



Pengaruh efisiensi operasi, *free cash flow*, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap *financial distress*

The effect of operational efficiency, free cash flow, leverage, and company size on financial distress

Rahma Dwi Febrianti*, Dodi, Dede Djuniardi

Universitas Kuningan, Kuningan, Indonesia

Abstrak

Tujuan – Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh efisiensi operasi, *free cash flow*, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap *financial distress* pada perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023.

Desain/metodologi/pendekatan – Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berupa laporan keuangan 19 perusahaan ritel selama 2019–2023, sehingga diperoleh 95 observasi. Sampel dipilih dengan purposive sampling. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dan Random Effect Model (REM) setelah melalui Uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier dengan bantuan EViews 13.

Temuan – Efisiensi operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. *Free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan. Secara simultan, keempat variabel berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Keterbatasan penelitian – Penelitian terbatas pada perusahaan ritel yang terdaftar di BEI selama 2019–2023 dan empat variabel independen, sehingga faktor lain yang memengaruhi *financial distress* belum tercakup.

Implikasi – Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen perlu memprioritaskan pengelolaan arus kas dan struktur utang dalam mengendalikan risiko *financial distress*. Bagi investor, hasil ini dapat menjadi pertimbangan dalam menilai kecukupan kas dan tingkat leverage perusahaan.

Kebaruan – Penelitian memberikan bukti empiris yang lebih mutakhir dengan menguji secara simultan efisiensi operasi, *free cash flow*, leverage, dan ukuran perusahaan pada perusahaan ritel Indonesia pada periode yang mencakup kondisi sebelum pandemi, pandemi, dan pemulihan.

Kata Kunci: Efisiensi Operasi, *Free Cash Flow*, Leverage, Ukuran Perusahaan, *Financial Distress*.

Abstract

Purpose – This study examines the effects of operational efficiency, *free cash flow*, leverage, and firm size on *financial distress* in retail companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2019–2023.

Design/methodology/approach – The study uses a quantitative approach and secondary financial-statement data from 19 retail companies over five years, yielding 95 observations. The sample was selected using purposive sampling. Panel-data regression was estimated using the Random Effect Model (REM) after the Chow, Hausman, and Lagrange Multiplier tests using EViews 13.

Findings – Operational efficiency has no significant effect on *financial distress*. *Free cash flow* has a negative and significant effect, while leverage has a positive and significant effect. Firm size has no significant effect. Simultaneously, the four explanatory variables significantly affect *financial distress*.

Research limitations – The study is limited to retail companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2019–2023 and four explanatory variables.

Implications – The findings indicate that managers should prioritize cash-flow management and leverage control to mitigate financial-distress risk. Investors may use the findings when assessing firms' cash adequacy and debt exposure.

Originality – This study provides updated empirical evidence by simultaneously examining operational efficiency, free cash flow, leverage, and firm size in Indonesian retail companies across the pre-pandemic, pandemic, and recovery periods.

Keywords: Operational Efficiency, Free Cash Flow, Leverage, Firm Size, Financial Distress.

Histori Artikel:

Diterima: 14 Juli 2026, Direvisi: 14 Agustus Agustus 2026, Disetujui: 30 Agustus 2026, Dipublikasikan: 31 Agustus 2026.

*Penulis Korespondensi:

20210510109@uniku.ac.id

DOI:

<https://doi.org/10.60036/jbm.1545>

PENDAHULUAN

Industri ritel merupakan salah satu sektor penting dalam perekonomian Indonesia yang menghadapi perubahan pola bisnis dan perilaku konsumen akibat perkembangan teknologi digital. Kondisi tersebut meningkatkan persaingan dan menuntut perusahaan beradaptasi melalui pemanfaatan teknologi serta efisiensi operasional. Tekanan tersebut tercermin pada profitabilitas yang diukur dengan Return on Assets (ROA).

Tabel 1. Rata-rata ROA Sektor Ritel dan Makanan dan Minuman

Sektor	2019	2020	2021	2022	2023
Ritel	-4,4%	-15,9%	-8,8%	-7,5%	-10,0%
Makanan dan Minuman	1,4%	1,0%	1,6%	1,6%	10,0%

Sumber: Bursa Efek Indonesia 2024, diolah peneliti.

Berdasarkan Tabel 1, ROA sektor ritel berada pada tingkat negatif selama lima tahun berturut-turut, mencapai titik terendah -15,9% pada 2020 dan kembali menurun menjadi -10,0% pada 2023. Sebaliknya, sektor makanan dan minuman mempertahankan ROA positif hingga 10,0% pada 2023. Kondisi tersebut menunjukkan tekanan profitabilitas yang relatif lebih besar pada sektor ritel. Tekanan meningkat selama pandemi melalui penurunan penjualan, penutupan gerai, dan perubahan perilaku konsumen, sementara percepatan digitalisasi memperkuat persaingan. Kondisi tersebut berpotensi meningkatkan risiko financial distress, yaitu keadaan ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan tidak mampu memenuhi kewajibannya secara tepat waktu (Arini et al., 2021).

