

Leverage, Arus Kas Operasi, dan Financial Distress: Studi Empiris Peran Moderasi Profitabilitas pada Industri Tekstil di Indonesia

Fatimah Azzahra¹, Eli Safrida², Anggiat Situngkir³, Ilham H Napitupulu⁴, Putri Syuhada⁵

1,2,3,4,5 Politeknik Negeri Medan, Indonesia

fatimahazzahra200603@gmail.com, [safrida@polmed.ac.id](mailto:sufrida@polmed.ac.id), anggiatsitungkir@polmed.ac.id,
ilhamhasan77@yahoo.com, putrisyuhada@polmed.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 9 September 2025

Disetujui : 21 September 2025

Dipublikasi : 1 Oktober 2025

ABSTRACT

The Indonesian textile industry faces intense competition and pressure from imported products, increasing the risk of financial distress. Financial distress, defined as the inability to meet financial obligations, threatens business continuity and is a major concern for investors and creditors. Prior studies on leverage, operating cash flow, and profitability show inconsistent results, leaving a gap in understanding, particularly regarding the moderating role of profitability. This study examines the effects of leverage and operating cash flow on financial distress and tests the moderating role of profitability in textile companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2019–2023 period. Leverage is measured by the Debt to Equity Ratio (DER), operating cash flow by the Operating Cash Flow Ratio (OCF), and profitability by Return on Assets (ROA). Financial distress is identified using the Springate model, with scores below 0.862 indicating distress. Logistic regression with panel data was applied to 10 purposively selected companies, yielding 50 firm-year observations. The findings reveal that leverage significantly affects financial distress, while operating cash flow and profitability show no significant influence. Moreover, profitability does not moderate the effects of leverage or operating cash flow on distress. Theoretically, this study contributes to the Pecking Order Theory by highlighting the limited role of profitability as an internal financing source. Practically, it provides insights for managers, investors, and creditors to strengthen financial sustainability through better capital structure management and profitability improvement.

Keywords: Financial Distress; Leverage; Operating Cash Flow; Profitability; Textile Sector

PENDAHULUAN

Perusahaan pada dasarnya bertujuan memperoleh keuntungan, menjaga stabilitas keuangan, dan menghindari kondisi kesulitan keuangan. Namun dalam praktiknya, persaingan bisnis yang semakin kompleks membuat tidak sedikit perusahaan menghadapi risiko *financial distress*. *Financial distress* adalah kondisi ketika perusahaan kesulitan memenuhi kewajiban keuangan akibat terbatasnya kas operasional (Wijaya & Suhendah, 2023). Whitaker (1999) menyebut perusahaan yang mengalami laba operasi negatif selama dua tahun berturut-turut dapat dikategorikan distress. Kondisi ini, bila tidak segera diatasi, dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Jaya et al. 2022; Saleem et al. 2020).

Financial distress dapat dibedakan menjadi kegagalan ekonomi dan kegagalan keuangan. Kegagalan ekonomi terjadi ketika perusahaan tidak mampu membiayai operasional, sedangkan kegagalan keuangan terbagi atas *technical insolvency* dan kebangkrutan (Nuresa & Hadiprajitno, 2013). Fenomena ini sangat relevan dengan industri tekstil Indonesia yang dalam lima tahun terakhir mengalami tekanan akibat meningkatnya impor tekstil, baik legal maupun ilegal. Produk

impor dengan harga sangat rendah membuat produk lokal kalah bersaing dan mendorong banyak perusahaan tekstil berada dalam kondisi *distress* (Damiana, 2023).

Hasil pengukuran *Springate Model* (S-Score) pada perusahaan tekstil di BEI menunjukkan mayoritas berada di bawah ambang batas 0,826, menandakan kondisi *distress*. Perusahaan seperti ADMG, ARGO, CNTX, HDTX, MYTX, POLY, POLU, RICY, dan SRIL tercatat dalam kondisi *distress* pada 2022, dan tren serupa berlanjut pada 2023. Hal ini memperlihatkan bahwa *distress* di industri tekstil bukan fenomena sementara, melainkan cenderung berkelanjutan. Informasi ini krusial bagi investor dan kreditur karena memengaruhi keputusan investasi maupun pembiayaan (Fatika & Pristiana, 2024).

