



**JBK**

Jurnal Bisnis & Kewirausahaan

Volume 19 Issue 01, Year 2023

ISSN (*print*) : 0216-9843

ISSN (*online*) : 2580-5614

Homepage : <http://ojs.pnb.ac.id/index.php/JBK>

---

## **Peran *Financial Distress Risk* Sebagai Variabel Moderasi Pada Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap *Financial Performance***

Malinda Amelia Kusuma<sup>1</sup>, Hersugondo<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup> Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Indonesia  
e-mail: [hersugondo@lecturer.undip.ac.id](mailto:hersugondo@lecturer.undip.ac.id)

**Abstract.** Financial distress risk is an important issue in choosing a capital structure and can affect the relationship between leverage and financial performance. Companies need to pay attention to financial distress because it can have a bad impact and even lead to bankruptcy. In this study, researchers examined the role of financial distress risk as a moderating variable on the effect of financial leverage on financial performance. Quantitative research techniques and secondary data sources that are time series. Researchers obtained data through the financial statements of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2017-2021 period. The population of 834 companies (4170 units of observation) was selected based on the criteria so that the sample in this study was 116 companies (580 units of observation). The data was tested using SPSS (Statistical Product and Service Solutions) version 23. The research method used descriptive statistical tests, classical assumption tests, and regression tests (multiple linear regression and moderation regression tests). The results of this study indicate that financial leverage has a significant negative impact on financial performance and financial distress risk can moderate (strengthen) the negative impact between financial leverage and financial performance. The cost of debt increases in line with the leverage ratio, resulting in a decrease in the benefits of debt and a decrease in financial performance. The decline is stronger in companies that have higher financial distress risk due to reduced ability to pay debt costs and increase bankruptcy costs.

**Keywords:** *financial distress risk, financial performance, leverage*

**Abstrak.** *Financial distress risk* merupakan isu penting dalam memilih struktur modal dan dapat memengaruhi hubungan antara *leverage* dengan kinerja keuangan. Perusahaan perlu memperhatikan *financial distress* karena dapat berdampak buruk bahkan menimbulkan terjadinya kebangkrutan. Pada penelitian ini, peneliti menguji peran *financial distress risk* sebagai variabel moderasi pada pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance*. Teknik penelitian kuantitatif dan sumber data sekunder yang bersifat runtut waktu. Peneliti memperoleh data melalui *financial statement* perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021. Populasi berjumlah 834 perusahaan (4170 unit pengamatan) dipilih berdasarkan kriteria sehingga diperoleh sampel pada penelitian ini berjumlah 116 perusahaan (580 unit pengamatan). Data diuji menggunakan SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) versi 23. Metode penelitian menggunakan uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji regresi (uji regresi linear berganda dan uji regresi moderasi). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *financial leverage* berdampak negatif secara signifikan pada *financial performance* dan *financial distress risk* dapat memoderasi (memperkuat) dampak negatif antara *financial leverage* dan *financial performance*. Biaya utang meningkat seiring dengan rasio *leverage* sehingga menyebabkan penurunan manfaat utang dan penurunan kinerja keuangan. Penurunan lebih kuat pada perusahaan dengan *financial distress risk* yang lebih tinggi karena berkurangnya kemampuan dalam memenuhi (membayar) kewajiban utang dan meningkatkan biaya kebangkrutan.

**Kata Kunci:** *financial distress risk, financial performance, leverage*

## PENDAHULUAN

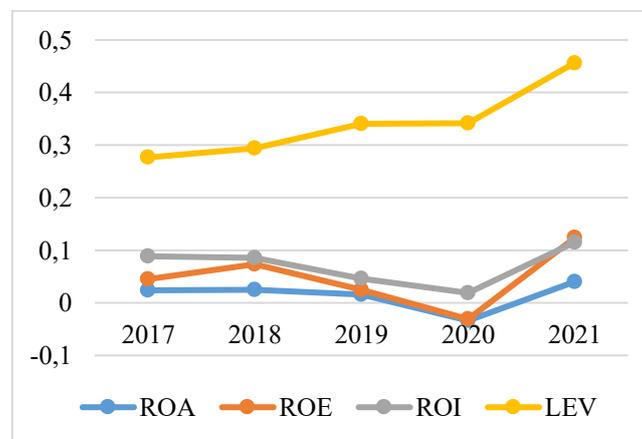
Keputusan struktur modal merupakan keputusan pendanaan terpenting yang dapat memengaruhi kinerja keuangan serta nilai pemegang saham melalui biaya modal (Kalash, 2021). Dalam menentukan struktur modal perusahaan yang memaksimalkan kinerja perusahaan memerlukan pemahaman faktor-faktor yang memengaruhi biaya serta manfaat dari utang dan ekuitas. Pada konteks ini, *financial distress risk* merupakan isu penting dalam memilih struktur modal dan dapat memengaruhi hubungan antara *financial leverage* dengan kinerja keuangan. *Financial distress risk* adalah suatu keadaan ketika perusahaan mengalami risiko kesulitan keuangan. Perusahaan sangat perlu memperhatikan dan mempertimbangkan *financial distress* karena hal ini dapat berdampak buruk bahkan menimbulkan terjadinya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan merupakan salah satu rasio penting pada nilai perusahaan. Menurut Altman (1984), biaya kebangkrutan mewakili 11%-17% dari nilai perusahaan. Guffey (1991) menunjukkan bahwa biaya langsung kepailitan mewakili sebesar 9,12% dari nilai buku aset. Andrade dan Kaplan (1998) memperkirakan bahwa biaya langsung dan tidak langsung *financial distress* mewakili 10%-20% dari nilai perusahaan dengan *leverage* tinggi. Chen dan Merville (1999) berpendapat bahwa biaya tidak langsung yang disebabkan oleh *financial distress* sangat memengaruhi nilai pasar.

