



## Apakah CG Disclosure dan ROE Mempengaruhi Financial Distress?

Hafizhah Risnafirtri<sup>1</sup>, Abrar Amri<sup>2\*</sup>, Rahmat Hidayat<sup>3</sup>, Albet<sup>4</sup>, Dara Angreka Soufyan<sup>5</sup>

<sup>1,2,3,4,5</sup> Universitas Teuku Umar, Aceh Barat, Indonesia

### ARTICLE INFORMATION

Received: October 11, 2025  
Revised: October 16, 2025  
Available online: October 28, 2025

### KEYWORDS

Financial Distress, CGDI, ROE, Logistic Regression, Cyclical Industry.

### CORRESPONDENCE

E-mail: [abraramri@utu.ac.id](mailto:abraramri@utu.ac.id)

### A B S T R A C T

Financial Distress (FD) is a critical stage requiring an accurate early warning system. Previous studies identify profitability (Return on Equity - ROE) and Corporate Governance (CG) as key determinants. However, gaps exist regarding CG's weakening effectiveness under pressure and the challenging interpretation of high profitability in the Indonesian context. This study aims to examine the effect of the Corporate Governance Disclosure Index (CGDI) and ROE on FD probability. The methodology employs Logistic Regression on 256 companies from the Cyclical Industry (2023–2024). Variables and measures utilized include: FD as the binary dependent variable (Springate S-Score), CGDI and ROE as an independent. The model was found to be simultaneously significant in predicting FD, yet the Hosmer and Lemeshow Test indicated the model is not fully fitted. Individually, CGDI has no significant effect on FD. This finding supports the view that formal CG mechanisms lose monitoring effectiveness under financial pressure (distress), often acting as mere formal legitimacy (Legitimacy Theory). Conversely, ROE has a significant and positive effect on FD probability. This counter-intuitive finding is interpreted as illusory profitability or earnings management due to strong managerial incentives (Agency Theory). High ROE becomes a misleading signal, reinforcing that profitability interpretation is a major issue within the Indonesian distress context. Consequently, the findings highlight the imperative for market participants to shift analytical focus toward underlying cash flow and liquidity indicators, while demonstrating the need for internal CG mechanisms beyond mere disclosure to effectively mitigate financial distress risk in the Indonesian market environment.

### PENDAHULUAN

Financial distress (FD) merujuk pada tahap awal penurunan kondisi keuangan sebuah perusahaan sebelum mencapai titik kebangkrutan atau likudasi (Ariowibowo & Brahmayanti, 2022; Hutaaruk et al., 2021; Islam et al., 2023). Kondisi ini ditandai dengan penurunan kinerja, peningkatan rasio utang, dan ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban finansial (Che et al., 2024; Ginanti & Soufyan, 2024a). Oleh karena itu, meneliti FD berarti menyediakan sistem peringatan dini (early warning system) bagi para pemangku kepentingan (Ariowibowo & Brahmayanti, 2022; Beltman et al., 2025; Tanaka et al., 2025). Keakuratan dalam memprediksi FD akan meminimalisir kerugian investasi, risiko kredit dapat dikelola oleh kreditor dan keputusan strategis perusahaan dapat diambil tepat waktu (Nugroho & Dewayanto, 2025).

Beberapa studi sebelumnya secara konsisten telah mengidentifikasi determinan penting dalam memprediksi FD, yang mencakup variabel finansial dan non-finansial seperti rasio keuangan dengan menggunakan rasio likuiditas, leverage dan profitabilitas (Kazemian et al., 2017; Sitorus et al., 2022; Sudaryanti & Dinar, 2019). Studi-studi klasik dan kontemporer yang mendasari penggunaan rasio-rasio ini termasuk model Z-Score oleh (Altman, 1968), model Springate (Gordon L. V. Springate, 1978), hingga penelitian terbarunya oleh Sudaryanti

& Dinar (2019) dan Tanaka et al. (2025) yang memverifikasi bahwa rasio-rasio ini tetap menjadi prediktor kuat FD. Seluruh indikator tersebut merupakan indikator keuangan dasar yang terbukti relevan membuktikan bahwa semakin tinggi likuiditas dan profitabilitas, semakin kecil risiko FD, sedangkan semakin tinggi leverage, semakin besar potensi perusahaan mengalami FD. Kemudian faktor penentu lainnya adalah corporate governance/GC (tata kelola perusahaan) (Abrori et al., 2023; Dwi Kurniawati et al., 1945; K. D. Truong, 2022; Younas et al., 2021). Mekanisme CG diakui sebagai faktor penentu penting dalam menggambarkan FD (Abrori et al., 2023; Alexandra et al., 2022; Ninda Febriyanti & Khalifaturofi'ah, 2023; Nugroho & Dewayanto, 2025; Younas et al., 2021).

Praktik tata kelola yang baik (*Good Corporate Governance*) secara efektif, diharapkan dapat meminimalisir risiko FD (Kazemian et al., 2017; K. D. Truong, 2022). Meskipun CG dan profitabilitas merupakan prediktor kuat, efektivitas pengawasan GCG (Mittal Shrivastav & Kalsie, 2017) dan ketidakpastian interpretasi profitabilitas menjadi masalah utama dalam konteks distress. Kondisi FD memunculkan potensi CG kehilangan efektivitasnya dalam memantau dan mengawasi manajemen perusahaan, sehingga kualitas GCG dapat menurun. Hal ini terjadi karena adanya konflik kepentingan yang lebih kuat sehingga memperburuk

implementasi prinsip-prinsip GCG, serta mengurangi kemampuan mitigasi risiko secara efektif. Kemudian kinerja keuangan yang sering diukur *Return on Equity* (ROE), merepresentasikan kemampuan manajemen dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham berdasarkan modal yang diinvestasikan. ROE dianggap sebagai rasio profitabilitas yang paling komprehensif karena menggabungkan efek dari margin laba, efisiensi aset, dan financial leverage (Palepu, 2010; Scott, 2015). ROE dipilih dalam penelitian ini karena fungsinya yang ganda sebagai sinyal utama yang digunakan investor dan kreditor dalam menilai kesehatan finansial perusahaan (Brealey et al., 2025) serta sebagai sumber konflik kepentingan. Dalam konteks distress, ROE yang tinggi justru dapat memicu konflik kepentingan (*Agency Theory*) (Jensen & Meckling, 1976), mendorong manajemen untuk melakukan *earnings management* (Scott, 2015) demi menjaga sinyal positif, padahal kondisi riil perusahaan sedang tertekan. Beberapa kasus di Indonesia (Machmuddah et al., 2024; Nugroho & Dewayanto, 2025; Saidah & Sulistiyo, 2024) menunjukkan bahwa profitabilitas tinggi dapat melemahkan pengaruh rasio keuangan terhadap FD (Rizky Nurmala Awaliyah & Syahzuni, 2025), menciptakan lapisan kompleksitas dalam memprediksi distress hanya berdasarkan rasio-rasio tersebut.