Sejumlah faktor diyakini memengaruhi *distress*, seperti *leverage*, arus kas operasi, dan profitabilitas. Namun, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten. Beberapa studi menemukan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *distress* (Sugiharto et al. 2021; Betari & Hanif 2023), sementara penelitian lain menemukan sebaliknya (Purwaningsih & Safitri 2022; Rodhiyah et al. 2023). Hal serupa juga terjadi pada arus kas operasi (Wijaya & Suhendah, 2023; Bachtiar & Handayani 2022; Isdina & Putri 2021). Profitabilitas pun menunjukkan peran yang beragam: ada yang melemahkan, memperkuat, bahkan tidak berpengaruh terhadap *distress* (Rodhiyah et al., 2023; Dwiyaning & Purnomo 2021; Wilujeng & Yulianto 2020). Ketidakselarasan temuan ini menghadirkan *research gap* yang perlu ditelaah lebih lanjut.

Grand theory yang melandasi penelitian ini adalah *Pecking Order Theory* (Myers & Majiuf, 1981), yang menekankan preferensi perusahaan menggunakan pembiayaan internal. Profitabilitas tinggi memungkinkan perusahaan mengurangi ketergantungan pada utang sehingga berpotensi menekan risiko *distress*. Sebaliknya, profitabilitas rendah mendorong penggunaan utang yang berlebihan. Oleh karena itu, profitabilitas dipandang sebagai variabel moderasi yang potensial dalam hubungan *leverage* dan arus kas operasi terhadap *distress*.

Penelitian ini menggunakan *Springate Model* (S-Score) sebagai alat ukur *financial distress* yang masih jarang digunakan dalam studi di Indonesia, dengan fokus khusus pada sektor tekstil yang terdaftar di BEI, sebuah industri yang tengah menghadapi tekanan berat akibat arus impor. Dengan pendekatan ini, penelitian diharapkan memberikan kontribusi empiris dalam memperkuat literatur mengenai faktor-faktor penentu *distress* di sektor tekstil.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *leverage* dan arus kas operasi terhadap *financial distress* dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi pada perusahaan tekstil yang terdaftar di BEI.

STUDI LITERATUR

Tabel Penelitian Terdahulu

Penulis & Tahun	Sampel & Periode	Variabel	Metode	Hasil Utama	Catatan
Utami et al. (2023)	29 perusahaan tambang IDX, 2019–2022	Leverage, OCF, Profitabilitas	Regresi & MRA	Leverage & OCF berpengaruh signifikan. Profitabilitas hanya memoderasi leverage, tidak OCF.	Konteks sektor pertambangan.
Wijaya & Suhendah (2023)	133 data perusahaan consumer cyclicals IDX, 2019–2021	Likuiditas, Leverage, OCF	Regresi berganda	Likuiditas & OCF berpengaruh signifikan; leverage negatif signifikan.	Menggunakan Altman Z-Score.

Lanjutan Tabel Penelitian Terdahulu

Penulis & Tahun	Sampel & Periode	Variabel	Metode	Hasil Utama	Catatan
Purwaningsih & Safitri (2022)	10 perusahaan retail IDX, 2015–2019	Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Cash Ratio, Ukuran	Regresi logistik	Profitabilitas, likuiditas, sales growth signifikan; leverage tidak berpengaruh.	Profitabilitas moderasi berbeda hasil.
Bachtiar & Handayani (2022)	16 perusahaan transportasi IDX, 2017–2020	Profitabilitas, Leverage, Capital Intensity, OCF	Regresi berganda	OCF berpengaruh positif signifikan; leverage negatif signifikan.	OCF temuan berbeda dari teori.
Dirman (2020)	90 perusahaan manufaktur IDX, 2016–2018	Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Firm Size, Free Cash Flow	Regresi berganda	Profitabilitas berpengaruh positif; likuiditas, leverage, FCF tidak signifikan.	Hasil profitabilitas bertentangan dengan teori Pecking Order.
Hasil profitabilitas bertentangan dengan teori Pecking Order.	19 perusahaan retail IDX, 2016–2020	Likuiditas, Leverage, Sales Growth, Profitabilitas (moderasi)	Regresi logistik & MRA	Profitabilitas memperkuat likuiditas & sales growth, tapi melemahkan leverage.	Peran moderasi tidak konsisten.

Sumber: data diolah (2025)

Teori Pecking Order

Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984; Frank & Goyal 2003) menyatakan bahwa perusahaan memiliki hierarki pendanaan: pertama menggunakan dana internal, lalu utang, dan terakhir ekuitas. Profitabilitas tinggi memungkinkan perusahaan mengurangi ketergantungan pada utang, sehingga risiko financial distress berkurang (Adair & Adaskou 2015). Sebaliknya, profitabilitas rendah mendorong ketergantungan pada pembiayaan eksternal yang meningkatkan potensi distress.

