

Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Ar us Kas Operasi terhadap *Financial Distress*: Peran Moderasi *Board Diversity* pada Perusahaan Properti dan *Real estate* di Bursa Efek Indonesia

Penulis:

Dika Wulandari¹

Yuni Utami²

Mohammad Arridho

Nur Amin³

Afiliasi:

Universitas Pancasakti

Tegal¹²³

Korespondensi:

Dikawulandari62@gmail.com

yuniutami@upsegal.ac.id

mohammad.arridho@gmail.com

Histori Naskah:

Submit: 17-05-2026

Accepted: 05-06-2026

Published: 01-07-2026

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan arus kas operasi terhadap *financial distress* dengan *board diversity* sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2025. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan 165 observasi tahun-perusahaan yang dianalisis menggunakan regresi logit dan probit. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*, sedangkan pertumbuhan penjualan dan arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan. *Board diversity* terbukti memoderasi hubungan profitabilitas terhadap *financial distress* dengan sifat memperlemah, namun tidak mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan penjualan dan arus kas operasi. Temuan ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan faktor utama dalam menurunkan risiko *financial distress* pada perusahaan properti, sementara efektivitas *board diversity* bergantung pada konteks pengambilan keputusan dan koordinasi dewan.

Kata kunci: *Board Diversity*, *Financial Distress*, Profitabilitas, Properti, *Real estate*

Pendahuluan

Dinamika perekonomian global pasca-pandemi yang fluktuatif menuntut korporasi untuk memprioritaskan resiliensi keuangan guna menjaga keberlanjutan operasional. Kegagalan dalam mengelola kinerja keuangan internal secara prudensial berimplikasi pada eskalasi probabilitas *financial distress*, yang berisiko memicu insolvensi dan mendegradasi kepercayaan investor. Gejala awal kesulitan finansial ini umumnya diidentifikasi melalui penurunan profitabilitas dan tingginya volatilitas arus kas (Abadi et al., 2020b). Dalam lanskap pasar modal domestik, urgensi mitigasi risiko ini bertumpu pada keandalan instrumen deteksi dini guna memetakan tekanan finansial sebelum terjadi penurunan nilai investasi secara masif (Nosita & Jusman, 2019).

Tekanan sistemik tersebut berdampak secara asimetris terhadap industri properti dan *real estate* yang memiliki karakteristik padat modal (*capital-intensive*) (Ramadanty & Khomsiyah, 2022). Sektor ini memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi pada pembiayaan eksternal serta durasi siklus proyek yang panjang, sehingga sangat rentan terhadap pengetatan likuiditas makroekonomi (Platt, 2002). Fenomena empiris pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2025

mengonfirmasi adanya fluktuasi risiko yang signifikan. Pada tahun 2021, rata-rata skor Grover perusahaan properti berada pada titik terendah (-444,35) akibat kontraksi pasar, sebelum berangsur membaik pada 2022 (110,21), terkoreksi kembali pada 2023 (-29,20), dan mulai menunjukkan stabilisasi pada rentang 2024–2025 (-6,71 hingga 0,55). Fluktuasi ini menegaskan bahwa instrumen deteksi dini konvensional sering kali terlambat menangkap sinyal kerentanan keuangan sebelum mencapai tahap kelangkaan fleksibilitas keuangan, yang merupakan pemicu utama kegagalan finansial di pasar berkembang (Utami et al., 2026).

Secara fundamental, pemetaan risiko *financial distress* bertumpu pada indikator keuangan internal perusahaan, khususnya profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan arus kas operasi. Berdasarkan *Signaling Theory*, rasio profitabilitas yang tinggi mengirimkan isyarat positif kepada pasar mengenai solvabilitas dan efisiensi manajemen dalam mengonversi aset menjadi laba bersih (Aulia et al., 2025). Sementara itu, pertumbuhan penjualan merepresentasikan kapasitas ekspansi pangsa pasar, dan arus kas operasi mencerminkan ketersediaan likuiditas riil untuk mendanai operasional serta menyelesaikan liabilitas jangka pendek. Secara teoretis, penguatan ketiga indikator keuangan ini berbanding terbalik dengan probabilitas terjadinya *financial distress*. Meskipun hubungan teoretis tersebut telah mapan, berbagai studi empiris terdahulu masih menunjukkan inkonsistensi hasil (*research gap*). Pada variabel profitabilitas, Endayani et al. (2020) menemukan pengaruh negatif signifikan terhadap risiko kebangkrutan. Namun, temuan ini dikontradiksi oleh Ansari et al. (2025) yang mendokumentasikan pengaruh positif profitabilitas terhadap risiko kebangkrutan. Kesenjangan serupa terjadi pada variabel *sales growth* terhadap *financial distress* Ramadanty & Khomsiyah (2022) serta Aulia et al. (2025) menemukan pengaruh signifikan, sedangkan Elpina (2021) menemukan pengaruh yang tidak signifikan. Hasil penelitian terkait pengaruh arus kas operasi terhadap *financial distress* juga memperlihatkan inkonsistensi. Penelitian Cahyana et al. (2025) menunjukkan bahwa arus kas operasi berperan dalam menurunkan potensi *financial distress*, sedangkan penelitian lainnya menemukan pengaruh negatif Aulia et al. (2025) maupun tidak signifikan (Saputra et al., 2025). Perbedaan temuan empiris tersebut menunjukkan bahwa pengaruh profitabilitas, *sales growth*, dan arus kas operasi terhadap *financial distress* masih belum mencapai kesimpulan yang konsisten. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk memperoleh bukti empiris yang lebih komprehensif mengenai hubungan antarvariabel tersebut.

Fragmentasi literatur yang paling krusial dalam pemetaan risiko kebangkrutan terletak pada minimnya konsensus mengenai bagaimana mekanisme tata kelola internal mengintervensi dampak volatilitas kinerja keuangan terhadap tingkat resiliensi korporasi. Polarisasi empiris teoretis terlihat jelas pada kajian mengenai implikasi *board diversity*. Di satu sisi, Umair et al. (2021) mendokumentasikan bahwa heterogenitas struktur dewan efektif menekan probabilitas *financial distress* melalui penguatan objektivitas pengawasan. Namun, temuan tersebut dikontradiksi oleh Ramadanty & Khomsiyah (2022) yang membuktikan adanya korelasi positif pada dimensi keragaman gender, sementara Machruz (2024) melaporkan bahwa karakteristik keberagaman dewan tidak memberikan dampak nyata terhadap stabilitas keuangan.