Berdasarkan hal tersebut, meskipun banyak studi telah menguji determinan FD, kesenjangan muncul terkait sifat dinamis dan interaktif antara mekanisme CG dan profitabilitas dalam konteks FD. Kesenjangan tersebut timbul disebabkan oleh hasil temuan yang beragam. Studi di Vietnam oleh (K. D. Truong, 2022) menggunakan *Endogenous Switching Regression Model* (ESRM) menemukan bahwa efek positif CG (seperti Komisaris Independen) cenderung lebih efektif pada perusahaan yang sehat, sementara pengaruhnya melemah atau tidak signifikan pada perusahaan yang sudah tertekan (*distressed*). Hal ini menunjukkan bahwa CG sebagai mekanisme *early warning* dapat kehilangan daya kerjanya saat sinyal FD benar-benar muncul, menimbulkan pertanyaan tentang peran CG di periode kritis. Studi yang dilakukan pada konteks spesifik di Indonesia menunjukkan bahwa tidak semua elemen CG selalu efektif dalam mencegah FD, berbeda dengan temuan di negara lain. Penelitian (Abrori et al., 2023) pada perusahaan manufaktur Indonesia, menemukan bahwa kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap FD. Namun, mekanisme CG lainnya seperti Komisaris Independen, Dewan Direksi, dan Komite Audit justru tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap FD. Inkonsistensi ini mengisyaratkan adanya isu implementasi atau konflik kepentingan lokal yang membuat mekanisme formal CG kurang efektif dibandingkan mekanisme kepemilikan. Menggunakan konteks Indonesia, yang memiliki mekanisme CG dan tingkat kepatuhan yang unik (seperti yang diisyaratkan Abrori et al., 2023), penelitian ini menguji kembali efektivitas profitabilitas dan CG di bawah pengaruh tekanan FD (isu endogenitas yang diangkat Truong, 2022) pada tahun 2023 hingga 2024.

Pemilihan periode penelitian tahun 2023-2024 didasarkan pada dua pertimbangan empiris krusial terkait dinamika ekonomi dan regulasi GCG di Indonesia. Pertama, periode ini merupakan fase pasca-pemulihan COVID-19 yang ditandai dengan tingginya tekanan ekonomi makro global, seperti inflasi dan kebijakan kenaikan suku bunga Bank Sentral (The Fed dan BI), yang secara langsung meningkatkan risiko financial

distress pada perusahaan-perusahaan di Industri Siklikal. Pernyataan tersebut diinformasikan melalui Laporan Rapat Dewan Gubernur (RDG) dan Siaran Pers resmi Bank Indonesia (BI). Kedua, periode ini menyajikan data pengungkapan GCG di bawah tuntutan penyempurnaan standar tata kelola oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) yang kian ketat, seperti yang tercermin pada POJK No. 17 Tahun 2023 tentang Penerapan Tata Kelola Bank Umum dan pembaruan Piagam Komite Audit BEI (September 2023). Konteks regulasi yang diperketat ini memberikan dasar empiris yang kuat untuk menguji kembali efektivitas CGDI sebagai sinyal *early warning* FD di tengah lingkungan operasional yang penuh tekanan.

### *Signaling Theory*

*Signaling Theory* atau Teori Signaling yang dikemukakan oleh (Market et al., 1973) menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada pasar mengenai kondisi internal mereka melalui keputusan-keputusan finansial yang dapat mempengaruhi persepsi investor dan kreditor (Shahid et al., 2024). Salah satu bentuk sinyal ini adalah *buyback* saham, yang digunakan oleh perusahaan untuk menunjukkan kepercayaan manajerial terhadap kesehatan keuangan perusahaan (Hansen & Andersen, 2023). Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan tidak berada dalam kondisi kesulitan meskipun mengalami tekanan eksternal, seperti dalam konteks *financial distress* (Landelius et al., 2023). Selain itu, *corporate governance* (GCG) memainkan peran penting dalam sinyal ini, di mana perusahaan yang memiliki sistem pengelolaan yang baik cenderung menurunkan risiko financial distress (Haris & Sandra, 2023). Tata kelola yang baik berfungsi untuk memberikan kepercayaan kepada investor dan stakeholder lainnya bahwa keputusan-keputusan yang diambil adalah untuk kepentingan jangka panjang perusahaan.

Dalam konteks ROE, *Signaling Theory* (Market et al., 1973; Morris, 1987) menjelaskan bahwa ROE yang tinggi berfungsi sebagai sinyal positif yang dikirimkan oleh manajemen kepada pasar untuk menarik investasi, meningkatkan harga saham, dan meyakinkan kreditor akan kemampuan perusahaan melunasi utang (Aditya Yunanto & Atri Nodi Maiza Putra, 2025). Namun, ketika perusahaan berada di ambang distress, manajemen mungkin terdorong untuk mengirimkan sinyal ROE yang menyesatkan (*false signal*) melalui praktik *earnings management* agar terlihat sehat (Andriani et al., 2022). Kegagalan sinyal ROE ini dapat berakibat fatal, karena keputusan investor yang didasarkan pada sinyal profitabilitas palsu akan meningkatkan risiko ketika kondisi riil perusahaan terungkap (Lestari & Armayah, 2016).

### *Legitimacy Theory*

Menurut *Legitimacy Theory*, perusahaan berusaha mempertahankan legitimasi mereka dengan mematuhi nilai-nilai sosial dan norma yang diterima oleh masyarakat. Dalam konteks ESG, perusahaan yang mengadopsi prinsip keberlanjutan dan tata kelola yang baik sering kali dianggap lebih sah oleh masyarakat dan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber daya keuangan (Binesh et al., 2024; Song et al., 2024; Q.-T. Truong et al., 2025). Perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan melalui praktik ESG dapat mengurangi ketergantungan pada sumber daya eksternal yang rentan terhadap perubahan ekonomi, sehingga mengurangi

kemungkinan terjadinya *financial distress* (Prasetyo & Faturahma, 2023). Begitu juga dengan perusahaan dengan corporate governance yang baik sering dianggap lebih legitim, yang berdampak pada stabilitas keuangan dan mengurangi kemungkinan mengalami *financial distress* (Younas et al., 2021).