Dalam Teori *Trade-Off* mengenai struktur modal menunjukkan bahwa *financial distress risk* meningkat disebabkan oleh *financial leverage*. Perusahaan akan terus berutang hingga tingkat *leverage* tertentu. Perusahaan akan berhenti berutang ketika penghematan pajak dari utang sama dengan risiko *financial distress*. Perusahaan dengan *financial distress risk* yang tinggi akan cenderung menurunkan *leverage* karena pembiayaan utangnya lebih mahal (Fama dan French, 2002). Memon, *et al.* (2018) menemukan bahwa tingkat *financial leverage* lebih rendah pada perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas tinggi. Zeiton dan Refai (2017) menunjukkan bahwa perusahaan dengan *leverage* keuangan tinggi memiliki probabilitas *default* lebih tinggi pula. Waqas dan Md-Rus (2018) menemukan bahwa *financial leverage* berdampak positif terhadap *financial distress risk*. Dengan demikian, perusahaan dengan utang berisiko menanggung biaya utang yang lebih tinggi. Perusahaan-perusahaan ini tampaknya juga melewatkan peluang investasi yang menguntungkan dan menghadapi investasi *suboptimal* (Myers, 1977). Akibatnya, peningkatan utang untuk perusahaan berisiko (perusahaan dengan *financial distress risk* yang tinggi) dapat berdampak negatif terhadap kinerja keuangan.

Literatur empiris yang terkait dengan dampak *leverage* keuangan pada *financial performance* menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Beberapa penelitian menunjukkan dampak negatif (Yazdanfar dan Ohman, 2015; Isik, 2017; Le dan Phan, 2017; Nenu, *et al.*, 2018; dan Gharsalli, 2019). Sebaliknya, penelitian lain menemukan dampak positif (Detthamrong, *et al.*, 2017; Chandra, *et al.*, 2019; Abdullah dan Tursoy, 2021) atau efek yang tidak signifikan secara statistik (Chadha dan Sharma, 2015). Pada literatur empiris sebelumnya dicapai hasil yang beragam artinya bahwa hubungan *financial leverage* dengan *financial performance* bergantung pada variabel keuangan lainnya dan perlu untuk diuji kembali (Pham dan Nguyen, 2020). Literatur empiris berkonsentrasi terutama pada hubungan langsung antara *leverage* dan kinerja keuangan, tanpa mengkondisikan hubungan ini pada determinan struktur modal yang memengaruhi biaya utang. Namun, beberapa penelitian telah menyebutkan dan membahas masalah ini dengan mempertimbangkan *financial distress risk* sebagai variabel moderator dalam hubungan *leverage* dengan *financial performance* (Li, *et al.*, 2018; Bilen dan Kalash, 2020; Altaf dan Shah, 2021). Namun hasilnya tidak konsisten dan masih membutuhkan penelitian lebih lanjut.

Penelitian ini merupakan hasil replikasi dari penelitian Kalash (2021) pada perusahaan di Bursa Efek Istanbul. Penelitian mengenai peran *financial distress risk* sebagai variabel moderasi antara hubungan *financial leverage* dan *financial performance* di Indonesia belum pernah diteliti, dengan demikian peneliti tertarik untuk menguji hubungan antara *financial leverage* terhadap *financial performance* serta menguji peran *financial distress risk* sebagai variabel moderasi antara *financial leverage* dan *financial performance*. Penelitian ini

berkontribusi dalam mengisi kesenjangan mengenai literatur yang ada dan mengeksplorasi peran *financial distress risk*.



Sumber: Hasil Olah Data Excel, 2022

**Gambar 1.** *Financial Leverage* dan *Financial Performance* Perusahaan di BEI Tahun 2017-2021

Peneliti menggunakan objek perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017–2021. Gambar 1 menunjukkan bahwa *financial leverage* pada tahun 2017-2021 mengalami peningkatan terus menerus, namun tidak diikuti dengan peningkatan atau penurunan kinerja keuangan. Kinerja keuangan perusahaan di Indonesia pada tahun 2020 menurun cukup drastis karena terkena efek dari pandemi *Covid-19*. Pandemi ini memberikan tekanan kuat dan efek negatif pada perekonomian Indonesia. Bank Indonesia melakukan penurunan suku bunga dan pelonggaran likuiditas sebagai upaya dalam mendorong pemulihan dan stabilitas ekonomi. Penurunan suku bunga menyebabkan biaya utang yang lebih rendah dan mendorong perusahaan untuk bergantung pada *leverage* sehingga membuat *financial leverage* menjadi meningkat. Perusahaan menggunakan utang yang semakin besar maka akan memiliki biaya utang lebih besar dari manfaat utang dan mengalami *financial distress risk* semakin tinggi.

Penelitian ini merupakan upaya untuk menganalisis pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance* dan efek moderasi *financial distress risk* pada hubungan *financial leverage* terhadap *financial performance* perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2021.