Ketidakpastian arah pengaruh ini mengindikasikan adanya kelemahan struktural dalam implementasi *corporate governance* yang justru berpotensi mengeskalasi kerentanan finansial perusahaan (Andayani & Kasim, 2023). Secara metodologis, inkonsistensi ini terjadi karena

mayoritas studi terdahulu cenderung menempatkan *board diversity* secara simplistik sebagai prediktor langsung. Pendekatan tersebut mengabaikan esensi fungsional dewan sebagai ruang penyaring keputusan strategis yang berinteraksi langsung dengan sinyal-sinyal keuangan internal korporasi. Oleh karena itu, riset ini menawarkan kebaruan (*novelty*) dengan mereposisi *board diversity* sebagai variabel moderasi dalam kerangka pendekatan kontinjensi, guna menguji kapabilitas kognitif dewan dalam mentransformasikan sinyal keuangan menjadi benteng pertahanan dari ancaman insolvensi.

Guna mengisi celah literatur tersebut, penelitian ini memposisikan *board diversity* sebagai variabel moderasi. Kebaruan (*novelty*) penelitian ini terletak pada integrasi *Upper Echelons Theory* dan *Agency Theory* untuk menjelaskan bagaimana karakteristik kognitif dan heterogenitas latar belakang dewan mampu memitigasi asimetri informasi yang sering kali mengaburkan sinyal deteksi dini *financial distress* (Melón-Izco et al., 2020). Menggunakan model prediksi Grover yang adaptif terhadap karakteristik sektor jasa dan padat modal, studi ini bertujuan menguji secara empiris pengaruh profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan arus kas operasi terhadap probabilitas *financial distress*, serta menganalisis peran moderasi *board diversity* pada emiten sektor properti dan *real estate* di BEI periode 2021–2025. Kontribusi praktis riset ini diharapkan memberikan referensi strategis bagi investor dalam mengevaluasi stabilitas emiten tidak hanya berbasis rasio keuangan makro, melainkan melalui kualitas komposisi pengambil keputusan tertinggi korporasi.

Studi Literatur

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Signaling Theory menjelaskan bahwa korporasi melakukan tindakan pengungkapan informasi secara sengaja sebagai isyarat bagi pihak eksternal untuk menggambarkan prospek masa depan dan kualitas entitas (Brigham & Houston, 2019). Laporan keuangan bertindak sebagai media transmisi informasi untuk mengurangi asimetri antara pihak internal (*insiders*) dan pasar. Sinyal positif berupa pencapaian profitabilitas yang tinggi, pertumbuhan penjualan yang stabil, serta kekuatan arus kas operasi mengindikasikan bahwa perusahaan berada dalam kondisi fundamental yang sehat dan solven. Sebaliknya, deteriorasi pada ketiga indikator keuangan tersebut berfungsi sebagai *warning signal* (sinyal bahaya) yang menurunkan tingkat kepercayaan kreditur, mendegradasi nilai investasi, dan mengeskalasi risiko *financial distress* (Fitriana, 2024a). Dalam model penelitian ini, ketiga variabel keuangan fundamental tersebut merupakan sinyal kuantitatif yang akan dibaca, disaring, dan dievaluasi tingkat akurasinya oleh tingkat keberagaman dewan.

Upper Echelons Theory

Upper Echelons Theory yang dikemukakan oleh Hambrick & Mason (1984) berargumen bahwa karakteristik demografis dan kognitif para eksekutif puncak secara signifikan memengaruhi pilihan strategis dan kinerja organisasi. Dalam konteks tata kelola perusahaan, teori ini menjelaskan bahwa komposisi dewan yang heterogen, mencakup keragaman gender, latar belakang pendidikan, dan pengalaman industri akan menghasilkan perspektif pengambilan keputusan yang lebih luas dan kritis. Keberagaman kognitif ini berperan krusial dalam mendeteksi sinyal-sinyal awal *Financial distress* yang sering kali terlewat oleh dewan yang homogen akibat groupthink dan bias konfirmasi. Namun demikian, tingkat heterogenitas yang berlebihan juga berpotensi memicu inefisiensi koordinasi dan kelambanan dalam pengambilan keputusan strategis, sehingga dapat mendistorsi efektivitas kinerja keuangan dalam mereduksi probabilitas kebangkrutan (Melón-Izco et al., 2020). Integrasi *Upper Echelons Theory* dengan teori agensi

dalam penelitian ini memberikan kerangka yang komprehensif untuk memahami dinamika moderasi *Board Diversity* terhadap hubungan antara kinerja keuangan dan *Financial distress*.

Teori Sinyal (Signaling Theory)

Signaling Theory menjelaskan bahwa korporasi melakukan tindakan pengungkapan informasi secara sengaja sebagai isyarat bagi pihak eksternal untuk menggambarkan prospek masa depan dan kualitas entitas (Brigham & Houston, 2019). Laporan keuangan bertindak sebagai media transmisi informasi untuk mengurangi asimetri antara pihak internal (*insiders*) dan pasar. Sinyal positif berupa pencapaian profitabilitas yang tinggi, pertumbuhan penjualan yang stabil, serta kekuatan arus kas operasi mengindikasikan bahwa perusahaan berada dalam kondisi fundamental yang sehat dan solven. Sebaliknya, deteriorasi pada ketiga indikator keuangan tersebut berfungsi sebagai *warning signal* (sinyal bahaya) yang menurunkan tingkat kepercayaan kreditur, mendegradasi nilai investasi, dan mengeskalasi risiko *financial distress* (Fitriana, 2024). Dalam model penelitian ini, ketiga variabel keuangan fundamental tersebut merupakan sinyal kuantitatif yang akan dibaca, disaring, dan dievaluasi tingkat akurasinya oleh tingkat keberagaman dewan.