Pencapaian ROE yang tinggi dapat menjadi alat legitimasi manajerial di hadapan stakeholder bahwa perusahaan telah mengelola sumber daya secara efisien dan memenuhi harapan pasar (Suchman, 1995). Namun, legitimasi berdasarkan ROE ini menjadi masalah dalam konteks distress, dimana perusahaan mungkin menggunakan manipulasi laba untuk membeli legitimasi dan menghindari sorotan publik atau regulator akibat kinerja yang buruk (Wasril & Puspitasari, 2024). Jika praktik ini dilakukan, legitimasi yang diperoleh hanya bersifat formalistik, menutupi masalah FD yang sebenarnya, dan menghambat intervensi perbaikan yang diperlukan.

### Agency Theory

*Agency Theory* membahas konflik antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal) yang terjadi dalam perusahaan. Manajer mungkin memiliki insentif yang tidak selalu sejalan dengan tujuan pemegang saham, seperti dalam keputusan buyback saham, yang bisa digunakan untuk manipulasi harga saham demi keuntungan pribadi (Landelius et al., 2023). Namun, praktik *corporate governance* yang baik dapat membantu mengurangi konflik ini dengan meningkatkan transparansi dan akuntabilitas keputusan-keputusan manajerial (Ninda Febriyanti & Khalifaturofi'ah, 2023; Younas et al., 2021). Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola yang baik bisa mengurangi ketegangan antara agen dan prinsipal, sekaligus menurunkan risiko *financial distress*.

Konflik agensi menjadi sangat tajam saat perusahaan menghadapi distress. Tingginya ROE, terutama saat perusahaan tertekan, dapat diinterpretasikan sebagai hasil dari earnings management. Manajemen (agen) memiliki insentif kuat untuk menampilkan ROE tinggi, seringkali untuk mengamankan kompensasi berbasis kinerja atau menghindari pemecatan (Morris, 1987). Insentif ini mendorong manajer untuk mengambil risiko berlebihan atau memanipulasi angka profitabilitas demi mempertahankan sinyal positif, yang pada akhirnya memperburuk kondisi *financial distress* yang sudah ada. Oleh karena itu, *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) memberikan dasar bagi temuan ROE yang signifikan positif terhadap FD (yaitu, ROE tinggi justru meningkatkan peluang distress), mengindikasikan adanya manipulasi yang terdorong oleh konflik kepentingan manajerial.

### Financial Distress

Financial distress adalah kondisi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya, yang jika dibiarkan dapat berujung pada kebangkrutan (Balasubramanian et al., 2019; Islam et al., 2023; Wagner et al., 2022). Penelitian oleh (Ginanti & Soufyan, 2024a) menunjukkan bahwa rasio keuangan seperti likuiditas dan profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dalam memprediksi *financial distress* pada perusahaan sektor agrikultur di Indonesia. Rasio *debt-to-equity* yang tinggi dan rendahnya profitabilitas menjadi indikasi utama terjadinya *financial distress*, yang sejalan dengan temuan (Haris & Sandra, 2023) bahwa kebangkrutan sering terjadi pada perusahaan yang memiliki leverage tinggi dan likuiditas

rendah. Selain itu, profitabilitas yang rendah dan rasio kas yang buruk berkontribusi langsung terhadap potensi *financial distress* (Junaidi & Rahayu, 2020). Sebaliknya, perusahaan dengan kinerja ESG yang baik terbukti lebih tahan terhadap krisis keuangan (Binesh et al., 2024; Q.-T. Truong et al., 2025).

### METODE

Penelitian ini menggunakan industri siklikal (*cyclical industry*) selama periode tahun 2023 hingga 2024 sebagai objek penelitian. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan pendekatan regresi logistik untuk mengidentifikasi pengaruh variabel independen terhadap probabilitas terjadinya peristiwa (variabel dependen) di perusahaan yang terlibat dalam sektor ini.

Pemilihan industri siklikal sebagai objek penelitian didasarkan pada argumen sebagai berikut:

1. Sensitivitas terhadap kondisi makroekonomi dan volatilitas kinerja: Perusahaan dalam industri siklikal memiliki karakteristik pendapatan dan laba yang sangat sensitif terhadap perubahan siklus ekonomi (PDB, inflasi, suku bunga, dan daya beli masyarakat). Fluktuasi kinerja ini (termasuk rasio profitabilitas seperti ROE dan risiko) memberikan variasi data yang beragam dan relevan untuk diuji dengan model regresi logistik.
2. Konteks Non-Keuangan: Pemilihan objek ini secara spesifik membedakan konteks penelitian ini dari batasan yang ditetapkan dalam POJK No. 17/2023 tentang Penerapan Prinsip Taksonomi Hijau. Perlu ditekankan bahwa:
  - POJK No. 17/2023 secara utama menargetkan Sektor Jasa Keuangan (Bank, Lembaga Pembiayaan, dll.) sebagai entitas yang wajib menerapkan taksonomi hijau karena dampak signifikannya terhadap kondisi ekonomi makro melalui penyaluran kredit dan investasi.
  - Penelitian ini berfokus pada perusahaan manufaktur/non-keuangan dalam industri siklikal. Tujuannya adalah untuk menganalisis probabilitas peristiwa di level perusahaan itu sendiri (misalnya, *financial distress*, kebangkrutan, atau audit opini tertentu), bukan dampak sistemik dari sektor keuangan terhadap ekonomi makro.
3. Representasi Pasar: Industri siklikal sering kali menyumbang kapitalisasi pasar dan volume transaksi yang signifikan di BEI, menjadikannya sampel yang representatif untuk menguji hipotesis kinerja perusahaan secara umum di Indonesia.

Oleh karena itu, pilihan industri siklikal adalah tepat untuk menguji hipotesis penelitian karena variabilitas kinerjanya, dan tidak melanggar/dibatasi oleh konteks POJK No. 17/2023 yang secara spesifik mengatur entitas jasa keuangan.

