

**PERAN FINANCIAL DISTRESS RISK DAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI
PADA PENGARUH FINANCIAL LEVERAGE TERHADAP
FINANCIAL PERFORMANCE**

Malinda Amelia Kusuma¹⁾, Hersugondo Hersugondo^{*}

¹⁾Magister Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
E-mail: malindaamelia98@gmail.com

^{*}Magister Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
E-mail: hersugondo@lecturer.undip.ac.id

Abstract

Capital structure decisions are the most important decisions affecting company performance as well as shareholder value. Companies need to understand aspects of the costs and benefits of debt in determining a capital structure that can maximize performance. Financial distress risk and firm size are controversial issues in choosing a capital structure that can affect the relationship between leverage and financial performance. Researchers tested the role of financial distress risk and firm size as moderating variables on the effect of financial leverage on financial performance. Quantitative research techniques and secondary data sources are time series. Researchers obtained data through financial statements of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2017-2021 period. The population of 834 companies was selected based on the criteria so that the sample in this study was 116 companies (580 units of observation). The research method uses descriptive statistical tests, classical assumption tests, and regression tests (multiple linear regression tests and moderated regression tests). The results of this study indicate that the first hypothesis, financial leverage has a significant negative impact on financial performance (ROA and ROE). The second hypothesis is that financial distress risk can moderate (strengthen) the negative impact between financial leverage and financial performance (ROA and ROE). The third hypothesis shows that firm size does not moderate the effect of financial leverage on financial performance (ROA) and firm size moderates (strengthens) the effect of financial leverage on financial performance (ROE).

Keywords : *Financial Performance, Financial Leverage, Financial Distress Risk, Firm Size*

1. PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan harus terus meningkat guna untuk menghadapi persaingan perekonomian yang semakin kompetitif. Manajemen akan dapat melihat kemampuan perusahaan mengelola aset-aset dan kinerjanya dengan melakukan penilaian kinerja. Penilaian kinerja keuangan tidak hanya dilakukan dengan menganalisis tingkat penjualan ataupun pendapatan yang terus meningkat tetapi juga ada faktor lain yang perlu dipertimbangkan. Aspek yang harus diperhatikan dalam menilai kinerja keuangan salah satunya yaitu keputusan struktur modal. Manajer harus melakukan pertimbangan

keuangan untuk memilih struktur modal optimal. Dalam menentukan struktur modal perusahaan yang memaksimalkan kinerja perusahaan memerlukan pemahaman faktor-faktor yang memengaruhi biaya serta manfaat dari utang dan ekuitas (Kalash, 2021). Perusahaan yang menggunakan sumber pendanaan berasal dari utang artinya perusahaan melakukan *financial leverage*. Leverage menjelaskan kemampuan aset perusahaan yang dapat menutupi utangnya serta seberapa besar aktivitas perusahaan yang dihasilkan melalui utang. Apabila utang digunakan secara benar dan tepat maka akan meningkatkan keuntungan lebih besar

dibandingkan dengan penggunaan asetnya sendiri.

Literatur empiris yang terkait dengan dampak leverage keuangan pada *financial performance* menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Beberapa penelitian menunjukkan dampak negative (Gharsalli, 2019; Işık, 2017; Le & Phan, 2017; Nenu et al., 2018; Yazdanfar & Öhman, 2015). Sebaliknya, penelitian lain menemukan dampak positif (Abdullah & Tursoy, 2021; Chandra et al., 2019; Detthamrong et al., 2017) atau efek yang tidak signifikan secara statistik (Chadha & 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 & 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* (Altaf & Shah, 2021; Bilen & Kalash, 2020; Li et al., 2019). Namun hasilnya tidak konsisten dan masih membutuhkan penelitian lebih lanjut.