Financial distress dapat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan mengelola sumber daya dan kondisi keuangannya. Penelitian ini berfokus pada efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan. Efisiensi operasi berkaitan dengan kemampuan mengendalikan biaya, free cash flow mencerminkan kas yang tersedia setelah kebutuhan operasional dan investasi, leverage menunjukkan tingkat penggunaan utang, sedangkan ukuran perusahaan mencerminkan skala aset yang dimiliki. (Arini et al., 2021).

Temuan empiris sebelumnya belum konsisten. Ramadhani dan Nisa (2019) menemukan bahwa operating capacity tidak berpengaruh terhadap financial distress, sedangkan Agustin dan Sapari (2024) menemukan efisiensi operasi berpengaruh positif. Pada free cash flow, Suwarno dan Putri (2022) menunjukkan adanya pengaruh terhadap financial distress, sedangkan Suranta

et al. (2023) juga menguji free cash flow sebagai salah satu determinan financial distress. Untuk leverage, Wangsih et al. (2021) menemukan pengaruh positif, sementara beberapa penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda. Ukuran perusahaan juga menghasilkan temuan yang belum seragam: Wangsih et al. (2021) menemukan pengaruh negatif, sedangkan Stepani dan Nugroho (2023) menemukan tidak adanya pengaruh signifikan. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh faktor keuangan terhadap financial distress dapat berbeda menurut karakteristik sektor, periode, dan metode penelitian.

Tabel 2. Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Objek/Sampel	Metode	Temuan Utama
Ramadhani & Nisa (2019)	Perusahaan pertanian; 8 perusahaan, 2013–2017	Regresi logistik	Operating capacity tidak berpengaruh; arus kas operasi berpengaruh positif.
Suwarno & Putri (2022)	Perusahaan makanan dan minuman; 2017–2021	Regresi linear berganda	Free cash flow berpengaruh terhadap financial distress.
Wangsih et al. (2021)	Subsektor perdagangan ritel; 17 perusahaan, 2016–2020	Regresi logistik	Leverage berpengaruh positif; firm size berpengaruh negatif.
Suranta et al. (2023)	Perusahaan nonkeuangan	Regresi	Free cash flow dan beberapa rasio keuangan diuji sebagai determinan financial distress.
Agustin & Sapari (2024)	Perusahaan hotel dan pariwisata; 20 perusahaan	Regresi linear berganda	Efisiensi operasi berpengaruh positif; firm size berpengaruh negatif.
Stepani & Nugroho (2023)	Perusahaan consumer non-cyclicals; 75 perusahaan	Regresi data/kuantitatif	Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan.
Safitri & Kurnia (2021)	Perusahaan BEI	Regresi	Profitabilitas, leverage, arus kas, dan ukuran perusahaan diuji terhadap financial distress.
Purwaningsih & Safitri (2022)	Perusahaan BEI	Regresi	Profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas, dan ukuran perusahaan diuji secara simultan.

Sintesis penelitian terdahulu menunjukkan bahwa hasil empiris belum memberikan kesimpulan yang seragam, terutama karena perbedaan sektor, periode observasi, proksi variabel, dan teknik analisis. Penelitian ini mengisi celah tersebut dengan memfokuskan pengujian pada perusahaan ritel Indonesia periode 2019–2023, yaitu periode yang mencakup kondisi sebelum pandemi, pandemi, dan pemulihan. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan memperjelas konsistensi pengaruh keempat variabel terhadap financial distress dalam konteks sektor ritel.

Berdasarkan fenomena dan kesenjangan empiris tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode

2019–2023. Hasil penelitian diharapkan memberikan informasi bagi manajemen dan investor dalam mengevaluasi risiko kesulitan keuangan.

KAJIAN PUSTAKA

Financial Distress

Financial distress merupakan kondisi ketika perusahaan mengalami penurunan kemampuan keuangan sehingga menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban. Penelitian ini mengukur financial distress menggunakan indeks financial distress berbasis Springate (Financial Distress/FD). Tahap awal pengukuran menggunakan model Springate S-Score untuk menghasilkan ukuran dasar kondisi keuangan perusahaan. Model Springate dikembangkan untuk memprediksi kegagalan perusahaan melalui kombinasi beberapa rasio keuangan (Springate, 1978). Sebagai pembanding, model Altman juga banyak digunakan dalam literatur prediksi kebangkrutan (Altman et al., 2019). Formula Springate S-Score yang digunakan adalah:

$$S = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,9X_5$$

S-Score digunakan sebagai ukuran dasar dalam pembentukan indeks financial distress. Dalam penelitian ini, variabel dependen yang diestimasi dalam EViews adalah series FD (Financial Distress). S-Score Springate digunakan sebagai dasar pengukuran financial distress sesuai pengolahan data penelitian. Indeks FD ditransformasikan sehingga nilai yang lebih tinggi menunjukkan tingkat financial distress yang lebih tinggi. Dengan demikian, seluruh koefisien regresi dan pengujian hipotesis ditafsirkan berdasarkan arah Financial Distress (FD), sedangkan batas 0,862 digunakan untuk klasifikasi S-Score mentah sesuai model Springate dan tidak digunakan sebagai batas klasifikasi pada series FD dalam regresi. Pemilahan ini penting agar arah interpretasi koefisien tidak tertukar antara S-Score (semakin tinggi semakin sehat) dan FD (semakin tinggi semakin distress).