Penelitian ini berlandaskan pada Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984; Frank & Goyal, 2003) sebagai grand theory utama. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki hierarki pendanaan: prioritas pertama adalah dana internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir ekuitas. Tingginya profitabilitas memungkinkan perusahaan mengurangi ketergantungan pada utang sehingga risiko financial distress dapat ditekan. Dengan demikian, Pecking Order memberikan dasar bahwa leverage seharusnya meningkatkan kemungkinan distress ketika profitabilitas rendah.

Namun, Pecking Order memiliki keterbatasan, terutama pada perusahaan dengan kondisi ekuitas negatif. Dalam situasi ini, kemampuan pendanaan internal terbatas bahkan defisit, sehingga perusahaan tidak lagi mengikuti urutan pendanaan sebagaimana diasumsikan teori. Keterbatasan ini menjadi salah satu penjelasan atas temuan empiris yang berlawanan arah dengan hipotesis.

Trade-Off Theory

Sebagai teori pendukung, Trade-off Theory digunakan untuk melengkapi penjelasan. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak dari penggunaan utang dengan

biaya kebangkrutan. Dengan demikian, leverage tidak selalu identik dengan peningkatan risiko distress, karena adanya manfaat lain yang dapat mendominasi.

Trade-off Theory Modigliani et al. (1963) menekankan adanya keseimbangan antara manfaat dan biaya penggunaan utang. Utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui tambahan modal kerja, tetapi menimbulkan risiko beban bunga dan kewajiban pelunasan. Risiko financial distress muncul apabila arus kas operasi tidak memadai untuk menutup kewajiban tersebut. Dalam konteks penelitian ini, leverage yang tinggi meningkatkan risiko distress, namun profitabilitas dan arus kas operasi yang kuat dapat memperkecil risiko tersebut (Sherly & Fitria 2019).

Financial Distress

Financial distress adalah kondisi ketika perusahaan menghadapi kesulitan arus kas sehingga tidak mampu memenuhi kewajiban finansial jangka pendek maupun jangka panjang (Platt & Platt, 2002). Penelitian terbaru menekankan distress sebagai tahap awal menuju kebangkrutan yang dapat diprediksi melalui model statistik, seperti Altman Z-Score, Springate, dan Ohlson.

Leverage

Leverage mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam struktur modalnya. Leverage tinggi dapat meningkatkan risiko gagal bayar dan memicu distress (Sandika et al. 2023). Namun, hasil empiris menunjukkan ketidakselarasan: beberapa studi menemukan leverage berpengaruh signifikan terhadap distress Sugiharto et al. (2021), sementara lainnya tidak (Purwaningsih & Safitri 2022; Rodhiyah et al. 2023).

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas inti. Arus kas positif memperkuat kapasitas perusahaan membiayai operasional sekaligus melunasi kewajiban (Wijaya & Suhendah, 2023). Namun, temuan empiris masih beragam: sebagian studi menunjukkan arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap distress (Bachtiar & Handayani, 2022), sementara penelitian lain menyatakan tidak berpengaruh (Isdina & Putri, 2021).

Profitabilitas

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari sumber daya yang digunakan. Profitabilitas tinggi diharapkan mengurangi risiko distress (Jaya et al., 2022; Rays & Sintia 2022), namun studi lain menunjukkan hasil yang kontradiktif: ada yang menyatakan profitabilitas justru memperkuat hubungan leverage-distress (Dwiyaning & Purnomo, 2021), bahkan ada yang menemukan tidak berpengaruh sama sekali (Amah et al., 2023).

Rumusan hipotesis

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu yang masih kontradiktif, maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

- H1: Leverage berpengaruh positif terhadap financial distress, sejalan dengan temuan Sugiharto et al. (2021), namun bertentangan dengan Purwaningsih & Safitri (2022).
- H2: Arus kas operasi berpengaruh negatif terhadap financial distress, sesuai Bachtiar & Handayani (2022), tetapi berbeda dengan Isdina & Putri (2021).
- H3: Profitabilitas memoderasi hubungan leverage terhadap financial distress dengan memperlemah pengaruh positif leverage, sebagaimana didukung oleh Jaya et al. (2022), meski penelitian lain Dwiyaning & Purnomo (2021) menemukan arah sebaliknya.
- H4: Profitabilitas memoderasi hubungan arus kas operasi terhadap financial distress dengan memperkuat pengaruh negatif arus kas operasi, mendukung Rays & Sintia (2022), tetapi berbeda dengan Wilujeng & Yulianto (2020).

