

BAB V HASIL ANALISIS

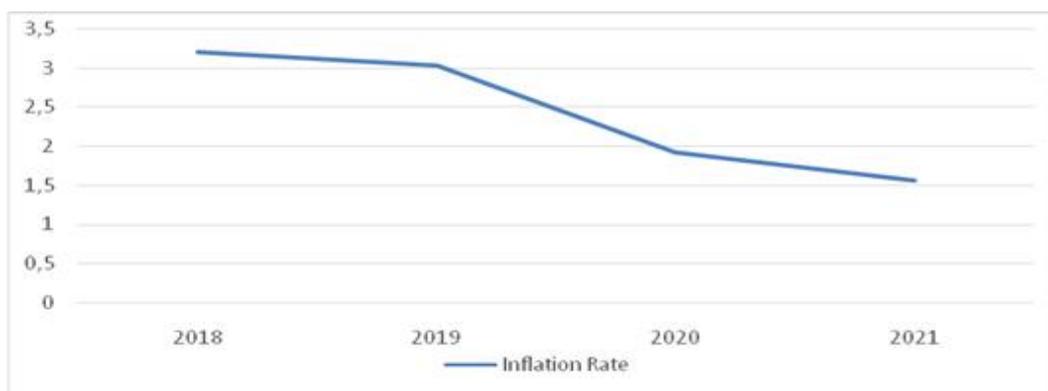
5.1. Analisis Data Deskriptif

5.1.1. Ekonomi Makro

5.1.1.1. Inflasi

Inflasi yang terjadi kurun waktu tahun 2018 samapai dengan 2021 adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
Inflasi	3.20%	3,03%	1,92%	1,56%



Grafik 5.1. Tingkat inflasi periode 2018-2021 (dalam persen)

Inflasi di Indonesia mengalami penurunan yang cukup signifikan pada tahun 2018-2021. Penurunan inflasi ini dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain:

1. Kebijakan moneter Bank Indonesia yang akomodatif. Bank Indonesia telah menurunkan suku bunga acuan secara bertahap sejak tahun 2018 untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.
2. Kebijakan fiskal pemerintah yang ekspansif. Pemerintah telah meningkatkan belanja dan investasi untuk mendukung pemulihan ekonomi di masa pandemi COVID-19.
3. Penurunan harga minyak mentah dunia. Harga minyak mentah dunia yang turun telah menekan biaya produksi dan harga barang dan jasa.

Penurunan inflasi ini memiliki dampak positif dan negatif terhadap beberapa BUMN di sektor non keuangan. Hal ini karena penurunan inflasi dapat meningkatkan daya beli masyarakat dan mendorong permintaan terhadap produk dan jasa BUMN.

Kebijakan *lockdown* yang diterapkan pemerintah juga dapat berdampak terhadap inflasi. *Lockdown* dapat menyebabkan gangguan pasokan barang dan jasa, sehingga dapat mendorong kenaikan harga. Namun, dampak lockdown terhadap inflasi di Indonesia terbilang terbatas. Hal ini karena pemerintah telah menerapkan berbagai kebijakan untuk menjaga stabilitas harga, seperti subsidi bahan bakar dan pangan.

Beberapa sektor BUMN yang terdampak negatif oleh pandemi COVID-19 antara lain:

1. Konstruksi. Proyek-proyek konstruksi banyak yang ditunda atau dibatalkan karena adanya pembatasan mobilitas masyarakat.
2. Transportasi. Kegiatan perjalanan mengalami penurunan yang signifikan karena adanya pembatasan perjalanan dan mobilitas masyarakat.

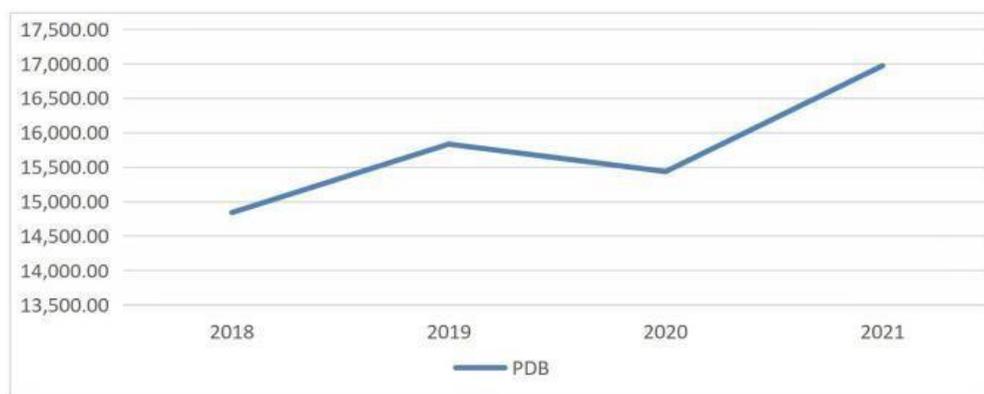
Sementara itu, beberapa sektor BUMN yang justru mengalami peningkatan kinerja selama pandemi COVID-19 antara lain:

1. Farmasi. Permintaan terhadap produk-produk farmasi meningkat seiring dengan meningkatnya kasus COVID-19.
2. Infrastruktur digital. Permintaan terhadap infrastruktur digital meningkat seiring dengan meningkatnya penggunaan teknologi digital selama pandemi.

5.1.1.2. Product Domestic Bruto

Product Domestic Bruto (PDB) yang didapatkan selama tahun 2018 sampai dengan 2021 adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
PDB	14.838,8	15 832,7	15 434,2	16.970,8



Grafik 5.2. *Product Domestic Bruto* (PDB) periode 2018-2021 (dalam jutaRupiah)
 Pandemi COVID-19 memiliki dampak terhadap PDB Indonesia. Pada tahun 2020, PDB Indonesia sempat mengalami kontraksi sebesar 2,07%. Hal ini

disebabkan oleh berbagai faktor, seperti pembatasan mobilitas masyarakat, penurunan konsumsi rumah tangga, dan gangguan rantai pasokan. Namun, PDB Indonesia berhasil pulih dan tumbuh kembali pada tahun 2021. Hal ini didukung oleh berbagai faktor, seperti pelonggaran pembatasan mobilitas masyarakat, peningkatan konsumsi rumah tangga, dan pemulihan ekonomi global.

Secara umum, PDB Indonesia mengalami peningkatan yang signifikan pada tahun 2018-2021 meskipun menjalani pandemi COVID-19. Peningkatan PDB ini dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain:

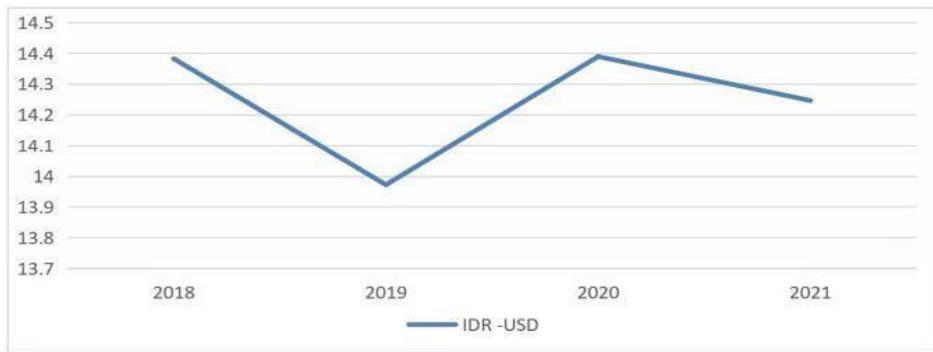
1. Peningkatan konsumsi rumah tangga. Konsumsi rumah tangga merupakan komponen terbesar dalam PDB Indonesia. Peningkatan konsumsi rumah tangga ini didukung oleh pertumbuhan ekonomi yang stabil dan meningkatnya daya beli masyarakat.
2. Peningkatan investasi. Investasi merupakan komponen penting dalam PDB Indonesia. Peningkatan investasi ini didukung oleh berbagai kebijakan pemerintah, seperti kemudahan perizinan dan insentif fiskal.
3. Peningkatan ekspor. Ekspor juga turut berkontribusi terhadap peningkatan PDB Indonesia. Peningkatan ekspor ini didukung oleh pemulihan ekonomi global dan permintaan yang meningkat terhadap produk-produk Indonesia.

