

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Penelitian**

Sektor properti, real estat, dan konstruksi bangunan merupakan salah satu pilar utama perekonomian Indonesia karena kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), kemampuannya menyerap tenaga kerja dalam jumlah besar, serta efek berganda terhadap industri bahan bangunan, jasa keuangan, transportasi, dan perdagangan, sehingga stabilitas sektor ini memiliki implikasi sistemik terhadap perekonomian nasional. Namun demikian, karakteristik utama sektor properti adalah sifatnya yang padat modal dengan siklus bisnis panjang, proyek membutuhkan investasi awal besar, waktu penyelesaian lama, serta kepastian pendapatan yang rendah karena bergantung pada kondisi pasar. Kondisi ini menyebabkan perusahaan properti sangat bergantung pada pendanaan eksternal (pinjaman perbankan, obligasi, pasar modal), sehingga struktur modalnya cenderung memiliki tingkat leverage tinggi yang meningkatkan eksposur risiko keuangan dan sensitivitas terhadap perubahan kondisi ekonomi makro.

Kerentanan ini terlihat jelas dalam dinamika pasar properti pasca-pandemi. Pada 2022, penjualan properti tumbuh tajam nilai transaksi properti nasional melonjak sekitar 10,5% didorong oleh insentif pemerintah dan pemulihan aktivitas ekonomi. Namun momentum ini tidak bertahan, sepanjang 2023-2024, pasar memasuki fase konsolidasi dan stagnasi, dimana suku bunga acuan yang tinggi serta kenaikan harga bahan bangunan menekan daya beli masyarakat urban, sehingga

pertumbuhan harga rumah indeks primer stabil namun melambat. Puncak tekanan terjadi pada awal hingga pertengahan 2025, ketika penjualan rumah primer berkontraksi tajam pada triwulan II dan III akibat gelombang PHK dan penurunan daya beli riil, sebelum akhirnya pasar berbalik arah dan tumbuh positif 7,83% pada triwulan IV 2025. Fluktuasi tajam ini mengindikasikan bahwa fundamental permintaan sektor properti sangat rapuh terhadap guncangan makroekonomi jangka pendek.

Guncangan pada sisi permintaan tersebut berjalan beriringan dengan tekanan dari sisi pembiayaan. Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan secara beruntun dari 3,50% pada awal 2022 menjadi 5,50% di akhir 2022 dan mencapai puncaknya 6,00% pada akhir 2023-2024, sebagai respons terhadap pengetatan moneter agresif oleh The Fed dan tekanan inflasi global. Kenaikan ini ditransmisikan ke suku bunga KPR, menaikkan beban cicilan konsumen dan memicu gelombang gagal bayar.

Menurut (Siregar and Siswanti, 2022), tekanan ekonomi yang berkepanjangan dan tidak diimbangi pengelolaan risiko keuangan efektif dapat mendorong perusahaan memasuki fase *financial distress*, yaitu penurunan kesehatan keuangan bertahap sebelum kebangkrutan atau likuidasi, yang diindikasikan oleh arus kas negatif, ketidakmampuan membayar kewajiban tepat waktu, dan menurunnya nilai ekuitas. Dalam konteks pasar modal, *financial distress* merupakan sinyal negatif yang menurunkan kepercayaan investor, memicu penurunan harga saham, serta meningkatkan risiko delisting. (Nursal et al., 2023) menegaskan bahwa perusahaan yang terindikasi kesulitan keuangan cenderung