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif kausal. Tujuan penelitian adalah menganalisis hubungan dan pengaruh antara variabel independen *leverage* dan arus kas operasi terhadap variabel dependen *financial distress*, dengan profitabilitas

sebagai variabel moderasi. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan subsektor tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019–2023 sebanyak 22 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan secara konsisten mempublikasikan laporan keuangan tahunan lengkap selama periode pengamatan, dan (2) perusahaan pernah mengalami kerugian pada 2 tahun terakhir selama periode penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut, sebanyak 4 perusahaan dieliminasi karena tidak menerbitkan laporan keuangan atau annual report secara konsisten pada periode 2019–2023, dan 8 perusahaan dieliminasi karena tidak mengalami kerugian sesuai syarat penelitian. Dengan demikian, tersisa 10 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Jumlah observasi penelitian menjadi 50 data laporan keuangan (10 perusahaan × 5 tahun).

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang diperoleh melalui situs resmi BEI maupun situs resmi masing-masing perusahaan. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi dan studi pustaka, dengan mencatat serta mengolah data numerik yang relevan. Alasan pemilihan model prediksi *financial distress* dalam penelitian ini adalah penggunaan *Springate Model* (S-Score). Model ini dipilih karena: (1) lebih sederhana dibandingkan Altman Z-Score dan Ohlson Model, (2) terbukti memiliki tingkat akurasi tinggi pada berbagai sektor industri menurut Springate (1978), dan (3) relatif jarang digunakan dalam penelitian di Indonesia, sehingga memberikan nilai tambah empiris.

Teknik analisis data menggunakan regresi logistik dengan pendekatan Moderated Regression Analysis (MRA). Pengujian dilakukan melalui:

- 1) Uji koefisien determinasi (Nagelkerke R²).
- 2) Uji simultan (Likelihood Ratio Test).
- 3) Uji parsial (Wald Test).
- 4) Uji interaksi untuk menguji peran variabel moderasi profitabilitas.
- 5) Uji multikolinearitas antar variabel independen untuk memastikan tidak terjadi korelasi tinggi.
- 6) Uji goodness of fit (Hosmer and Lemeshow Test) untuk menguji kesesuaian model.

Validitas data dijamin dengan cara mengambil sumber data resmi (BEI dan website perusahaan), sedangkan reliabilitas data terjamin karena seluruh variabel diukur menggunakan rasio keuangan yang sudah baku dan umum digunakan dalam penelitian empiris.

Tabel 1 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep	Rumus	Skala
<i>Financial distress</i> (<i>Springate S-score</i>)	Rasio ini dapat digunakan untuk mengidentifikasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di masa depan.	$S-Score = 1,031X1 + 3,07X2 + 0,66X3 + 0,4X4$	Rasio
<i>Leverage</i> (<i>DER</i>)	Rasio ini membandingkan jumlah utang perusahaan dengan total ekuitasnya.	$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Liability}{Total\ Equity}$	Rasio
Arus kas operasi	Rasio ini mengukur kemampuan organisasi dalam menghasilkan keuntungan bagi kreditur atau pemangku kepentingan.	$Cash\ flow\ to\ Liabilities = \frac{Operating\ cash\ flow}{Current\ Liabilities}$	Rasio
Profitabilitas (ROA)	Pengembalian aset mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh pendapatan dari total aset yang dimilikinya.	$ROA = \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ Assets}$	Rasio

HASIL

Metode analisis menggunakan regresi logistik (SPSS v.27) dengan pendekatan Moderated Regression Analysis (MRA). Sampel terdiri dari 10 perusahaan subsektor tekstil dan garmen yang tercatat di BEI pada periode 2019–2023, sehingga total observasi 50 (10 perusahaan × 5 tahun). Variabel dependen adalah financial distress yang dikodekan sebagai biner berdasarkan Springate S-score (0 = sehat, 1 = distress). Variabel independen: leverage (DER) dan arus kas operasi (OCF). Variabel moderasi: profitabilitas (ROA).