Financial Distress

Financial distress merupakan tahap awal sebelum terjadinya kebangkrutan yang ditandai dengan ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya (Andayani & Kasim, 2023). Kondisi ini biasanya diawali dengan masalah likuiditas yang serius: penurunan arus kas operasi, akumulasi utang jatuh tempo yang tidak terlunasi, dan erosi margin laba yang persisten. Jika tidak ditangani melalui restrukturisasi operasional atau intervensi manajemen yang tepat, *Financial distress* akan berkembang menjadi insolvensi yang bersifat permanen. Deteksi dini kondisi ini menjadi sangat krusial bagi manajemen, investor, maupun kreditur agar dapat mengambil langkah korektif sebelum krisis mencapai titik yang tidak dapat dipulihkan. Penelitian ini mengukur *Financial distress* menggunakan model Grover, yang dinilai lebih adaptif terhadap karakteristik industri jasa dibandingkan model Altman Z-Score konvensional, dengan klasifikasi biner: nilai 1 untuk kondisi *distress* dan 0 untuk kondisi sehat.

Integrasi Kerangka Teoretis Kontinjensi

Pondasi teoretis dalam mengarsiteki model prediksi kebangkrutan ini dibangun di atas paradigma kontinjensi (*contingency approach*) terintegrasi yang menyatukan *Signaling Theory*, *Agency Theory*, dan *Upper Echelons Theory* ke dalam satu ekosistem logika yang utuh. *Signaling Theory* melandasi ketersediaan arus informasi keuangan internal yang diprosikan melalui profitabilitas (X_1), pertumbuhan penjualan (X_2), dan arus kas operasi (X_3). Ketiga indikator ini ditransmisikan oleh manajemen sebagai isyarat fundamental atas kondisi resiliensi korporasi.

Namun, ketika emiten menghadapi ancaman kebangkrutan, *Agency Theory* mendeteksi adanya distorsi di mana agen cenderung bertindak oportunistik untuk menahan atau memanipulasi sinyal penurunan profitabilitas (X_1), kegagalan target pertumbuhan penjualan (X_2), maupun defisit arus kas operasi (X_3) demi mengamankan reputasi jabatan.

Untuk memitigasi asimetri informasi dan perilaku oportunistik agen tersebut, *Upper Echelons Theory* menyediakan solusi operasional melalui pembentukan *board diversity* (Z). Tingginya heterogenitas gender di dalam dewan akan menentukan kapabilitas kognitif dan objektivitas pengawasan dewan dalam menyaring akurasi sinyal keuangan (X_1 , X_2 , X_3) serta mengendalikan *moral hazard* manajer.

Integrasi ini secara logis menjelaskan bahwa efektivitas profitabilitas (X_1), pertumbuhan penjualan (X_2), dan arus kas operasi (X_3) dalam memprediksi *financial distress* (Y) tidak bersifat mutlak secara linier, melainkan bergantung secara kontinjensi pada struktur koordinasi, batasan biaya

komunikasi (*coordination cost*), dan kualitas pengawasan yang melekat pada tingkat keberagaman dewan pengambil keputusan (Z).

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Financial distress*

Dalam pandangan teori agensi, profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dikelola, sekaligus menunjukkan efektivitas manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi memiliki bantalan keuangan internal yang kuat untuk mendanai operasional dan memenuhi kewajiban, sehingga menurunkan probabilitas terjadinya kesulitan keuangan (Fitriana, 2024a). Sebaliknya, profitabilitas yang rendah mencerminkan inefisiensi yang meningkatkan ketergantungan pada utang eksternal dan memperbesar risiko *financial distress*.

H1: Profitabilitas berpengaruh terhadap Financial distress

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap *Financial distress*

Peningkatan penjualan mencerminkan keberhasilan strategi pemasaran dan daya saing perusahaan di pasar. Pertumbuhan penjualan yang stabil memberikan sinyal positif mengenai prospek pendapatan di masa depan, yang mendukung stabilitas arus kas masuk untuk membiayai kegiatan usaha. Perusahaan yang mampu meningkatkan penjualannya secara konsisten cenderung memiliki risiko *Financial distress* yang lebih rendah karena kapasitas pendanaan internal yang lebih baik (Damayanti & Fathihani, 2024).

H2: Pertumbuhan Penjualan berpengaruh terhadap Financial distress

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Financial distress*

Arus kas operasi mencerminkan kemampuan riil perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas inti bisnisnya. Berbeda dengan laba akuntansi, arus kas operasi memberikan gambaran likuiditas yang lebih akurat untuk membayar kewajiban jangka pendek dan bunga pinjaman. Arus kas operasi yang negatif secara terus-menerus menunjukkan ketergantungan berbahaya pada pendanaan luar yang dapat mempercepat terjadinya kondisi *Financial distress* (Kristianto & Beny, 2024).

H3: Arus Kas Operasi berpengaruh terhadap Financial distress

Peran Moderasi *Board Diversity* dalam Mitigasi *Financial distress*

Berdasarkan teori agensi, *Board Diversity* meningkatkan kualitas pengawasan melalui perspektif yang lebih luas dan independen dalam pengambilan keputusan strategis (Irwansyah et al., 2020). Dewan yang heterogen bertindak sebagai mekanisme kontrol yang memastikan laba dikelola secara transparan untuk penguatan struktur modal, mengevaluasi risiko ekspansi penjualan agar tidak mengorbankan likuiditas, serta menjamin akuntabilitas pengelolaan arus kas (Mulyani & Rosharlianti, 2023). Keberagaman karakteristik dewan diyakini mampu memperkuat pengaruh positif kinerja keuangan (profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan arus kas) dalam mereduksi probabilitas *Financial distress* dengan cara menekan potensi tindakan oportunistik manajemen (Umair et al., 2021). Melalui fungsi monitoring yang efektif, keberagaman dewan menjamin bahwa setiap peningkatan performa operasional dialokasikan secara *prudent* untuk menjaga stabilitas jangka panjang perusahaan (Melón-Izco et al., 2020).

H4: Board Diversity memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Financial distress.

H5: Board Diversity memoderasi pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Financial distress.

H6: Board Diversity memoderasi pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Financial distress.