Peningkatan PDB ini memiliki dampak positif terhadap BUMN di sektor non keuangan. Hal ini karena peningkatan PDB dapat mendorong pertumbuhan permintaan terhadap produk dan jasa BUMN.

5.1.1.3. Exchange Rate

Terkait dengan nilai mata uang asing terhadap rupiah (kurs USD) selama tahun 2018 sampai dengan tahun 2021 adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
IDR-USD	14.382	13.972	14.389	14.246



Grafik 5.3. Nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar periode 2018-2021 (dalamribu Rupiah)

Nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar mengalami fluktuasi pada periode 2018-2021. Pada periode 2018-2021, fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar memiliki dampak yang beragam terhadap BUMN di sektor non keuangan. Pandemi COVID-19 juga memberikan dampak terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar. Sebelum terjadinya pandemi (tahun 2019) terjadi penguatan nilai Rupiah terhadap USD, namun pada masa pandemi, nilai tukar Rupiah melemah tajam. Dan pada tahun 2021 ketika situasi pandemi sudah terkontrol di Indonesia, nilai tukar Rupiah kemudian menguat kembali seiring dengan pemulihan ekonomi Indonesia.

Fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar ini dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain:

1. Faktor fundamental, seperti kinerja ekonomi Indonesia, kondisi ekonomi global, dan suku bunga.
2. Faktor non-fundamental, seperti spekulasi dan sentimen investor.

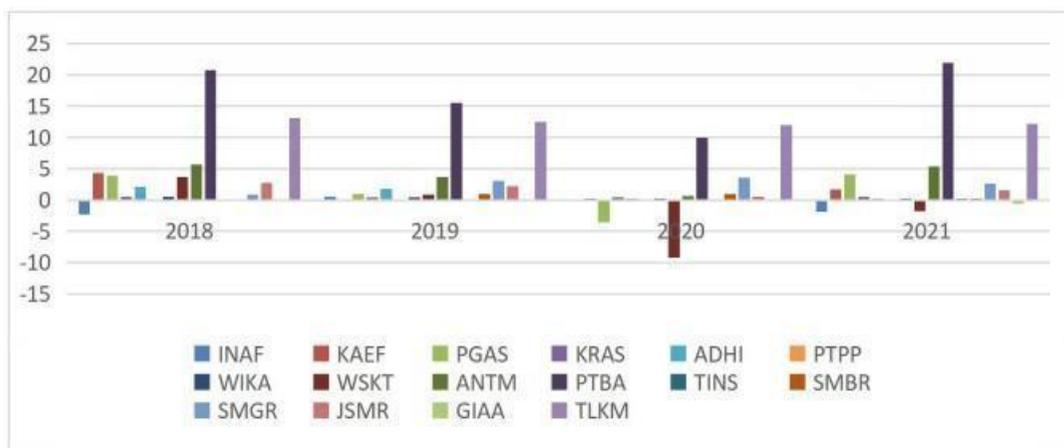
Pengaruh fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar terhadap BUMN di sektor non keuangan dapat bersifat positif maupun negatif. Secara umum, fluktuasi nilai tukar yang tinggi dapat meningkatkan biaya impor dan menurunkan daya saing BUMN. Hal ini karena BUMN perlu membayar lebih banyak untuk impor bahan baku dan barang modal.

5.1.2. Keputusan Investasi

5.1.2.1. Return on Asset

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Return On Aset (ROA) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	-2,27	0,58	0,00	-1,87
KAEF	4,4	-0,07	0,10	1,70
PGAS	3,84	0,92	-3,51	4,05
KRAS	-1,74	-15,32	0,68	1,18
ADHI	2,14	1,82	0,06	0,14
PTPP	2,86	1,57	0,24	0,48
WIKA	2,92	3,68	0,27	0,17
WSKT	3,19	0,77	-6,99	-1,06
ANTM	2,63	0,64	3,62	5,66
PTBA	20,78	15,54	9,92	21,89
TINS	3,51	-3,00	-2,35	8,87
SMBR	1,37	0,54	0,19	0,89
SMGR	6,02	3,00	3,58	2,50
JSMR	2,67	2,21	0,48	1,60
GIAA	0,02	0,16	-22,64	-57,83
TLKM	8,75	8,44	8,42	8,93



Grafik 5.4. ROA BUMN non-keuangan periode 2018-2021 (dalam persen)

Pada periode penelitian, beberapa BUMN mendapatkan nilai *Return on Asset* yang negatif, artinya mereka mengalami tidak mendapatkan keuntungan dari pemanfaatan asetnya, malah cenderung mengalami kerugian. BUMN tersebut adalah PT. Indofarma Tbk. yang bergerak di bidang farmasi, PT. Perusahaan Gas Negara Tbk. yang bergerak di sektor pelayanan publik, dan PT. Waskita Karya Tbk. yang bergerak di sektor konstruksi.

Namun PT. Bukit Asam Tbk. yang bergerak di sektor pertambangan dan PT. Telkom Indonesia Tbk. yang bergerak di sektor telekomunikasi berhasil mempertahankan nilai ROA yang tinggi. Nilai yang tinggi menandakan bahwa perusahaan telah berhasil memanfaatkan aset-aset yang dimiliki menjadi keuntungan bagi perusahaan. Sementara BUMN lainnya yang diteliti memiliki nilai ROA yang berfluktuasi meskipun dalam batas antara 1% hingga 5%.

5.1.2.2. Return on Investment

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Return On Investment (ROI) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	2,175	1,984	3,381	4,145
KAEF	8,671	2,921	1,821	3,811
PGAS	123,772	38,567	-96,488	23,339
KRAS	10,754	17,084	69,545	28,356
ADHI	0,001	1,680,905	848,457	878,947
PTPP	78,048	47,577	32,665	37,327
WIKA	9,857	7,211	6,582	5,194
WSKT	16,249	20,525	12,269	18,974
ANTM	27,113	39,556	27,113	17,593
PTBA	8,867	7,955	5,127	5,981
TINS	4,192	2,852	5,845	6,499
SMBR	14,205	18,176	53,821	88,166
SMGR	592,006	895,699	2,219,313	76504239
JSMR	25,082	21,68	21,672	14,488
GIAA	-16,99	-110,872	-5,305	-2,728
TLKM	82,413	112,79	1,285,161	1,993,129



Grafik 5.5. ROI BUMN non-keuangan periode 2018-2021 (dalam persen)

Pada periode penelitian, beberapa BUMN mendapatkan nilai *Return on Investment* yang sangat tinggi, artinya mereka berhasil meraih keuntungan yang besar dari investasi yang dilakukannya, seperti PT. Adhi Karya Tbk. Yang bergerak di bidang konstruksi, PT. Semen Indonesia Tbk. yang bergerak di sektor manufaktur semen, dan PT. Telkom Indonesia Tbk. yang bergerak di sektor telekomunikasi.