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Debt to Equity	50	-137,42	114,29	-,9778	26,78552
Operating Cash Flow	50	-,28	1,03	,0962	,24835
Return on Asset Ratio	50	-,25	,12	-,0516	,07299
Financial distress	50	0	1	,88	,328
Valid N (listwise)	50				

Sumber: Data diolah, 2025

Pada data penelitian ditemukan nilai DER minimum $-137,42$, yang menunjukkan adanya perusahaan dengan ekuitas negatif. Kondisi ini terjadi karena total liabilitas melebihi total aset sehingga ekuitas menjadi defisit. Dalam situasi demikian, hasil DER bernilai negatif. Perhitungan tetap dianggap valid karena sesuai dengan formula standar, tetapi interpretasinya berbeda: DER negatif mencerminkan struktur permodalan yang tidak sehat dan tingkat risiko keuangan yang sangat tinggi.

Dari 50 observasi perusahaan tekstil periode 2019–2023, skor Springate Model yang awalnya berskala kontinu kemudian didummykan dengan cut-off $0,862$, di mana nilai $<0,862$ dikategorikan 1 (distress) dan $\geq 0,862$ dikategorikan 0 (non-distress). Hasil dummy menunjukkan bahwa 88% perusahaan tergolong distress.

Variabel leverage (DER) menunjukkan variasi yang sangat besar, bahkan rata-ratanya negatif akibat ekuitas negatif pada sebagian perusahaan. Operating cash flow relatif rendah (mean $0,096$) dengan beberapa perusahaan mencatat arus kas negatif. Profitabilitas (ROA) pun rata-rata negatif ($-0,052$), yang mengindikasikan bahwa mayoritas perusahaan sampel mengalami kerugian.

Variabel in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1a	DER	-6,770	2,666	6,448	1	,011	,001
	OCF	7,986	4,867	2,693	1	,101	2939,498
	ROA	-47,513	29,699	2,559	1	,110	,000
	M1	-9,326	52,176	,032	1	,858	,000
	M2	115,186	82,854	1,933	1	,164	1,058E+50
	Constant	2,672	1,091	6,002	1	,014	14,467

Variable(s) entered on step 1: DER, OCF, ROA, M1, M2.

Dari hasil analisis diatas maka dapat diketahui persamaan regresi yang terbentuk. Adapun persamaan regresi logistik, sebagai berikut:

$$Y = 2,672 - 6,770\text{DER} + 7,986\text{OCF} - 47,513\text{ROA} - 9,326(\text{DER}.\text{ROA}) + 115,186(\text{OCF}.\text{ROA})$$

Berdasarkan Tabel maka pengaruh *leverage* dan arus kas operasi dengan profitabilitas sebagai moderasi dapat dijelaskan sebagai berikut:

Hasil penelitian menunjukkan bahwa model regresi logistik dengan variabel *leverage* (DER), arus kas operasi (OCF), dan profitabilitas (ROA) mampu menjelaskan 73,2% variasi status financial distress pada perusahaan subsektor tekstil dan garmen (Nagelkerke $R^2 = 0,732$). Uji Hosmer–Lemeshow memperlihatkan model fit (chi-square = 3,964; $p = 0,860$). Namun, pada

tingkat interpretasi koefisien ditemukan pola yang tidak sejalan dengan prediksi teori: DER menunjukkan pengaruh signifikan namun berarah negatif ($B = -6,770$; $p = 0,011$), sedangkan OCF dan ROA tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$. Interaksi $DER \times ROA$ dan $OCF \times ROA$ juga tidak signifikan.

Interpretasi koefisien DER yang negatif perlu dilakukan secara hati-hati. Nilai DER yang sangat negatif pada sejumlah observasi ($\min = -137,42$) menandakan adanya ekuitas negatif pada beberapa perusahaan. Karena DER dihitung sebagai Liabilitas / Ekuitas, kondisi ekuitas negatif mengubah arti numerik DER dan dapat menghasilkan arah koefisien yang berbeda dari ekspektasi normatif. Dengan kata lain, dalam sampel ini DER bukan hanya merepresentasikan peningkatan proporsi utang, melainkan juga kondisi ekuitas yang telah terdepresiasi tajam. Fenomena serupa dilaporkan di beberapa penelitian empiris yang menggunakan sampel perusahaan bermasalah, sehingga tanda koefisien *leverage* dapat menjadi non-intuitif apabila tidak disertai pemeriksaan terhadap distribusi ekuitas dan outlier.