Definisi Operasional dan Variabel lanjut besok

Variabel Dependen (Y)

Financial Distress

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah probabilitas terjadinya *financial distress*, yang ditandai dengan kondisi kesulitan keuangan pra-kebangkrutan akibat pemburukan likuiditas dan kinerja profitabilitas (Andayani & Kasim, 2023). Status financial distress diukur secara objektif menggunakan formulasi empiris Model Grover (*G – Score*). Pilihan model ini didasarkan pada tingkat akurasi yang tinggi bagi perusahaan sektor non-manufaktur padat modal (*capital-intensive*) seperti properti dan *real estate*. Formulasi skor indeks Grover dispesifikasikan sebagai berikut:

$$G = 1,650X_1 + 3,404X_2 - 0,016ROA + 0,057$$

Di mana:

X_1 = *Working Capital to Total Assets* (Rasio Modal Kerja / Total Aset)

X_2 = *Earnings Before Interest and Taxes to Total Assets* (EBIT / Total Aset)

ROA = *Net Income to Total Assets* (Laba Bersih / Total Aset)

Penentuan status resiliensi keuangan emiten dikodifikasikan ke dalam bentuk variabel respons dikotomi (*dummy*) dengan mengikuti ketentuan batas ambang (*cut-off*) akademik model Grover:

$$Y_{it} = \begin{cases} 1, & \text{jika } G \leq 0,00 \quad (\text{Kondisi Difficulty/Distress}) \\ 0, & \text{jika } G \geq 0,01 \quad (\text{Kondisi Sehat/Non-Distress}) \end{cases}$$

Variabel Independen (X_1 , X_2 , X_3)

Profitabilitas (X_1): Diukur melalui *Return on Assets* (ROA), yang merepresentasikan kapasitas neto manajemen dalam mendayagunakan seluruh basis aset perusahaan untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak.

Pertumbuhan Penjualan (X_2): Diprosikan melalui *Sales Growth*, yang mencerminkan laju perubahan pendapatan operasional dari waktu ke waktu sebagai sinyal daya saing pasar.

Arus Kas Operasi (X_3): Diukur dengan rasio kas masuk bersih dari aktivitas operasional utama dibagi liabilitas lancar (OCF), mencerminkan kemampuan likuiditas murni entitas.

Variabel Moderasi(Z)

Board Diversity

Board diversity dalam penelitian ini difokuskan pada dimensi keragaman gender pada struktur tata kelola tertinggi perusahaan (Komisaris dan Manajer). Variabel ini diprosikan melalui rasio jumlah representasi personil perempuan yang menduduki posisi dewan komisaris dan direksi terhadap total keseluruhan anggota dewan korporasi pada tahun pengamatan

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Indikator	Skala	Sumber
<i>Financial distress</i> (Y)	$G = 1,650X_1 + 3,404X_2 - 0,016X_3 + 0,057$	Nominal	(Abadi et al., 2020)
Profitabilitas (X_1)	$ROA = (LabaBersih)/(TotalAset)$	Rasio	(Fitriana, 2024a)
Pertumbuhan Penjualan (X_2)	$Sales Growth = (Sales_t - Sales_{t-1})/(Sales_{t-1}) \times 100\%$	Rasio	(Kasmir, 2017)
Arus Kas Operasi (X_3)	$Rasio Arus Kas = (Arus Kas Operasi)/(Kewajiban Lancar)$	Rasio	(Sudana, 2022)

Variabel	Indikator	Skala	Sumber
<i>Board diversity</i> (Z)	$DG = (JmlhPetinggiPerempuan)/(TotalAnggota)$	Rasio	(Mulyani & Rosharlianti, 2023)

METODE

Desain dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain panel data berbasis *firm-year observations* pada perusahaan sektor properti dan *real estat* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini juga menguji efek moderasi melalui pembentukan variabel interaksi (*interaction term*) antara variabel independen dan variabel moderasi. Penelitian ini juga menguji efek moderasi melalui pembentukan variabel interaksi (*interaction term*). Kehadiran variabel interaksi berpotensi meningkatkan korelasi antarvariabel independen sehingga diperlukan uji multikolinearitas untuk memastikan tidak terdapat masalah multikolinearitas yang dapat mengganggu ketepatan estimasi model. Pengujian dilakukan menggunakan indikator *Variance Inflation Factor* (VIF), dengan ketentuan bahwa model dinyatakan bebas dari masalah multikolinearitas apabila seluruh variabel memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 0,10.

Selanjutnya, mengingat variabel dependen dalam penelitian ini bersifat dikotomis (biner), penggunaan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) dinilai kurang tepat karena berpotensi menghasilkan prediksi probabilitas di luar rentang 0–1 serta melanggar asumsi normalitas dan homoskedastisitas residual. Oleh karena itu, penelitian ini menerapkan *binary response regression model* yang terdiri atas dua spesifikasi model yang saling melengkapi guna menguji konsistensi dan ketangguhan hasil penelitian (*robustness*).

Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan tahunan emiten properti yang dipublikasikan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan diestimasi menggunakan perangkat lunak Stata 17. Mengingat variabel dependen bersifat dikotomi (respons biner), analisis dilakukan melalui tahapan estimasi non-linear yang sistematis, meliputi: (1) analisis statistik deskriptif untuk memetakan karakteristik distribusi data riil emiten; (2) pengujian multikolinearitas berbasis *Variance Inflation Factor* (VIF) pasca-estimasi guna mengonfirmasi kelayakan model moderasi dengan data absolut murni (*uncentered*); (3) uji kelayakan model (*goodness of fit*) menggunakan parameter *Log Likelihood* dan *Pseudo R²* McFadden; (4) uji signifikansi simultan dengan *Likelihood Ratio* (LR) *Chi-Square* serta uji signifikansi parsial melalui statistik *z*; dan (5) analisis *Marginal Effect* (MFX) pada titik rata-rata sampel (*at the mean*) untuk menginterpretasikan secara akurat besaran perubahan probabilitas *financial distress* dalam satuan poin persentase desimal akibat fluktuasi rasio keuangan prediktor.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian mencakup 92 perusahaan sektor properti dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2025. Melalui metode *purposive sampling*, diperoleh 33 perusahaan sebagai sampel. Berdasarkan hasil pengolahan data terkini, total observasi yang digunakan dalam model final adalah sebanyak 165 observasi.

Spesifikasi Model Empiris

Model empiris penelitian ini dispesifikasikan dalam dua tahap. Tahap pertama menguji pengaruh langsung variabel independen terhadap *Financial distress*, sedangkan tahap kedua menguji efek moderasi *Board Diversity* melalui variabel interaksi. Spesifikasi model logit lengkap adalah sebagai berikut:

$$P(\text{FDit} = 1) = \Lambda(\beta_0 + \beta_1 \text{ROAit} + \beta_2 \text{SGit} + \beta_3 \text{OCFit} + \beta_4 \text{BDit} + \beta_5 (\text{ROA} \times \text{BD})\text{it} + \beta_6 (\text{SG} \times \text{BD})\text{it} + \beta_7 (\text{OCF} \times \text{BD})\text{it} + \varepsilon \text{it})$$

Keterangan:

FD = *Financial distress (dummy)*; ROA = *Return on Assets*; SG = *Sales Growth*; OCF = *Operating Cash Flow*; BD = *Board Diversity*; $\Lambda(\cdot)$ = fungsi distribusi logistik kumulatif; i = perusahaan; t = tahun; ε = *error term*. Model probit menggunakan spesifikasi yang identik dengan $\Phi(\cdot)$ sebagai fungsi distribusi normal kumulatif.