Dalam struktur modal ada dua teori penting yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*. *Trade off theory* menunjukkan perusahaan dapat mencapai tingkat leverage yang optimal dengan menimbang manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Keuntungan pajak dari pembiayaan utang mendorong perusahaan untuk memakai lebih banyak utang pada struktur modal mereka (Fama & French, 2002). Penggunaan utang pada struktur modal mengurangi beban pajak karena pembayaran bunga atas utang dapat dikurangkan dari pajak (Graham, 2000; Modigliani & Miller, 1963). Di sisi lain, tingginya leverage dapat memperburuk biaya keagenan utang yang ditimbulkan akibat konflik pemegang saham dan pemegang utang. Berlawanan dengan *trade off theory*, *pecking order theory* menunjukkan tidak ada leverage optimal. Karena asimetri informasi

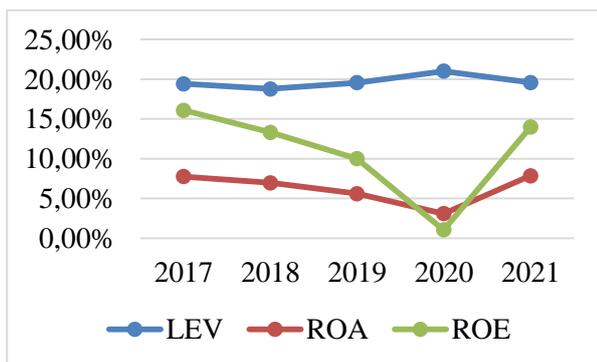
antara manajer dan pemegang saham, keuangan internal lebih disukai daripada keuangan eksternal. Ketika internal financing tidak cukup untuk membiayai investasi, perusahaan akan cenderung memakai utang daripada ekuitas. Karena utang lebih murah daripada ekuitas berdasarkan asumsi teori pecking order, leverage berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pada konteks ini, *financial distress risk* dan *firm size* merupakan isu penting dalam memilih struktur modal dan dapat memengaruhi hubungan antara *financial leverage* dengan *financial performance*. *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 & Moore (1991) menunjukkan bahwa biaya langsung kepailitan mewakili sebesar 9,12% dari nilai buku aset. Andrade & Kaplan (1998) memperkirakan bahwa biaya langsung dan tidak langsung *financial distress* mewakili 10%-20% dari nilai perusahaan dengan leverage tinggi. Chen & Merville (1999) berpendapat bahwa biaya tidak langsung yang disebabkan oleh *financial distress* sangat memengaruhi nilai pasar.

Firm size dapat diukur melalui jumlah aset yang menunjukkan besar atau kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan sangat berpengaruh terhadap keterampilan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan (laba). Biasanya, perusahaan besar mempunyai asset besar juga (Danso et al., 2020). Perusahaan besar juga mempunyai kepastian terkait prospek masa depan lebih baik daripada perusahaan kecil. Perusahaan besar juga mempunyai kepastian terkait prospek masa depan lebih baik daripada perusahaan kecil. Pihak investor akan lebih mudah dalam memprediksi risiko yang mungkin terjadi ketika berinvestasi apabila perusahaan mempunyai kepastian terkait prospek di masa depan. Semakin besar perusahaan maka semakin kuat perusahaan dalam menghadapi masalah

bisnis. Selain itu, perusahaan yang besar akan mendapatkan kesempatan besar pula dalam perolehan sumber dana internal ataupun eksternal. Perusahaan dengan skala besar akan lebih menarik investor sehingga mengarahkan pada berkembangnya perusahaan. Apabila perusahaan semakin besar maka aktivitas yang dapat dijaminankan untuk mendapatkan utang juga semakin besar. Artinya leverage akan meningkat dan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Namun, perusahaan kecil ataupun besar yang mendapatkan sumber dana dari penanam modal dan dapat mengelolanya dengan sebaik mungkin akan dapat meningkatkan kinerjanya. Jadi besar atau kecilnya ukuran suatu perusahaan secara tak langsung dapat memengaruhi hubungan leverage dan kinerja perusahaan. Ukuran perusahaan dapat memengaruhi hubungan antara leverage dan kinerja keuangan juga masih menjadi isu diperdebatkan dan kontroversial yang perlu diteliti lebih lanjut.