#### 1. Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam industri siklikal pada tahun 2023 hingga 2024. Data yang dikumpulkan mencakup dua variabel independen utama, yaitu CGDI (*Corporate Governance Disclosure Index*) dan ROE (*Return on Equity*), serta variabel dependen berupa FD (*Financial Distress*), yang mengindikasikan apakah perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau tidak. Data yang digunakan diperoleh dari laporan tahunan perusahaan dan sumber data sekunder lainnya seperti laporan keuangan yang tersedia di publik atau database keuangan industri (Bursa Efek Indonesia).

Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 128 perusahaan dari 155 perusahaan berbagai subsektor dalam industri *cyclicals*, yang dipilih secara sengaja (*purposive sampling*) untuk memastikan representasi yang cukup baik dari populasi yang ada. Data keuangan yang diperoleh diolah untuk menangani *missing values* dan *outliers* yang mungkin ada dalam dataset.

## 2. Prosedur Pengumpulan Data

- Seleksi Data: Data yang digunakan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria tertentu, seperti perusahaan yang terdaftar di industri siklikal dan memiliki laporan keuangan yang tersedia untuk tahun 2023 dan 2024.
- Penyaringan Data: Data yang hilang atau tidak valid (misalnya, #VALUE! atau #DIV/0!) akan dihapus atau digantikan dengan nilai estimasi jika memungkinkan.
- Pengkodean: Variabel FD yang bersifat biner (0 dan 1) dikodekan untuk merepresentasikan apakah perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau tidak, di mana 1 menunjukkan adanya kesulitan keuangan dan 0 menunjukkan tidak ada kesulitan keuangan.

## 3. Analisis Data

Analisis dilakukan menggunakan regresi logistik untuk mengidentifikasi pengaruh variabel CGDI dan ROE terhadap kemungkinan terjadinya FD pada perusahaan-perusahaan dalam industri siklikal. Regresi logistik digunakan karena FD adalah variabel dependen biner, yaitu dua kemungkinan (0 atau 1).

- Prosedur analisis terdiri dari langkah-langkah berikut:
  - Model Regresi Logistik: Dua variabel independen yang digunakan dalam model adalah CGDI dan ROE. Model regresi logistik akan digunakan untuk menghitung probabilitas  $FD = 1$  (terjadi kesulitan keuangan) berdasarkan nilai CGDI dan ROE.

$$\text{Logit}(P) = \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2$$

Di mana:

- $P$  adalah probabilitas terjadinya peristiwa *financial distress*
- $\frac{P}{1-P}$  adalah odds dari peristiwa yang terjadi.
- $\beta_0$  adalah konstanta (intercept) model.
- $\beta_1, \beta_2$  adalah koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen  $X_1$  dan  $X_2$ .
- $X_1$  dan  $X_2$  adalah variabel independen (dalam hal ini adalah CGDI dan ROE).

## Y: Financial Distress (FD)

Menggunakan metode Springate, model Springate S-Score lebih akurat dalam memprediksi financial distress dibandingkan dengan Altman Z-Score, dengan tingkat akurasi 50% (Martini et al., 2023; Neiska Oliviana & Maria Yovita R. Pandin, 2023).

$$S - \text{Score} = 1.03 A + 3.07 B + 0.66 C + 0.4D$$

Keterangan:

A = Modal Kerja dibagi Total Aset

B = Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT) dibagi Total Aset

C = EBIT dibagi Kewajiban Lancar

D = Penjualan dibagi Total Aset

## XI: Indeks Pengungkapan Tata Kelola Perusahaan (CGDI):

$$CGDI = \frac{\text{Total skor Pengungkapan Tata Kelola Perusahaan}}{\text{Skor maksimum yang dapat diperoleh perusahaan (52)}} \times 100$$

(Mittal Shrivastav & Kalsie, 2017)

## X2: ROE (Return on Equity)

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

- Pengujian Signifikansi: Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Wald untuk melihat pengaruh masing-masing variabel independen terhadap model. Koefisien yang signifikan secara statistik (nilai  $p < 0.05$ ) akan dipertahankan dalam model.
- Evaluasi Model: Kecocokan model dievaluasi dengan melihat nilai  $-2 \text{ Log Likelihood}$ , Cox & Snell  $R^2$ , dan Nagelkerke  $R^2$ . Nilai-nilai ini digunakan untuk menilai seberapa baik model dalam menjelaskan variabel dependen. Selain itu, uji Hosmer-Lemeshow digunakan untuk menguji kecocokan model terhadap data.
- Klasifikasi dan Akurasi Model: Model akan diuji ketepatannya dengan melihat persentase prediksi yang benar, terutama untuk memprediksi  $FD = 1$  dan  $FD = 0$ . Model yang baik diharapkan memiliki tingkat akurasi lebih dari 70%.

## 4. Batasan Penelitian

Penelitian ini terbatas pada data perusahaan yang terdaftar dalam industri siklikal selama periode 2023 hingga 2024, yang dapat membatasi generalisasi hasilnya untuk sektor industri lainnya. Data yang digunakan bersifat sekunder dan dapat mengandung bias atau kesalahan yang berasal dari laporan keuangan perusahaan.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil

#### 1. Deskripsi Data Penelitian

Dataset yang digunakan berasal dari perusahaan industri siklikal (*cyclicals industry*) selama periode tahun 2023 hingga 2024. Jumlah total unit observasi yang berhasil diolah dalam analisis adalah 256 baris data. Seluruh data telah melalui proses data cleaning dan tidak terdapat kasus data yang hilang (0% kasus yang hilang).

