

PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN LEVERAGE TERHADAP FINANCIAL DISTRESS MODEL ALTMAN Z SCORE PADA SEKTOR CONSUMER CYCLICALS DI INDONESIA

^{1*}Nur Isnaini Azyyati, ²Muhammad Iqbal Pribadi, ³Rahman Anshari

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi Bisnis dan Politik, Universitas Muhammadiyah Kalimantan Timur

^{1*}2111102431432@umkt.ac.id, ²mip733@umkt.ac.id, ³ra940@umkt.ac.id

Abstract: This study aims to examine the effect of firm size and leverage on the risk of financial distress among consumer cyclical companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2021 to 2023. Financial distress is measured using the Altman Z-Score model, a widely recognized financial distress prediction tool. A sample of 101 companies over three years resulted in 303 firm-year observations. This research adopts a quantitative approach using panel data regression analysis. Based on the Chow and Hausman tests, the Random Effect Model (REM) was selected as the most appropriate analytical framework. The findings reveal that both firm size and leverage have a significant negative effect on the Z-Score. This implies that larger companies and those with higher debt ratios are more likely to experience financial distress. The results support the Moral Hazard Theory, which highlights management inefficiencies in large corporations, and the Trade-off Theory, which emphasizes the increased bankruptcy risk associated with higher leverage. These findings underscore the importance of optimizing asset utilization and carefully managing capital structure. It is recommended that firms in this sector maintain prudent debt levels, enhance liquidity, and implement robust internal financial controls to safeguard financial stability. This study offers valuable insights for corporate management, investors, policymakers, and academics to better understand and mitigate financial risks in economically sensitive industries like the consumer cyclicals sector.

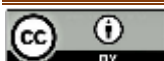
Keywords: Firm Size, Leverage, Financial Distress, Altman Z-Score, Consumer Cyclicals

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap risiko Financial Distress pada perusahaan sektor consumer cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021 – 2023. Dalam penelitian ini, Financial Distress diukur menggunakan model Altman Z-Score, yang merupakan alat prediksi kebangkrutan berbasis rasio keuangan. Sampel yang digunakan sebanyak 101 perusahaan selama tiga tahun pengamatan, menghasilkan total 303 observasi. Metode penelitian ini bersifat kuantitatif dengan pendekatan regresi data panel. Setelah melalui uji Chow dan Hausman, model Random Effect Model (REM) dipilih sebagai model terbaik. Hasil estimasi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan leverage memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai Z-Score, yang berarti semakin besar ukuran perusahaan dan semakin tinggi tingkat utang (leverage), maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami Financial Distress. Temuan ini sejalan dengan teori Moral Hazard, yang menyatakan bahwa perusahaan besar rentan terhadap pengelolaan yang tidak efektif, serta Trade-off Theory yang menyatakan bahwa leverage yang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Studi ini menekankan pentingnya efisiensi dalam pengelolaan aset dan pengendalian struktur modal. Oleh karena itu, disarankan agar perusahaan mengelola ukuran operasional secara optimal dan menjaga proporsi utang terhadap ekuitas dalam batas yang wajar, serta meningkatkan pengawasan keuangan internal guna menjaga kesehatan finansial dan mengurangi potensi distress. Temuan ini memberikan kontribusi penting bagi manajemen, investor, regulator, dan akademisi dalam memahami dinamika risiko keuangan di sektor consumer cyclicals.

Kata Kunci: Ukuran Perusahaan, Leverage, Financial Distress, Altman Z-Score, Consumer Cyclicals

PENDAHULUAN

PT Sri Rejeki Isman Tbk (Sritex) merupakan produsen tekstil terkemuka di Indonesia yang telah beroperasi sejak tahun 1966. Meskipun meraih kesuksesan dan menjadi pemain utama di pasar global,



perusahaan ini menghadapi masalah finansial serius akibat peningkatan utang, penurunan pendapatan, serta dampak pandemi COVID-19 (Raden, 2024). Sritex menghadapi masalah keuangan serius akibat utang yang besar. Meskipun memiliki lebih dari 50 tahun pengalaman dan produk berkualitas, perusahaan ini terancam bangkrut. Selama lebih dari dua tahun, perdagangan sahamnya dihentikan, dan ada risiko delisting oleh Bursa Efek Indonesia pada Mei 2023. Utang perusahaan melebihi aset, menyebabkan defisit modal dan ekuitas negatif di semester pertama 2023, dengan total utang jangka panjang sekitar US\$1,3 miliar. Penjualan aset tidak mencukupi untuk menutupi utang yang ada, dan kemampuan Sritex untuk membayar utang diragukan (Aprilia, 2023). Kondisi di mana utang melebihi aset dan defisit modal ini mengindikasikan risiko kebangkrutan yang merupakan contoh nyata dari *Financial Distress*, yaitu kesulitan sebuah perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya, khususnya kewajiban jangka pendek (Mauliddiyah, 2021). Bahwa penyebabnya meliputi penurunan penjualan, tingginya biaya operasional, dan penumpukan piutang yang belum terbayar. Peningkatan utang tanpa pendapatan yang memadai juga dapat memperparah situasi ini. Kedua sumber tersebut menekankan pentingnya pemantauan likuiditas untuk mencegah kebangkrutan perusahaan (Benito et al., 2022).