Prosedur Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan Stata 17 dengan tahapan yang sistematis. Pertama, statistik deskriptif disajikan untuk memberikan gambaran distribusi nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum setiap variabel. Kedua, uji kelayakan model (*goodness of fit*) dilakukan melalui nilai *Pseudo R²* (McFadden) dan *Log Likelihood* untuk menilai ketepatan spesifikasi model logit dan probit. Ketiga, uji signifikansi simultan menggunakan *Likelihood Ratio (LR) Chi-Square* untuk menguji kemampuan prediktif seluruh variabel secara bersama-sama. Keempat, uji signifikansi parsial (uji z) untuk mengevaluasi kontribusi individual setiap variabel prediktor terhadap probabilitas *Financial distress*. Kelima, analisis marginal efek (MFX) dilakukan pasca estimasi untuk menginterpretasikan besaran perubahan probabilitas *Financial distress* ($Y = 1$) akibat perubahan satu unit pada masing-masing variabel, dievaluasi pada nilai rata-rata sampel. Analisis MFX menjadi esensial mengingat koefisien logit dan probit tidak dapat diinterpretasikan secara langsung sebagai perubahan marginal probabilitas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Kategori
<i>Financial distress</i> (Y)	165	0.218	0.414	0	1	Dependen
Profitabilitas	165	0.015	0.054	-0.076	0.147	Independen
Pertumbuhan Penjualan	165	-0.036	0.242	-0.676	0.147*	Independen
Arus Kas Operasi	165	0.018	0.050	-0.082	0.124	Independen
<i>Board Diversity</i>	165	0.253	0.176	0.000	0.625	Moderasi

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif untuk seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini, berdasarkan 165 observasi tahun-perusahaan (*firm-year observations*). Variabel dependen, *Financial distress*, menunjukkan nilai rata-rata (mean) sebesar 0,218, yang mengindikasikan bahwa sekitar 21,8% perusahaan dalam sampel sektor properti dan *real estate* berada dalam kondisi kesulitan keuangan selama periode pengamatan. Konsisten dengan dinamika kinerja keuangan operasional, variabel independen utama menunjukkan variasi yang cukup lebar; Profitabilitas menunjukkan distribusi dengan rata-rata 0,015 (SD = 0,054), sementara *Growth Sales* mencatatkan kontraksi dengan nilai rata-rata sebesar -0,036 (SD = 0,242), dan Arus Kas Operasi memiliki rata-rata yang relatif rendah sebesar 0,018 (SD = 0,050). Terkait karakteristik tata kelola, sampel penelitian ini ditandai dengan rata-rata proporsi keberagaman dewan (*Board Diversity*) sebesar 0,253, dengan rentang nilai keberadaan yang luas mulai dari 0 hingga 0,625.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. *Variance Inflation Factor (VIF)*

Variabel	VIF	1/VIF
Profitabilitas x <i>Board Div.</i>	4.33	0.2308
Profitabilitas	4.33	0.2312
ArusKasOperasi	3.20	0.3125
Aruskas x <i>Board Div.</i>	3.18	0.3145
<i>SalesGrowth</i>	2.92	0.3426
<i>SalesGrowth</i> x <i>Board Div.</i>	2.88	0.3474
BoardDiversity	1.22	0.8168
Mean VIF	3.15	

Tabel 3 menyajikan hasil uji multikolinearitas melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk memastikan reliabilitas estimasi model regresi pada data penelitian. Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen dan variabel interaksi memiliki nilai VIF yang relatif rendah. Nilai VIF tertinggi terdapat pada variabel Profitabilitas × Board Diversity (4,33) dan Profitabilitas (4,33), diikuti oleh Arus Kas Operasi (3,20), Arus Kas Operasi × Board Diversity (3,18), Sales Growth (2,92), Sales Growth × Board Diversity (2,88), serta Board Diversity (1,22). Secara keseluruhan, model memiliki nilai *Mean VIF* sebesar 3,15.

Nilai VIF seluruh variabel berada di bawah ambang batas 10,00 dan nilai *tolerance* (1/VIF) seluruhnya berada di atas 0,10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model penelitian tidak mengalami masalah multikolinearitas yang dapat mengganggu ketepatan estimasi parameter. Dengan demikian, korelasi antarvariabel independen masih berada dalam batas yang dapat ditoleransi sehingga asumsi non-multikolinearitas telah terpenuhi dan model layak digunakan untuk pengujian hipotesis lebih lanjut.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Kelayakan spesifikasi model logit dan probit dievaluasi melalui tiga kriteria utama. Pertama, nilai *Likelihood Ratio* (LR) *Chi-Square* model logit sebesar 24,62 (Prob > chi2 = 0,0009, p < 0,01) dan model probit sebesar 23,64 (Prob > chi2 = 0,0013, p < 0,01) secara konsisten mengkonfirmasi bahwa spesifikasi model secara keseluruhan valid dalam memprediksi probabilitas *Financial distress*. Kedua, nilai *Pseudo R2* (McFadden) sebesar 0,1422 (logit) dan 0,1366 (probit) berada dalam rentang yang dapat diterima untuk model *binary response*, dengan nilai 0,10-0,20 setara dengan *goodness of fit* yang memadai dalam literatur regresi dikotomi. Ketiga, konsistensi temuan antara logit dan probit memperkuat validitas dan ketangguhan (*robustness*) hasil estimasi.

Hasil Estimasi Regresi Logit dan Probit

Tabel 4.
Hasil Estimasi Regresi Logit dan Probit (dengan interaksi Moderasi)

Variabel	Logit Koef.	Std.Err.	z	Probit Koef.	Std.Err.	z	Keterangan
Profitabilitas	-33.06	8.906	-3.71**	-18.33	4.884	-3.76**	H1 - Signifikan
Pertumbuhan Penjualan	1.358	1.722	0.79	0.856	0.989	0.87	H2 - Tidak Sig.
Arus Kas Operasi	6.632	7.737	0.86	3.566	4.468	0.80	H3 - Tidak Sig.