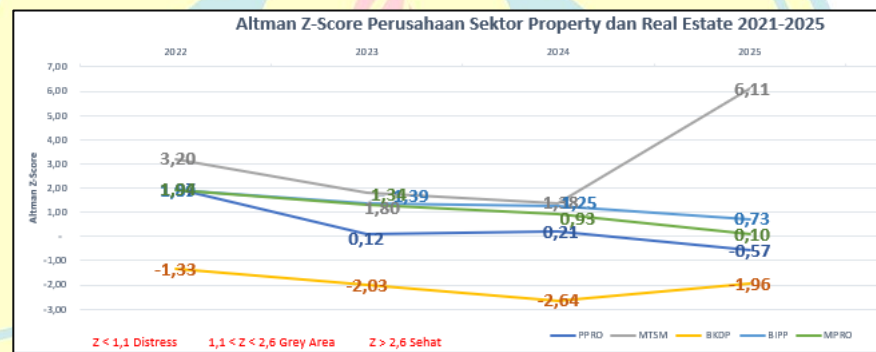
kehilangan akses pendanaan eksternal, memperparah likuiditas dan mempercepat potensi kebangkrutan, menjadikan identifikasi dini gejala kesulitan keuangan sebagai kebutuhan krusial dalam sistem peringatan dini.

Model Altman Z-Score dipilih sebagai model prediksi kebangkrutan karena pendekatannya yang komprehensif dan multidimensional, mengintegrasikan lima rasio keuangan yang mencerminkan likuiditas, akumulasi laba, efisiensi aset, struktur permodalan, dan persepsi pasar, serta mengklasifikasikan kondisi keuangan ke dalam tiga zona (*safe, grey, distress*). Penelitian (Yendrawati & Adiwafi, 2020) mengonfirmasi bahwa memiliki tingkat akurasi tertinggi dibandingkan model Springate dan Zmijewski dalam memprediksi *financial distress* pada sektor properti, real estat, dan konstruksi bangunan di Bursa Efek Indonesia. Hal ini disebabkan karena model modifikasi Altman (Z-Score) memang dikembangkan secara khusus sebagai model yang paling akurat untuk memprediksi perusahaan sektor non-manufaktur, baik yang go-public maupun tidak. (K & Budiantoro, 2025) menambahkan bahwa perusahaan properti kerap menunjukkan kinerja yang tampak stabil dalam jangka pendek namun menyimpan risiko akibat rendahnya likuiditas kas dan tingginya beban hutang jangka panjang, ketidakmampuan menjaga modal kerja dan laba ditahan inilah yang menarik nilai Z-Score masuk ke zona krisis.

Krisis finansial sektor properti Indonesia membentuk pola runtutan peristiwa yang saling berkaitan. Sinyal going concern bermasalah terdeteksi masif sejak 2020, ketika Bursa Efek Indonesia (BEI) menyuspensi perdagangan PT Hanson International Tbk (MYRX) dan PT Cowell Development Tbk (COWL) akibat jeratan hutang dan gugatan pailit, disusul PT Forza Land Indonesia Tbk

(FORZ) pada 2021. Kerusakan fundamental ini meluas sepanjang 2021-2024 berupa kerugian beruntun akibat seretnya arus kas dan tingginya leverage, hingga akhirnya bermuara pada forced delisting, FORZ resmi delisting Februari 2025, disusul MYRX Juli 2025, dan COWL dijadwalkan menyusul pada 2026. Rangkaian ini menegaskan secara empiris bahwa *financial distress* merupakan risiko sistemik nyata di sektor properti.

**Gambar 1.1 Nilai Altman Z-Score Emiten  
Sektor *Property* dan *Real Estate* Tahun 2022-2025**



Sumber: diolah oleh penulis, 2026

Sebagai ilustrasi atas fenomena tersebut, dipilih 5 sampel perusahaan yang mewakili kelompok emiten properti dengan kinerja keuangan yang mencatatkan laba bersih negatif (rugi) pada sebagian besar periode pengamatan 2022-2025. Kelima perusahaan ini disajikan sebagai bukti awal (*preliminary evidence*) untuk menunjukkan bahwa kondisi rugi tidak selalu berujung pada *financial distress* secara konsisten, melainkan menghasilkan dinamika Z-Score yang berbeda-beda antar-perusahaan, sehingga menegaskan perlunya diteliti faktor-faktor determinan yang membedakan arah pemulihan tersebut. Hasil perhitungan menunjukkan dinamika beragam. MTSM merosot dari zona sehat (2022) hingga 1,3 di zona *grey*