Financial Distress dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor internal seperti ukuran perusahaan dan leverage. Ukuran perusahaan sebagai ukuran operasional dan aset berpotensi memengaruhi daya tahan finansial. Berdasarkan Pecking Order Theory, perusahaan yang lebih besar biasanya mengandalkan dana internal, sehingga risiko mengalami *Financial Distress* berkurang (Hartono, 2013; Trisnaningsih, 2023). Namun, teori Moral Hazard mengemukakan bahwa perusahaan besar tidak selalu lebih stabil, karena kompleksitas dan pengelolaan yang tidak efektif dapat meningkatkan risiko keuangan (Rauh, 2014).

Leverage mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya. Trade-off Theory menyatakan bahwa penggunaan utang yang optimal dapat memberikan manfaat pajak, tetapi utang berlebih dapat menimbulkan risiko kebangkrutan dan kesulitan finansial (Modigliani & Miller, 1958). Oleh karena itu, pengelolaan leverage yang efektif menjadi aspek penting dalam meminimalkan risiko *Financial Distress* (Hoang et al., 2021).

Berdasarkan tujuan yang disebutkan, penelitian ini 1) Untuk menganalisis pengaruh Leverage terhadap model *Financial Distress Altman Z-Score* di sektor barang konsumen non-primer, dan 2) Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap model *Financial Distress Altman Z Score* di sektor tersebut. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan wawasan bagi manajemen perusahaan, investor, dan peneliti tentang pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap kondisi *Financial Distress*. Temuan ini penting untuk strategi pengelolaan risiko dan pengambilan keputusan yang mendukung stabilitas keuangan dalam industri yang sangat sensitif terhadap perubahan ekonomi seperti sektor consumer cyclical di Indonesia.

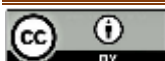
KAJIAN TEORI

Financial Distress

Financial Distress, yaitu kesulitan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Mauliddiyah, 2021). Berbagai rumus atau solusi telah diciptakan untuk mengatasi berbagai jenis masalah yang terkait dengan kebangkrutan dan kepailitan. Salah satu persamaan yang dianggap populer dan tersebar luas dalam berbagai studi tentang analisis beban keuangan adalah apa yang dikenal sebagai metode Altman atau model *Altman Z-Score* (Rahmat, 2023). Nilai *Z-Score* yang lebih tinggi berarti kinerja perusahaan yang lebih baik dan menunjukkan bahwa perusahaan sehat. Sebaliknya, nilai *Z-Score* yang lebih rendah menandakan bahwa perusahaan berada dalam kondisi berisiko bangkrut (Nusyirwan et al., 2023). Setiap perusahaan, baik yang besar maupun kecil, menghadapi risiko kesulitan keuangan yang diakibatkan oleh berbagai faktor, baik yang bersifat internal maupun eksternal. Faktor internal yang dapat memengaruhi *Financial Distress* antara lain ukuran perusahaan dan *Leverage* (Widiastuti, 2022).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Financial Distress*

Ukuran perusahaan adalah suatu ukuran yang digunakan untuk mengategorikan ukuran sebuah perusahaan, yang diukur berdasarkan total aset, jumlah penjualan, nilai saham, serta berbagai faktor lainnya (Wirawan, 2018). Berdasarkan *Pecking order theory* yang dijelaskan oleh (Hartono, 2013; Trisnaningsih, 2023), perusahaan yang lebih besar cenderung lebih suka menggunakan laba yang sudah



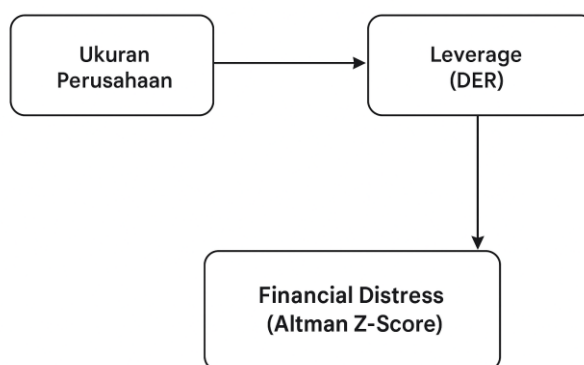
ada untuk membiayai operasionalnya daripada mengambil utang. Mereka memiliki lebih banyak aset dan kekuatan finansial, sehingga tidak terlalu tergantung pada pinjaman. Ini membantu mereka mengurangi risiko dalam mengalami masalah keuangan (*Financial Distress*). Sebaliknya, perusahaan kecil, atau yang kinerjanya kurang baik, biasanya lebih bergantung pada utang. Ketika mereka perlu uang, pinjaman menjadi pilihan utama. Namun, karena mereka memiliki lebih sedikit aset dan arus kas yang tidak stabil, ini membuat mereka lebih rentan terhadap masalah keuangan (Ariawan & Solikahan, 2022). Berdasarkan penelitian terdahulu menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kondisi *Financial Distress* (*Z-Score*), karena semakin besar ukuran perusahaan, semakin tinggi *Z-Score* yang dihasilkan, yang menandakan kesehatan finansial yang lebih baik dan tingkat kesulitan finansial yang lebih rendah. Sesuai dengan penelitian (Dillak, 2021; Yusbardini & Rashid, 2019; Prastiningtyas, 2020; Woldemariam & Joshi, 2024).