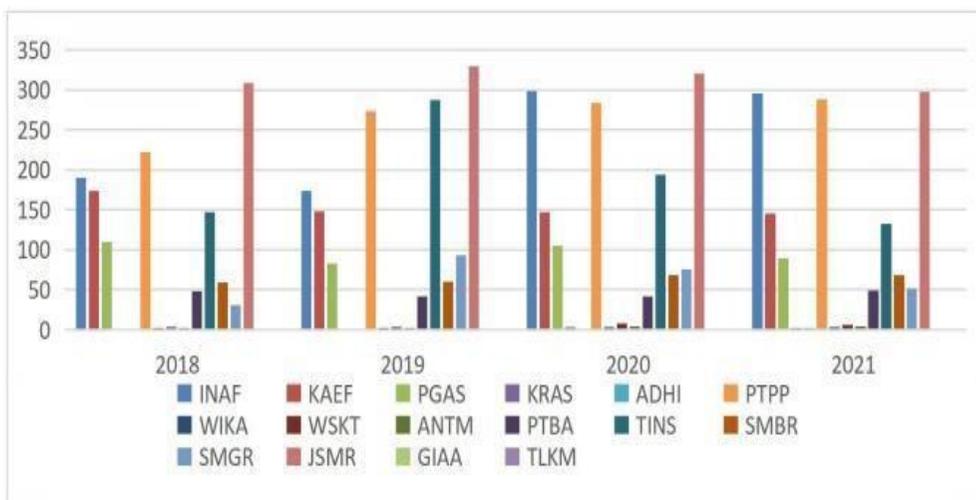
Namun meskipun berhasil mendapatkan pengembalian yang tinggi atas investasinya, PT. Adhi Karya Tbk. tiap tahunnya mengalami penurunan, sementara PT. Semen Indonesia Tbk. justru bergerak secara eksponensial. Dan sejak masa pandemi dimulai, PT. Telkom Indonesia Tbk. serhasil selama tiga tahun berturut-turut meningkatkan *RoI*-nya. Dapat dikatakan bahwa manajemen PT. Telkom Indonesia Tbk. mampu membuat strategi investasi yang baik di masa pandemi, sehingga mampu menggunakan kondisi yang ada untuk mencapai keuntungan secara optimal (*riding the wave*).

5.1.3. Keputusan Pendanaan

5.1.3.1. Debt to Equity Ratio

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Debt to Equity Ratio (DER) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	190,421	174,081	298,151	295,801
KAEF	173,24	147,58	147,17	145,58
PGAS	109,43	83,14	104,66	89,82
KRAS	1,552	1,179	3,671	2,187
ADHI	1,401	1,501	1,701	1,901
PTPP	222,081	273,911	284,071	287,811
WIKA	2,441	2,231	3,091	2,981
WSKT	3,31	3,211	7,821	5,701
ANTM	2,445	2,491	4,161	4,402
PTBA	48,58	41,66	42,02	48,94
TINS	147,56	287,21	193,87	132,88
SMBR	59,001	60,001	68,001	68,001
SMGR	30,79	93,08	75,31	51,53
JSMR	308,001	329,901	320,101	297,001
GIAA	1,024	1,144	1,063	1,081
TLKM	0,381	0,441	0,541	0,481



Grafik 5.6. DER BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Pada periode penelitian, mayoritas BUMN memiliki nilai *Debt to Equity Ratio* yang sangat tinggi, artinya utang mereka lebih besar dari ekuitas yang mereka miliki. Dalam masa periode penelitian beberapa BUMN tampak berusaha menurunkan skor DER mereka, namun beberapa justru mengalami peningkatan,, seperti PT. Indofarma Tbk. yang bergerak di bidang farmasi, PT. Pembangunan Perumahan Tbk. yang bergerak di sektor konstruksi, dan PT. Jasa Marga Tbk. yang bergerak di sektor pelayanan transportasi.

Nilai rasio utang terhadap ekuitas yang terlalu tinggi mengindikasikan bahwa terjadi ketidakmampuan perusahaan dalam mengumpulkan modal kerja usaha, sehingga harus melakukan pembiayaan kepada lembaga keuangan. Apabila peningkatan utang ini tidak dipertimbangkan dengan baik, terutama ditambah timbulnya masa pandemi, maka dapat mengganggu kinerja keuangan perusahaan, yang mampu memposisikan perusahaan pada ketidakmampuan dalam membayar kewajiban utangnya.

5.1.3.2. Long Term Debt Ratio

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Long Term Debt Ratio (LTDR) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

dalam persen)	2018	2019	2020	2021
INAF	24,464	3,201	4,749	6,847
KAEF	4,649	5,173	4,785	3,905
PGAS	2,534	2,445	-2,219	2,245
KRAS	3,638	7,361	1,577	2,138
ADHI	6,176	7,038	6,991	12,809
PTPP	5,203	4,556	4,286	5,008
WIKA	21,201	45,223	51,456	16,575
WSKT	3,176	2,531	2,591	1,703
ANTM	15,347	14,389	9,504	8,888

PTBA	8,146	8,746	7,024	8,268
TINS	6148352	595,516	16,696	10,037
SMBR	3,878	3,438	3,879	3,097
SMGR	16,957	11,296	5,498	8,995
JSMR	26,901	22,87	52,653	36,402
GIAA	162,729	31,427	211,282	129,085
TLKM	5,149	5,099	4,447	4,442



Grafik 5.7. LTDR BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Pada periode penelitian, hanya satu BUMN yang memiliki nilai *Long Term Debt Ratio* yang sangat tinggi, yakni PT. Timah Tbk. Rasio ini memberikan gambaran tentang seberapa besar kewajiban jangka panjang perusahaan dibandingkan dengan modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham. Semakin rendah rasio ini, semakin kecil pengaruh utang jangka panjang terhadap struktur keuangan perusahaan, yang dapat dianggap sebagai indikasi kesehatan keuangan yang lebih baik.

Pada tahun 2018 PT. Timah Tbk. memiliki nilai LTDR yang sangat tinggi, namun pada tahun berikutnya tampaknya BUMN di sektor pertambangan ini mampu menyelesaikan kewajiban jangka panjangnya dengan baik. Rasio LTD yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki lebih banyak utang jangka panjang daripada aset. Hal ini dapat meningkatkan risiko bagi investor karena perusahaan tersebut mungkin memiliki lebih banyak kesulitan untuk memenuhinya jika terjadi kondisi ekonomi yang buruk.

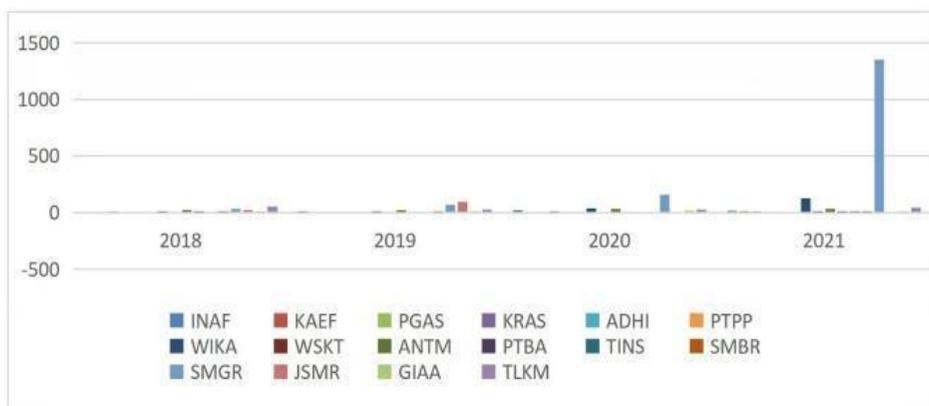
Namun, rasio LTD yang tinggi juga dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki pertumbuhan yang kuat dan menggunakan utang untuk membiayai ekspansinya.