Variabel dependen FD (Financial Distress) merupakan variabel biner. Pengkodeannya adalah nilai 0 untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan nilai 1 untuk perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Komposisi data sampel berdasarkan status financial distress adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Komposisi Data Sampel

| Status Variabel FD                 | Kode | Jumlah Kasus (N=256) | Persentase |
|------------------------------------|------|----------------------|------------|
| Mengalami Kesulitan Keuangan       | 0    | 60                   | 23.44%     |
| Tidak Mengalami Kesulitan Keuangan | 1    | 196                  | 76.56%     |
| Total                              |      | 256                  | 100.00%    |

Ini menunjukkan bahwa dari total 256 observasi, sekitar 23,44% perusahaan dalam sampel teridentifikasi berada dalam kondisi financial distress. Untuk memberikan gambaran umum data lebih lanjut, disajikan statistik deskriptif variabel independen CGDI (Corporate Governance Disclosure Index) dan ROE (Return on Equity) dalam Tabel 2.

| Variabel | N   | Minimum | Mean  | Std. Deviation |
|----------|-----|---------|-------|----------------|
| FD       | 256 | 0       | 0,77  |                |
| CGDI     | 256 | 6       | 70,75 | 11,322         |
| ROE      | 256 | -306,4  | 0,77  | 0,4240,424     |

Variabel CGDI memiliki rata-rata sebesar 70.75 dengan standar deviasi 11.322. Nilai rata-rata yang relatif tinggi ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel memiliki tingkat pengungkapan Corporate Governance yang cukup baik. Rentang pengungkapan CGDI berada di antara nilai minimum 6 dan maksimum 83, menunjukkan adanya variasi yang lebar dalam kepatuhan pengungkapan di antara perusahaan sampel. Kemudian rata-rata ROE dari sampel adalah 0.77. Hasil ini didominasi oleh adanya nilai ekstrem (outlier) yang signifikan, sebagaimana terlihat dari nilai minimum -306.40% (kerugian ekstrem) dan nilai maksimum 2,197.20% (profitabilitas ekstrem). Adanya data yang sangat ekstrem ini mengindikasikan bahwa interpretasi profitabilitas di industri siklikal perlu dilakukan secara hati-hati, sebuah temuan yang sejalan dengan hasil regresi yang menunjukkan hubungan positif kontrainuitif antara ROE dan probabilitas financial distress.

## 2. Hasil Analisis Data

Hasil analisis data dijelaskan berikut ini:

### a. Regresi Logistik

Analisis Regresi Logistik ini bertujuan untuk memodelkan probabilitas variabel dependen biner (FD) berdasarkan variabel prediktor (CGDI dan ROE).

Metode yang digunakan adalah Enter yang berarti kedua variabel (CGDI dan ROE) dimasukkan ke dalam model pada saat yang sama. Nilai -2 Log Likelihood menurun dari 278.789 menjadi 270.113, yang menunjukkan bahwa model menjadi lebih baik dalam memprediksi hasil setelah variabel independen dimasukkan.

Tabel 3. Koefisien Variabel

| Variabel | B (Koefisien) | S.E.  | Wald  | df | Sig.  | Exp(B) (Odds Ratio) | 95% C.I. for EXP(B) |
|----------|---------------|-------|-------|----|-------|---------------------|---------------------|
| CGDI     | -0.006        | 0.015 | 0.2   | 1  | 0.655 | 0.994               | .966 - 1.022        |
| ROE      | 0.014         | 0.006 | 4.984 | 1  | 0.026 | 1.014               | 1.002 - 1.026       |
| Constant | 1.65          | 1.046 | 2.489 | 1  | 0.115 | 5.208               | -                   |

Model regresi logistik yang dihasilkan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{Logit (FD)} = \ln \left( \frac{P}{1-P} \right) = 1,65 - 0,006 \text{ CGDI} + 0,014 \text{ ROE}$$

Model probabilitas terjadinya *financial distress* :

$$P = \frac{1}{1 + e^{-(1,650 - 0,006 \text{ CGDI} + 0,014 \text{ ROE})}}$$

### b. Pengujian Signifikansi

- CGDI memiliki koefisien -0.006 dengan nilai p 0.655, yang menunjukkan bahwa CGDI tidak signifikan dalam memprediksi financial distress pada tingkat signifikansi 5%.
- ROE memiliki koefisien 0.014 dengan nilai p 0.026, yang menunjukkan bahwa ROE signifikan pada tingkat 5%, dengan  $\text{Exp(B)} = 1.014$ . Ini berarti bahwa setiap peningkatan 1 unit pada ROE meningkatkan peluang untuk mengalami financial distress sebesar 1.4%.
- Konstanta memiliki nilai 1.650, yang menunjukkan probabilitas dasar (log odds) untuk perusahaan yang tidak memiliki nilai variabel independen.

### c. Evaluasi Model (*Goodness of Fit*)

- Model Omnibus menguji apakah model secara keseluruhan lebih baik daripada model kosong (model tanpa variabel independen). Hasil uji chi-square adalah 8.676 (p-value = 0.013), yang menunjukkan bahwa model ini signifikan secara statistik.
- Cox & Snell  $R^2$  adalah 0.033 dan Nagelkerke  $R^2$  adalah 0.050. Nilai-nilai ini menunjukkan bahwa model hanya menjelaskan sekitar 3-5% variasi dalam variabel dependen, yang berarti ada banyak faktor lain yang tidak diperhitungkan oleh model ini.
- Hosmer and Lemeshow Test menghasilkan nilai chi-square 37.387 (p-value < 0.001), yang menunjukkan bahwa model tidak sepenuhnya cocok dengan data karena p-value yang sangat kecil menunjukkan adanya ketidaksesuaian.

### d. Klasifikasi dan Akurasi Model

Secara keseluruhan, tingkat akurasi model adalah 78.10%. Detail akurasi prediksi disajikan dalam Tabel 4. Klasifikasi menunjukkan bahwa model sangat akurat dalam memprediksi FD = 1 (Tidak mengalami kesulitan keuangan) dengan akurasi 100%, namun sangat lemah dalam memprediksi FD = 0 (Mengalami kesulitan keuangan), dengan akurasi hanya 6.70%.

Tabel 4. Tabel Klasifikasi dan Akurasi Model

|                             | Observed FD=0      | Observed FD=1 | Percentage Correct |
|-----------------------------|--------------------|---------------|--------------------|
| Predicted FD=0              | 4                  | 0             |                    |
| Predicted FD=1              | 56                 | 196           |                    |
| FD=0 (Total 60)             | 4 benar, 56 salah  |               | 6.70%              |
| FD=1 (Total 196)            | 0 salah, 196 benar |               | 100.00%            |
| Overall Percentage Correct: |                    |               | 78.10%             |

## Pembahasan

Secara keseluruhan, pengujian model regresi logistik yang memasukkan CGDI dan ROE menunjukkan bahwa kedua variabel secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap Financial Distress. Hal ini dibuktikan dengan model yang secara statistik lebih baik dalam memprediksi FD dibandingkan model yang hanya didasarkan pada konstanta (model awal). Namun, perlu dicatat bahwa meskipun model ini signifikan secara statistik, tingkat kecocokan model (*goodness of fit*) berdasarkan Uji Hosmer and Lemeshow menunjukkan

bahwa model tidak sepenuhnya cocok dengan data. Selain itu, kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen (FD) tergolong rendah. Setelah variabel-variabel dimasukkan ke dalam model, hasil analisis menunjukkan bahwa:

1. Pengaruh CGDI terhadap FD: Variabel Corporate Governance Disclosure Index (CGDI) tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara individual terhadap probabilitas Financial Distress. Koefisien menunjukkan arah hubungan yang negatif, yang berarti peningkatan CGDI cenderung sedikit menurunkan risiko FD, namun pengaruhnya tidak kuat secara statistik.
2. Pengaruh ROE terhadap FD: Variabel Return on Equity (ROE) memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap probabilitas Financial Distress. Koefisien odds ratio menunjukkan bahwa setiap peningkatan dalam ROE akan meningkatkan Odds perusahaan mengalami Financial Distress (FD=1) dibandingkan dengan tidak mengalami (FD=0).