H1: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress*

Pengaruh *Leverage* terhadap *Financial Distress*

Leverage mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban keuangan jangka pendek dan panjang (Faldiansyah et al., 2020). Berdasarkan *Trade-off Theory* menurut Modigliani & Miller, (1958) perusahaan harus mencari keseimbangan antara manfaat dari utang dan risiko yang ditimbulkan, terutama risiko *Financial Distress*. Teori ini menekankan bahwa penggunaan utang (*Leverage*) dapat memberikan keuntungan, misalnya penghematan pajak, karena pembayaran bunga utang dapat mengurangi pajak. Namun, jika utang terlalu tinggi, kewajiban yang harus dipenuhi pun meningkat, sehingga risiko kebangkrutan dan kesulitan keuangan juga meningkat. Oleh karena itu, perusahaan perlu menemukan tingkat utang yang optimal jumlah utang yang dapat dimanfaatkan untuk mencapai manfaat maksimal tanpa menambah risiko keuangan yang berlebihan. Penentuan tingkat ini melibatkan analisis terhadap kondisi keuangan, arus kas, dan proyeksi pendapatan di masa depan, serta memperhatikan kondisi ekonomi seperti suku bunga. Dengan pengelolaan *Leverage* yang efektif, perusahaan dapat menghindari *Financial Distress*, memanfaatkan keuntungan dari utang, dan berpotensi meningkatkan nilai pemegang saham serta mendukung pertumbuhan jangka panjang (Hoang et al., 2021). Berdasarkan penelitian terdahulu menemukan bahwa *Leverage* memberikan pengaruh negatif yang signifikan terhadap *Financial Distress* (*Z-Score*), karena semakin tinggi tingkat *Leverage*, semakin rendah nilai *Z-Score* yang diperoleh, menandakan bahwa perusahaan tersebut menghadapi risiko *Financial Distress* yang lebih besar. Sesuai dengan penelitian (Firdaus, 2022; Tariq et al., 2025; Prastiningtyas, 2020; Dwi, 2023; Zelig, 2019; Atika, 2020).

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Financial Distress*

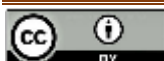


Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif (causal-explanatory), sehingga memerlukan penggunaan angka yang signifikan dan data yang luas mulai dari pengumpulan hingga interpretasi, karena melibatkan jumlah responden yang besar. Penelitian ini bertujuan untuk menentukan pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap model *Financial Distress Altman Z-Score* yang diterapkan pada sektor barang konsumen non-primer di Indonesia.



Sumber Data

Dataset yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari data sekunder. Data ini diambil dari berbagai saluran yang kredibel dan diakui secara resmi. Data primer diambil langsung dari situs web resmi perusahaan yang menjadi subjek pemeriksaan. Data pelengkap dikumpulkan dari Bursa Efek Indonesia (BEI), yang juga dikenal sebagai Indonesia Stock Exchange (IDX). Selain itu, data juga dikumpulkan melalui platform finansial terkemuka seperti Yahoo Finance dan Investing.com untuk memastikan keakuratan dan kelengkapan informasi yang dibutuhkan. Data yang diolah ini menggunakan software Stata 17.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan informasi yang diterapkan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan pendekatan dokumentasi, yaitu dengan menghimpun informasi dari berbagai sumber tertulis yang telah dipublikasikan dan dapat diakses secara publik. Data yang dikumpulkan berasal dari dokumen-dokumen resmi, laporan keuangan, serta publikasi lain yang telah terdokumentasi secara sistematis.

Populasi dan Sampel

Strategi pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengambilan purposive sampling, yaitu yang menggunakan kriteria tertentu dalam penelitian ini :

1. Perusahaan sektor consumer cyclicals yang tercatat di Bursa Efek Indonesia
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap tahun 2021-2023

Tabel 1. Kriteria Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang termasuk dalam sektor <i>consumer cyclicals</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	166
2	Perusahaan yang belum mempublikasikan laporan tahunan lengkap tahun 2021-2023	(65)
3	Jumlah sampel pada penelitian	101
4	Tahun observasi selama 3 tahun (101 x 3)	303

Metode Analisis

Pada riset ini, metode analisis data yang diterapkan mencakup analisis statistik deskriptif, analisis regresi, pengujian asumsi klasik, dan pengujian hipotesis. Berikut penjelasan mengenai beberapa tahapan dalam proses penelitian.

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif berfungsi sebagai metode penelitian yang dirancang untuk menentukan dan menggambarkan pola serta fenomena yang terdapat dalam dataset, tanpa mengasumsikan hubungan kausal (Loeb et al., 2017).

Analisis Regresi Data Panel

Analisis data panel adalah metode yang menggabungkan data dari deret waktu dengan data dari penampang. Data runtun waktu diperoleh dari pengamatan objek selama beberapa periode waktu, sedangkan data silang diperoleh dari pengamatan banyak subjek pada satu waktu yang sama (Alamsyah et al., 2022). Persamaan model regresi data panel adalah sebagai berikut menurut

$$Y_{it} = \alpha + b_1 X_{1it} + b_2 X_{2it} + e_{it}$$

Common Effect Model

CEM merupakan metode yang tidak memperhitungkan dimensi waktu maupun lokasi penelitian, melainkan mengumpulkan semua data deret waktu dan lintas bagian. Dalam pendekatan ini, diasumsikan bahwa nilai konstan (intersepsi) dan gradien seragam di semua unit penampang dan deret waktu (Madany et al., 2022).

Fixed Effect Model

FEM adalah pendekatan regresi untuk menganalisis data panel dengan memasukkan variabel dummy (boneka), karena diasumsikan terdapat perbedaan efek antar individu atau unit data. Perbedaan tersebut diakomodasi melalui intersep (titik potong) yang berbeda untuk setiap individu atau unit data. Oleh karena itu, digunakan teknik variabel dummy atau metode Least Square Dummy Variable untuk setiap unit data atau individu yang memiliki parameter unik, yang nilainya tidak diketahui (Alamsyah et al., 2022).