(2024), namun melonjak drastis ke 6,11 pada 2025. BKDP bertahan dengan skor Altman negatif selama 4 tahun berturut-turut, PPRO dan MPRO merosot dari grey area pada tahun 2022 menjadi *distress* pada tahun 2025 dengan nilai altman -0,57 dan 0,10. BIPP melemah hingga masuk zona distress dengan skor 0,73. Hal ini menegaskan bahwa mayoritas emiten mengalami tekanan keuangan berat sepanjang periode pengamatan, meski dengan arah pemulihan yang berbeda-beda antar-perusahaan.

Berdasarkan rangkaian fenomena tersebut, mulai dari besarnya kontribusi sektor properti terhadap perekonomian nasional, karakteristik struktur modal yang padat modal dan rentan terhadap guncangan ekonomi makro, hingga bukti empiris nyata berupa rangkaian *forced delisting* dan pergerakan Altman Z-Score yang kontras antar-emiten sektor properti dan real estate dipilih sebagai objek penelitian ini karena merepresentasikan sektor dengan risiko *financial distress* sekaligus memiliki karakteristik keuangan yang unik, yaitu aset fisik besar namun likuiditas kas relatif rendah, yang menjadikannya relevan untuk diteliti secara spesifik dibandingkan sektor lain.

Secara fundamental, risiko *financial distress* dipengaruhi indikator keuangan internal seperti likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan (Hayati & Sholichah, 2022; K & Budiantoro, 2025; Marcella & Utami, 2024; Septiani et al., 2025), serta (Budiari & Devi, 2023; Mardahlia & Ghazali, 2023; Samudra, 2021) yang menjelaskan faktor tata kelola seperti *gender diversity*, dewan komisaris, komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial yang berperan mengawasi manajemen guna mencegah

*agency problem*. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini memfokuskan pada Likuiditas dan *Sales growth* sebagai representasi kinerja keuangan, Komisaris Independen dan Kepemilikan Institusional sebagai proksi tata kelola.

Likuiditas yang diukur melalui *current ratio* menjadi "bantalan" arus kas awal, namun fenomena empiris menunjukkan banyak emiten memiliki rasio lancar tinggi namun tetap kesulitan keuangan karena aset lancarnya didominasi persediaan properti dan piutang jangka panjang yang sulit dikonversi kas sehingga menimbulkan research gap antara (Hayati & Sholichah, 2022; Marcella & Utami, 2024; Permatasari et al., 2022) yang menemukan pengaruh negatif signifikan, Ningsih, 2023 menemukan hasil positif, dengan (Hasty & Nursiam, 2023; K & Budiantoro, 2025; Prasetya & Hindasah, 2024) yang menemukan tidak adanya pengaruh likuiditas terhadap *financial distress*.

*Sales growth* mencerminkan vitalitas pasar dan daya saing perusahaan, sebagaimana tergambar pada fluktuasi tajam penjualan properti 2022-2025, dari lonjakan 10,5% pasca-pandemi, stagnasi 2023-2024 akibat suku bunga tinggi, kontraksi tajam triwulan II-III 2025 akibat PHK massal, hingga rebound 7,83% di triwulan IV 2025, sehingga pertumbuhannya yang stabil dapat memperkuat posisi keuangan, meski pertumbuhan agresif tanpa manajemen kas memadai dapat memicu overtrading. Research gap muncul karena (Nursal et al., 2023; Permatasari et al., 2022; Prameswari & Suci, 2025) menemukan pengaruh negatif signifikan,

sedangkan (Hasty & Nursiam, 2023; Hayati & Sholichah, 2022) tidak menemukan korelasi.