5.1.3.3. Short Term Debt Ratio

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Short Term Debt Ratio (STDR) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

dalam persen)

	2018	2019	2020	2021
INAF	2,446	9,838	18,652	16,084
KAEF	2,387	2,483	2,588	2,97
PGAS	4,948	6,564	-6,368	8,526
KRAS	2,008	1,318	4,213	2,538
ADHI	1,589	1,491	1,407	1,282
PTPP	1,904	1,942	1,975	1,844
WIKA	9,734	8,448	38,062	127,313
WSKT	2,161	2,723	2,174	3,795
ANTM	22,173	21,444	30,036	30,236
PTBA	4,898	5,563	6,212	4,816
TINS	1,324	0,598	1,565	4,114
SMBR	8,702	11,451	6,749	12,297
SMGR	32,729	65,852	157,275	1,349,138
JSMR	22,371	94,228	7,16	7,272
GIAA	3,968	4,524	13,399	10,287
TLKM	51,001	25,41	24,858	41,482



Grafik 5.8. STDR BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Pada periode penelitian, hanya satu BUMN yang memiliki nilai *Short Term Debt Ratio* yang sangat tinggi, yakni PT. Semen Indonesia Tbk. Rasio ini memberikan gambaran tentang seberapa besar kewajiban jangka pendek perusahaan dibandingkan dengan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang-utang tersebut dengan menggunakan aset lancar. Semakin rendah rasio ini, semakin sedikit risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek.

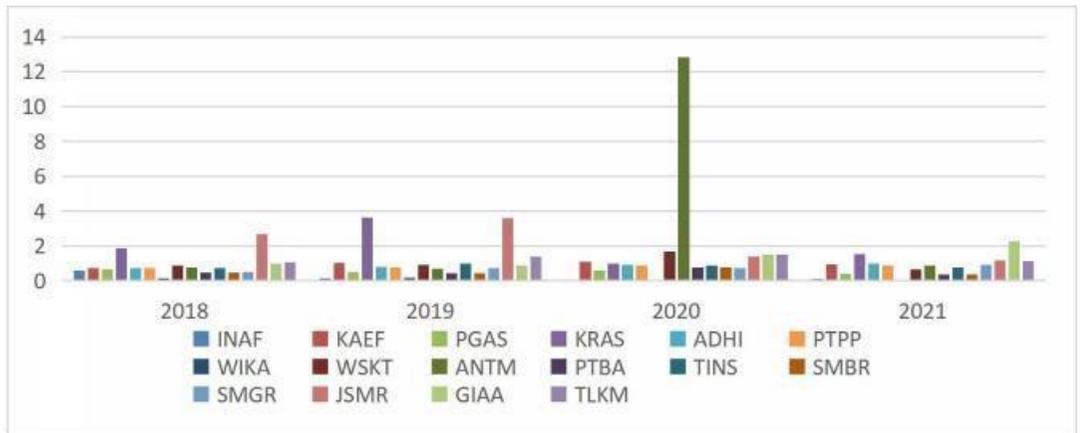
Pada tahun 2021 PT. Semen Indonesia Tbk. memiliki nilai STDR yang sangat tinggi. STD ratio yang tinggi dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki arus kas yang kuat dan menggunakan utang jangka pendek untuk membiayai operasinya. Hal ini mungkin terjadi karena pada tahun 2021, kekhawatiran mengenai pandemi mulai menurun dan perusahaan-perusahaan konstruksi mau tidak mau harus memulai melanjutkan proyek mereka, sehingga PT. Semen Indonesia Tbk. membutuhkan pinjaman modal kerja jangka pendek untuk mengakomodasi permintaan semen yang tiba-tiba meningkat.

5.1.4. Financial Risk

5.1.4.1. Liquidity Ratio

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Long Term Debt Ratio (LTDR) tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

(dalam persen)	2018	2019	2020	2021
INAF	0,585	0,143	0,081	0,089
KAEF	0,744	1,006	1,114	0,949
PGAS	0,649	0,51	0,59	0,402
KRAS	1,856	3,611	0,991	1,528
ADHI	0,746	0,808	0,90	0,985
PTPP	0,744	0,78	0,874	0,894
WIKA	0,133	0,174	0,037	0,015
WSKT	0,865	0,918	1,689	0,641
ANTM	0,758	0,691	12,84	0,87
PTBA	0,469	0,454	0,772	0,361
TINS	0,736	0,972	0,894	0,766
SMBR	0,469	0,454	0,772	0,361
SMGR	0,508	0,735	0,739	0,931
JSMR	2,673	3,576	1,394	1,159
GIAA	0,97	0,869	1,501	2,287
TLKM	1,069	1,399	1,486	1,128



Grafik 5.9. *Liquidity Ratio* BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Dalam periode penelitian, seluruh BUMN memiliki rasio likuiditas yang bervariasi dalam ambang 0,5% hingga 2%, sehingga dapat dikatakan bahwa rasio likuiditas dalam ambang batas tersebut berada dalam kondisi normal. PT. Pembangunan Perumahan Tbk. sempat menghasilkan rasio likuiditas yang tinggi pada tahun 2018 dan 2019, artinya bahwa PT. PP Tbk. memiliki kemampuan tinggi untuk memenuhi kewajiban finansialnya dalam jangka pendek dengan menggunakan aset lancarnya. Namun pada tahun 2020 dan 2021, di mana terjadi pandemik, rasio likuiditasnya kembali pada posisi normal. Hal ini mungkin dikarenakan PT. PP Tbk (dan perusahaan konstruksi lainnya) mengalami permasalahan penghentian pekerjaan akibat kebijakan *lockdown*, yang akibatnya PT. PP Tbk. harus mengikis asetnya untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

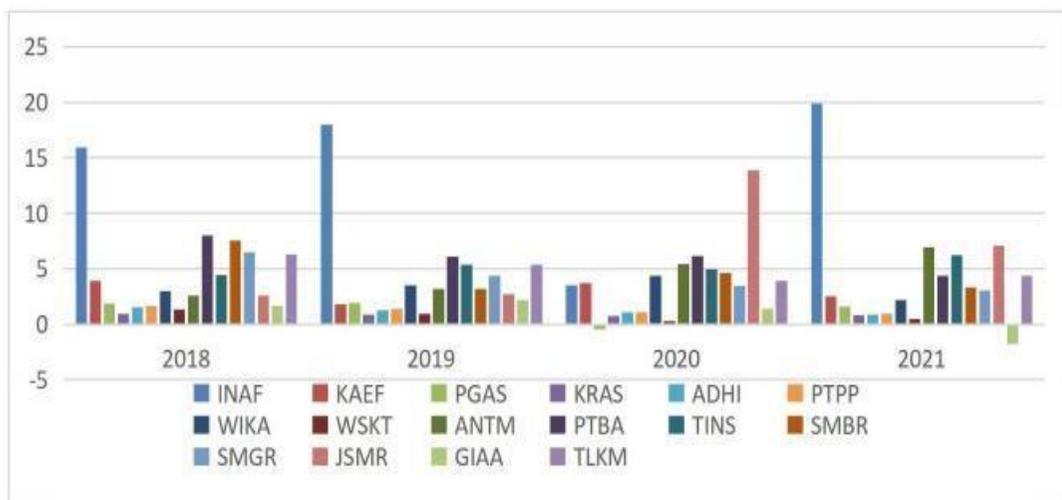
Anomali statistik terjadi pada PT. Aneka Tambang Tbk. yang memiliki rasio likuiditas sangat tinggi. Hal ini dikarenakan PT. Aneka Tambang Tbk. mengalami peningkatan liabilitas sementara terjadi penurunan dalam total asetnya.