Random Effect Model



Random Effect Model (REM) mengasumsikan variasi antar lokasi sebagai variabel acak yang diukur melalui kesalahan. Model ini menggabungkan kesalahan dari data cross-section dan time series, dengan intersep yang bervariasi secara acak di seluruh cross section atau waktu. REM cocok digunakan jika sampel diambil dari populasi besar dan variabel konstan didistribusikan secara acak, sehingga menghasilkan estimasi yang efisien dan tidak bias (Apriliawan et al., 2013).

Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan model regresi yang tepat. Jika nilai probabilitas F dan chi-kuadrat $> 0,05$, terima H_0 (Model Efek Umum/CEM); jika $< 0,05$, tolak H_0 dan gunakan Model Efek Tetap (FEM). Hipotesisnya: H_0 (CEM), H_1 (FEM).

Uji Hausman

Uji Hausman membandingkan model efek tetap dan efek acak. Jika $p > 0,05$, terima H_0 (Model Efek Acak/REM); jika $p < 0,05$, tolak H_0 dan pilih Model Efek Tetap (FEM). Hipotesisnya: H_0 (REM), H_1 (FEM).

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas berfungsi untuk mengidentifikasi keberadaan korelasi antara variabel independen dalam model regresi. Idealnya, model regresi yang dibangun dengan baik akan menunjukkan ketiadaan hubungan yang substansial di antara variabel-variabel independennya. Ketika nilai korelasi yang tinggi terdeteksi, biasanya di atas 10, ini umumnya menunjukkan adanya multikolinieritas (Mardiatmoko, 2020).

Uji Heteroskedastisitas

Tujuan utama saat menguji heteroskedastisitas adalah untuk memastikan apakah terdapat perbedaan dalam varians residual di antara berbagai observasi dalam model regresi. Jika varians tetap konsisten untuk semua observasi, situasi ini diklasifikasikan sebagai homoskedastisitas. Sebaliknya, ketika varians berfluktuasi, ini diidentifikasi sebagai heteroskedastisitas. Jika nilai signifikansi (sig.) melebihi 0,05, itu menandakan tidak adanya heteroskedastisitas dalam data (Mardiatmoko, 2020).

Uji Autokorelasi

Tes ini bertujuan untuk memastikan apakah ada celah antara kesalahan residual dari satu periode dan periode sebelumnya dalam model regresi linier. Adanya korelasi secara tegas menandakan adanya autokorelasi. Sebaliknya, tidak adanya autokorelasi seperti itu menunjukkan kekuatan model. Salah satu pendekatan untuk evaluasi ini adalah Uji Runs, sebuah metode statistik non-parametrik yang dirancang untuk mendeteksi korelasi signifikan di antara residual (Damayanti, 2024).

Uji Hipotesis (Uji Z)

Variabel Uji Z menunjukkan apakah variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika $p < 0,05$, pengaruhnya dianggap signifikan dan hipotesis alternatif diterima. Sebaliknya, jika $p > 0,05$, pengaruhnya tidak signifikan dan hipotesis nol tetap berlaku. Hal ini membantu menilai kekuatan pengaruh variabel secara individual dalam penelitian.

Variabel Operasional

Financial Distress

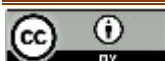
Financial Distress, yaitu kesulitan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Mauliddiyah, 2021). Variabel *Financial Distress* dievaluasi menggunakan model Altman Z-Score. Nilai yang lebih tinggi pada Skor Z menunjukkan kinerja perusahaan yang kuat dan kesehatan keuangan secara keseluruhan. Sebaliknya, bacaan Skor Z yang lebih rendah menunjukkan risiko yang lebih tinggi bagi perusahaan menghadapi kebangkrutan (Nusyirwan et al., 2023). Rumus model Altman (1968) ialah sebagai berikut:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1X_5$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan alat untuk mengklasifikasikan besar kecilnya sebuah perusahaan, untuk mengevaluasi dan mempertimbangkan faktor-faktor seperti total aset, volume penjualan, nilai saham, dan indikator relevan lainnya (Wirawan 2018). Ukuran perusahaan sering kali diperkirakan menggunakan logaritma alami ($\ln$) dari total asetnya. Rumus ukuran perusahaan adalah sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{Total Assets}$$



Leverage

Leverage adalah rasio yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar aset perusahaan yang dibiayai melalui utang (Hertina et al., 2022). Dalam pengambilan keputusan, perusahaan dapat memilih untuk memiliki tingkat Leverage yang tinggi, di mana utang lebih besar dibandingkan dengan modal, atau sebaliknya, tingkat Leverage yang rendah, di mana utang lebih kecil dari modal (Adenugba et al., 2016). Leverage dapat diproksikan dalam menggunakan rasio Debt To Equity Ratio (DER). Rumus Leverage ialah sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Utang}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ZS	303	2.30	34.55	-309.89	272.47
SZ	303	27.2	3.03	17.69	34.41
LV	303	25.15	20.95	-30.15	301.73

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Bedasarkan hasil tabel 2, data yang meliputi 303 perusahaan. Z-Score berkisar dari -303,89% (Globe Kita Terang Tbk, 2023) hingga 272,47% (MD Entertainment Tbk, 2023), rata-rata 2,30%, standar deviasi 34,55%. Ukuran perusahaan dari 17,69% (Ever Shine Tex Tbk, 2022) hingga 34,41% (Bayu Buana Tbk, 2023), rata-rata 27,2%, standar deviasi 3,03%. Leverage (DER) dari -30,15% (Asia Pacific Investama Tbk, 2021) hingga 301,73% (Mitra Komunikasi Nusantara Tbk, 2021), rata-rata 25,15%, standar deviasi 20,95%

Analisis Regresi Data Panel

Pemilihan antara Common Effect Model dan Fixed Effect Model dengan Uji Chow

Tabel 3. Hasil Uji Chow

F (100,200)	22.21
Prob > F	0.00

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Mengamati Tabel 3, kita menemukan nilai probabilitas untuk Prob > F sebesar 0,00. Nilai ini berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan penolakan H0, menyoroti kecocokan model efek tetap dibandingkan dengan Model Efek Umum untuk penelitian ini. Dengan demikian, analisis regresi dalam studi ini dilakukan menggunakan pendekatan model efek tetap.