Model regresi logistik signifikan dalam memprediksi Financial Distress. Namun, secara individual, hanya ROE yang memiliki pengaruh signifikan, sedangkan CGDI tidak signifikan.

#### Pengaruh CGDI Terhadap FD

CGDI yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap FD sejalan dengan sebagian temuan pada penelitian (Abrori et al., 2023) yang juga menemukan bahwa beberapa mekanisme *Corporate Governance* formal (seperti Komisaris Independen, Dewan Direksi, dan Komite Audit) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap FD dalam konteks Indonesia. Temuan ini juga didukung oleh studi (Mittal Shrivastav & Kalsie, 2017) yang membahas ketidakpastian efektivitas pengawasan GCG dalam konteks distress. Ketidaksigifikanan CGDI dalam memprediksi FD dapat dijelaskan dengan mengaitkannya dengan *Agency Theory* dan hasil temuan sebelumnya mengenai konteks distress. Berdasarkan latar belakang, kondisi financial distress dapat menyebabkan GCG kehilangan efektivitasnya dalam memantau dan mengawasi manajemen (K. D. Truong, 2022). Hal ini terjadi karena konflik kepentingan menjadi lebih kuat saat perusahaan berada di bawah tekanan finansial. Meskipun perusahaan mengungkapkan praktik GCG-nya (tingginya CGDI), pengungkapan ini mungkin hanya bersifat legitimasi formal (*Legitimacy Theory*) yang gagal diterjemahkan menjadi tindakan pengawasan yang efektif dalam periode kritis.

#### Pengaruh Profitabilitas Terhadap Financial Distress

Temuan bahwa ROE memiliki pengaruh signifikan yang positif terhadap probabilitas Financial Distress merupakan hasil yang kontras dengan teori keuangan konvensional yang menyebutkan bahwa profitabilitas yang tinggi harusnya menurunkan risiko distress (Ginanti & Soufyan, 2024b; Haris & Sandra, 2023; Junaidi & Rahayu, 2020). Secara umum, profitabilitas yang tinggi (ROE tinggi) seharusnya menjadi sinyal kesehatan perusahaan (*Signaling Theory*) dan menurunkan risiko FD. Namun, temuan ini sesuai dengan beberapa kasus spesifik di Indonesia yang diangkat oleh (Machmuddah et al., 2024; Nugroho & Dewayanto, 2025; Rizky Nurmala Awaliyah & Syahzuni, 2025; Saidah & Sulistiyo, 2024). Hubungan positif

antara ROE dan FD dapat dijelaskan melalui melalui beberapa sudut pandang kritis, khususnya dalam konteks pasar yang unik seperti di Indonesia. Tingginya ROE dapat menjadi sinyal yang menyesatkan atau hasil dari praktik manajemen laba (*earnings management*). Dalam situasi ini, manajer mungkin memiliki insentif kuat (*Agency Theory*) untuk memanipulasi atau menunda pengakuan biaya demi mempertahankan profitabilitas yang tinggi untuk kepentingan pribadi (Ninda Febriyanti & Khalifaturrofi'ah, 2023; Younas et al., 2021). Meskipun laba terlihat bagus (ROE tinggi), kenyataannya perusahaan mungkin sudah berada di ambang distress karena masalah likuiditas atau arus kas yang tersembunyi.

Perusahaan dengan ROE tinggi terkadang merupakan hasil dari pengambilan risiko tinggi atau penggunaan leverage (utang) yang agresif untuk mencapai pengembalian yang tinggi. Temuan ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang agresif dalam mencapai profitabilitas (ROE) juga menjadi lebih rentan terhadap FD ketika risiko tersebut terwujud. ROE yang tinggi, khususnya jika dibiayai oleh utang, dapat memperburuk potensi distress saat terjadi guncangan, sejalan dengan temuan bahwa tingginya rasio debt-to-equity dan rendahnya profitabilitas adalah indikasi utama financial distress (Ginanti & Soufyan, 2024b). Temuan ini konsisten dengan isu kesenjangan interpretasi profitabilitas yang disinggung dalam latar belakang sebagai masalah utama dalam konteks distress. Beberapa kasus spesifik di Indonesia menunjukkan bahwa profitabilitas tinggi dapat melemahkan pengaruh rasio keuangan terhadap FD (Machmuddah et al., 2024; Nugroho & Dewayanto, 2025; Rizky Nurmala Awaliyah & Syahzuni, 2025; Saidah & Sulistiyo, 2024). Hasil analisis ini menguatkan argumen bahwa dalam data yang diteliti, kinerja profitabilitas (ROE) tidak berfungsi sebagai buffer perlindungan, melainkan mungkin merupakan hasil sampingan dari praktik keuangan yang tidak berkelanjutan yang justru meningkatkan probabilitas FD.