5.1.5. *Financial Distress*

5.1.5.1. *Z-Score*

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Z-Score tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	15,952	17,945	3,502	19,848
KAEF	3,897	1,791	3,71	2,546
PGAS	1,888	1,925	-0,438	1,614
KRAS	0,97	0,842	0,709	0,833
ADHI	1,559	1,254	1,054	0,903
PTPP	1,692	1,403	1,068	0,934
WIKA	2,961	3,531	4,389	2,186
WSKT	1,349	0,93	0,302	0,506
ANTM	2,62	3,174	5,4	6,958
PTBA	8,023	6,102	6,142	4,394
TINS	4,439	5,387	4,973	6,197
SMBR	7,529	3,176	4,644	3,313
SMGR	6,508	4,377	3,422	3,021
JSMR	2,601	2,746	13,894	7,076
GIAA	1,639	2,215	1,425	-1,796
TLKM	6,303	5,379	3,921	4,398



Grafik 5.10. Nilai Z-Score BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Cara memahami nilai Z-Score adalah dengan membandingkan dengan batas-batas tertentu yang ditetapkan oleh Altman (1968) untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kelompok risiko berbeda:

Tabel 5.1. Batasan nilai Z-score

Nilai	Kondisi	Arti
Z-Score < 1.81	<i>Distress Zone</i>	Perusahaan dalam risiko tinggi
1.81 < Z-Score < 2.99	<i>Gray Zone</i>	Perusahaan berpotensi mengalami risiko
Z-Score > 2.99	<i>Low Risk Zone</i>	Perusahaan dalam kondisi aman

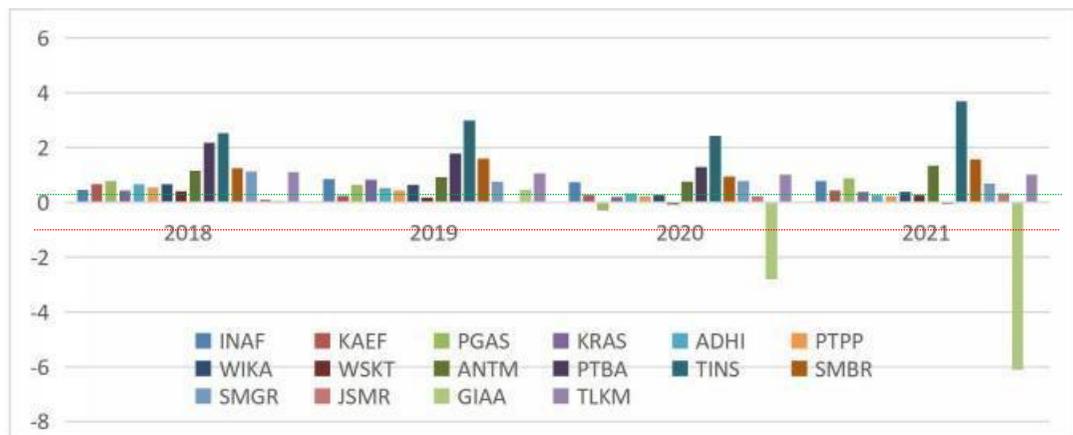
Sumber: Altman (1968)

Dari grafik 5.10 diketahui bahwa berdasarkan Z-Score, BUMN di sektor pertambangan, semen, transportasi dan telekomunikasi, serta satu BUMN di sektor farmasi berada dalam kondisi yang aman, sementara BUMN di sektor konstruksi dan manufaktur besi berada dalam *gray zone* pada masa paska pandemi dan berada dalam *distress zone* pada masa pandemi.

5.1.5.2. S-Score

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk S-Score tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	0,456	0,859	0,749	0,795
KAEF	0,659	0,246	0,28	0,433
PGAS	0,775	0,641	-0,292	0,883
KRAS	0,436	0,843	0,202	0,38
ADHI	0,661	0,524	0,324	0,263
PTPP	0,559	0,438	0,221	0,216
WIKA	0,662	0,648	0,273	0,396
WSKT	0,412	0,182	-0,071	0,284
ANTM	1,16	0,924	0,755	1,334
PTBA	2,172	1,789	1,301	-0,045
TINS	2,529	2,991	2,446	3,704
SMBR	1,248	1,611	0,947	1,585
SMGR	1,131	0,766	0,791	0,688
JSMR	0,116	-0,03	0,229	0,325
GIAA	0,075	0,458	-2,789	-6,11
TLKM	1,12	1,068	1,023	1,017



Grafik 5.11. Nilai S-Score BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Cara memahami nilai S-Score adalah dengan membandingkan dengan batas-batas tertentu yang ditetapkan oleh Springate (1978) untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kelompok risiko berbeda:

Tabel 5.2. Batasan nilai S-score

Nilai	Kondisi	Arti
$S\text{-Score} < -1.22$	<i>Distress Zone</i>	Perusahaan dalam risiko tinggi
$-1.22 < Z\text{-Score} < 0.03$	<i>Gray Zone</i>	Perusahaan berpotensi mengalami risiko
$S\text{-Score} > 0.03$	<i>Low Risk Zone</i>	Perusahaan dalam kondisi aman

Sumber: Springate (1978)

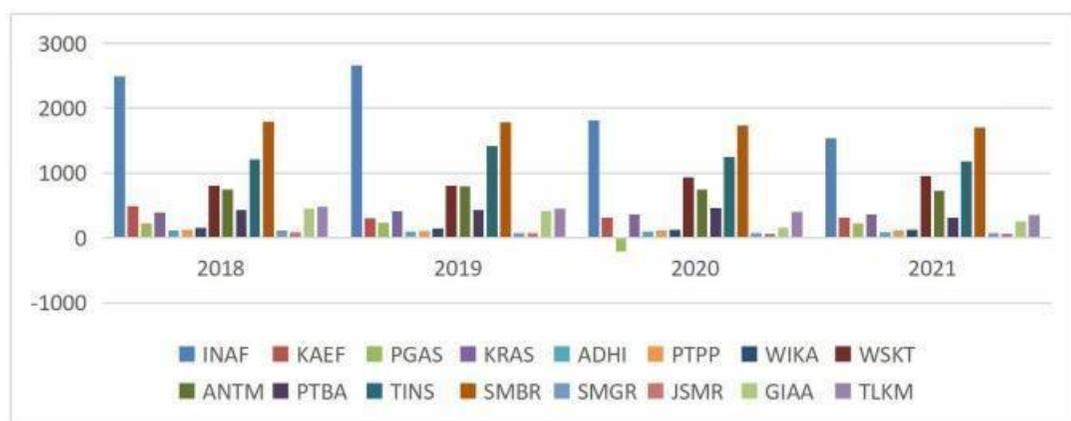
Dari grafik 5.11 diketahui bahwa berdasarkan S-Score, seluruh BUMN di sektor non keuangan berada dalam kondisi yang aman, hanya PT. Garuda Indonesia Tbk yang mengalami dalam *distress zone* pada masa pandemi (2020-2021).

5.1.6. Firms Value

5.1.6.1. Tobin's Q

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk Tobin's Q tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	2,496,326	2,656,293	1,809,175	1,540,696
KAEF	490,877	303,219	316,832	313,315
PGAS	220,553	233,132	-211,978	226,82
KRAS	389,776	417,119	365,39	360,242
ADHI	119,125	98,328	94,329	90,102
PTPP	124,217	111,451	116,551	112,042
WIKA	151,593	144,559	131,745	129,345
WSKT	806,752	808,845	939,033	957,035
ANTM	746,515	795,971	746,543	730,206
PTBA	436,368	429,076	465,207	318,325
TINS	1,212,097	1,418,026	1,252,394	1,180,948
SMBR	1,793,871	1,783,192	1,731,665	1,707,687
SMGR	116,889	74,427	76,227	77,644
JSMR	88,143	72,866	69,888	71,853
GIAA	449,006	411,246	157,678	252,4
TLKM	480,641	448,059	401,419	357,637



Grafik 5.12. Nilai Tobin's Q BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Tobin's Q dimaksudkan untuk menggambarkan sejauh mana perusahaan dapat menciptakan nilai ekonomi dengan menggunakan aset yang dimilikinya.