Pemilihan antara Fixed Effect Model dan Random Effect Model dengan Uji Hausman

Tabel 4. Hasil Uji Hausman

chi2 (2)	0.47
Prob > chi2	0.7913

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Bedasarkan hasil tabel 4, nilai probabilitas untuk statistik chi-square (Prob > chi2) teramati sebesar 0.7913, yang melebihi tingkat signifikansi 0.05. Berdasarkan hal ini, hipotesis nol didukung, yang menyiratkan bahwa model efek acak (REM) adalah pilihan yang lebih tepat untuk studi ini dibandingkan dengan model efek tetap (FEM). Oleh karena itu, analisis regresi yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan pendekatan model efek acak (REM).

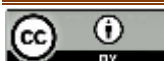
Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Tabel 5

Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	1/VIF
----------	-----	-------



SZ	1.00	0.99
LV	1.00	0.99

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Berdasarkan hasil tabel 5, analisis menunjukkan bahwa angka Tolerance untuk variabel ukuran perusahaan dan Leverage masing - masing adalah 1.00, sedangkan nilai VIF untuk kedua variabel tersebut adalah 0.99, yang lebih tinggi dari batas kritis 0,1. Jadi, dapat disimpulkan bahwa tidak ada tanda-tanda multikolinearitas yang signifikan dalam model regresi ini.

Uji Heterokedastisitas

Tabel 6. Hasil Uji Heterokedastisitas

chi2 (2)	85.65
Prob > chi2	0.00

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Berdasarkan hasil tabel 6, uji heteroskedastisitas menunjukkan nilai Prob > z yang kurang dari α (0,05). Akibatnya, data mengalami masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasinya, penelitian ini menggunakan metode robust untuk analisis

Uji Autokorelasi

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi

Obs	303
N (runs)	61
z	-10.53
Prob > z	0

Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Berdasarkan Tabel 7 nilai probabilitas mutlak dari statistik z (Prob > |z|) adalah 0, yang lebih kecil dari tingkat signifikan 0,05. Temuan ini menunjukkan bahwa ada indikasi autokorelasi dalam model, di mana terdapat hubungan antara nilai residual dari satu pengamatan dengan nilai sisa dari pengamatan yang sebelumnya.

Uji Hipotesis (Uji Z)

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dan autokorelasi, model yang digunakan menunjukkan adanya permasalahan pada heteroskedastisitas dan autokorelasi. Oleh karena itu, untuk meningkatkan kualitas model dan memenuhi asumsi-asumsi klasik, diperlukan modifikasi, salah satunya melalui pendekatan General Least Square (GLS) atau metode robust di Stata, yang efektif dalam mengatasi kedua masalah tersebut (Blackwell, 2005).

Tabel 8. Hasil Uji Hipotesis (Uji Z)

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Coefficient	Standard Error	Z	P > Z
	Konstanta	18.57	5.94	3.12	0.002
Z-Score (REM)	SZ	-0.49	0.21	-2.31	0.000
	LV	-1.08	0.26	-4.02	0.002

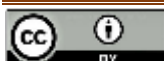
Sumber: (olah data stata 17, 2025)

Variabel SIZE memiliki koefisien sebesar -0,49 dengan tingkat probabilitas 0,000 (lebih kecil dari 0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa SIZE berpengaruh negatif signifikan terhadap *Financial Distress* (Z-Score), dan hipotesis 1 ditolak. Sementara itu, variabel DER memiliki koefisien sebesar -1,08 dan tingkat probabilitas 0,002 (lebih kecil dari 0,05), yang menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *Financial Distress* (Z-Score), sehingga hipotesis 2 diterima

Pembahasan

Pengaruh ukuran perusahaan (SIZE) terhadap *Financial Distress* (Z-Score)

Hipotesis awal mengusulkan bahwa ukuran perusahaan, seperti yang diamati dalam penelitian ini, menunjukkan pengaruh parsial negatif signifikan terhadap *Financial Distress* (Z-Score) pada sektor consumer cyclical di Indonesia. Hasil ini bertentangan dari hipotesis awal, yang menyatakan bahwa



ukuran perusahaan akan memberikan pengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress* (Z-Score) pada sektor consumer cyclical di Indonesia. Ini berarti, semakin besar ukuran perusahaan, semakin rendah Z-Score-nya, sehingga menunjukkan risiko *Financial Distress* yang lebih tinggi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan besar tidak selalu lebih stabil secara keuangan, sesuai teori Moral Hazard (Christella & Osesoga, 2020), aset yang besar berpotensi meningkatkan risiko kerugian apabila pengelolaan tidak optimal. Beban operasional tinggi, seperti gaji dan administrasi, dapat membebani keuangan perusahaan. Pengawasan yang kompleks dan tersebar tanggung jawab menyebabkan pengambilan keputusan kurang hati-hati. Konflik kepentingan antara manajer dan pemilik saham mendorong pengambilan risiko berlebihan demi keuntungan pribadi. Semakin besar perusahaan, semakin sulit mengendalikan perilaku manajer dan risiko Moral Hazard meningkat. Hal ini menyebabkan biaya agensi dan risiko keuangan yang lebih tinggi. Oleh karena itu, pengawasan dan pengelolaan risiko yang efektif sangat penting untuk menjaga stabilitas keuangan perusahaan besar (Jensen & Meckling, 2012).