Penelitian ini hasil replikasi dari penelitian Kalash (2021) pada perusahaan di Bursa Efek Istanbul dan penelitian Danso et al. (2020) pada perusahaan di India. Penelitian mengenai peran *financial distress risk* sebagai variabel moderasi antara hubungan *financial leverage* dan *financial performance* di Indonesia belum pernah diteliti. Peran *firm size* sebagai variabel moderasi antara *financial leverage* dan *financial performance* di Indonesia juga masih jarang diteliti. Demikian peneliti melakukan penelitian “Peran *Financial Distress Risk* Dan *Firm Size* Sebagai Variabel Moderasi Pada Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap *Financial Performance* (Studi pada Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021)”.

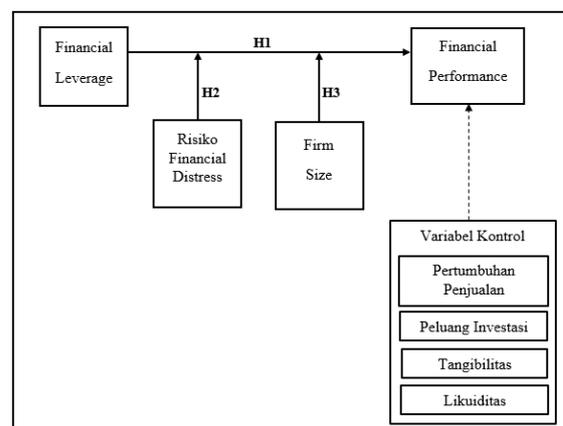


Gambar 1. Perubahan *Financial Leverage* dan *Financial Performance* Perusahaan di BEI Tahun 2017-2021

Peneliti menggunakan objek perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017–2021. Gambar 1 menggambarkan perubahan *financial leverage* dan *financial performance*. Pada tahun 2017-2018, *financial leverage* mengalami penurunan diikuti dengan penurunan ROA dan ROE. Pada tahun 2018-2019, *financial leverage* mengalami peningkatan namun ROA dan ROE mengalami penurunan. Pada tahun 2019-2020, *financial leverage* mengalami peningkatan kembali sedangkan ROA dan ROE mengalami penurunan (cukup drastis). Pada tahun 2020-2021, *financial leverage* mengalami penurunan sedangkan ROA dan ROE justru mengalami kenaikan. Artinya fenomena gap antara *financial leverage* dan *financial performance* yang perlu diteliti lebih lanjut.

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

2. HIPOTESIS



H1. *Financial leverage* berdampak negatif pada *financial performance*.

H2. *Financial distress risk* memperkuat pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance*.

H3. *Firm size* memperkuat pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance*.

3. METODE PENELITIAN

Peneliti menggunakan jenis penelitian eksplanatoris, 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) (Abdullah & Tursoy, 2021; Le & Phan, 2017), variabel independen yaitu *financial leverage* dihitung melalui Debt to Asset Ratio (DAR = total liabilities/total assets), variabel moderasi yaitu *financial distress risk* yang dihitung melalui Z-Skor (Kalash, 2021).

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

Serta variabel kontrol yaitu *Firm Size* (Size) = Log dari total aset, Sales Growth (SG) = (sales t – sales t-1)/sales t-1, Investment Opportunities (INO) = (total assets t – total assets t-1)/total assets t, Tangibility (Tang) = tangible assets/total assets, dan Liquidity (Liq) = cash/total assets.

Penelitian ini memiliki populasi berjumlah 834 perusahaan. Populasi tersebut dipilih berdasarkan kriteria untuk dijadikan sampel sehingga diperoleh sampel berjumlah 126 perusahaan (630 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.