Sementara itu, Komisaris Independen berfungsi mengawasi kinerja direksi berdasarkan Teori Agensi (Budiari & Devi, 2023; Mardahlia & Ghozali, 2023), meski (Prasetya & Hindasah, 2024) menemukan perannya sering bersifat formalitas regulasi OJK semata dan penelitian oleh (Fabianti & Haq, 2024) menemukan pengaruh positif. Kepemilikan Institusional menunjukkan hasil beragam antara pengaruh negatif signifikan (Fabianti & Haq, 2024; Mardahlia & Ghozali, 2023) pengaruh positif (Samudra, 2021), hingga tidak signifikan (Robbani & Ritonga, 2024; Zatira et al., 2022).

Inkonsistensi hasil di hampir seluruh variabel tersebut menunjukkan bahwa Likuiditas, *Sales growth*, Komisaris Independen, dan Kepemilikan Institusional masih menjadi research gap dari sisi hasil temuan, karena belum ada kesepakatan mengenai kombinasi determinan mana yang paling relevan dalam memprediksi *financial distress* pada sektor properti. Selain research gap tersebut, penelitian ini juga diperkuat oleh dua kesenjangan tambahan. Pertama, dari sisi periode penelitian, mayoritas studi terdahulu menggunakan periode observasi sebelum tahun 2022, sehingga belum mencakup dinamika kinerja keuangan sektor properti pasca-pandemi, yakni periode 2022-2025 yang justru diwarnai oleh guncangan signifikan mulai dari lonjakan penjualan pasca-pandemi, kenaikan suku bunga

acuan secara agresif, stagnasi pasar 2023-2024, hingga kontraksi tajam dan forced delisting beberapa emiten (FORZ, MYRX, dan menyusul COWL) pada 2025.

Kedua, dari sisi kombinasi variabel, penelitian terdahulu pada umumnya masih terpisah antara studi yang berfokus pada rasio keuangan (seperti likuiditas dan *sales growth*) dan studi yang berfokus pada mekanisme tata kelola (seperti komisaris independen dan kepemilikan institusional), tanpa mengintegrasikan keduanya secara bersamaan dalam satu model prediksi *financial distress* yang diproksikan dengan Altman Z-Score. Masih terbatasnya penelitian yang menyandingkan Altman Z-Score dengan kombinasi indikator keuangan internal dan proksi tata kelola secara simultan menjadikan kombinasi variabel ini sebagai celah penelitian yang belum banyak dieksplorasi, khususnya pada sektor properti yang memiliki karakteristik aset fisik besar namun likuiditas kas rendah.

Urgensi penelitian ini semakin diperkuat oleh bukti empiris periode 2022-2025, yakni rangkaian forced delisting emiten properti (FORZ, MYRX, dan menyusul COWL), serta pergerakan Altman Z-Score yang kontras antar-emiten, MTSM dan PPRO menunjukkan tanda pemulihan, sementara BKDP, MPRO, dan BIPP justru terus terpuruk di zona distress. Fenomena ini menunjukkan bahwa determinan yang sama dapat berdampak berbeda pada perusahaan yang berbeda, sehingga pemahaman mendalam mengenai kombinasi faktor keuangan dan tata kelola yang relevan menjadi semakin krusial pada sektor ini.

Atas dasar itu, penelitian ini hadir untuk menjembatani research gap tersebut melalui integrasi indikator keuangan internal (Likuiditas, *Sales growth*) dan proksi tata kelola (Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional) secara simultan



dalam satu model, dengan memfokuskan Altman Z-Score pada fungsi aslinya sebagai *early warning system* melalui *purposive sampling* sepanjang periode 2022-2025 pasca pandemi, guna memberikan kontribusi teoritis dan referensi praktis yang relevan dalam memprediksi risiko kebangkrutan sebelum titik kepailitan mutlak.

## 1.2 Rumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian

Sektor properti dan real estat merupakan sektor yang memiliki karakteristik *capital intensive* dan tingkat leverage yang tinggi, sehingga rentan terhadap risiko *financial distress*. Berbagai penelitian terdahulu telah menguji faktor-faktor yang memengaruhi *financial distress*, baik dari aspek keuangan internal maupun faktor eksternal. Namun, hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya research gap, khususnya terkait pengaruh likuiditas, *sales growth*, komisaris independen, dan kepemilikan institusional.