#### KESIMPULAN

Kesimpulan ini menjawab rumusan masalah mengenai pengaruh CGDI dan ROE terhadap probabilitas Financial Distress (FD) pada perusahaan di industri siklikal:

1. Model Regresi Logistik yang mencakup CGDI dan ROE secara simultan signifikan dalam memprediksi Financial Distress (FD), menunjukkan bahwa kedua variabel secara bersama-sama memberikan kontribusi prediktif. Namun, model menunjukkan kecocokan yang tidak sempurna (poor fit) terhadap data dan hanya menjelaskan sebagian kecil variasi dalam FD, mengindikasikan adanya faktor penentu lain yang dominan dan tidak dimasukkan ke dalam model.
2. CGDI tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara individual terhadap probabilitas Financial Distress. Temuan ini mendukung pandangan bahwa pengungkapan tata kelola yang bersifat formal (*Legitimacy Theory*) mungkin kehilangan efektivitasnya sebagai mekanisme pengawasan saat perusahaan berada dalam tekanan distress atau karena adanya isu implementasi lokal dalam GCG di Indonesia.
3. ROE memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap probabilitas Financial Distress. Hubungan positif yang kontras ini mengindikasikan bahwa tingginya profitabilitas (ROE) dalam konteks ini dapat menjadi sinyal yang menyesatkan atau hasil dari manajemen laba

(Agency Theory) atau pengambilan risiko yang agresif, di mana kinerja laba yang baik tidak diimbangi oleh kesehatan kas dan likuiditas yang sebenarnya. Temuan ini konsisten dengan literatur yang mencatat bahwa interpretasi profitabilitas menjadi kompleks dalam konteks distress di Indonesia.

## Saran

Berdasarkan hasil dan keterbatasan model, saran penelitian yang dapat diajukan adalah:

1. Pengembangan Model Prediksi: Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel rasio keuangan dasar seperti likuiditas (Current Ratio) dan leverage (Debt to Equity Ratio), yang secara konvensional terbukti relevan dan dapat menjelaskan risiko FD.
2. Penelitian selanjutnya perlu menggunakan indikator Corporate Governance (CG) yang berfokus pada kualitas pengawasan dan struktur kepemilikan (seperti Kepemilikan Manajerial atau Kepemilikan Institusional) yang terbukti signifikan dalam beberapa studi di Indonesia, bukan hanya pada kuantitas pengungkapan (CGDI).
3. Mengingat isu kompleksitas dan endogenitas, disarankan untuk menguji variabel ROE sebagai variabel moderasi atau interaksi terhadap pengaruh CG terhadap FD, atau menggunakan model Endogenous Switching Regression untuk memisahkan efek CG pada perusahaan yang sehat dan yang sudah distressed.
4. Untuk mengatasi masalah imbalance data (ketidakseimbangan kasus FD=0 dan FD=1) yang menyebabkan rendahnya akurasi prediksi FD=0, disarankan untuk mempertimbangkan teknik oversampling atau undersampling atau menggunakan model prediksi berbasis machine learning yang lebih adaptif terhadap ketidakseimbangan data.

## UCAPAN TERIMA KASIH (opsional)

Penulis menyampaikan ucapan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada LPPM Universitas Teuku Umar (UTU) atas dukungan finansial yang telah diberikan melalui Hibah Internal Sumber Dana PNBP Tahun 2025, yang memungkinkan terlaksananya penelitian ini dengan baik.

## REFERENSI

- Abrori, S. R., Hendrawaty, E., & Hasnawati, S. (2023). Corporate Governance and Financial Distress: A Comprehensive Analysis of Indonesian Manufacturing Companies. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(24), 268–278. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2023/v23i24i203>
- Aditya Yunanto, & Atri Nodi Maiza Putra. (2025). Pengaruh Profitabilitas (ROA), (ROE), dan Leverage (DER) terhadap Harga Saham Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di BEI 2019-2023. *Jurnal Mutiara Ilmu Akuntansi*, 3(2), 60–72. <https://doi.org/10.55606/jumia.v3i2.3745>
- Alexandra, C., Lionardi, M., William, W., Jennefer, S., & Meiden, C. M. (2022). Studi Literatur: Pengaruh Faktor Good Corporate Governance terhadap Financial Distress. *Owner*, 6(1), 111–122. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.536>
- Altman, E. I. (1968). FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Andriani, S. D., Kusumastuti, R., & Hernando, R. (2022). Pengaruh Return On Equity (ROE), Earning Per Share (EPS) dan Debt To Equity Ratio (DER) Terhadap Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Industri Makanan Olahan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 – 2020). *Owner*, 7(1), 333–345. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i1.1268>
- Ariowibowo, T. S., & Brahmayanti, I. A. (2022). Detection Of Financial Distress As An Effort Early Warning System For Coal Mining Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange Period 2019 – 2021. *JEA17: Jurnal Ekonomi Akuntansi*, 7(2), 88–108. <https://doi.org/10.30996/jea17.v7i2.7525>
- Balasubramanian, S. A., Radhakrishna, G. S., Sridevi, P., & Natarajan, T. (2019). Modeling corporate financial distress using financial and non-financial variables: The case of Indian listed companies. *International Journal of Law and Management*, 61(3–4), 457–484. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-04-2018-0078>
- Beltman, J., Machado, M. R., & Osterrieder, J. R. (2025). Predicting retail customers' distress in the finance industry: An early warning system approach. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 82, 104101. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2024.104101>
- Binesh, F. (Nasim), E-Vahdati, S., & Ozdemir, O. (2024). ESG performance and financial distress during COVID-19: the moderating effects of innovation and capital intensity. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. <https://doi.org/10.1108/APJBA-12-2022-0515>
- Brealey, R. A. ., Myers, S. C. ., Allen, Franklin., & Edmans, Alex. (2025). *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill. <https://www.mheducation.com/content/dam/mhe/blog/higher-ed/2025/pdfs/brealey-principles-of-corporate-finance-evergreen-2025.pdf>
- Che, W., Wang, Z., Jiang, C., & Abedin, M. Z. (2024). Predicting financial distress using multimodal data: An attentive and regularized deep learning method. *Information Processing and Management*, 61(4). <https://doi.org/10.1016/j.ipm.2024.103703>
- Dwi Kurniawati, D., Rokhmat Wijaya, N., & Ratnawati, T. (1945). *Meta Analysis the Effect of Financial Distress on Good Corporate Governance Practices*.
- Ginanti, & Soufyan, D. A. (2024a). Rasio Keuangan dan Financial Distress pada Perusahaan Agrikultur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 14(1). [www.bisnis.com](http://www.bisnis.com)
- Ginanti, & Soufyan, D. A. (2024b). Rasio Keuangan Dan Financial Distress Pada Perusahaan Agrikultur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JURNAL AKUNTANSI MUHAMMADIYAH*, 14(1), 158–173. <https://doi.org/https://doi.org/10.37598/jam.v1i1.2120>
- Gordon L. V. Springate. (1978). *Predicting the Possibility of Failure in*. Simon Fraser University.
- Hansen, P. P., & Andersen, T. K. (2023). *The Power of Buybacks: Examining Actual Share Repurchases in Scandinavia*.