Dalam menentukan hasil peran variabel moderasi, lakukan regresi persamaan utama (tanpa moderasi) terlebih dahulu. Setelah itu, lakukan regresi persamaan utama ditambah dengan moderasi (Hair et al., 2010). Ketiga persamaan tersebut antara lain:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \text{Variabel Kontrol} + \varepsilon$$

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z_1 + \beta_3 (X_1 * Z_1) + \text{Variabel Kontrol} + \varepsilon$$

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z_2 + \beta_3 (X_1 * Z_2) + \text{Variabel Kontrol} + \varepsilon$$

Keterangan:

Y: Variabel dependen - *Financial performance* (Kinerja perusahaan)

α : Konstanta

β_1 -3: Koefisien regresi masing-masing variabel

X1: Variabel independen - Leverage

Z1: Variabel moderasi pertama - *Financial distress risk*

(X1*Z1): Interaksi variabel independen (leverage) dengan variabel moderasi pertama (*Financial distress risk*)

Z2: Variabel moderasi kedua - *Firm size* (Ukuran perusahaan)

(X1*Z2): Interaksi variabel independen (leverage) dengan variabel moderasi kedua (*Firm size*)

Variabel Kontrol: Pertumbuhan penjualan, peluang investasi, tangibilitas, dan likuiditas

ε : Error term model (Variabel residual)

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Max.	Mean	Std. Dev
ROA	-.3331	.6256	.0626	.0438
ROE	-5.2546	1.4464	.1089	.3186
LEV	.0000	.7962	.1967	.1623
SG	-.7318	6.6380	.1137	.4326
LIQ	.0009	.5797	.1249	.1065
TANG	.0004	.9146	.4092	.2201
INO	-2.4150	.7914	.0633	.1790
FD	-3.1020	9.5349	1.9197	1.4123
LEV*FD	-.6762	2.0233	.2662	.2761
SIZE	5.0068	12.814	8.8104	1.5468
LEV*SIZ E	.0000	8.0817	1.8061	1.6150

Pada Tabel 1 menjelaskan statistik deskriptif pada setiap variabel. Nilai terkecil (Minimum) dan nilai terbesar (Maximum) dari *Return on Assets* (ROA) adalah sebesar -0.3331 dan 0.6256. Nilai rata-rata ROA menunjukkan hasil yang positif yaitu sebesar 0.0626, artinya secara umum ROA perusahaan di Indonesia bernilai positif (mengalami keuntungan). Setiap aset perusahaan Rp 1 dapat memperoleh laba Rp 0.0626. Nilai standar deviasi ROA adalah sebesar 0.0438 (dibawah rata-rata), hal ini menunjukkan bahwa ROA memiliki tingkat variasi data yang rendah.

Nilai terkecil (Minimum) dan nilai terbesar (Maximum) dari *Return on Equity* (ROE) adalah sebesar -5.2546 dan 1.4464. Nilai rata-rata ROE menunjukkan hasil yang positif yaitu sebesar 0.1089, artinya secara umum ROE perusahaan di Indonesia bernilai positif (mengalami keuntungan). Setiap ekuitas perusahaan Rp 1 dapat memperoleh laba Rp 0.1089. Nilai standar deviasi ROE adalah sebesar 0.3186 (diatas rata-

rata), hal ini menunjukkan bahwa ROE memiliki tingkat variasi data yang tinggi.

Hasil Pengujian ROA

Tabel 2. Hasil Pengujian Model

Model	F – Test	Sig . F	R ²	Adj . R ²
1.	33.355	.000	.296	.288
2.	56.236	.000	.487	.479
3.	38.647	.000	.343	.334

Pada Tabel 2 menjelaskan mengenai hasil uji persamaan model 1, model 2, model 3 untuk meneliti pengaruh variabel independen *financial leverage* (LEV) dengan variabel kontrol (SG, LIQ, TANG, INO) terhadap variabel dependen *financial performance* (ROA), kemudian dimoderasi oleh *financial distress risk* (FD) dan *firm size* (SIZE). Pada model 1 dan 2 Nilai Sig . F sebesar 0.000, artinya Nilai Sig . F < 0.05. Dapat dikatakan model 1, 2, dan 3 layak digunakan.