Agency Theory (Teori Agensi)

Agency Theory menjelaskan adanya potensi konflik kepentingan dan asimetri informasi antara principal dan agent yang dapat memengaruhi keputusan pengelolaan sumber daya perusahaan. Kondisi tersebut dapat meningkatkan biaya keagenan dan risiko keputusan yang tidak sepenuhnya selaras dengan kepentingan pemilik (Jensen & Meckling, 1976).

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir ekuitas eksternal ketika kebutuhan pendanaan belum terpenuhi (Myers & Majluf, 1984). Dalam konteks penelitian ini, ketersediaan free cash flow dapat mengurangi ketergantungan perusahaan pada utang dan menekan risiko financial distress.

Trade-Off Theory

Trade-Off Theory menjelaskan bahwa perusahaan mempertimbangkan manfaat penggunaan utang, termasuk manfaat pajak, dengan biaya kesulitan keuangan yang ditimbulkan oleh utang. Penggunaan utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko financial distress (Kraus & Litzenberger, 1973).

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Financial Distress

Efisiensi Operasi

Efisiensi operasi menggambarkan kemampuan perusahaan mengelola sumber daya untuk menghasilkan output secara optimal. Penelitian ini memproksikannya dengan Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO). Semakin rendah BOPO, semakin efisien

operasi perusahaan. Secara teoritis, efisiensi yang lebih baik diharapkan menurunkan tekanan keuangan.

$$\text{BOPO} = (\text{Biaya Operasional}) / (\text{Pendapatan Operasional}) \times 100\%$$

Free cash flow

Free cash flow (FCF) merupakan kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional, investasi, dan modal kerja. FCF yang memadai memberikan ruang bagi perusahaan untuk memenuhi kewajiban dan mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal (Myers & Majluf, 1984).

$$\text{FCF} = \text{Aliran Kas Operasi} - \text{Pengeluaran Modal} - \text{Modal Kerja Bersih}$$

Leverage

Leverage mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Tingkat leverage yang tinggi menunjukkan besarnya penggunaan utang dan meningkatkan risiko financial distress akibat ketidakmampuan memenuhi kewajiban (Christine et al., 2019)

$$\text{Debt to Asset Ratio} = (\text{Total Hutang}) / (\text{Total Asset})$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan besarnya total aset yang menunjukkan stabilitas dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Perusahaan dengan aset besar cenderung lebih stabil dan memiliki risiko financial distress yang lebih rendah (Lukito & Sandra, 2021; Madan & Wang, 2024)

$$\text{Ukuran Perusahaan (Size)} = \ln \text{Total Asset}$$

Kerangka Berpikir

Penelitian ini menganalisis pengaruh efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress. Efisiensi operasi yang diukur dengan BOPO secara teoritis berkaitan negatif dengan financial distress, karena semakin rendah BOPO menunjukkan semakin efisien operasi perusahaan. Free cash flow yang memadai dapat mengurangi ketergantungan pada pendanaan eksternal dan menekan risiko financial distress, sebagaimana dijelaskan Myers dan Majluf (1984). Sebaliknya, leverage yang tinggi meningkatkan beban kewajiban dan risiko financial distress, sebagaimana dijelaskan Christine et al. (2019) dan Kraus dan Litzenberger (1973). Ukuran perusahaan mencerminkan skala perusahaan berdasarkan total aset, tetapi pengaruhnya terhadap financial distress perlu dibuktikan secara empiris, sebagaimana ditemukan Wangsih et al. (2021) dan Stepani dan Nugroho (2023). Berdasarkan uraian tersebut, efisiensi operasi, free cash flow, dan ukuran perusahaan diduga berpengaruh negatif, sedangkan leverage diduga berpengaruh positif terhadap financial distress, baik secara parsial maupun simultan. Hubungan antarvariabel penelitian disajikan pada Gambar 1.

Hipotesis Penelitian

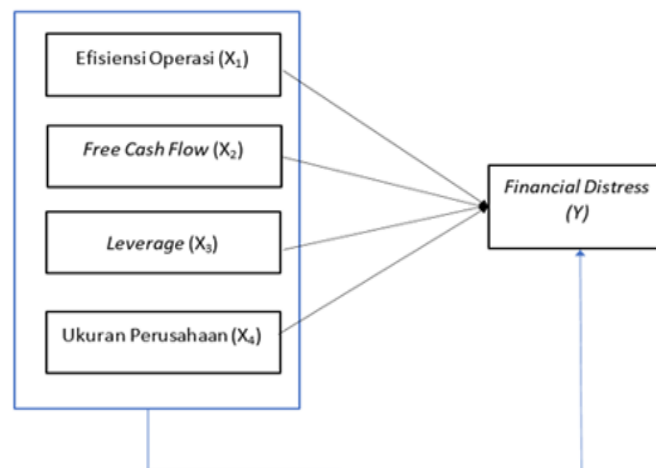
H1 : Efisiensi operasi berpengaruh negatif terhadap financial distress.