Nilai OCF yang tidak signifikan dan koefisien interaksi yang besar namun tidak stabil (SE tinggi, $\text{Exp}(B)$ ekstrem) mengindikasikan estimasi rentan terhadap outlier dan multikolinieritas. Oleh karena itu, hasil ini perlu diuji ulang melalui analisis robust seperti pergantian ukuran *leverage*, winsorization, mean-centering variabel interaksi, dan penggunaan ukuran dependent variable alternatif (mis. *Springate* sebagai kontinu atau Altman Z-Score).

PEMBAHASAN

Pengaruh *Leverage* dan Arus Kas Operasi terhadap *Financial Distress*

Hasil regresi logistik menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *financial distress* (Wald = 6,448; sig. 0,011 < 0,05). Berdasarkan kerangka teori keuangan, hubungan ini seharusnya positif, karena semakin tinggi utang maka semakin besar risiko gagal bayar yang pada akhirnya meningkatkan kemungkinan distress. Namun, hasil penelitian menunjukkan arah yang berlawanan.

Perbedaan ini erat kaitannya dengan karakteristik sampel perusahaan tekstil yang menjadi objek penelitian. Mayoritas perusahaan mengalami kerugian akumulatif yang menyebabkan ekuitas mereka negatif. Dalam kondisi tersebut, perhitungan DER menghasilkan angka yang kecil atau bahkan negatif, sehingga tidak lagi mencerminkan tingkat risiko utang secara akurat. Perusahaan yang terus mencatat kerugian terpaksa tetap bergantung pada pembiayaan eksternal untuk mempertahankan operasional, namun secara akuntansi tingkat *leverage* justru tampak rendah akibat defisit ekuitas. Situasi ini menjelaskan mengapa koefisien *leverage* menunjukkan hubungan negatif terhadap *distress*. Dengan demikian, hasil penelitian lebih merefleksikan pengaruh defisit ekuitas dan kerugian akumulatif dibandingkan efek utang itu sendiri. Hasil ini konsisten dengan temuan Chandra Das (2022) dan Saleem et al. (2020), meskipun berbeda dengan Suharti (2023) dan Dwiantari et al. (2021) yang menemukan arah positif.

Sementara itu, arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* (Wald = 2,693; sig. 0,101 > 0,05). Dalam perspektif teori, arus kas operasi mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan likuiditas dari aktivitas inti yang seharusnya dapat digunakan untuk menutup kewajiban jangka pendek. Namun, pada sampel penelitian, hanya sebagian kecil perusahaan yang mampu mencatat arus kas positif, itupun tidak konsisten dari tahun ke tahun. Sebagian besar arus kas terserap untuk menutup biaya operasional yang tinggi, sehingga meskipun positif nilainya tidak cukup kuat memperbaiki posisi keuangan secara keseluruhan. Kondisi ini menggambarkan bahwa pada industri tekstil, arus kas operasional bukanlah faktor penentu utama distress, karena tekanan biaya dan kerugian yang berulang lebih dominan dalam menentukan kesehatan keuangan perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Syafira (2023) dan Dewi et al. (2022), namun berbeda dengan Wijaya & Suhendah (2023) yang menemukan pengaruh positif arus kas operasi.

Profitabilitas sebagai Pemoderasi *Leverage* dan Arus Kas Operasi terhadap *Financial Distress*

Profitabilitas yang diprosikan dengan Return on Assets (ROA) terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan tekstil periode 2019–2023. Secara teori,

profitabilitas yang tinggi dapat menurunkan risiko distress karena laba yang dihasilkan dapat digunakan untuk memperkuat ekuitas, menutup beban bunga, dan meningkatkan fleksibilitas pendanaan internal. Namun, dalam penelitian ini profitabilitas rata-rata justru rendah bahkan negatif, sehingga tidak mampu menjalankan fungsi protektif tersebut. Dengan laba yang fluktuatif dan seringkali rugi, perusahaan tekstil kehilangan kemampuan untuk meredam tekanan keuangan maupun memperbaiki struktur modal.