## HIPOTESIS

Pengaruh *leverage* pada kinerja perusahaan telah diteliti oleh beberapa penelitian sebelumnya. Namun, banyak dari studi ini hanya berfokus pada efek langsung. Selain itu, penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang tidak konsisten (yaitu negatif, positif, campuran atau tidak ada hubungan yang signifikan). Dalam konteks pengaruh negatif, Dawar (2014) menemukan dampak negatif dari hutang jangka pendek dan jangka panjang pada profitabilitas perusahaan di India. Hasil serupa ditemukan oleh Yazdanfar dan Ohman (2015) pada sampel UKM Swedia dan Nenu, *et al.* (2018) pada sebuah sampel perusahaan yang terdaftar di *Bucharest Stock Exchange*. Fosu, *et al.* (2016) menemukan hasil yang mendukung teori *pecking order* bahwa pengaruh negatif *leverage* terhadap nilai perusahaan lebih rendah pada perusahaan dengan asimetri informasi yang lebih tinggi. Le dan Phan (2017) dan Pham dan Nguyen (2019) menyatakan bahwa struktur modal berdampak negatif terhadap *financial performance* di Vietnam. Kalash (2019) menyelidiki pengaruh biaya agensi pada hubungan antara *leverage* dan profitabilitas dengan menggunakan sampel perusahaan jasa di Turki. Hasilnya menunjukkan bahwa *leverage* memberikan dampak negatif pada profitabilitas dan dampak ini lebih rendah pada perusahaan dengan biaya agensi yang tinggi dari arus kas bebas (perusahaan memiliki arus kas bebas tinggi) dan lebih tinggi untuk perusahaan dengan biaya agensi yang tinggi dari hutang (perusahaan memiliki tingkat aset berwujud rendah dan lebih banyak peluang investasi). Gharsalli (2019) menemukan hubungan negatif *leverage* dan

profitabilitas dari sampel perusahaan Prancis. Pham dan Nguyen (2020) menyatakan bahwa *leverage* memiliki hubungan negatif terhadap profitabilitas dan efek ini berkurang dengan adanya peran dewan independensi. Hubungan negatif yang ditemukan pada penelitian sebelumnya sejalan dengan asumsi yang menunjukkan bahwa tingkat *leverage* keuangan yang tinggi meningkatkan biaya utang sebagai akibat dari risiko kebangkrutan yang diperburuk (Bradley, *et al.*, 1984; Myers, 1984) dan masalah keagenan terkait utang (Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977), yang pada akhirnya menyebabkan kinerja keuangan lebih rendah.

Di sisi lain, penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh positif antara *financial leverage* terhadap *financial performance*. Abdullah dan Tursoy (2021) mengemukakan bahwa struktur modal memiliki efek positif pada *financial performance* dan efek ini dilemahkan oleh adopsi IFRS pada perusahaan yang terdaftar di Jerman. Chandra, *et al.* (2019) menemukan bahwa struktur modal berdampak positif terhadap kinerja keuangan, tetapi tidak berdampak signifikan terhadap *return* saham pada sampel perusahaan yang tercatat di *Compass Index 100*. Hubungan positif antara rasio utang dan profitabilitas juga dicapai oleh Ngatno, *et al.* (2021). Secara umum, hubungan positif mendukung asumsi bahwa *leverage* keuangan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan meningkatkan manfaat pajak dari pembiayaan utang (Graham, 2000) dan mengurangi biaya agensi arus kas bebas melalui peningkatan efisiensi perusahaan dan menghalangi manajer berperilaku oportunistik (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, prioritas utang di atas penerbitan ekuitas di bawah asumsi teori *pecking order* juga mendukung efek positif dari *leverage* keuangan.

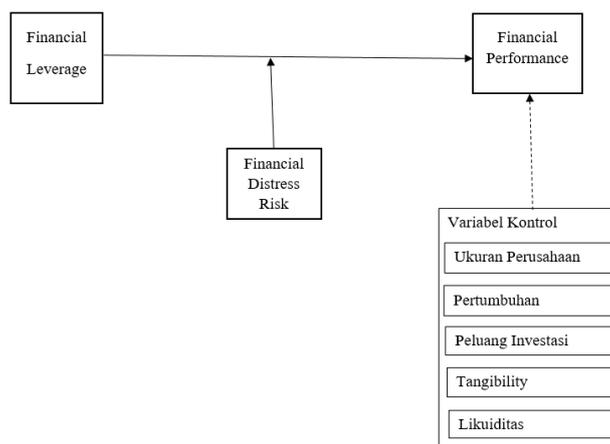
Berlawanan dengan efek positif maupun negatif, beberapa penelitian menunjukkan hasil beragam. Chadha dan Sharma (2015) menyatakan bahwa *leverage* berdampak tidak signifikan pada *financial performance* perusahaan manufaktur yang tercatat di India. Dalci (2018) menemukan dampak *financial leverage* pada *financial performance* berbentuk U terbalik di perusahaan manufaktur China, yang mendukung teori *trade-off*.