H2: Free cash flow berpengaruh negatif terhadap financial distress.

H3: Leverage berpengaruh positif terhadap financial distress.

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap financial distress.

H5: Efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap financial distress.



Gambar 1. Paradigma Penelitian

METODE

Penelitian ini menggunakan desain eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif karena penelitian bertujuan menguji pengaruh efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi penelitian terdiri atas 31 perusahaan ritel selama periode 2019–2023. Sampel dipilih menggunakan purposive sampling berdasarkan ketersediaan dan kelengkapan laporan keuangan serta data yang diperlukan untuk menghitung seluruh variabel penelitian. Hasil seleksi menghasilkan 19 perusahaan dengan 5 tahun pengamatan sehingga terdapat 95 observasi. Variabel dependen dalam estimasi EViews diberi kode FD (Financial Distress) dan merupakan indeks financial distress berbasis Springate S-Score.

Tabel 3. Tahapan Seleksi Sampel

Kriteria Seleksi	Jumlah
Perusahaan ritel terdaftar di BEI	31
Tidak memenuhi kriteria kelengkapan data selama periode penelitian	(12)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	19
Periode pengamatan	5 tahun
Total observasi	95

Sumber: Bursa Efek Indonesia 2024, diolah peneliti.

Sumber data berasal dari laporan keuangan perusahaan dan informasi pasar yang tersedia melalui Bursa Efek Indonesia. Periode 2019–2023 dipilih karena mencakup kondisi sebelum pandemi, masa pandemi, dan fase pemulihan. Pengolahan data dilakukan dengan EViews 13. Estimasi model menggunakan regresi data panel dengan tiga alternatif model, yaitu Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM). Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Lagrange Multiplier (LM). Berdasarkan output EViews, model akhir menggunakan Random Effect Model dengan efek acak cross-section, dengan 19 cross-sections dan 95 observasi panel.

Analisis data meliputi statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan regresi data panel. Tiga model panel diestimasi, yaitu Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM). Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Lagrange Multiplier (LM). Pengujian hipotesis menggunakan koefisien determinasi (R^2), uji F, dan uji t pada tingkat signifikansi 5%. Persamaan regresi dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \epsilon_{it}$$

Tabel 4. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Indikator/Pengukuran	Skala
Efisiensi Operasi (X1)	Kemampuan perusahaan mengelola biaya operasional secara efisien.	BOPO = Biaya Operasional / Pendapatan Operasional × 100%	Rasio
Free Cash Flow (X2)	Kas yang tersisa setelah kebutuhan operasi, investasi, dan modal kerja.	FCF = Arus Kas Operasi – Pengeluaran Modal – Net Working Capital	Rasio
Leverage (X3)	Proporsi aset yang dibiayai oleh utang.	DAR = Total Utang / Total Aset	Rasio
Ukuran Perusahaan (X4)	Ukuran perusahaan berdasarkan total aset.	Size = Ln (Total Aset)	Rasio
Financial Distress (Y)	Indeks financial distress berbasis Springate S-Score yang digunakan sebagai variabel dependen dalam estimasi panel; nilai FD yang lebih tinggi menunjukkan tingkat financial distress yang lebih tinggi.	FD = Financial Distress berbasis S-Score; S-Score = $1,03A + 3,07B + 0,66C + 0,40D$	Rasio/Indeks

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data 19 perusahaan selama 2019–2023 atau 95 observasi.

Tabel 5. Statistik Deskriptif

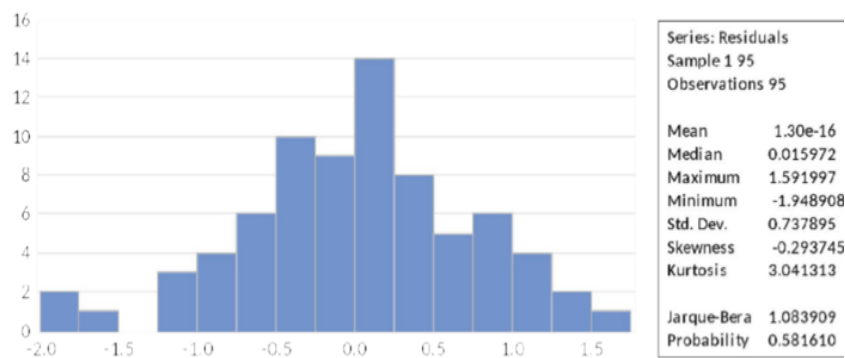
Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Efisiensi Operasi (BOPO)	2,728467	2,441900	8,289456	0,248388	1,632188
Free Cash Flow (FCF)	0,661831	-0,157179	18,73991	-1,558576	3,293434
Leverage (DAR)	0,468695	0,433000	1,173000	0,006000	0,241754
Ukuran Perusahaan (Ln Total Aset)	23,39317	25,29905	31,43096	10,78579	5,345783
Financial Distress (FD)	0,813364	0,772392	13,81123	-6,225093	1,857764