Lebih lanjut, profitabilitas juga gagal memoderasi hubungan leverage dan arus kas operasi terhadap financial distress. Interaksi ROA dengan DER maupun OCF tidak signifikan ($\text{sig.} > 0,05$), yang menandakan bahwa laba yang dihasilkan tidak cukup kuat untuk mengubah arah maupun kekuatan hubungan kedua variabel tersebut dengan distress. Kondisi ini mempertegas keterbatasan profitabilitas sebagai buffer keuangan dalam industri yang menghadapi tekanan biaya produksi, fluktuasi harga bahan baku, dan daya saing global. Dalam kerangka *Pecking Order Theory*, rendahnya profitabilitas membuat perusahaan tidak memiliki fleksibilitas pendanaan internal serta kesulitan menyeimbangkan risiko dan manfaat penggunaan utang.

Temuan penelitian ini memiliki implikasi bagi berbagai pihak. Pertama, bagi manajemen perusahaan tekstil, hasil ini menegaskan pentingnya memperbaiki profitabilitas secara berkelanjutan, bukan hanya mengandalkan restrukturisasi utang atau perbaikan arus kas jangka pendek. Strategi peningkatan efisiensi produksi, inovasi produk, dan ekspansi pasar menjadi krusial untuk memperkuat kinerja keuangan. Kedua, bagi investor, DER yang rendah atau negatif tidak selalu berarti risiko distress rendah, karena ekuitas negatif justru menandakan kerugian akumulatif yang berbahaya. Oleh sebab itu, investor perlu lebih kritis membaca laporan keuangan dengan menilai profitabilitas dan kualitas ekuitas, bukan hanya *leverage*. Ketiga, bagi regulator pasar modal, temuan ini menjadi peringatan bahwa model deteksi distress berbasis rasio tertentu (misalnya *leverage*) bisa menyesatkan jika tidak memperhatikan kondisi akumulasi rugi dan negatifnya ekuitas. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme pengawasan tambahan untuk sektor-sektor yang rentan seperti tekstil.

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* namun dengan arah yang berlawanan dari hipotesis, yaitu *leverage* justru menurunkan kemungkinan distress. Sebaliknya, arus kas operasi terbukti tidak berpengaruh terhadap *financial distress*, dan profitabilitas (ROA) tidak berperan baik secara langsung maupun sebagai variabel moderasi. Temuan ini menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan tekstil tidak hanya ditentukan oleh *leverage* tinggi, melainkan juga oleh faktor lain yang belum diteliti.

Secara teoretis, penelitian ini berkontribusi dengan penggunaan Springate Model sebagai alternatif pengukuran distress selain Altman Z-Score dan Ohlson, sehingga memperkaya literatur. Secara praktis, hasil ini menegaskan pentingnya manajemen dalam mengendalikan DER dan meningkatkan profitabilitas agar mampu menekan risiko *distress*.

Keterbatasan penelitian terletak pada jumlah sampel yang kecil dan variabel yang terbatas. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas sampel, menambahkan variabel seperti likuiditas, *sales growth*, dan GCG, serta membandingkan beberapa model deteksi *distress* agar hasil lebih komprehensif.

REFERENSI

- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off theory vs. Pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon french SMEs (2002–2010). *Cogent Economics and Finance*, 3(1), 1–9. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Amah, N., R, Z. P., & Agus Sudrajat, M. (2023). Peran Moderasi Profitabilitas pada Pengaruh Leverage, TATO, dan Likuiditas Terhadap Financial distress AKUNESA: Jurnal Akuntansi UNESA, 11(2), 156–170. <https://doi.org/10.26740/akunesa.v11n2.p>
- Bachtiar, A., & Handayani, N. (2022). Pengaruh profitabilitas, leverage, capital intensity, dan arus kas operasi terhadap financial distress. *JIRA: Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 11(1), 1-19.