Variabel	Logit Koef.	Std.Err.	z	Probit Koef.	Std.Err.	z	Keterangan
<i>Board Diversity</i>	-0.023	1.278	-0.02	-0.133	0.745	-0.18	Moderasi
Profitabilitas x <i>Board Div.</i>	53.659	22.670	2.37**	32.042	13.129	2.44**	H4 - Signifikan
Growthx <i>Board Div.</i>	5.113	7.426	0.69	2.769	4.280	0.65	H5 - Tidak Sig.
OCFx <i>Board Div.</i>	-16.30	24.917	-0.65	-10.00	14.390	-0.70	H6 - Tidak Sig.
Konstanta	-1.325	0.399	-3.32**	-0.745	0.225	-3.31**	

Logit: Obs=165; LR $\chi^2(7)=24.62$; Prob> $\chi^2=0.0009$; Pseudo R²=0.1422; Log Likelihood=-74.247 | Probit: LR $\chi^2(7)=23.64$; Pseudo R²=0.1366; Log Likelihood=-74.739

Keterangan: *** $p<0.01$; ** $p<0.05$; * $p<0.10$

Sumber: Data diolah menggunakan Stata 17 (2026)

Tabel 5. Marginal Effect

Variabel	dy/dx	Std.Err.	z	CI Bawah	CI Atas	Nilai Rerata	Sig.
Profitabilitas (ROA)	-4.926	1.316	-3.74	-7.506	-2.346	0.0151	***
Pertumbuhan Penjualan	0.230	0.267	0.86	-0.292	0.752	-0.0366	n.s.
Arus Kas Operasi	0.958	1.201	0.80	-1.397	3.312	0.0178	n.s.
<i>Board Diversity</i>	-0.036	0.200	-0.18	-0.428	0.356	0.2533	n.s.
Profit x <i>Board Div.</i>	8.607	3.541	2.43	1.667	15.547	0.0061	**
Growth x <i>Board Div.</i>	0.744	1.140	0.65	-1.491	2.979	-0.0033	n.s.
OCF x <i>Board Div.</i>	-2.688	3.862	-0.70	-10.259	4.882	0.0050	n.s.

Baseline probability: Pr(Financial distress=1) = 0.1869 (18.69%) | *** $p<0.01$; ** $p<0.05$; n.s. = tidak signifikan

Sumber: Data diolah menggunakan Stata 17 (2026)

Analisis *marginal effect* pasca estimasi probit dilakukan untuk mengkuantifikasi besaran perubahan probabilitas *Financial distress* secara langsung dan terukur. Berdasarkan Tabel 5, probabilitas dasar (*baseline probability*) terjadinya *Financial distress* ketika seluruh variabel berada pada nilai rata-ratanya adalah sebesar 18,69%, sedikit lebih rendah dibandingkan proporsi aktual dalam sampel (21,8%).

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Financial Distress* (H1)

Berdasarkan parameter estimasi regresi respons biner yang disajikan pada Tabel 2, variabel profitabilitas (*Return on Assets/ROA*) secara konsisten terbukti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Eksistensi pengaruh ini ditunjukkan oleh koefisien logit sebesar -33,065 ($z = -3,71$; $p < 0,01$) serta koefisien probit sebesar -18,339

($z = -3,76$; $p < 0,01$). Evaluasi kuantitatif lebih lanjut melalui analisis *marginal effect* (MFX) pada Tabel 3 menghasilkan nilai koefisien dy/dx sebesar $-4,926$ ($p = 0,000$). Mengingat indikator ROA dicatat dalam skala rasio desimal, interpretasi yang realistis menunjukkan bahwa setiap peningkatan profitabilitas sebesar 1 persen (atau setara dengan kenaikan 0,01 poin pada rasio ROA), maka probabilitas perusahaan properti mengalami kondisi *financial distress* akan mengalami penurunan bersih sebesar 4,926 persen basis poin, *ceteris paribus*. Berdasarkan temuan empiris tersebut, **H1 diterima**.

Sesuai dengan postulat *Signaling Theory*, rasio profitabilitas yang tinggi berfungsi sebagai isyarat positif (*green signal*) yang dikirimkan oleh manajemen kepada pasar eksternal untuk menggambarkan efisiensi dan keandalan solvabilitas entitas. Dalam perspektif *Agency Theory*, perolehan laba netto yang kuat mencerminkan efektivitas tata kelola internal dalam mereduksi tindakan oportunistik agen yang rentan menyembunyikan pemburukan keuangan. Karakteristik sektor properti dan *real estate* di Indonesia yang bersifat sangat padat modal (*capital-intensive*) menyebabkan emiten memikul beban biaya tetap operasional serta depresiasi aset yang masif. Emiten yang mampu mencetak profitabilitas yang konsisten mengindikasikan ketersediaan bantalan keuangan internal (*internal financial buffer*) yang tangguh. Akumulasi laba ini krusial untuk mendanai kelanjutan konstruksi proyek berjalan dan menyelesaikan kewajiban utang jangka pendek tanpa bergantung pada skema utang baru (*refinancing*) yang mahal. Hasil penelitian ini mendukung temuan terdahulu dari Endayani et al. (2020), Cahyono dan Hidayanti (2024), serta Ramadanty dan Khomsiyah (2022).

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap *Financial distress*

Hasil estimasi empiris menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan (*sales growth*) tidak memiliki peran determinan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Fenomena ketidaksignifikanan ini terkonfirmasi lewat koefisien model logit sebesar 1,358 ($z = 0,79$; $p = 0,430$) maupun model probit sebesar 0,856 ($z = 0,87$; $p = 0,387$). Analisis MFX mencatat nilai dy/dx sebesar 0,230 ($p = 0,388$), yang berarti setiap peningkatan pertumbuhan penjualan emiten sebesar 1 persen hanya meningkatkan probabilitas kesulitan keuangan sebesar 0,23 persen basis poin, sebuah dampak numerik yang sangat marginal dan tidak bermakna secara statistik. Dengan demikian, H2 ditolak.