Penelitian sebelumnya yang menguji mengenai peran *financial distress risk* sebagai moderasi pada pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance* hanya sedikit dan hasilnya tidak konsisten. Opler dan Titman (1994) memberikan bukti bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi menyebabkan kinerja operasi lebih rendah daripada perusahaan dengan *leverage* rendah selama penurunan industri (industri dalam keadaan tertekan). Li, *et al.* (2018) menguji data sepuluh UKM Eropa dan menemukan bahwa pengaruh negatif *leverage* terhadap kinerja perusahaan lebih kuat (rendah) untuk perusahaan yang memiliki risiko kredit rendah (tinggi). Demikian pula di pasar India, Altaf dan Shah (2021) menemukan bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap *financial performance*, tetapi memiliki pengaruh positif pada perusahaan yang memiliki risiko kredit tinggi. Hasil ini tidak mendukung teori *trade-off* karena perusahaan yang besar diharapkan memiliki risiko yang kecil sehingga dapat meningkatkan tingkat utang dengan biaya yang lebih rendah (Fama dan French, 2002). Namun, Bilen dan Kalash (2020) menemukan bahwa pengaruh negatif *leverage* terhadap profitabilitas lebih tinggi untuk perusahaan dengan volatilitas laba tinggi dan volatilitas arus kas operasi yang tinggi pada perusahaan jasa di Turki. Hasil ini mendukung teori *trade-off* dan menunjukkan pentingnya risiko perusahaan dalam menentukan pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan. Bradley, *et al.* (1984) berpendapat perusahaan dengan *financial distress risk* yang tinggi memiliki kemungkinan besar mengalami kegagalan dalam memenuhi beban bunga maupun membayar utang. Hal tersebut dapat mengakibatkan meningkatnya biaya pinjaman dan kemungkinan investasi yang *suboptimal* sehingga kinerja menjadi lebih rendah. Dari beberapa penelitian sebelumnya dengan demikian dapat ditarik hipotesis:

H1a. *Leverage* keuangan berdampak negatif pada *financial performance*.

H1b. *Leverage* keuangan berdampak positif pada *financial performance*.

H2. *Financial distress risk* memoderasi hubungan positif (negatif) antara *financial leverage* dan *financial performance*.



Gambar 2. Model Penelitian

## METODE PENELITIAN

Peneliti menggunakan jenis penelitian eksplanatoris (*eksplanatory research*), menguji hubungan antar variabel dengan variabel lain (Sugiyono, 2017). Peneliti memakai metode kuantitatif dan sumber data bersifat sekunder yang runtut waktu (*time series*). Metode kuantitatif adalah metode yang dipakai untuk menguji populasi atau sampel tertentu berdasarkan *filsafat positivism* dengan mengumpulkan data berupa angka-angka yang dibutuhkan dalam penelitian, dan mengolah atau menganalisis data kuantitatif (statistik) sesuai dengan hipotesis. Data penelitian ini didapatkan melalui sumber yang sudah ada sebelumnya dan tidak menggunakan informasi langsung dari objek atau narasumber. Data penelitian ini juga diperoleh secara kontinu (berkala) berdasarkan waktu telah ditentukan sebelumnya, dengan tujuan untuk mengetahui dan mengamati perkembangan perubahan objek yang sedang diteliti dari setiap periodenya, serta mengambil kesimpulan. Peneliti memperoleh data melalui *Financial Statements* perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021. Penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu *financial performance* yang dihitung melalui *Return on Asset (ROA = net income/assets)*; *Return on Equity (ROE = net income/equity)*; dan *Return on Investment (ROI = net income/investment)* (Le dan Phan, 2017; Abdullah dan Tursoy, 2021), variabel independen yaitu *financial leverage* dihitung melalui *Debt to Asset Ratio (DAR = total liabilities/total assets)* (Kalash, 2021), variabel moderasi yaitu *financial distress risk* yang dihitung melalui Z-Skor.

$$Z' = 0.717 \left( \frac{\text{net working capital}}{\text{total assets}} \right) + 0.847 \left( \frac{\text{retained earnings}}{\text{total assets}} \right) + 3.107 \left( \frac{\text{earnings before interest and taxes}}{\text{total assets}} \right) + 0.420 \left( \frac{\text{book value of equity}}{\text{total liabilities}} \right) + 0.998 \left( \frac{\text{sales}}{\text{total assets}} \right)$$

Nilai Z-Skor diklasifikasikan menggunakan variabel *dummy*, dengan ketentuan apabila nilai dari Z-Skor kurang dari 2.90 maka bernilai 1 dan apabila nilai dari Z-Skor lebih 2.90 maka bernilai 0 (Kalash, 2021). Serta variabel kontrol yaitu *Firm Size (Size) = Log* dari total aset, *Sales Growth (SG) = (sales<sub>t</sub> - sales<sub>t-1</sub>)/sales<sub>t-1</sub>*, *Investment Opportunities (INO) = (total assets<sub>t</sub> - total assets<sub>t-1</sub>)/total assets<sub>t</sub>*, *Tangibility (Tang) = tangible assets/total assets*, dan *Liquidity (Liq) = cash/total assets*.