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, 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, INO), serta variabel moderasi *financial distress risk* (FD). 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* (FD) dapat memperkuat pengaruh antara variabel independen leverage (LEV) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (ROA). Pada model 3 Nilai Adj . R - Square adalah 0.334. Artinya bahwa 33.3% variasi variabel dependen kinerja keuangan (ROA) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen leverage (LEV), variabel kontrol (SG, LIQ, TANG, INO), serta variabel moderasi *firm size*

(SIZE). Sedangkan sisanya adalah 66.6% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Dapat disimpulkan Nilai Adj . R - Square model 3 lebih kecil daripada model 1, artinya variabel moderasi *financial distress risk* (FD) dapat memperlemah pengaruh antara variabel independen leverage (LEV) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (ROA).

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis pada model 1 memakai uji regresi linear berganda sera pada model 2 dan 3 memakai uji regresi moderasi (MRA).

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
INO	.082	8.083	.000

Pada Tabel 3 Model 1 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).

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
INO	.069	7.874	.000
FD	-.102	-7.038	.000
LEV*FD	.086	11.430	.000

Pada Tabel 3 Model 2 hasil analisis regresi moderasi diperoleh Nilai Sig. LEV*FD sebesar 0.000 ($\alpha < 0.05$). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* memperkuat pengaruh *financial leverage* (LEV) terhadap *financial performance* (ROA).

Model 3			
---------	--	--	--

Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	.018	1.001	.317
LEV	-.010	-.145	.885
SG	.029	3.982	.000
LIQ	.061	3.155	.002
TANG	.003	.316	.752
INO	.076	7.175	.000
SIZE	.004	1.987	.047
LEV*SIZE	-.011	-1.500	.134

Pada Tabel 3 Model 3 hasil analisis regresi moderasi diperoleh Nilai Sig. LEV*SIZE sebesar 0.134 ($\alpha < 0.05$). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* tidak memoderasi pengaruh *financial leverage* (LEV) terhadap *financial performance* (ROA).

Hasil Pengujian ROE

Tabel 4. Hasil Pengujian Model

Model	F – Test	Sig . F	R ²	Adj . R ²
1.	34.621	.000	.289	.281
2.	57.968	.000	.477	.469
3.	40.182	.000	.340	.332

Pada Tabel 4 menjelaskan mengenai hasil uji persamaan model 1 dan model 2 untuk meneliti pengaruh variabel independen *financial leverage* (LEV) dengan variabel kontrol (SG, LIQ, TANG, INO) terhadap variabel dependen *financial performance* (ROA), kemudian dimoderasi oleh *financial distress risk* (FD) dan *firm size* (SIZE). 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.

Pada 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, 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, INO), serta variabel moderasi *financial distress risk* (FD). 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* (FD) dapat memperkuat pengaruh antara variabel independen leverage (LEV) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (ROE). Pada model 2 Nilai Adj . R - Square adalah 0.332. Artinya bahwa 33.2% variasi variabel dependen kinerja keuangan (ROE) dapat dipengaruhi oleh variasi variabel independen leverage (LEV), variabel kontrol (SG, LIQ, TANG, INO), serta variabel moderasi *firm size* (SIZE). Sedangkan sisanya adalah 66.8% dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak diteliti. Dapat disimpulkan Nilai Adj . R - Square model 3 lebih besar daripada model 1, artinya variabel moderasi *firm size* (SIZE) dapat memperkuat pengaruh antara variabel independen leverage (LEV) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (ROE).

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis

Teknik pengujian hipotesis pada model 1 memakai uji regresi linear berganda serta pada model 2 dan 3 memakai uji regresi moderasi (MRA).

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
INO	.256	8.122	.000

Pada Tabel 5 Model 1 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).