Temuan ini memunculkan anomali terhadap kerangka konvensional *Signaling Theory* yang berasumsi bahwa ekspansi pendapatan selalu linier dengan penurunan risiko krisis. Tidak adanya daya prediksi pertumbuhan penjualan ini berakar kuat pada metode pengakuan pendapatan (*revenue recognition*) yang unik pada industri properti di Indonesia. Berdasarkan standar akuntansi yang berlaku, lonjakan nilai penjualan kontrak (*marketing sales* atau *pre-sales* inden) tidak dapat diakui seketika sebagai pendapatan riil dalam laporan laba rugi sebelum unit bangunan selesai secara fisik dan diserahkan secara legal kepada konsumen. Adanya tenggat waktu (*time-lag*) yang panjang antara transaksi penjualan dengan realisasi pendapatan menyebabkan fluktuasi angka penjualan jangka pendek gagal menangkap sinyal kerentanan finansial secara *real-time*. Di samping itu, data deskriptif menunjukkan nilai rata-rata pertumbuhan penjualan sampel berada pada tren negatif ($-0,036$) akibat kontraksi pasar properti pasca-pandemi. Karena pemburukan ini dialami secara homogen oleh mayoritas emiten, variabel pertumbuhan penjualan kehilangan daya pembeda (*discriminant power*) untuk memisahkan perusahaan sehat dari perusahaan krisis. Hasil riset ini selaras dengan kesimpulan Elpina (2021) dan Irawan et al. (2025).

H3: Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Financial distress*

Hasil pengujian statistik membuktikan bahwa arus kas operasi (*operating cash flow*) tidak

berpengaruh signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Kondisi ini divalidasi oleh koefisien logit sebesar 6,632 ($z = 0,86$; $p = 0,381$) dan koefisien probit sebesar 3,566 ($z = 0,80$; $p = 0,425$). Hasil analisis efek marginal (MFX) menunjukkan nilai dy/dx sebesar 0,958 ($p = 0,425$), mengindikasikan bahwa perubahan arus kas operasi sebesar 1 persen secara matematis tidak memberikan dampak nyata terhadap naik-turunnya risiko kegagalan keuangan emiten. Berdasarkan hasil ini, H3 ditolak.

Secara operasional, tidak relevannya arus kas operasi dalam memprediksi *financial distress* dipengaruhi oleh karakteristik siklus proyek multi-tahun (*multi-year project cycle*) pada industri properti. Pada fase konstruksi massal awal dan akuisisi cadangan lahan (*landbank*), emiten diwajibkan melakukan pengeluaran dana tunai dalam volume yang sangat besar, sehingga arus kas operasi bersih (*net operating cash outflow*) kerap tercatat defisit atau sangat rendah selama beberapa tahun berturut-turut. Rendahnya nilai kas operasi jangka pendek ini bukan indikator bahwa emiten sedang mengalami kebangkrutan teknis, melainkan bentuk realisasi dari tahapan investasi fisik, asalkan kebutuhan modal kerja tetap ditopang oleh fasilitas kredit investasi perbankan jangka panjang. Hal ini tercermin dari data statistik sampel yang memiliki nilai rata-rata kas operasi yang sangat rendah (0,018) dengan standar deviasi yang sangat sempit ($SD = 0,050$). Keterbatasan variabilitas data murni emiten ini menyebabkan model Grover tidak mendeteksi arus kas operasi sebagai prediktor yang andal. Temuan ini konsisten dengan literatur (Saputra et al., 2025).

H4: Moderasi Board Diversity pada Pengaruh Profitabilitas terhadap Financial distress

Hasil pengujian terhadap variabel interaksi memunculkan temuan krusial yang menjadi kontribusi orisinalitas riset ini. Koefisien produk interaksi *Profit x Board Diversity* terbukti signifikan secara statistik, baik pada model logit yaitu sebesar 53,659 ($z = 2,37$; $p = 0,018$) maupun model probit sebesar 32,042 ($z = 2,44$; $p = 0,015$). Analisis MFX mendeteksi koefisien dy/dx sebesar 8,607 ($p = 0,015$). Mengingat dampak langsung dari efek utama profitabilitas (ROA) terhadap *financial distress* bernilai negatif kuat ($-4,926$), maka kemunculan tanda koefisien interaksi yang bernilai positif signifikan (8,607) membuktikan secara empiris bahwa *board diversity* memiliki peran moderasi yang memperlemah pengaruh protektif profitabilitas dalam menekan probabilitas *financial distress*. Dengan demikian, H4 diterima dengan sifat *quasi moderation* yang memperlemah.

Temuan ini memberikan kontribusi teoretis baru yang mengekstensi penerapan *Upper Echelons Theory* dan *Agency Theory*. Secara normatif, heterogenitas tata kelola diharapkan mampu mengoptimalkan fungsi kontrol internal demi mereduksi biaya keagenan. Namun, hasil studi ini menunjukkan bahwa tingkat keberagaman gender dewan yang tinggi justru memicu dampak sebaliknya ketika korporasi menghadapi situasi tekanan finansial. Berdasarkan *Upper Echelons Theory*, keberagaman gender membawa diversifikasi perspektif kognitif dan latar belakang pengambilan keputusan yang luas. Kendati demikian, dalam industri properti yang memiliki kompleksitas operasional tinggi, perbedaan pandangan yang tajam di antara personil dewan justru memicu inefisiensi birokrasi kelompok, gesekan interpersonal, serta lonjakan biaya koordinasi (*coordination cost*) yang masif. Akibatnya, terjadi kelambanan konsensus dalam mengeksekusi keputusan strategis darurat. Saat profitabilitas emiten mulai mengalami penurunan, struktur dewan yang terfragmentasi ini lambat dalam menyepakati langkah restrukturisasi utang obligasi konstruksi atau percepatan likuidasi aset cadangan, sehingga mendistorsi efektivitas kinerja keuangan dalam mereduksi risiko kebangkrutan. Hasil riset ini mendukung temuan dari Melón-Izco et al. (2020) serta Ramadanty & Khomsiyah (2022).

H5: Moderasi *Board Diversity* pada Pertumbuhan Penjualan

Koefisien produk interaksi *Growth x Board Diversity* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, baik pada spesifikasi logit (koefisien = 5,113; $z = 0,69$; $p = 0,491$) maupun probit (koefisien = 2,769; $z = 0,65$; $p = 0,518$). Konfirmasi ini diperkuat oleh nilai MFX dy/dx sebesar 0,744 ($p = 0,514$), yang mengindikasikan bahwa keberagaman gender dewan tidak memiliki kapasitas memoderasi hubungan antara pertumbuhan penjualan dengan probabilitas kesulitan keuangan emiten. Oleh karena itu, H5 ditolak.