Penelitian ini memiliki populasi berjumlah 834 perusahaan (4170 unit pengamatan). Populasi tersebut dipilih berdasarkan kriteria untuk dijadikan sampel sehingga diperoleh sampel berjumlah 116 perusahaan (580 unit pengamatan). Pada penelitian ini, data diinput menggunakan *Microsoft Excel 2010* dan diuji menggunakan *SPSS (Statistical Product and Service Solutions) versi 23*. Metode pengujian data memakai uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji regresi.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif pada setiap variabel. Nilai terkecil (Minimum) dan nilai terbesar (Maximum) dari *Return on Assets (ROA)* adalah sebesar -0.1960 dan 0.1706. Nilai rata-rata ROA menunjukkan hasil yang positif yaitu sebesar 0.03821, artinya secara umum ROA perusahaan di Indonesia bernilai positif (mengalami keuntungan). Setiap aset perusahaan Rp 1 dapat memperoleh laba Rp 0.03821. Nilai standar deviasi ROA adalah sebesar 0.04378 (diatas rata-rata), hal ini menunjukkan bahwa ROA memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Statistik deskriptif ditunjukkan pada Tabel 1.

**Tabel 1.** Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std . Dev
ROA	-.1960	.1706	.03821	.04378
ROE	-.2492	.4242	.08604	.10128
ROI	-.3667	.2609	.07353	.06219
LEV	.0023	.7711	.24652	.15318
SG	-.7318	6.6380	.12344	.46204
LIQ	.0011	.5390	.09385	.08266
TANG	.0114	.9546	.47123	.22616
SIZE	11.9145	19.7217	15.65534	1.71531
INO	-2.4150	.7914	.06481	.18548
Z_SKOR	0	1	.97	.180
LEV*Z_SKOR	-.7274	2.0043	.27461	.24999

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 1 menjelaskan statistik deskriptif bahwa nilai terkecil (Minimum) dan nilai terbesar (Maximum) dari *Return on Equity (ROE)* adalah sebesar -0.2492 dan 0.4242. Nilai rata-rata ROE menunjukkan hasil yang positif yaitu sebesar 0.08604, artinya secara umum ROE perusahaan di Indonesia bernilai positif (mengalami keuntungan). Setiap ekuitas perusahaan Rp 1 dapat memperoleh laba Rp 0.08604. Nilai standar deviasi ROE adalah sebesar 0.10128 (diatas rata-rata), hal ini menunjukkan bahwa ROE memiliki tingkat variasi data yang tinggi.

Nilai terkecil (Minimum) dan nilai terbesar (Maximum) dari *Return on Investment (ROI)* adalah sebesar -0.3667 dan 0.2609. Nilai rata-rata ROI menunjukkan hasil yang positif yaitu sebesar 0.07353, artinya secara umum ROI perusahaan di Indonesia bernilai positif (mengalami keuntungan). Setiap investasi perusahaan Rp 1 dapat memperoleh laba Rp 0.07353. Nilai standar deviasi ROI adalah sebesar 0.06219 (dibawah rata-rata), hal ini menunjukkan bahwa ROI memiliki tingkat variasi data yang rendah.

### Hasil Pengujian ROA, Leverage, dan Financial Distress Risk

Hasil Pengujian model 1 dan model 2 untuk meneliti dampak variabel independen *leverage (LEV)* dengan variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROA*) sebelum dan sesudah dimoderasi oleh *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Pada model 1 dan 2 Nilai *Sig . F* sebesar 0.000, artinya Nilai *Sig . F* < 0.05. Dapat dikatakan model 1 dan 2 layak digunakan. Hasil pengujian model ditunjukkan pada Tabel 2.

**Tabel 2.** Hasil Pengujian Model

Model	F – Test	Sig . F	R <sup>2</sup>	Adj . R <sup>2</sup>
1.	33.355	.000	.296	.288
2.	56.236	.000	.487	.479

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada model 1 Nilai *Adj . R - Square* adalah 0.288. Artinya bahwa 28.8% variasi variabel dependen kinerja keuangan (*ROA*) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)* serta variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*). Sedangkan sisanya adalah 71.2% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Pada model 2 Nilai *Adj . R - Square* adalah 0.479. Artinya bahwa 47.9% variasi variabel dependen kinerja keuangan

(ROA) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)*, variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*), serta variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Sedangkan sisanya adalah 52.1% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Dapat disimpulkan Nilai *Adj. R - Square* model 2 lebih besar daripada model 1, artinya variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)* dapat memperkuat hubungan antara variabel independen *leverage (LEV)* terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROA*).

#### Hasil Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis pada model 1 memakai uji regresi linear berganda dan pada model 2 memakai uji regresi moderasi (*MRA*).

**Tabel 3.** Hasil Pengujian Regresi Linear Berganda

Model 1			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.027	1.527	.127
LEV	-.114	-9.140	.000
SG	.000	.127	.899
LIQ	.080	3.102	.002
TANG	.007	.927	.354
SIZE	.002	1.362	.174
INO	.082	8.083	.000

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian regresi linear berganda, diperoleh koefisien *LEV* sebesar -0.114 dan Nilai *Sig.* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis pertama disimpulkan bahwa *financial leverage (LEV)* berdampak negatif secara signifikan pada *financial performance (ROA)*.

**Tabel 4.** Hasil Pengujian Regresi Moderasi (*MRA*)

Model 2			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.103	5.111	.000
LEV	-.178	-14.350	.000
SG	.001	.411	.682
LIQ	.076	3.486	.001
TANG	.031	4.406	.000
SIZE	.002	2.034	.043
INO	.069	7.874	.000
Z_SKOR	-.102	-7.038	.000
LEV*Z_SKOR	.086	11.430	.000

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 4 hasil analisis regresi moderasi diperoleh koefisien *LEV\*Z\_SKOR* sebesar 0.086 dan Nilai *Sig.* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* memperkuat pengaruh negatif *financial leverage (LEV)* terhadap *financial performance (ROA)*.