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
INO	.242	8.923	.000
FD	-.107	-5.811	.000
LEV*FD	.209	11.722	.000

Pada Tabel 5 Model 2 hasil analisis regresi moderasi diperoleh Nilai Sig. LEV*FD sebesar 0.000 ($\alpha < 0.05$). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *financial distress risk* (FD) memperkuat pengaruh *financial leverage* (LEV) terhadap *financial performance* (ROA).

Model 3			
Variabel	B	T	Sig.
(Constant)	-.027	-.749	.454
LEV	.154	1.012	.312
SG	.039	3.030	.003
LIQ	.121	3.016	.003
TANG	-.044	-2.548	.011
INO	.273	8.731	.000
SIZE	.015	3.646	.000
LEV*SIZE	-.034	-2.067	.039

Pada Tabel 5 Model 3 hasil analisis regresi moderasi diperoleh Nilai Sig. LEV*SIZE sebesar 0.039 ($\alpha < 0.05$). Hipotesis kedua disimpulkan bahwa *firm size* (SIZE) memperkuat pengaruh *financial leverage* (LEV) terhadap *financial performance* (ROA).

4.2 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 H1 dan sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya (Gharsalli, 2019; Işık, 2017; Kalash, 2021; Le & Phan, 2017; Pham & Nguyen, 2020). Le & Phan (2017); Pham & Nguyen (2020) menemukan struktur modal berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan di Vietnam. Gharsalli (2019) menemukan hubungan negatif leverage dan profitabilitas pada sampel perusahaan Prancis. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan Abdullah & Tursoy, (2021); Chandra et al. (2019); 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) pengaruh *financial leverage* terhadap *financial performance*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Bilen & Kalash (2020); Kalash (2021); Li et al. (2019). Li et al. (2019) 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 & 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 & Shah (2021). Altaf & 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.

Hipotesis ketiga, hasil menunjukkan bahwa *firm size* tidak memoderasi pengaruh *financial leverage* terhadap ROA dan *firm size* memoderasi (memperkuat) pengaruh *financial leverage* terhadap ROE. Hasil *firm size* tidak memoderasi pengaruh *financial leverage* terhadap ROA sejalan dengan penelitian dari Wati et al. (2019) yang menguji determinan kinerja keuangan dengan *firm size* sebagai variabel moderasi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar cenderung memerlukan pembiayaan aset yang lebih banyak oleh karena itu mengakibatkan tingkat leverage yang tinggi dan biaya naik sehingga profitabilitas (ROA) turun dan investor kurang tertarik menanamkan saham di perusahaan tersebut. Hasil pengujian menunjukkan ukuran perusahaan tidak memoderasi hubungan leverage pada kinerja perusahaan. Sedangkan hasil *firm size* memoderasi (memperkuat) pengaruh *financial leverage* terhadap ROE sejalan dengan penelitian (Danso et al., 2020). Biasanya, perusahaan besar mempunyai asset besar juga. Perusahaan besar juga mempunyai kepastian terkait prospek masa depan lebih baik daripada perusahaan kecil. Pihak investor akan lebih mudah dalam memprediksi risiko yang mungkin terjadi ketika berinvestasi apabila perusahaan mempunyai kepastian terkait prospek di masa depan. Semakin besar perusahaan maka semakin kuat perusahaan dalam menghadapi masalah bisnis. Selain itu, perusahaan yang besar akan mendapatkan kesempatan besar pula dalam perolehan sumber dana internal ataupun eksternal. Perusahaan dengan skala besar akan lebih menarik investor sehingga mengarahkan pada berkembangnya perusahaan. Apabila perusahaan semakin besar maka aktivitas yang dapat dijaminankan untuk mendapatkan utang juga semakin besar.

5. KESIMPULAN

Peneliti menyimpulkan bahwa hipotesis pertama menunjukkan dampak negatif secara signifikan antara *financial leverage* terhadap *financial performance* (ROA dan ROE). Hipotesis kedua menunjukkan *financial distress risk* memoderasi (memperkuat) pengaruh antara *financial leverage* terhadap *financial performance* (ROA dan ROE). Hipotesis ketiga menunjukkan *firm size* tidak memoderasi pengaruh antara *financial leverage* terhadap *financial performance* (ROA) dan *firm size* memoderasi (memperkuat) pengaruh antara *financial leverage* terhadap *financial performance* (ROE).