Hasil dari studi ini sejalan dengan yang dilakukan oleh (Musyarifah, 2023) yang mengeksplorasi pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan utang terhadap kesehatan keuangan (Z-Score). Penelitian ini fokus pada perusahaan barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2021, dengan sampel 22 perusahaan dan 110 observasi. Studi lain oleh (Gaos & Mudjiyanti, 2021) pada 40 bank di IDX (2017-2019) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kesulitan keuangan. Berbeda, studi oleh (Diep, 2025) di Vietnam dengan 606 perusahaan (2018-2022) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kondisi keuangan, menunjukkan variasi pengaruh ukuran perusahaan tergantung konteks dan wilayah studi.

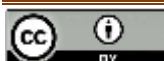
Pengaruh Leverage (DER) terhadap *Financial Distress* (Z-Score)

Hipotesis awal mengemukakan bahwa *Leverage*, seperti yang diamati dalam penelitian ini, menunjukkan efek negatif parsial yang signifikan secara statistik terhadap *Financial Distress* (Z-Score) pada sektor consumer cyclical di Indonesia. Hasil ini sejalan dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *Leverage* seharusnya memberikan pengaruh negatif yang signifikan terhadap *Financial Distress* (Z-Score) di sektor yang sama. Pada dasarnya, tingkat *Leverage* yang lebih tinggi berkorelasi dengan Z-Score yang lebih rendah, yang menunjukkan peningkatan paparan terhadap risiko *Financial Distress* bagi perusahaan-perusahaan yang terlibat (Firdaus 2022). Penggunaan utang yang berlebihan meningkatkan beban bunga dan mengurangi laba perusahaan, sehingga mengganggu operasional dan kelangsungan bisnis (Hazmi 2017). Menurut Trade-off Theory (Modigliani & Miller, 1958), perusahaan harus menyeimbangkan manfaat dan risiko utang, seperti penghematan pajak versus risiko kebangkrutan. Utang dapat memberikan keuntungan, namun tingkat utang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko gagal bayar dan masalah keuangan lainnya. Pengelolaan utang yang efektif melibatkan analisis kondisi keuangan, arus kas, dan kondisi ekonomi, seperti suku bunga, untuk menentukan rasio utang-modal yang optimal Panjang (Hoang *et al.*, 2021). Utang berlebih dapat mengurangi fleksibilitas keuangan dan kepercayaan investor, sehingga perusahaan perlu menjaga keseimbangan utang dan modal serta menggunakan utang secara bijak untuk investasi yang menguntungkan (Audina & Sufyati, 2019).

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan (Tariq *et al.* 2025) yang mengkaji penyebab kesulitan keuangan pada indeks saham 100 di Pakistan, berdasarkan sampel 21 perusahaan di sektor semen, gula, dan tekstil (2014–2023), menggunakan model Altman Z-Score, pendekatan PLS, serta perbandingan FEM dan REM. Penelitian serupa dilakukan oleh (Prastiningtyas, 2020) yang meneliti dampak likuiditas, leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kesulitan keuangan pada 13 perusahaan manufaktur logam di BEI (2015–2018), dan menemukan korelasi negatif signifikan antara leverage dan Z-Score. Sebaliknya, (Woldemariam & Joshi, 2024) dalam studinya "Faktor-Faktor Spesifik Perusahaan yang Mendorong Kesulitan Keuangan pada Pendatang Baru di Sektor Asuransi Ethiopia" (2019/2020–2023/2024), menemukan pengaruh positif signifikan antara leverage dan kesulitan keuangan pada sampel 5 perusahaan asuransi yang dianalisis menggunakan Altman Z-Score.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis, ukuran perusahaan dan leverage memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko *Financial Distress* pada sektor consumer cyclical di Indonesia. Perusahaan yang lebih besar dan memiliki tingkat leverage tinggi cenderung berisiko lebih besar mengalami distress,



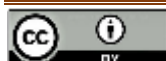
yang ditunjukkan dengan nilai *Z-Score* yang lebih rendah. Temuan ini menegaskan pentingnya manajemen dalam mengatur struktur modal dan penggunaan utang secara optimal untuk menjaga kestabilan keuangan dan daya saing perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi untuk studi lanjutan dan memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu manajemen keuangan serta praktik bisnis yang lebih baik.