#### Hasil Pengujian ROE, Leverage, dan Financial Distress Risk

Hasil Pengujian model 1 dan model 2 untuk meneliti dampak variabel independen *leverage (LEV)* dengan variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROE*) sebelum dan sesudah dimoderasi oleh *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Pada model 1 dan 2 Nilai *Sig. F* sebesar 0.000, artinya Nilai *Sig. F*  $< 0.05$ . Dapat dikatakan model 1 dan 2 layak digunakan.

**Tabel 5.** Hasil Pengujian Model

Model	F - Test	Sig. F	R <sup>2</sup>	Adj. R <sup>2</sup>
1.	34.621	.000	.289	.281
2.	57.968	.000	.477	.469

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 5 menjelaskan model 1 Nilai *Adj. R-Square* adalah 0.281. Artinya bahwa 28.1% variasi variabel dependen kinerja keuangan (*ROE*) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)* serta variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*). Sedangkan sisanya adalah 71.9% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Pada model 2 Nilai *Adj. R - Square* adalah 0.469. Artinya bahwa 46.9% variasi variabel dependen kinerja keuangan (*ROE*) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)*, variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*), serta variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Sedangkan sisanya adalah 53.1% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Dapat disimpulkan Nilai *Adj. R - Square* model 2 lebih besar daripada model 1, artinya variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)* dapat memperkuat hubungan antara variabel independen *leverage (LEV)* terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROE*).  
Hasil Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis pada model 1 memakai uji regresi linear berganda dan pada model 2 memakai uji regresi moderasi (*MRA*).

**Tabel 6.** Hasil Pengujian Regresi Linear Berganda

Model 1			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.042	1.099	.272
LEV	-.161	-5.344	.000
SG	.006	.700	.484
LIQ	.237	4.348	.000
TANG	-.041	-2.192	.029
SIZE	.004	1.478	.140
INO	.256	8.122	.000

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 6 menunjukkan hasil pengujian regresi linear berganda, diperoleh koefisien *LEV* sebesar -0.161 dan Nilai *Sig.* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis pertama disimpulkan bahwa *financial leverage (LEV)* berdampak negatif secara signifikan pada *financial performance (ROE)*.

**Tabel 7.** Hasil Pengujian Regresi Moderasi (*MRA*)

Model 2			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.091	2.456	.014
LEV	-.338	-10.885	.000
SG	.006	.794	.428
LIQ	.220	4.680	.000
TANG	.021	1.230	.219
SIZE	.005	2.168	.031
INO	.242	8.923	.000
Z_SKOR	-.107	-5.811	.000
LEV*Z_SKOR	.209	11.722	.000

Sumber: Hasil Olah Data SPSS, 2022

Pada Tabel 7 hasil analisis regresi moderasi diperoleh koefisien *LEV\*Z\_SKOR* sebesar 0.209 dan Nilai *Sig.* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* memperkuat pengaruh negatif *financial leverage (LEV)* terhadap *financial performance (ROE)*.

### Hasil Pengujian *ROI, Leverage, dan Financial Distress Risk*

Hasil Pengujian model 1 dan model 2 untuk meneliti dampak variabel independen *leverage (LEV)* dengan variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROI*) sebelum dan sesudah dimoderasi oleh *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Pada model 1 dan 2 Nilai *Sig. F* sebesar 0.000, artinya Nilai *Sig. F*  $< 0.05$ . Dapat dikatakan model 1 dan 2 layak digunakan. Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 8.

**Tabel 8.** Hasil Pengujian Model

Model	F Test	Sig . F	R <sup>2</sup>	Adj . R <sup>2</sup>
1.	36.352	.000	.304	.295
2.	46.969	.000	.430	.421

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS, 2022

Tabel 8 menjelaskan bahwa model 1 dengan Nilai *Adj . R - Square* sebesar 0.295. Nilai 29.5% bermakna bahwa variasi variabel dependen kinerja keuangan (*ROI*) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)* serta variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*). Sedangkan sisanya adalah 70.5% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Pada model 2 Nilai *Adj . R - Square* adalah 0.421. Artinya bahwa 42.1% variasi variabel dependen kinerja keuangan (*ROI*) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen *leverage (LEV)*, variabel kontrol (*SG, LIQ, TANG, SIZE, INO*), serta variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)*. Sedangkan sisanya adalah 57.9% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Dapat disimpulkan Nilai *Adj . R - Square* model 2 lebih besar daripada model 1, artinya variabel moderasi *financial distress risk (Z\_SKOR)* dapat memperkuat hubungan antara variabel independen *leverage (LEV)* terhadap variabel dependen kinerja keuangan (*ROI*).

#### Hasil Uji Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis pada model 1 memakai uji regresi linear berganda dan pada model 2 memakai uji regresi moderasi (*MRA*).

**Tabel 9.** Hasil Pengujian Regresi Linear Berganda

Model 1			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.087	3.693	.000
LEV	-.096	-5.500	.000
SG	.004	.643	.520
LIQ	.119	3.475	.001
TANG	-.011	-.947	.344
SIZE	.000	-.239	.811
INO	.147	10.728	.000

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS, 2022

Pada Tabel 9 menunjukkan hasil pengujian regresi linear berganda, diperoleh koefisien *LEV* sebesar -0.096 dan nilai *Sig .* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis pertama disimpulkan bahwa *financial leverage (LEV)* berdampak negatif secara signifikan pada *financial performance (ROI)*.