- Haris, & Sandra, A. (2023). Determinants of company bankruptcy before and during the Covid 19 Pandemic. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 30(1), 1–14. <https://doi.org/10.46806/jep.v30i1.922>
- Hutauruk, M. R., Mansyur, M., Rinaldi, M., & Situru, Y. R. (2021). Financial Distress Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JPS (Jurnal Perbankan Syariah)*, 2(2), 237–246. <https://doi.org/10.46367/jps.v2i2.381>
- Islam, M. N., Li, S., & Wheatley, C. M. (2023). Accounting comparability and financial distress. *Review of Accounting and Finance*, 22(3), 353–373. <https://doi.org/10.1108/RAF-07-2022-0207>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Junaidi, M., & Rahayu, R. D. (2020). *Prediksi Financial Distress Menggunakan Model Neuro Fuzzy dan Rasio Altman*. 6(6), 95–109.
- Kazemian, S., Shauri, N., Sanusi, Z. M., Kamaluddin, A., & Shuhidan, S. M. (2017). Monitoring mechanisms and financial distress of public listed companies in Malaysia. *Journal of International Studies*, 10(1), 92–109. <https://doi.org/10.14254/2071>
- Landelius, B., Lindqvist, K., & Papadopoulos, S. (2023). *The Impact of Share Repurchases on Stock Liquidity During Market Distress*.
- Lestari, S. A., & Armayah, M. (2016). Profitability and Company Value: Empirical Study of Manufacture Companies in Indonesia Period 2009 - 2014. *Information Management and Business Review*, 8(3), 6–10. <https://doi.org/10.22610/imbr.v8i3.1326>
- Machmuddah, Z., Sumaryati, A., & Komara, A. (2024). Company Size, Profitability, Leverage, and Corporate Social Responsibility Disclosure Bank in Indonesia. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 8(1), 76–93. <https://doi.org/10.33603/jka.v8i1.9418>
- Market, J., Author, S., & Spence, M. (1973). Job Market Signaling. In *Source: The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 87, Issue 3).
- Martini, R., Raihana Aksara, R., Rachma Sari, K., Zulkifli, Z., & Hartati, S. (2023). Comparison of Financial Distress Predictions With Altman, Springate, Zmijewski, and Grover Models. *Golden Ratio of Finance Management*, 3(1), 11–21. <https://doi.org/10.52970/grfm.v3i1.216>
- Mittal Shrivastav, S., & Kalsie, A. (2017). Corporate Governance Disclosure Index And Firm Performance: Evidence From NSE Companies. *Business Analyst*, 38, 155–2.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47–56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Neiska Oliviana, & Maria Yovita R. Pandin. (2023). Analisis Financial Distress Dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score Dan Springate S-Score Pada Perusahaan Sub Sektor Industri Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017 – 2021. *Journal of Student Research*, 1(2), 334–346. <https://doi.org/10.55606/jsr.v1i2.1005>
- Ninda Febriyanti, F., & Khalifaturofi'ah, S. O. (2023). Good Corporate Governance Dan Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 28(2), 274–291. <https://doi.org/10.24912/je.v28i2.1625>
- Nugroho, D. S., & Dewayanto, T. (2025). Application of statistics and artificial intelligence for corporate financial distress prediction models: a systematic literature review. In *Journal of Modelling in Management*. Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/JM2-12-2024-0412>
- Palepu, K. G. . (2010). *Business analysis and valuation : using financial statements*. Cengage Learning Australia.
- Prasetyo, A., & Faturohman, T. (2023). Financial Distress And Financial Performance Analysis Of Highway Companies Before And During The Covid19 Pandemic: Evidence From Indonesia Stock Exchange. In *International Symposia in Economic Theory and Econometrics* (Vol. 31, pp. 151–165). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620230000031021>
- Rizky Nurmala Awaliyah, & Syahzuni, B. A. (2025). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi Review*, 5(1), 15. <https://doi.org/10.53697/emba.v5i1.2442>
- Saidah, H., & Sulistiyo, H. (2024). Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Transportasi Yang Terdaftar di BEI Periode 2020-2023. *Bilancia: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 8(4), 370. <https://doi.org/10.35145/bilancia.v8i4.4734>
- Scott, W. R. . (2015). *Financial accounting theory*. Pearson.
- Shahid, Z. A., Tariq, M. I., Paul, J., Naqvi, S. A., & Hallo, L. (2024). Signaling theory and its relevance in international marketing: a systematic review and future research agenda. *International Marketing Review*, 41(2), 514–561. <https://doi.org/10.1108/IMR-04-2022-0092>
- Sitorus, F. D., Hernandy, F., Triskietanto, W., Angela, A., & Vanessa, V. (2022). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress pada Perusahaan Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Tahun 2016-2020. *Owner*, 6(1), 85–98. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.530>
- Song, Y., Li, R., Zhang, Z., & Sahut, J.-M. (2024). ESG performance and financial distress prediction of energy enterprises. *Finance Research Letters*, 65, 105546. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105546>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Sudaryanti, D., & Dinar, A. (2019). Analisis Prediksi Kondisi Financial Distress Menggunakan Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Financial Leverage Dan Arus Kas. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 13(2), 101–110. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v13i2.120>
- Tanaka, K., Higashide, T., Kinkyo, T., & Hamori, S. (2025). A Multi-Stage Financial Distress Early Warning System: Analyzing Corporate Insolvency with Random Forest. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(4), 195. <https://doi.org/10.3390/jrfm18040195>
- Truong, K. D. (2022). Corporate governance and financial distress: An endogenous switching regression model approach in vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2111812. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2111812>
- Truong, Q.-T., Tran, Q.-N., Srivuttichan, T., & Chen, R. (2025). The significance of ESG performance for financial distress: new evidence. *Applied Economics Letters*, 1–7. <https://doi.org/10.1080/13504851.2025.2471553>

- Wagner, S. M., Bode, C., & Peter, M. A. (2022). Financially distressed suppliers: exit, neglect, voice or loyalty? *International Journal of Logistics Management*, 33(4), 1500–1523. <https://doi.org/10.1108/IJLM-02-2021-0127>
- Wasril, S., & Puspitasari, W. (2024). Pengaruh Pengungkapan Manajemen Risiko, Koneksi Politik, Kompensasi Bonus Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 3(6), 1645–1162.
- Younas, N., Uddin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(4), 702–715. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0119>