SARAN

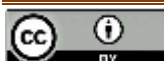
Berdasarkan temuan penelitian ini, perusahaan di sektor consumer cyclical disarankan untuk mengelola ukuran dan utang secara efisien, serta menjaga rasio utang terhadap ekuitas agar tetap aman. Selain itu, meningkatkan likuiditas melalui percepatan penagihan piutang, pengelolaan persediaan yang baik, dan diversifikasi sumber pendapatan penting untuk mengurangi ketergantungan pada satu pasar. Perusahaan juga perlu rutin memantau dan mengevaluasi kinerja keuangan serta memberikan pelatihan kepada manajemen dan karyawan untuk pengambilan keputusan yang lebih baik. Dengan menerapkan Langkah - langkah ini, diharapkan perusahaan dapat menjaga kesehatan keuangan, mengurangi risiko distress, dan mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adenugba, A. A., Ige, A. A., & Kesinro, O. R. (2016). Financial Leverage And Firms' Value: A Study Of Selected Firms In Nigeria. *European Journal Of Research And Reflection In Management Sciences*, 4(1), 14–32. <https://Www.Idpublications.Org>
- Alamsyah, I. F., Esra, R., Awalia, S., & Nohe, D. A. (2022). Analisis Regresi Data Panel Untuk Mengetahui Faktor Yang Memengaruhi Jumlah Penduduk Miskin Di Kalimantan Timur. *Prosiding Seminar Nasional Matematika, Statistika, Dan Aplikasinya*, 254–266.
- Ambarita, I. M., Purba, D. S., & Sinaga, M. H. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Leverage Terhadap Ketepatan Waktu Penyampaian Laporan Keuangan (Studi Empiris Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018 - 2020). *Jurnal Ilmiah Accusi*, 4(1), 1–15. <https://doi.org/10.36985/jia.v4i1.341>
- Aprilia, Z. (2023). Sritex Hampir Bangkrut, Ini Penyebab Dan Jumlah Hutangnya. *Cnbc Indonesia*. <https://Www.Cnbcindonesia.Com/Market/20230913113006-17-472060/Sritex-Hampir-Bangkrut-Ini-Penyebab-Dan-Jumlah-Hutangnya>
- Apriliawan, D., Tarno, T., & Yasin, H. (2013). Pemodelan Laju Inflasi Di Provinsi Jawa Tengah Menggunakan Regresi Data Panel. *Jurnal Gaussian*, 2(4), 301–321. [Http://Ejournal-S1.Undip.Ac.Id/Index.Php/Gaussian](http://Ejournal-S1.Undip.Ac.Id/Index.Php/Gaussian)
- Ariawan, A., & Solikahan, E. Z. (2022). Determinan Struktur Modal: Perspektif Pecking Order Theory Dan Trade-Off Theory. *Journal Of Technopreneurship On Economics And Business Review*, 3(2), 121–136. <https://Doi.Org/10.37195/Jtebr.V3i2.84>
- Atika, A. (2020). Pengaruh Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. In *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Medan (Nomor 976-623-94335-0–5, Hal. 86–101)*. [Http://Repository.Unsada.Ac.Id/Cgi/Oai2](http://Repository.Unsada.Ac.Id/Cgi/Oai2)
- Audina, B. P., & Sufyati. (2019). Pengaruh Financial Leverage, Struktur Modal Dan Total Asset Growth Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Subsektor Pulp Dan Kertas Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Oikonomia: Jurnal Manajemen*, 14(1), 76–90. <https://Doi.Org/10.47313/Oikonomia.V14i1.515>
- Beno, J., Silen, A. ., & Yanti, M. (2022). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Financial Distress Pada Perusahaan Jasa Di Indonesia. *Braz Dent J.*, 33(1), 1–12.
- Blackwell, J. L. (2005). Estimation And Testing Of Fixed-Effect Panel-Data Systems. *Stata Journal*, 5(2), 202–207. <https://Doi.Org/10.1177/1536867x0500500205>
- Christella, C., & Ososoga, M. S. (2020). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress: Ultimaccounting : Jurnal Ilmu Akuntansi, 11(1), 13–31. <https://Doi.Org/10.31937/Akuntansi.V11i1.1092>
- Diep, U. (2025). Analysis Of Factors Affecting Financial Distress In Vietnam – An Emerging Economy In East Asia. *Investment Management And Financial Innovations*, 22(1), 68–81. [https://Doi.Org/10.21511/Imfi.22\(1\).2025.06](https://Doi.Org/10.21511/Imfi.22(1).2025.06)
- Dillak, S. N. S. V. J. (2021). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Biaya Agensi Manajerial, Struktur Modal Dan Gender Diversity Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Mea (Manajemen, Ekonomi,*