**Tabel 10.** Hasil Pengujian Regresi Moderasi (*MRA*)

Model 2			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.102	4.212	.000
LEV	-.172	-9.317	.000
SG	.002	.488	.626
LIQ	.120	3.868	.000
TANG	.017	1.659	.098
SIZE	6.563E-5	.047	.963
INO	.134	10.738	.000
Z_SKOR	-.042	-3.441	.001
LEV*Z_SKOR	.091	8.700	.000

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS, 2022

Pada Tabel 10 hasil analisis regresi moderasi diperoleh koefisien *LEV\*Z\_SKOR* sebesar 0.091 dan Nilai *Sig .* sebesar 0.000 ( $\alpha < 0.05$ ). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* memperkuat pengaruh negatif *financial leverage (LEV)* terhadap *financial performance (ROI)*.

## Pembahasan

Hipotesis pertama, hasil yang menunjukkan dampak negatif *financial leverage* terhadap *financial performance*. Semakin tinggi *leverage* menyebabkan *financial performance* semakin rendah dan sebaliknya semakin rendah *leverage* akan menyebabkan *financial performance* semakin tinggi. Penelitian ini mendukung H1a dan sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya, seperti: Isik (2017), Le dan Phan (2017), Pham dan Nguyen (2019), Gharsalli (2019), Pham dan Nguyen (2020), Kalash (2021). Le dan Phan (2017) dan Pham dan Nguyen (2019) menemukan struktur modal berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan di Vietnam. Gharsalli (2019) menemukan hubungan negatif *leverage* dan profitabilitas pada sampel perusahaan Prancis. Pham dan Nguyen (2020) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap profitabilitas dan efek ini dikurangi dengan dewan independensi. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan Chandra, *et al.* (2019), Abdullah dan Tursoy (2021), dan Ngatno, *et al.* (2021). Chandra, *et al.* (2019) dan Ngatno, *et al.* (2021) menyatakan bahwa struktur modal (rasio utang) berdampak positif pada profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan biaya utang (biaya kebangkrutan dan biaya agensi utang) meningkat seiring dengan rasio *leverage* sehingga dapat mengurangi manfaat utang dan menyebabkan kinerja keuangan menjadi lebih rendah. Sejalan dengan asumsi teori *trade-off*, risiko kebangkrutan dan biaya agensi utang yang diperburuk akibat dari *leverage* keuangan meningkat dan menyebabkan efek negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pembayaran bunga yang lebih tinggi terkait dengan peningkatan utang menguras arus kas perusahaan dan dapat mengurangi kemampuan perusahaan untuk berinvestasi dalam proyek yang menguntungkan sehingga akan mengurangi kinerja keuangan.

Hipotesis kedua, hasil menunjukkan bahwa *financial distress risk* memoderasi (memperkuat) efek negatif *financial leverage* terhadap *financial performance*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Li, *et al.* (2018), Bilen dan Kalash (2020), dan Kalash (2021). Li, *et al.* (2018) menemukan bahwa pengaruh negatif *leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan lebih kuat (rendah) untuk perusahaan dengan *financial distress risk* rendah (tinggi) pada sepuluh UKM Eropa. Bilen dan Kalash (2020) menyatakan bahwa pengaruh negatif *leverage* terhadap profitabilitas lebih tinggi untuk perusahaan dengan volatilitas laba tinggi dan volatilitas arus kas operasi yang tinggi pada perusahaan jasa di Turki. Kalash (2021) menemukan bahwa *financial distress risk* memperburuk efek negatif *leverage* keuangan dan *financial performance* pada perusahaan-perusahaan tercatat di Bursa Efek Istanbul. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Altaf dan Shah (2021). Altaf dan Shah (2021) menyatakan bahwa struktur modal berdampak negatif terhadap *financial performance*, tetapi berdampak positif untuk perusahaan dengan *financial distress risk* yang tinggi di pasar India. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *financial distress risk* memperkuat efek negatif *financial leverage* terhadap *financial performance*. Peningkatan *leverage* menyebabkan penurunan kinerja keuangan dan penurunan tersebut lebih kuat pada perusahaan yang memiliki *financial distress risk* lebih tinggi. Penelitian ini mendukung teori *trade-off* bahwa peningkatan *financial distress risk* akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam memenuhi (membayar) kewajiban utang dan biaya kebangkrutan semakin meningkat. Pada perusahaan *financial distress risk* yang tinggi dengan pembiayaan utang yang lebih tinggi daripada manfaat utang menyebabkan kinerja keuangan menjadi lebih rendah.

## SIMPULAN

Peneliti menyimpulkan bahwa hipotesis pertama menunjukkan dampak negatif secara signifikan antara *financial leverage* terhadap *financial performance* serta hipotesis kedua menunjukkan *financial distress risk* memperkuat dampak negatif secara signifikan antara *financial leverage* dan *financial performance*.