- Betari, F. H., & Hanif, A. (2023). Profitability Moderates Institutional Ownership's Impact on Financial Distress. *Indonesian Journal of Law and Economics Review*, 18(2), 96–107. <https://doi.org/10.21070/ijler.v19i0.905>
- Chandra Das, D. (2022). Assessing Financial Distress and its Association with Leverage, Liquidity and Profitability: Evidence from Textile Industry of Bangladesh. *International Journal of Research and Review*, 9(11), 451–462. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20221161>
- Damiana. (2023, September 15). RI darurat impor tekstil ilegal, Begini penjelasannya. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20230915141430-4-472788/ri-darurat-impor-tekstil-ilegal-begini-penjasannya>
- Dewi, A. S., Arianto, F., Rahim, R., & Winanda, J. (2022). Pengaruh Arus Kas, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Financial Distress Saat Masa Pandemi Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di BEI. *Owner*, 6(3), 2814–2825. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.968>
- Dwiantari, R. A., Gede, L., & Artini, S. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Financial distress (Case Study of Property and Real Estate Companies on the IDX 2017-2019). In *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 367–373.
- Dwiyani, T., & Purnomo. (2021). Pengaruh Kepemilikan Institusi, Leverage terhadap financial distress dengan profitabilitas sebagai variabel pemoderasi. Pada Perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020. *Media akuntansi*, 33(2), 32–48. <https://doi.org/10.47202/mak.v33i02.126>
- Fatika, I. sari, & Pristiana, U. (2024). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Ukuran. *Jurnal Pendidikan Tambusai*. 8(1), 5779–5790. <https://doi.org/10.31004/jptam.v8i1.13287>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Isdina, S. H., & Putri, W. W. R. (2021). Pengaruh Laba dan Arus Kas Terhadap Kondisi Financial distress. *JIAKES Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 9(1). 147–158. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v9i1.490>
- Jaya, A. S., Rahmanto, B. T. (2022) Pengaruh Likuiditas, Solvabilitas dan Intensitas Modal terhadap Financial distress dengan Profitabilitas Sebagai Pemoderasi pada Sektor Transportasi. *KALBISIANA Jurnal Mahasiswa Institusi Teknologi Dan Bisnis*, 8(4). 4499–4513. <https://doi.org/10.53008/kalbisia.v10i4.4363>
- Myers, S. C., & Majiuf, N. S. (1981). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nuresa, A., & Hadiprajitno, B. (2013). pengaruh efektivitas komite audit terhadap financial distress. *DIPONEGORO JOURNAL OF ACCOUNTING*, 2(2), 1–10.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Understanding differences between financial distress and bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(2), 141–157. <https://doi.org/10.22004/ag.econ.50146>
- Purwaningsih, E., & Safitri, I. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Rasio Arus Kas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *JAE (JURNAL AKUNTANSI DAN EKONOMI)*, 7(2), 147–156. <https://doi.org/10.29407/jae.v7i2.17707>
- Rays, M., & Sintia. (2022). The Effect of Liquidity, Leverage and Sales Growth on Financial Distress with Profitability as a Moderating Variable (Empirical Study of Textile and Garment Industry Sub-Sector Companies). In *Journal Intelektual*, 1(2), 165-181.
- Rodhiyah, rufatur, Indira, I., Prista Dilasari, A. (2023) Peran Moderasi Profitabilitas Terhadap Faktor Prediksi Financial distress. *Jurnal Manajemen Riset inovasi*, 1(1), 118–134. <https://doi.org/10.55606/mri.v1i1.638>
- Saleem, R., Hussain, A., & Ibraheem, R. (2020). Banking Industry Specific Determinants of Financial Distress: Empirical Evidence from ASEAN Countries. *IRASD Journal of Economics*, 2(2), 113–123. <https://doi.org/10.52131/joe.2020.0202.0020>

- Sandika, E. F., Kusumawardhani, R., & Rinofah, R. (2023). pengaruh arus kas pendanaan dan leverage terhadap financial distress dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi pada perusahaan properti dan real estate periode 2019-2022 yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Orientasi Bisnis Dan Entrepreneurship (JOBS)*, 4(2), 177–187. <https://doi.org/10.33476/jobs.v4i2.4159>
- Sugiharto, B., Eka Putri, T., & Nur'alim, R. M. (2021). the effect of liquidity, leverage, and sales growth on financial distress with profitability as moderating variables (Case study of manufacturing companies listed on the Indonesia. *JASS (Journal of Accounting for Sustainable Society)*, 3(1), 70–93. <https://doi.org/10.35310/jass.v3i01.895>
- Suharti, S. (2023). Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Financial Distress dengan Firm Size sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ekobistek*, 12(2), 646–651. <https://doi.org/10.35134/ekobistek.v12i2.599>
- Syafira, C. (2023). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Arus Kas Operasi Terhadap Financial Distress Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 13(2), 1–26.
- Whitaker, R. B. (1999). The Early Stages of Financial distress. *Journal of Economics and Finance*. *Journal of Economics and Finance*, 23(3), 123–132. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Wijaya, J., & Suhendah, R. (2023). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Dan Arus Kas Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi*, 28(2), 177–196. <https://doi.org/10.24912/je.v28i2.1468>
- Wilujeng, R., & Yulianto, A. (2020). Determinan Financial Distress dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 5(1), 90–102. <https://doi.org/10.33633/jpeb.v5i1.2746>