- Dan Akuntansi), 5(3), 182–198.
<https://Journal.Stiemb.Ac.Id/Index.Php/Mea/Article/View/1416>
- Dwi, A. W. (2023). Financial Distress Prediction: The Role Of Financial Ratio And Firm Size. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 15(1), 19–26. <https://doi.org/10.23969/Jrak.V15i1.6428>
- Faldiansyah, A. K., Arrokhman, D. B. K., & Shobri, N. (2020). Analisis Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, Dan Arus Kas Terhadap Financial Distress. *Bisnis-Net Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 3(2), 90–102. <https://doi.org/10.46576/Bn.V3i2.999>
- Firdaus, I. (2022). The Effect Of Liquidity, Leverage And Company Value On Z-Score Value As A Prediction Of Financial Distress (Case Study Of Companies In The Hotel Restaurant And Tourism Sector Listed On The Indonesia Stock Exchange For The 2016-2020 Period). *Journal Of Economics, Finance And Management Studies*, 05(11), 3138–3145. <https://doi.org/10.47191/Jefms/V5-I11-02>
- Gaos, R. R., & Mudjiyanti, R. (2021). Pengaruh Corporate Governance Dan Firm Size Terhadap Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019). *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 19(1), 13. <https://doi.org/10.30595/Kompartemen.V19i1.11218>
- Hartono, J. (2013). Teori Portofolio Dan Analisis Investasi Edisi Kesembilan.
- Hazmi, N. A. & M. (2017). Pengaruh Penggunaan Hutang Dan Kinerja Keuangan Terhadap Profitabilitas. *Ilmu Dan Riset Manajemen*, 6, 1–18.
- Hertina, D., Wahyuni, L. D., & Ramadhan, G. K. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Likuiditas Terhadap Financial Distress. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 4(9), 4013–4019. <https://doi.org/10.32670/Fairvalue.V4i9.1583>
- Hoang, Nguyen, & Nguyen. (2021). Trade-Off Theory And Pecking Order Theory: Evidence From Real Estate Companies In Vietnam. *Journal Of Economics And Business*, 4(2), 79–94. <https://doi.org/10.31014/Aior.1992.04.02.347>
- Jensen, M., & Meckling, W. (2012). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, And Ownership Structure. *The Economic Nature Of The Firm: A Reader, Third Edition*, 283–303. <https://doi.org/10.1017/Cbo9780511817410.023>
- Loeb, S., Dynarski, S., Mcfarland, D., Morris, P., Reardon, S., & Reber, S. (2017). Descriptive Analysis In Education: A Guide For Researchers. U.S. Department Of Education, Institute Of Education Sciences. National Center For Education Evaluation And Regional Assistance, March, 1–40. <https://eric.ed.gov/?id=Ed573325>
- Madany, N., Ruliana, & Rais, Z. (2022). Regresi Data Panel Dan Aplikasinya Dalam Kinerja Keuangan Terhadap Pertumbuhan Laba Perusahaan Idx Lq45 Bursa Efek Indonesia. *Variansi: Journal Of Statistics And Its Application On Teaching And Research*, 4(2), 79–94. <https://doi.org/10.35580/Variansiumn28>
- Mauliddiyah, N. L. (2021). Analisis Prediksi Financial Distress Dengan Rasio Keuangan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jii Ditengah Pandemi Covid-19. 6.
- Modigliani, & Miller. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *Journal Of Economic Issues*, 15(4), 981–984. <https://doi.org/10.1080/00213624.1981.11503925>
- Musyarifah, K. N. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Dan Leverage Terhadap Financial Distress (Z-Score) (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021) [Universitas Mercu Buana Jakarta]. [https://repository.mercubuana.ac.id/84180/2/02 Abstrak.Pdf](https://repository.mercubuana.ac.id/84180/2/02%20Abstrak.Pdf)
- Nusyirwan, N., Kusdiana, Y., Tinaria, L., Zubir, Z., & Masril, M. (2023). Model Altman's Z-Score Dan Springate Memprediksi Financial Distress (Studi Kasus Perusahaan Sub Migas Yang Tercatat Di Bei Tahun 2017 - 2020). *Jurnal Akuntansi, Manajemen, Bisnis Dan Teknologi (Ambitek)*, 3(1), 127–135. <https://doi.org/10.56870/Ambitek.V3i1.78>
- Prastiningtyas. (2020). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Sub Sektor Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2015 - 2018. <http://repository.unim.ac.id/1184/>
- Raden, M. Y. P. (2024). Kisah Sritex Rajai Pasar Tekstil Nasional Dan Global Hingga Berakhir Pailit.



- Rahmat, F. (2023). Analisis Financial Distress Menggunakan Model Altman Z-Score Pada Perusahaan Sub Sektor Bank Bumh Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2021. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 23(April), 74–94.
- Rauh, M. T. (2014). Incentives, Wages, Employment, And The Division Of Labor In Teams. *Rand Journal Of Economics*, 45(3), 533–552. <https://doi.org/10.1111/1756-2171.12061>
- Sinaga, M. H. (2020). Pengaruh Financial Leverage Terhadap Initial Return Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering Di Bursa Efek: The Effect Of Financial Leverage On Initial Returns In Companies That Do Initial Public Offering In Stock Exchange. *Jurnal Ilmiah AccUsi*, 2(2), 96-113
- Sinaga, M. H., & Tarigan, W. J. (2024). The Difference Between The Altman Z-Score And Springate Models In Analyzing The Business Sustainability Of PT. Sri Rejeki Isman Tbk. *Jurnal Ilmiah Accusi*, 6(2), 220-236
- Simanjuntak, A., Sembiring, Y. N., Goh, T. S., Simanjuntak, G. Y., & Simanullang, N. L. (2023). The Influence Of Capital Structure, Liquidity, And Leverage On Firm Value With Profitability As An Intervening Variable In Automotive Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2019-2021. *Jurnal Ilmiah Accusi*, 5(2), 94-109
- Sriwiyanti, E., Purba, D. S., Wahyudi, D., Tarigan, W. J., & Napitu, R. (2024). Implementation Of The Altman Z-Score Model In Predicting Bankruptcy At PT. Garuda Indonesia, Tbk. *Journal of Accounting and Investment*, 25(1)
- Tariq, M., Hasan, M., Khanji, A., & Aziz, A. (2025). The Critical Review Of Social Sciences Studies Investigating The Factors Predicting The Financial Distress Of Firms : A Study Based On Pakistani Firms. 3(1), 1381–1393. <https://thecrsss.com/index.php/journal/about>
- Trisnarningsih, S. (2023). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress Nabilah. 5(2).
- Widiastuti, A. N. (2022). Pengaruh Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Financial Distress. *Eqien - Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 11(04). <https://doi.org/10.34308/eqien.V11i04.1287>
- Wirawan, G. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 23, 957. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.V23.I02.P06>
- Woldemariam, B. T., & Joshi, D. (2024). Firm Specific Factors Driving Financial Distress In Late Entrants Of The Ethiopian Insurance Sector. 27(4).
- Yusbardini, Y., & Rashid, R. (2019). Prediksi Financial Distress Dengan Pendekatan Altman Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 3(1), 122. <https://doi.org/10.24912/jmieb.V3i1.3543>
- Zelie, F. A. (2019). Examining The Financial Distress Condition And Its Determinant Factors: A Study On Selected Insurance Companies In Ethiopia. *World Journal Of Education And Humanities*, 1(1), P64. <https://doi.org/10.22158/wjeh.V1n1p64>