Penelitian terdahulu menyisakan tiga kesenjangan: (1) inkonsistensi hasil pada variabel Likuiditas, *Sales growth*, Komisaris Independen, dan Kepemilikan Institusional terhadap *financial distress*; (2) mayoritas studi menggunakan periode sebelum 2022, belum mencakup dinamika pasca-pandemi, dan (3) indikator keuangan dan tata kelola umumnya diuji terpisah, belum diintegrasikan dalam satu model prediksi Altman Z-Score. Oleh karena itu, penulis merumuskan pertanyaan penelitian yang berfokus pada deteksi dini *financial distress* melalui integrasi variabel keuangan dan tata kelola perusahaan, sebagai instrumen prediksi kebangkrutan, sebagai berikut:

1. Apakah likuiditas memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia?
2. Apakah *sales growth* memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia?
3. Apakah komisaris independen memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia?
4. Apakah kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian yang telah dirumuskan, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh likuiditas terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia.
2. Menguji dan menganalisis pengaruh *sales growth* terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh komisaris independen terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan real estat di Indonesia.

## 1.4 Manfaat Penelitian

### 1.4.1 Manfaat Teoritis

Secara teoretis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi ilmiah bagi perkembangan ilmu akuntansi dan manajemen keuangan, khususnya dalam memperluas kajian akademis mengenai bagaimana tata kelola internal dan penyampaian informasi laporan keuangan dapat digunakan untuk memprediksi serta memitigasi risiko kesulitan keuangan (*financial distress*) pada sektor properti.

#### 1. *Agency Theory*

Teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan asimetri informasi antara prinsipal dan agen yang dapat memicu *financial distress* akibat perilaku oportunistik manajemen (Samudra, 2021; Mardahlia & Ghozali, 2023). Penelitian ini memperkaya kajian mengenai peran komisaris independen dan kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan yang menekan asimetri informasi tersebut (Fabianti & Haq, 2024; Mardahlia & Ghozali, 2023).

#### 2. *Signaling Theory*

Teori sinyal (Spence, 1973) menjelaskan bahwa informasi keuangan berfungsi sebagai sinyal kondisi perusahaan bagi pasar (Nursal et al., 2023; Prameswari & Suci, 2025). Penelitian ini memperkaya pemahaman mengenai likuiditas dan *sales growth* sebagai indikator sinyal, di mana nilai yang tinggi mencerminkan sinyal positif dan

penurunannya mengindikasikan sinyal negatif menuju *financial distress* (Nursal et al., 2023; Hayati & Sholichah, 2022).

### 3. *Financial Distress*

Penelitian ini memperkuat pemahaman *financial distress* sebagai proses penurunan kinerja keuangan yang dapat dideteksi lebih awal melalui indikator keuangan (Platt & Platt, 2002 dalam Samudra, 2021 ; Brigham & Daves, 2003 dalam Prasetya & Hindasah, 2024), serta memperkaya bukti empiris mengenai faktor internal yang memengaruhi terjadinya kondisi tersebut.

#### 1.4.2 Manfaat Praktis

- a) Bagi manajemen perusahaan *property* dan *real estate*, penelitian ini dapat menjadi bahan evaluasi dalam mengelola likuiditas, pertumbuhan penjualan, serta struktur tata kelola perusahaan guna meminimalkan risiko *financial distress*.
- b) Bagi investor dan kreditur, penelitian ini dapat menjadi referensi dalam melakukan analisis fundamental dan pengambilan keputusan investasi dengan mempertimbangkan indikator risiko kebangkrutan.
- c) Bagi regulator dan otoritas pasar modal, penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan pengawasan terhadap emiten sektor properti dan real estat yang memiliki potensi risiko keuangan tinggi.