Interpretasi dari Tobin's Q adalah sebagai berikut:

1. Jika Tobin's $Q > 1$: Ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada biaya penggantian aset nyata, mengindikasikan bahwa perusahaan menciptakan nilai ekonomi dan memiliki peluang investasi yang menguntungkan.
2. Jika Tobin's $Q = 1$: Ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan sebanding dengan biaya penggantian aset nyata, artinya perusahaan menghasilkan return yang sebanding dengan biaya aset.
3. Jika Tobin's $Q < 1$: Ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih rendah daripada biaya penggantian aset nyata, yang dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang kurang menguntungkan atau masalah manajemen.

Jika dibandingkan dengan grafik 5.12, maka terlihat bahwa seluruh BUMN di sektor non keuangan memiliki nilai di atas 1, yang berarti bahwa BUMN di sektor non keuangan memiliki nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada biaya penggantian aset nyata.

5.1.7. GCG

5.1.7.1. GCG Index

Dibawah ini kami sajikan perhitungan data untuk GCG Index tahun 2018 sampai dengan 2021, adalah sebagai berikut :

	2018	2019	2020	2021
INAF	81,621	83,998	81,801	82,443
KAEF	91,82	93,09	94,76	96,48
PGAS	94,681	95,094	95,33	98,57
KRAS	89,42	89,37	87,09	90,31
ADHI	86,9	84,87	92,96	84,884
PTPP	92,833	92,882	79,4	89,78
WIKA	94,949	94,825	94,95	94,978
WSKT	87,675	88,058	88,88	89,75



ANTM	85,71	98,28	93,4	98,01
PTBA	91,12	97,5	96,1	97,62
TINS	81,9	90,02	97,219	90,64
SMBR	89,162	91,733	92,476	93,846
SMGR	93,4	94,54	95,08	95,25
JSMR	97,82	98,06	98,16	98,2
GIAA	80,012	94,3	89,284	93,75
TLKM	95	88,38	92,72	100

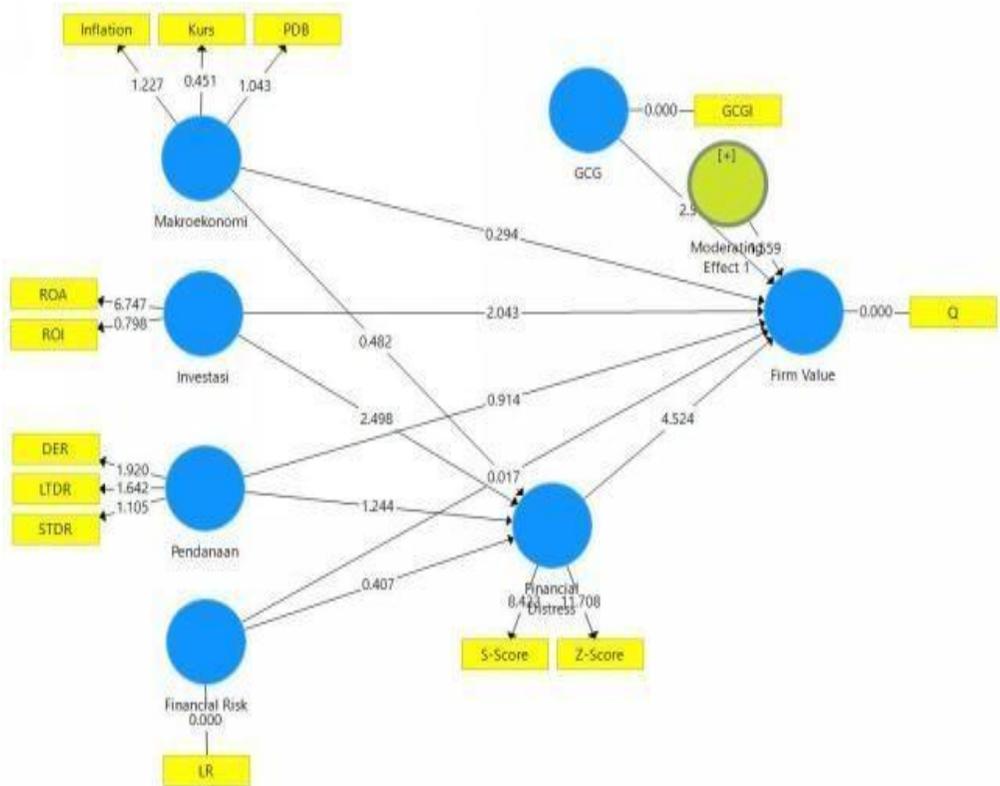
Grafik 5.13. Skor GCG Index BUMN non-keuangan periode 2018-2021

Seluruh perusahaan BUMN di sektor non-keuangan mendapatkan skor GCG Indeks lebih dari 80 yang artinya bahwa kondisi GCG mendapatkan predikat SANGAT BAIK.

5.2. Analisis Statistik Inferensial

5.2.1. Outer Model

5.2.1.1. Pengujian Pertama

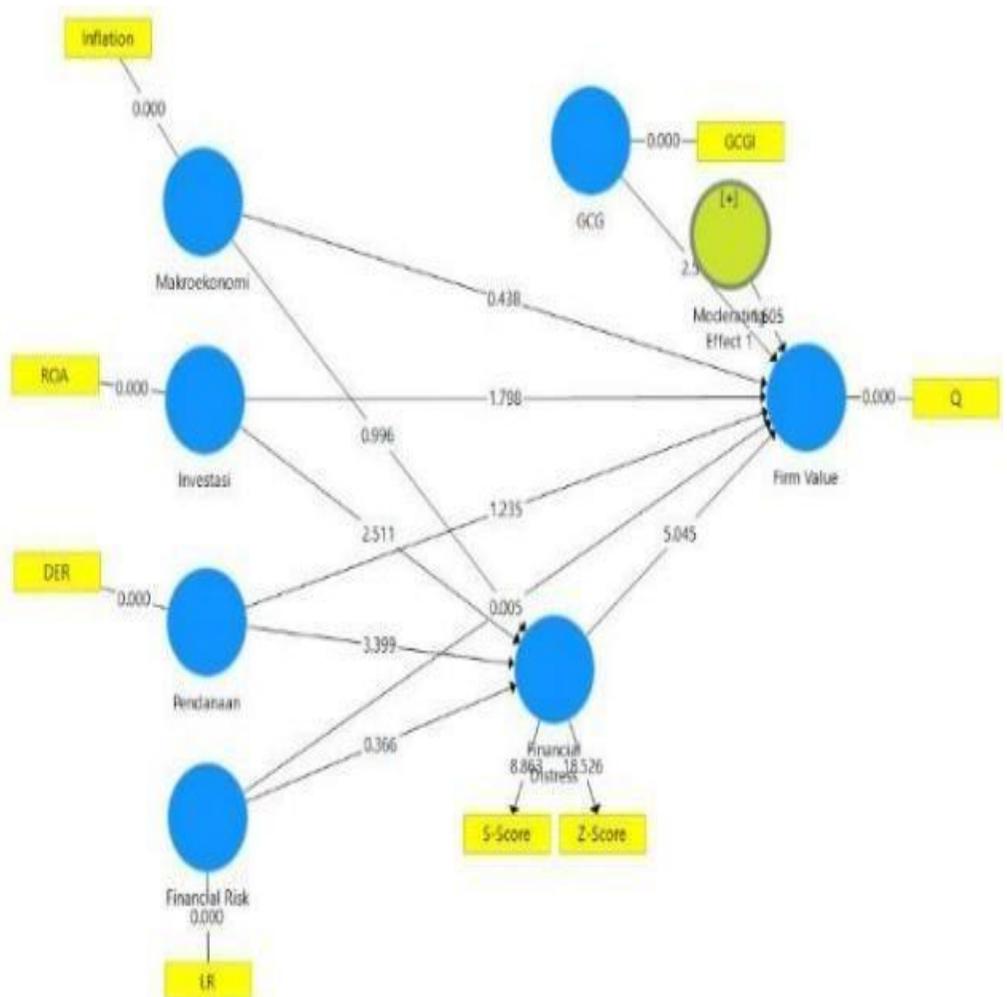


Gambar 5.1. Outer Model pertama Tabel 5.3. Outer Loading Factors pertama

	Financial Di...	Financial Risk	Firm Value	GCG	Investasi	Makroekon...	Moderating...	Pendanaan_
Financial Di...							1.162	
DER								0.886
GCGI				1.000				
Inflation						0.988		
Kurs						-0.249		
LR		1.000						
LTDR								0.473
PDB						-0.777		
Q			1.000					
ROA					0.976			
ROI					0.223			
S-Score	0.738							
STDR								-0.262
Z-Score	0.871							