Hasil penelitian ini memiliki implikasi penting bagi perusahaan di pasar negara berkembang. Manajer perusahaan dapat meningkatkan *financial performance* dengan mengurangi tingkat *financial leverage*, terutama pada perusahaan dengan *financial distress*

risk yang lebih tinggi. Perusahaan-perusahaan ini menanggung biaya utang yang lebih tinggi dan memperoleh manfaat lebih banyak dari penurunan rasio utang dalam struktur modal.

Berdasarkan keterbatasan data, peneliti hanya berkonsentrasi pada *leverage* buku dan pengukuran *financial performance* berbasis akuntansi. Studi selanjutnya dapat menggunakan pengukuran berbasis pasar dan menyelidiki efek terhadap nilai perusahaan. Selain itu, peneliti hanya melakukan penelitian pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Studi selanjutnya dapat mempertimbangkan peran *financial distress risk* pada pengaruh antara *leverage* dan *financial performance* pada negara berkembang lainnya dan membandingkan hasilnya. Penelitian ini juga hanya menggunakan *Z-Skor* sebagai *proxy* untuk *financial distress risk*. Studi selanjutnya dapat menambahkan *proxy* serta menggunakan ukuran berbasis pasar untuk memprediksi *financial distress risk* dan membandingkan hasilnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, H., & Tursoy. (2021). Capital Structure and Firm Performance: Evidence of Germany Under IFRS Adoption. *Review of Managerial Science*, 379-398.
- Altaf, N., & Shah, F. (2021). Does Credit Risk Affect Capital Structure and Firm Performance Link? In *Capital Structure Dynamics in Indian MSMEs* (pp. 978-981). Singapore: Palgrave Macmillan.
- Altman, E. (1984). A Further Empirical Investigation of The Bankruptcy Cost Question. *Journal Of Finance*, 1067-1089.
- Andrade, G., & Kaplan, S. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed. *Journal Of Finance*, 1443-1493.
- Bilen, A., & Kalash, I. (2020). The Effect of Firms' Financial Leverage and Risk Levels on Profitability: An Empirical Investigation of Service Firms in Istanbul Stock Exchange. *The World Of Accounting Science*, 258-275.
- Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 857-878.
- Chadha, S., & Sharma, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision*, 295-302.
- Chandra, T., Junaedi, A., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns: Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 74-89.
- Chen, G., & Merville, L. (1999). An Analysis of The Underreported Magnitude of The Total Indirect Costs of Financial Distress. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 277-293.
- Dalci, I. (2018). Impact of Financial Leverage on Profitability of Listed Manufacturing Firms in China. *Pacific Accounting Review*, 410-432.
- Dawar, V. (2014). Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence. *Managerial Finance*, 1190-1206.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate Governance, Capital Structure, and Firm Performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 689-709.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 1-33.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information Asymmetry, Leverage and Firm Value: Do Crisis and Growth Matter? *International Review of Financial Analysis*, 140-150.
- Gharsalli, M. (2019). High Leverage and Variance of SMEs Performance. *The Journal of Risk Finance*, 155-175.
- Graham, J. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 1901-1941.
- Guffey, D. (1991). Direct Bankruptcy Costs: Evidence from The Trucking Industry. *The Financial Review*, 223-235.
- Isik, O. (2017). Determinants of Profitability: Evidence from Real Sector Firms Listed in Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 689-698.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kalash, I. (2019). Firm Leverage, Agency Costs, and Firm Performance: An Empirical Research on Service Firms in Turkey. *Journal of the Human and Social Sciences Researches*, 624-636.

- Kalash, I. (2021). The Financial Leverage–Financial Performance Relationship in The Emerging Market of Turkey: The Role of Financial Distress Risk and Currency Crisis. *Euromed Journal of Business*, 1450-2194.
- Le, T., & Phan, T. (2017). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from a Small Transition Country. *Research in International Business and Finance*, 710-726.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2018). Capital Structure and Firm Performance in European SMEs. *Managerial Finance*, 582-601.
- Memon, Z., Chen, Y., Tauni, M., & Ali, H. (2018). The Impact of Cash Flow Volatility on Firm Leverage and Debt Maturity Structure: Evidence from China. *China Finance Review International*, 69-91.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 575-592.
- Nenu, E., Vintila, G., & Gherghina, S. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for The Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 1-29.
- Ngatno, Endang, P., & Arief, Y. (2021). Moderating Effects of Corporate Governance Mechanism on The Relation Between Capital Structure and Firm Performance. *Cogent Business And Management*, 1-22.
- Opler, T., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 1015-1040.
- Pham, H., & Nguyen, D. (2019). The Effects of Corporate Governance Mechanisms on The Financial Leverage–Profitability Relation: Evidence from Vietnam. *Management Research Review*, 387-409.
- Pham, H., & Nguyen, D. (2020). Debt Financing and Firm Performance: The Moderating Role of Board Independence. *Journal of General Management*, 141-151.
- Sugiyono. (2017). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Waqas, H., & Md-Rus, R. (2018). Predicting Financial Distress: Importance of Accounting and Firm-specific Market Variables for Pakistan's Listed Firms. *Cogent Economics And Finance*, 1-16.
- Yazdanfar, D., & Ohman, P. (2015). Debt Financing and Firm Performance: An Empirical Study Based on Swedish Data. *The Journal of Risk Finance*, 102-118.
- Zeitun, R., & Refai, H. (2017). Capital Structure, Tax Effect, Financial Crisis, and Default Risk: Evidence from Emerging Market. *International Journal Economics and Business Research*, 104-113.