Hasil penelitian ini memiliki implikasi penting bagi perusahaan di pasar negara berkembang. Manajer perusahaan dapat meningkatkan *financial performance* dengan mengurangi tingkat *financial leverage*, terutama dengan menggunakan peran *financial distress risk* dan *firm size*. 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 menggunakan kinerja perusahaan yang dilihat dari Return on Asset (ROA) dan Return on Equity (ROE). Studi selanjutnya diharapkan dapat menggunakan pengukuran kinerja keuangan perusahaan yang lainnya, seperti Dividend Payout Ratio (DPR). Selain itu, peneliti hanya berkonsentrasi variabel yang berasal dari internal perusahaan saja. Studi selanjutnya dapat menggunakan variabel yang berasal dari eksternal perusahaan, seperti kebijakan pemerintah. Studi selanjutnya juga dapat mempertimbangkan peran *financial distress risk* dan *firm size* pada pengaruh antara leverage dan *financial performance* pada negara berkembang lainnya dan membandingkan hasilnya. Penelitian ini juga hanya menggunakan Z-Skor sebagai proksi untuk *financial distress risk*. Studi selanjutnya dapat menambahkan proksi serta menggunakan ukuran berbasis pasar dan membandingkan hasilnya.

6. REFERENSI

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2). <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5>
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2021). Does Credit Risk Affect Capital Structure and Firm Performance Link? In *Capital Structure Dynamics in Indian MSMEs*. https://doi.org/10.1007/978-981-33-4276-7_6
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4). <https://doi.org/10.2307/2327613>
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance*, 53(5). <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>
- 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*, 22(2), 258–275.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 19(4). <https://doi.org/10.1177/0972262915610852>
- Chandra, T., Junaedi, A. T., 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*, 12(2).
- Chen, G. M., & Merville, L. J. (1999). An Analysis of the Underreported Magnitude of the Total Indirect Costs of Financial Distress. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13(3). <https://doi.org/10.1023/A:1008370531669>

- Danso, A., Lartey, T. A., Gyimah, D., & Adu-Ameyaw, E. (2020). Leverage and performance: do size and crisis matter? *Managerial Finance*, 47(5). <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-0522>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1). <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Gharsalli, M. (2019). High leverage and variance of SMEs performance. *Journal of Risk Finance*, 20(2). <https://doi.org/10.1108/JRF-02-2018-0011>
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5). <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Guffey, D. M., & Moore, W. T. (1991). Direct Bankruptcy Costs: Evidence from the Trucking Industry. *Financial Review*, 26(2). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1991.tb00378.x>
- Işık, Ö. (2017). Determinants of Profitability: Evidence from Real Sector Firms Listed in Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 4(8). <https://doi.org/10.20409/berj.2017.76>
- 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*, 2018. <https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs. *Managerial Finance*, 45(5). <https://doi.org/10.1108/mf-01-2017-0018>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3). <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ş. C. (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*, 6(2). <https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Ngatno, Apriatni, E. P., & Youlianto, A. (2021). Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1866822>
- Pham, H. S. T., & Nguyen, D. T. (2020). The effects of corporate governance mechanisms on the financial leverage–profitability relation: Evidence from Vietnam. *Management Research Review*, 43(4). <https://doi.org/10.1108/MRR-03-2019-0136>
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif Dan R&D*.
- Wati, P. S., Mulyadi, J., & Rachbini, W. (2019). DETERMINAN KINERJA KEUANGAN DENGAN SIZE SEBAGAI MODERASI. *Jurnal Ecodemica: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Bisnis*, 3(2). <https://doi.org/10.31311/jeco.v3i2.6413>
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *Journal of Risk Finance*, 16(1). <https://doi.org/10.1108/JRF-06-2014-0085>