Hasil uji *outer model* dapat dilihat dari nilai *outer loading factors*. Dari 13 indikator yang digunakan, ditemukan terdapat 5 indikator yang mendapatkan nilai merah; yang artinya bahwa indikator tersebut tidak dapat digunakan dalam penelitian karena tidak dapat merepresentasikan variabelnya. Kelima indikator yang tidak dapat digunakan adalah PDB dan Nilai Kurs (variabel Ekonomi makro), ROI (variabel kebijakan investasi), serta LTDR dan STDR (variabel keputusan pendanaan).

5.2.1.2. Pengujian Kedua



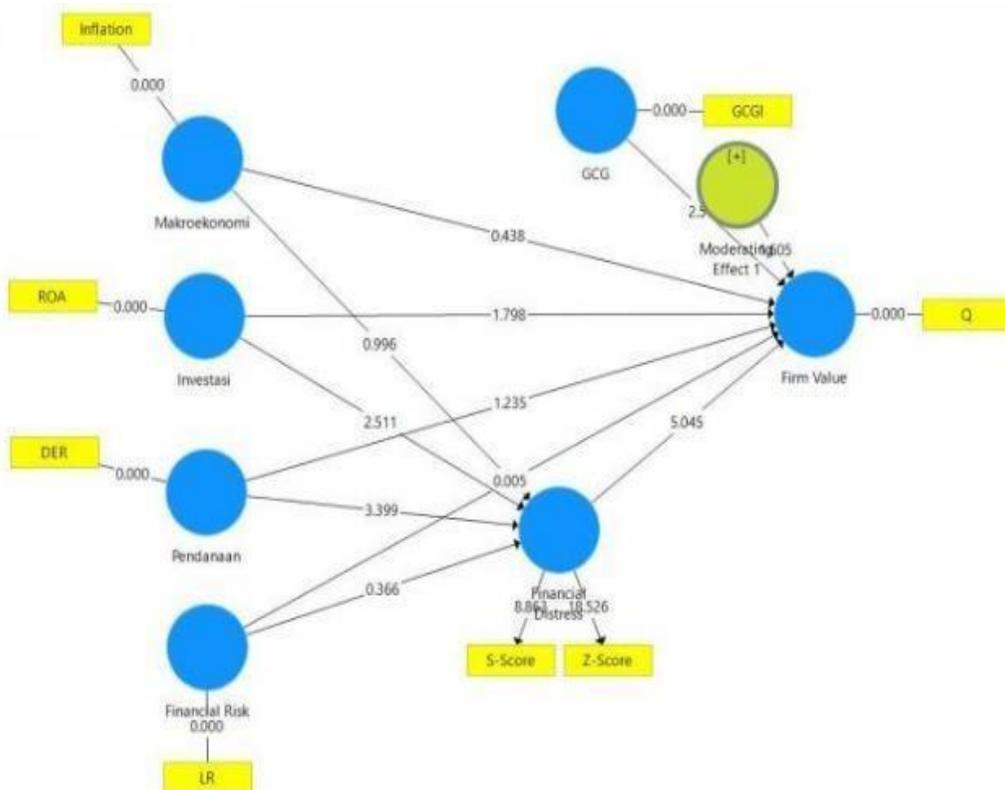
Gambar 5.2. *Outer Model* pertama Tabel 5.4. *Outer Loading Factors* kedua

	Financial Distress	Financial Risk	Firm Value	GCG	Investasi	Makroekonomi	Moderating...	Pendanaan
Financial Distress * GCG							1.192	
DER								1.000
GCGI				1.000				
Inflation						1.000		
LR		1.000						
Q			1.000					
ROA					1.000			
S-Score	0.713							
Z-Score	0.888							

Setelah lima indikator yang tidak valid dihilangkan maka dilakukan uji *outer model* lagi. Dari uji *outer model* kedua didapatkan bahwa seluruh indikator berwarna hijau, sehingga dianggap bahwa seluruh indikator yang tersisa mampu merepresentasikan variabelnya.

5.2.2. Inner Model

5.2.2.1. Path Analysis



Gambar 5.3. Inner Model

5.2.2.2. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dengan teknik bootstrap adalah salah satu metode statistik yang digunakan dalam analisis *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan aplikasi SmartPLS. Teknik bootstrap digunakan untuk mengatasi masalah distribusi yang non-normal dalam sampel data.

Dengan menggunakan teknik bootstrap, kita dapat menghasilkan interval kepercayaan untuk parameter yang diestimasi, seperti koefisien jalur (path coefficients). Interval kepercayaan ini memberikan informasi tentang seberapa akurat dan signifikan hasil estimasi parameter tersebut.

Hasil uji hipotesis dengan teknik bootstrap memungkinkan kita untuk mengambil kesimpulan yang lebih kuat dan reliabel terkait dengan signifikansi dan kekuatan hubungan antar variabel dalam model SEM.

Direct Effect

Tabel 5.5. Uji hipotesis *direct effect* menggunakan teknik *bootstrap* pada SmartPLS

	Original Sample	Sample Mean	STDEV	T Statistics	P value	Kesimpulan
Ekonomi makro -> <i>Financial Distress</i>	0.110	0.122	0.110	0.996	0.320	DITOLAK
Ekonomi makro -> <i>Firm Value</i>	-0.043	-0.056	0.098	0.438	0.662	DITOLAK
Keputusan Investasi -> <i>Financial Distress</i>	0.260	0.268	0.104	2.511	0.012	DITERIMA
Keputusan Investasi -> <i>Firm Value</i>	-0.178	-0.197	0.099	1.798	0.073	DITOLAK
Keputusan Pendanaan -> <i>Financial Distress</i>	0.371	0.377	0.109	3.399	0.001	DITERIMA
Keputusan Pendanaan -> <i>Firm Value</i>	-0.130	-0.133	0.105	1.235	0.218	DITOLAK
Financial Risk -> <i>Financial Distress</i>	-0.073	-0.157	0.199	0.366	0.714	DITOLAK
Financial Risk -> <i>Firm Value</i>	-0.000	0.000	0.058	0.005	0.996	DITOLAK
<i>Financial Distress</i> -> <i>Firm Value</i>	0,514	0.559	0.102	5.045	0,000	DITERIMA
Moderating Effect 1 -> <i>Firm Value</i>	-0.202	-0.194	0.126	1.605	0.109	DITOLAK

Sumber: SmartPLS, 2023

Dari uji hipotesis menggunakan teknik bootstrap pada SmartPLS ditemukan

bahwa:

1. Dalam pengujian H1, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,320. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa ekonomi makro tidak memberikan pengaruh terhadap *Financial Distress*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H1 (ekonomi makro berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress*) DITOLAK.
2. Dalam pengujian H2, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,662. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa ekonomi makro tidak memberikan pengaruh terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H2 (ekonomi makro berpengaruh negatif signifikan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.
3. Dalam pengujian H3, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,012. Nilai ini lebih kecil dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapatkan nilai 0,260, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa Keputusan Investasi memberikan pengaruh positif terhadap *Financial Distress*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H3 (Keputusan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress*) DITERIMA.
4. Dalam pengujian H4, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,073. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa Keputusan Investasi tidak memberikan pengaruh terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H4 (Keputusan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.
5. Dalam pengujian H5, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,001. Nilai ini lebih kecil dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapatkan nilai 0,371, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa Keputusan Pendanaan memberikan pengaruh positif terhadap *Financial Distress*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H5 (Keputusan Pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress*) DITERIMA.
6. Dalam pengujian H6, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,218. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa Keputusan Pendanaan tidak memberikan pengaruh terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa

- H6 (Keputusan Pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.
7. Dalam pengujian H7, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,714. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Risk* tidak memberikan pengaruh terhadap *Financial Distress*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H7 (*Financial Risk* berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress*) DITOLAK.
 8. Dalam pengujian H8, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,996. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak ada hubungan yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Risk* tidak memberikan pengaruh terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H8 (*Financial Risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.
 9. Dalam pengujian H9, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,000. Nilai ini lebih kecil dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapatkan nilai 0,514, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Distress* memberikan pengaruh positif terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H9 (*Financial Distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.

- ***Indirect Effect***

Tabel 5.6. Uji hipotesis *indirect effect* menggunakan teknik *bootstrap* pada SmartPLS

	Original Sample	P value	Kesimpulan
Ekonomi makro -> <i>Financial Distress</i> -> <i>Firm Value</i>	0.110	0.320	DITOLAK
Keputusan Investasi -> <i>Financial Distress</i> -> <i>Firm Value</i>	0.260	0.012	DITERIMA
Keputusan Pendanaan -> <i>Financial Distress</i> -> <i>Firm Value</i>	0.371	0.001	DITERIMA
<i>Financial Risk</i> -> <i>Financial Distress</i> -> <i>Firm Value</i>	-0.073	0.714	DITOLAK

Sumber: SmartPLS, 2023

Dari uji hipotesis menggunakan teknik *bootstrap* pada SmartPLS ditemukan bahwa:

1. Dalam pengujian H10, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,320. Nilai ini

lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapattkan nilai 0,110, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Distress* memediasi pengaruh Ekoomi Makro terhadap *Firm Value* secara positif meskipun tidak signifikan. Dari hasil ini diputuskan bahwa H10 (*Financial Distress* memediasi pengaruh Ekonomi makro terhadap *Firm Value*) DITOLAK.

2. Dalam pengujian H11, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,012. Nilai ini lebih kecil dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapattkan nilai 0,260, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Investasi terhadap *Firm Value* secara positif dan signifikan. Dari hasil ini diputuskan bahwa H11 (*Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Invstasi terhadap *Firm Value*) DITERIMA.
3. Dalam pengujian H12, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,001. Nilai ini lebih kecil dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapattkan nilai 0,371, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap *Firm Value* secara positif dan signifikan. Dari hasil ini diputuskan bahwa H12 (*Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap *Firm Value*) DITERIMA.
4. Dalam pengujian H13, ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,714. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi hubungan yang signifikan; sedangkan nilai *Original Sample* didapattkan nilai -0,073, yang artinya hubungan yang timbul arahnya positif. Sehingga disimpulkan bahwa *Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap *Firm Value* secara negatif namun tidak signifikan. Dari hasil ini diputuskan bahwa H13 (*Financial Distress* memediasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap *Firm Value*) DITOLAK.

- **Moderation Effect**

Tabel 5.7. Uji hipotesis moderation effect menggunakan teknik bootstrap pada SmartPLS

	Original Sample	P value	Kesimpulan
Moderating Effect 1 -> <i>Firm Value</i>	-0.202	0.109	DITOLAK

Sumber: SmartPLS, 2023

Dari uji hipotesis menggunakan teknik bootstrap pada SmartPLS ditemukan bahwa:

1. Dalam pengujian pengaruh moderasi (H14), ditemukan bahwa nilai *p-value* adalah 0,100. Nilai ini lebih besar dari nilai standar deviasi (0,05), yang artinya tidak terjadi moderating yang signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* tidak memoderasi pengaruh positif *Financial Distress* terhadap *Firm Value*. Dari hasil ini diputuskan bahwa H14 (GCG memoderasi secara positif signifikan dalam pengaruh *Financial Distress* terhadap *Firm Value*) DITOLAK.

Ada beberapa faktor keputusan keuangan yang dianggap mempengaruhi *financial distress*. Faktor pertama yang mempengaruhi *financial distress* dalam penelitian ini adalah keputusan investasi. Keputusan investasi merupakan faktor yang sangat penting dalam fungsi keuangan perusahaan, dimana jika semakin tinggi keputusan investasi yang di ambil semakin besar peluang perusahaan dalam memperoleh return atau tingkat pengembalian yang besar. Karena dengan perusahaan yang memiliki keputusan investasi yang tinggi maka mampu untuk mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan, sehingga mampu meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan tersebut.

Kebijakan investasi berhubungan dengan pendanaan apabila investasi sebagian besar didanai dengan internal equity hal ini dapat mempengaruhi besarnya dividen. Semakin besar investasi maka semakin berkurang dividen yang dibagikan. Sebaliknya, jika internal equity tidak mencukupi untuk membiayai investasi, perusahaan dapat mengakses dana eksternal khususnya melalui utang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan dividen yang lebih besar Sari (2018). Saat perusahaan mengalami financial distress, pilihan keputusan investasi sangat penting. Upaya untuk mengurangi kesulitan keuangan dilakukan dengan mengubah strategi investasi pada aset tetap. Keputusan Investasi adalah keputusan yang diambil untuk menanamkan modal pada satu atau lebih aset untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang dan permasalahan bagaimana manajer keuangan harus mengalokasikan dana kedalam bentuk – bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang (Tarima et al, 2016). Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk mengurangi kesulitan keuangan dapat memberikan informasi yang berguna bagi pihak yang berkepentingan dan investor potensial yang tertarik terhadap peluang investasi perusahaan yang mengalami financial distress. Hal ini dibuktikan dengan adanya penelitian dari Widiyanto et al (2021) yaitu kebijakan investasi berpengaruh positif

terhadap financial distress, artinya penurunan investasi yang dilakukan perusahaan ternyata mampu menurunkan *financial distress*.

Faktor kedua yang mempengaruhi financial distress yaitu keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan keputusan manajemen keuangan yang melibatkan pertimbangan dan analisis untuk menentukan kombinasi sumber dana yang paling ekonomis guna membiayai investasi dan kegiatan operasional (Sa'adah, 2020:3). Sumber pendanaan didalam perusahaan dibagi kedalam dua kategori yaitu sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal. Sumber pendanaan internal dapat diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi aktiva tetap sedangkan sumber pendanaan eksternal dapat diperoleh dari para kreditur dengan hutang (Jesilia, 2020). Keputusan pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan pendanaan yang optimal, dan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau akan mengambil dana dari luar perusahaan (Kodrat dan Christian 2009:135). Keputusan pendanaan merupakan cara lain dari pemilihan dana untuk operasional perusahaan ataupun pengambilan keputusan. Dengan begitu pendanaan suatu perusahaan tersebut apakah memakai dana dari dalam perusahaan ataupun dari luar perusahaan sehingga perusahaan akan tepat dalam menggunakan dana yang ada sehingga profitabilitas perusahaan dalam keadaan baik. Keputusan pendanaan mencerminkan bagaimana perusahaan membangun struktur utangnya untuk mendanai aset, dan sekaligus menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek yang dijamin dengan aset lancar dan posisi kas. Pristiana (2018) mengatakan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan terhadap financial distress.