Rata-rata DAR sebesar 0,468695 menunjukkan bahwa sekitar 46,87% aset perusahaan dibiayai oleh utang. Rata-rata Financial Distress (FD) sebesar 0,813364. Karena FD merupakan indeks yang arah interpretasinya telah diselaraskan sehingga nilai yang lebih tinggi menunjukkan financial distress yang lebih tinggi, statistik deskriptif FD digunakan sebagai dasar untuk melihat variasi tingkat distress antarperusahaan dan antarperiode. FCF dan FD menunjukkan variasi yang relatif lebih tinggi dibandingkan sebagian variabel independen lainnya.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menunjukkan nilai probability sebesar $0,581610 > 0,05$, sehingga residual model tidak menunjukkan penyimpangan dari distribusi normal.



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas menggunakan nilai nilai Variance Inflation Factor (VIF) disajikan sebagai berikut:

Tabel 6. Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.070888	29.57091	NA
BOPO	0.000135	1.546346	1.000764
FCF	0.000236	1.038708	1.004601
DAR	0.043517	5.037513	1.049777
LN	8.94E-05	21.45458	1.054117

Seluruh variabel independen memiliki nilai VIF < 10. Model multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji ketidaksamaan varians residual dalam model regresi. Model yang baik tidak mengalami heteroskedastisitas.

Tabel 7. Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	1.837341	Prob. F(4,90)	0.1286
Obs*R-squared	7.171999	Prob. Chi-Square(4)	0.1271
Scaled explained SS	12.25045	Prob. Chi-Square(4)	0.0156

Nilai Prob. ObsR-Square* sebesar 0,1271 > 0,05. Model bebas dari heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menggunakan Lagrange Multiplier (LM) Test untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar residual. Hasil pengujian disajikan sebagai berikut:

Tabel 8. Uji Autokorelasi

F-statistic	2.699974	Prob. F(2,68)	0.0744
Obs*R-squared	5.517661	Prob. Chi-Square(4)	0.0634

Nilai Prob. ObsR-Squared* sebesar 0,0634 > 0,05 menunjukkan bahwa model tidak mengalami autokorelasi.

Analisis Regresi Data Panel

Hasil dari Estimasi Model Common Effect

Tabel 9. Common Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.135501	0.266249	4.264814	0.0000
BOPO	-0.001961	0.011638	-0.168460	0.8666
FCF	-0.056223	0.015374	-3.656954	0.0004
DAR	0.773536	0.208607	3.708108	0.0004
LN	-0.007207	0.009453	-0.762345	0.4478
Rsquared	0.231689	Mean dependent var		0.565201
Adjusted R-squared	0.197542	S.D. dependent var		0.532728
S.E. of regression	0.477218	Akaike info criterion		1.409510
Sum squared resid	20.49635	Schwarz criterion		1.543925
Log likelihood	-61.95173	Hannan-Quinn criter.		1.463824
F-statistic	6.785031	Durbin-Watson stat		1.172547
Prob(F-statistic)	0.000081			

Hasil dari Estimasi Model Fixed Effect

Tabel 10. Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.171087	0.715999	0.238948	0.8118
BOPO?	0.006138	0.011618	0.528296	0.5989
FCF?	-0.008279	0.023981	-0.345245	0.7309
DAR?	0.457095	0.507642	0.900428	0.3709
LN?	0.025398	0.031099	0.816706	0.4168

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Rsquared	0.566862	Mean dependent var	0.565201
Adjusted R-squared	0.434514	S.D. dependent var	0.532728
S.E. of regression	0.400606	Akaike info criterion	1.215321
Sum squared resid	11.55490	Schwarz criterion	1.833628
Log likelihood	-34.72773	Hannan-Quinn criter.	1.465163
F-statistic	4.283121	Durbin-Watson stat	2.116186
Prob(F-statistic)	0.000001		

Hasil dari Estimasi Model Random Effect Model

Tabel 11. Random Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.945833	0.361357	2.617445	0.0104
BOPO?	0.002731	0.010556	0.258703	0.7965
FCF?	-0.037058	0.018059	-2.052057	0.0431
DAR?	0.658455	0.275133	2.393227	0.0188
LN?	-0.002510	0.013197	-0.190169	0.8496

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.269813	0.3121
Idiosyncratic random	0.400606	0.6879

Weighted Statistics

R-squared	0.102770	Mean dependent var	0.312648
Adjusted R-squared	0.063327	S.D. dependent var	0.418242
S.E. of regression	0.404876	Sum squared resid	14.75320
F-statistic	2.577184	Durbin-Watson stat	1.612722
Prob(F-statistic)	0.042733		

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tabel 12. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.095291	(18,72)	0.0003
Cross-section Chi-square	54.448012	18	0.0000

Hasil uji Chow menunjukkan $p\text{-value } 0,0000 < 0,05$, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) dan dilanjutkan dengan Uji Hausman.

Tabel 13. Uji Hasuman

Test Summary	Schi-Sq. Statistic	Chi-Sq.d.f.	Prob.
Cross-section random	5.928964	4	0.2045

Uji Hausman menunjukkan $p\text{-value } 0,2045 > 0,05$, sehingga model yang dipilih adalah *Random Effect Model* (REM) dan dilanjutkan dengan Uji LM.

Uji Lagrange Multiplier

Tabel 14. Uji Lagrange Multiplier

Breusch-Pagan	1.022.297 (0.0014)	7.265.131 (0.0070)	1.748.810 (0.0000)
---------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

Uji LM menunjukkan *Cross-section Breusch-Pagan* $0,0014 < 0,05$, sehingga model yang dipilih adalah *Random Effect Model* (REM).

Berdasarkan Tabel. 7 *Random Effect Model* Persamaan estimasi REM adalah: $FD = 0,945833 + 0,002731 \text{ BOPO} - 0,037058 \text{ FCF} + 0,658455 \text{ DAR} - 0,002510 \text{ Size} + \epsilon$. FD merupakan Financial Distress; oleh karena arah indeks telah ditetapkan bahwa nilai yang lebih tinggi menunjukkan financial distress yang lebih tinggi, tanda koefisien dibaca langsung sebagai arah perubahan tingkat financial distress.

Uji Koefisien Determinasi dan Uji F

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen dalam model penelitian. Sedangkan Uji F untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel independen secara simultan (bersama-sama) terhadap variabel dependen. Pengaruh dari masing-masing variabel diuji menggunakan *Random Effect Model*. Dengan hipotesis sebagai berikut:

H₀ : Efisiensi Operasi, Free Cash Flow, Leverage, dan Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress pada Perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

H₁ : Efisiensi Operasi, Free Cash Flow, Leverage, dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress pada perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

α : 5%

Tabel 15. Uji Koefisien Determinasi dan Simultan (Uji F)

R-squared	0.102770	Mean dependent var	0.312648
Adjusted R-squared	0.063327	S.D. dependent var	0.418242
S.E. of regression	0.404876	Sum squared resid	14.75320
F-statistic	2.577184	Durbin-Watson stat	1.612722
Prob(F-statistic)	0.042733		

Berdasarkan tabel di atas Uji Koefisien Determinasi (R^2) Nilai Adjusted R-Squared sebesar 0,063327 atau 6,33% menunjukkan bahwa financial distress dapat dijelaskan oleh efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan sebesar 6,33%, sedangkan 93,67% dijelaskan oleh faktor lain di luar penelitian. Sedangkan untuk Uji F. terlihat hasil uji F menunjukkan F-hitung sebesar 2,577184 > F-tabel 2,47 dengan probability 0,042 < 0,05. Artinya, efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap financial distress, sehingga H_0 di tolak dan H_1 diterima.

Uji t

digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan *Random Effect Model* dengan hipotesis:

H₁: Efisiensi operasi berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

H₂: *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

H₃: *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

H₄: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Tabel 16. Uji Parsial (Uji t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.945833	0.361357	2.617445	0.0104
BOPO	0.002731	0.010556	0.258703	0.7965
FCF	-0.037058	0.018059	-2.052057	0.0431
DAR	0.658455	0.275133	2.393227	0.0188
LN	-0.002510	0.013197	-0.190169	0.8496

Berdasarkan hasil uji t, efisiensi operasi (BOPO) berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap financial distress ($p = 0,7965 > 0,05$), sehingga H_1 ditolak. Free cash flow (FCF) berpengaruh negatif dan signifikan ($p = 0,0431 < 0,05$), sehingga H_2 diterima. Leverage (DAR) berpengaruh positif dan signifikan ($p = 0,0188 < 0,05$), sehingga H_3 diterima. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan ($p = 0,8496 > 0,05$), sehingga H_4 ditolak.

Pembahasan

Pengaruh Simultan terhadap Financial Distress

Uji simultan menghasilkan Prob(F-statistic) sebesar 0,042733 < 0,05, sehingga H_5 didukung. Artinya, efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama

berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress. Hasil ini menunjukkan bahwa kondisi financial distress lebih tepat dipahami sebagai hasil interaksi beberapa aspek keuangan, bukan hanya satu rasio. Meskipun secara parsial hanya free cash flow dan leverage yang signifikan, kombinasi keempat variabel tetap memiliki kemampuan penjelasan yang signifikan terhadap FD. Nilai R-squared sebesar 0,102770 menunjukkan bahwa 10,28% variasi FD dapat dijelaskan oleh keempat variabel dalam model, sedangkan sisanya dipengaruhi faktor lain di luar model.

Pengaruh Efisiensi Operasi terhadap Financial Distress

Efisiensi operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress karena nilai probabilitas BOPO sebesar $0,7965 > 0,05$. Dengan demikian, H1 tidak didukung. Koefisien BOPO sebesar 0,002731 menunjukkan arah positif, tetapi pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik. Artinya, peningkatan BOPO cenderung diikuti peningkatan FD, namun bukti empirisnya tidak cukup kuat pada tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa variasi efisiensi operasi yang diukur dengan BOPO belum cukup menjelaskan perubahan financial distress pada perusahaan ritel selama periode penelitian. Kondisi tersebut dapat terjadi karena financial distress tidak hanya ditentukan oleh efisiensi biaya operasional, tetapi juga oleh arus kas, struktur pendanaan, dan faktor eksternal. Temuan ini sejalan dengan Ramadhani dan Nisa (2019) yang menemukan operating capacity tidak berpengaruh terhadap financial distress, tetapi berbeda dengan Agustin dan Sapari (2024) yang menemukan pengaruh positif. Perbedaan tersebut dapat berkaitan dengan perbedaan sektor, periode observasi, dan proksi efisiensi yang digunakan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Financial Distress

Free cash flow berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Financial Distress dengan koefisien $-0,037058$ dan probabilitas $0,0431 < 0,05$. Dengan demikian, H2 didukung. Artinya, peningkatan FCF cenderung diikuti penurunan tingkat financial distress. Temuan ini konsisten dengan Pecking Order Theory yang menempatkan dana internal sebagai sumber pendanaan yang lebih disukai sebelum pendanaan eksternal (Myers & Majluf, 1984). Ketersediaan kas internal memberikan fleksibilitas bagi perusahaan dalam memenuhi kewajiban dan mengurangi kebutuhan utang. Hasil ini sejalan dengan Suwarno dan Putri (2022) serta Suranta et al. (2023). Namun, konteks penelitian ini berbeda karena menggunakan perusahaan ritel selama 2019–2023, termasuk periode pandemi dan pemulihan, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan objek dan periode yang berbeda. Perbedaan konteks tersebut dapat memengaruhi sensitivitas financial distress terhadap ketersediaan kas.

Pengaruh Leverage terhadap Financial Distress

Leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap Financial Distress dengan koefisien $0,658455$ dan probabilitas $0,0188 < 0,05$. Dengan demikian, H3 didukung. Artinya, peningkatan proporsi utang terhadap aset cenderung meningkatkan tingkat financial distress. Temuan ini sesuai dengan Trade-Off Theory yang menjelaskan bahwa manfaat penggunaan utang harus dipertimbangkan terhadap biaya kesulitan keuangan yang meningkat ketika leverage terlalu tinggi (Kraus & Litzenberger, 1973). Hasil ini konsisten dengan Wangsih et al. (2021) dan Christine et al. (2019). Pada penelitian ini, leverage diproksikan dengan Debt to Asset Ratio (DAR) dan diuji pada perusahaan ritel periode 2019–2023. Perbedaan proksi, sektor, dan periode observasi perlu diperhatikan ketika membandingkan besaran dan arah hubungan dengan penelitian terdahulu.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress karena nilai probabilitas sebesar $0,8496 > 0,05$. Dengan demikian, H4 tidak didukung. Koefisien sebesar $-0,002510$ menunjukkan arah negatif, tetapi pengaruhnya tidak signifikan secara statistik. Hasil

tersebut menunjukkan bahwa besar kecilnya aset belum menjadi penentu utama financial distress pada perusahaan ritel dalam periode penelitian. Aset yang besar tidak selalu menunjukkan kemampuan menghasilkan arus kas dan mengendalikan kewajiban secara efektif. Temuan ini sejalan dengan Stepani dan Nugroho (2023) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan, tetapi berbeda dengan Wangsih et al. (2021) yang menemukan pengaruh negatif pada subsektor perdagangan ritel. Perbedaan periode, karakteristik sampel, dan variabel pengendali dapat menjadi alasan mengapa kekuatan hubungan ukuran perusahaan dengan financial distress tidak selalu konsisten.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil regresi data panel dengan Random Effect Model, penelitian menyimpulkan bahwa: (1) efisiensi operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress; (2) free cash flow berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Financial Distress; (3) leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap Financial Distress; (4) ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress; dan (5) efisiensi operasi, free cash flow, leverage, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress pada perusahaan ritel yang terdaftar di BEI periode 2019–2023.

Implikasi Penelitian

Implikasi Teoretis

Hasil penelitian memperkuat relevansi Pecking Order Theory dalam menjelaskan hubungan free cash flow dan financial distress serta Trade-Off Theory dalam menjelaskan hubungan leverage dan financial distress. Tidak signifikannya efisiensi operasi dan ukuran perusahaan menunjukkan bahwa hubungan teoritis tersebut tidak selalu muncul secara langsung pada sektor ritel dan periode pengamatan tertentu.

Implikasi Praktis

Bagi manajemen, hasil penelitian menekankan pentingnya menjaga kecukupan free cash flow dan mengendalikan leverage karena kedua variabel terbukti berpengaruh signifikan terhadap Financial Distress. Bagi investor, free cash flow dan leverage dapat digunakan sebagai indikator tambahan dalam mengevaluasi kemampuan perusahaan menghadapi tekanan keuangan. Efisiensi operasi dan ukuran perusahaan tetap perlu diperhatikan sebagai informasi pendukung, tetapi hasil penelitian ini tidak menunjukkan pengaruh parsial yang signifikan.

Keterbatasan

Penelitian terbatas pada 19 perusahaan ritel dan periode 2019–2023 serta menggunakan empat variabel independen. Oleh karena itu, hasil penelitian belum mencakup faktor lain yang mungkin memengaruhi financial distress, seperti likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, tata kelola perusahaan, dan kondisi makroekonomi.

Saran Penelitian Selanjutnya

Penelitian selanjutnya disarankan memperluas periode dan jumlah sampel, membandingkan beberapa sektor, serta menambahkan variabel keuangan dan nonkeuangan yang relevan. Peneliti berikutnya juga dapat membandingkan beberapa model pengukuran financial distress untuk menguji konsistensi hasil.

DAFTAR PUSTAKA

Agustin, M., & Sapari. (2024). Pengaruh ukuran perusahaan, efisiensi operasi, dan pertumbuhan penjualan terhadap financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 13(1), 1–14.

- Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy* (4th ed.). Wiley.
- Antoniawati, A., & Purwohandoko, P. (2022). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan leverage terhadap financial distress pada perusahaan transportasi yang terdaftar di BEI tahun 2018–2020. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 28–38.
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan tercatat*. Bursa Efek Indonesia.
- Christine, D., Wijaya, J., Chandra, K., & Pratiwi, M. (2019). Pengaruh profitabilitas, leverage, total arus kas dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014–2017. *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 2(2), 340–351. <https://doi.org/10.36778/jesya.v2i2.102>
- Dirman, A. (2020). Financial distress: The impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), 17–25.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Ningsih, T. W., & Rispantyo. (2025). Pengaruh cash flow, profitabilitas, likuiditas dan leverage terhadap financial distress. *JEBDEKER: Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi Bisnis Digital Ekonomi Kreatif Entrepreneur*, 5(2), 361–374. <https://doi.org/10.56456/jebdeker.v5i2.835>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Oktaviani, B., Hizai, A., & Mirdah, A. (2020). Pengaruh ukuran perusahaan terhadap financial distress terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jambi Accounting Review*, 1(1), 20–34.
- Purwaningsih, E., & Safitri, I. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, rasio arus kas dan ukuran perusahaan terhadap financial distress. *Jurnal Akuntansi dan Ekonomi*, 7(2), 147–156
- Ramadhani, A. L., & Nisa, K. (2019). Pengaruh operating capacity, sales growth dan arus kas operasi terhadap financial distress. *Jurnal Riset Keuangan dan Akuntansi*, 5(1), 75–82.
- Safitri, Y. M., & Kurnia. (2021). Pengaruh profitabilitas, leverage, arus kas dan ukuran perusahaan terhadap kondisi financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 10(4), 1–19.
- Sitorus, F. D., Hernandy, F., Triskietanto, W., Angela, A., & Vanessa, V. (2022). Pengaruh likuiditas, leverage, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2016–2020. *Owner*, 6(1), 85–98.
- Springate, G. L. V. (1978). Predicting the possibility of failure in a Canadian firm: A discriminant analysis [Master's thesis, Simon Fraser University].
- Stepani, P. N., & Nugroho, L. (2023). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan consumer non-cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2021. *Journal of Trends Economics and Accounting Research*, 3(3), 194–205. <https://doi.org/10.47065/jtear.v3i3.551>
- Suranta, E., Satrio, M. A. B., & Midiastuty, P. P. (2023). Effect of investment, free cash flow, earnings management, interest coverage ratio, liquidity, and leverage on financial distress. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 4(2), 283–295.
- Suwarno, J. P., & Putri, W. (2022). Pengaruh sales growth dan free cash flow terhadap financial distress. *Jurnal Informasi Akuntansi*, 1(2). <https://doi.org/10.32524/jia.v1i2.549>
- Wangsih, I. C., Yanti, D. R., Yohana, Y., Kalbuana, N., & Cahyadi, C. I. (2021). Influence of leverage, firm size, and sales growth on financial distress. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research*, 5(4), 180–194. <https://doi.org/10.29040/ijebar.v5i4.3563>
- Arini, S. A., Samrotun, Y. C., & Masitoh, E. (2021). Determinant of financial ratio analysis to financial distress. *Jambura Science of Management*, 3(1), 26–35.