Secara metodologis, kegagalan efek moderasi interaksi ini sejalan dengan temuan pada pengujian efek langsung hipotesis kedua (H2). Dalam prinsip pemodelan regresi ekonometrika, variabel independen utama yang sejak awal tidak memiliki daya diskriminasi parsial yang signifikan (*sales growth* akibat isu *revenue recognition* sektor properti) tidak akan menghasilkan pengaruh interaksi yang bermakna saat dikalikan dengan variabel pemoderasi. Karakteristik pertumbuhan penjualan lebih didominasi oleh faktor eksternal makroekonomi, tingkat suku bunga KPR domestik, dan daya beli konsumen secara agregat, sehingga modifikasi struktur kognitif tata kelola di level dewan (*Upper Echelons*) tidak memiliki ruang intervensi strategis untuk mengubah dampak variabel tersebut terhadap resiliensi keuangan perusahaan.

H6: Moderasi *Board Diversity* pada Arus Kas Operasi

Hasil estimasi terhadap koefisien produk interaksi *OCF x Board Diversity* membuktikan tidak adanya pengaruh moderasi yang signifikan. Kondisi tersebut ditunjukkan oleh nilai koefisien logit sebesar -16,303 ($z = -0,65$; $p = 0,513$) dan koefisien probit sebesar -10,009 ($z = -0,70$; $p = 0,487$). Divalidasi oleh analisis MFX yang menghasilkan koefisien dy/dx sebesar -2,688 ($p = 0,486$), hasil ini bermakna bahwa *board diversity* tidak mampu mengintervensi kontribusi arus kas operasi dalam mendeteksi probabilitas krisis keuangan, sehingga H6 ditolak.

Secara fungsional berdasarkan *Agency Theory*, pengelolaan arus kas masuk dan kas keluar harian korporasi (*cash management*) merupakan wilayah kerja taktis-operasional yang berada sepenuhnya di bawah otoritas manajemen lini menengah (*management eksekutif*) dan departemen bendahara perusahaan. Fungsi monitoring dan evaluasi strategis yang melekat pada keberagaman gender dewan (khususnya organ dewan komisaris) bergerak pada level kebijakan makro jangka panjang, seperti persetujuan aksi korporasi penggalangan dana eksternal, akuisisi korporasi, atau penentuan arah investasi modal besar. Akibat adanya batasan struktural tersebut, keragaman karakteristik kognitif dewan puncak memiliki jarak fungsional terhadap perputaran kas harian emiten, sehingga tidak mampu memoderasi dampak arus kas operasi terhadap stabilitas keuangan perusahaan properti.

SIMPULAN

Berdasarkan analisis empiris terhadap 165 observasi perusahaan properti dan *real estate* (2021–2025), penelitian ini menyimpulkan bahwa profitabilitas terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilitas *financial distress* (H1 diterima). Hal ini menegaskan bahwa kemampuan mencetak laba adalah instrumen perlindungan fundamental (*buffer*) paling krusial bagi kelangsungan finansial perusahaan. Sebaliknya, pertumbuhan penjualan (H2 ditolak) dan arus kas operasi (H3 ditolak) tidak terbukti berpengaruh signifikan. Karakteristik sektor properti yang *capital-intensive* dengan siklus proyek multi-tahun menyebabkan fluktuasi penjualan dan arus kas jangka pendek tidak cukup andal untuk merepresentasikan kondisi krisis operasional.

Terkait pengujian tata kelola, *Board Diversity* terbukti memoderasi dengan sifat memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap *financial distress* (H4 diterima). Secara teoretis, tingginya heterogenitas dewan justru memicu inefisiensi koordinasi dan kelambanan keputusan strategis

(*Upper Echelons Theory*), sehingga mendistorsi kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan laba untuk memitigasi risiko kebangkrutan. Sementara itu, *Board Diversity* tidak terbukti memoderasi pengaruh pertumbuhan penjualan (H5 ditolak) maupun arus kas operasi (H6 ditolak), mengingat kedua variabel fundamental tersebut secara mandiri tidak memiliki daya prediksi yang bermakna terhadap probabilitas *financial distress*.

Implikasi Teoritis dan Praktis

Secara teoritis, penelitian ini memberikan dua kontribusi utama. Pertama, studi ini memperluas aplikasi integrasi *Agency Theory* dan *Upper Echelons Theory* dalam konteks prediksi *financial distress* pada pasar modal negara berkembang, khususnya BEI. Kedua, temuan moderasi *Board Diversity* yang bersifat memperlemah memberikan bukti empiris bahwa keberagaman tata kelola tidak selalu bersifat linier positif, efektivitasnya bergantung pada konteks industri, level heterogenitas, dan kualitas mekanisme koordinasi internal dewan.

Secara praktis, implikasi penelitian ini dirangkum dalam Tabel 4 berikut:

Tabel 6. Implikasi Praktis Penelitian

Dimensi	Temuan Kunci	Implikasi Praktis
Manajerial	Profitabilitas adalah satu-satunya prediktor signifikan <i>financial distress</i> (H1 diterima; MFX = -4.926, $p < 0.01$)	Manajemen harus memprioritaskan strategi peningkatan margin laba melalui efisiensi biaya operasional dan optimalisasi aset sebagai <i>buffer</i> utama terhadap risiko kebangkrutan
Tata Kelola	<i>Board Diversity</i> memperlemah efek protektif profitabilitas (H4 diterima; koef. interaksi positif signifikan)	Perusahaan perlu mendesain komposisi dewan secara strategis, keberagaman yang terlalu tinggi tanpa disertai mekanisme koordinasi yang kuat justru menghambat responsivitas dewan dalam kondisi tekanan finansial
Investor	Pertumbuhan penjualan dan arus kas operasi tidak signifikan dalam jangka pendek pada sektor properti	Investor disarankan tidak hanya mengandalkan indikator top-line growth atau arus kas operasional dalam menilai kerentanan emiten properti, melainkan mengutamakan analisis profitabilitas berbasis ROA
Regulator	Heterogenitas dewan yang berlebihan berpotensi memicu <i>agency conflict</i> baru yang merugikan resiliensi korporasi	OJK perlu mempertimbangkan penetapan panduan optimal komposisi <i>Board Diversity</i> yang tidak hanya menekankan kuantitas representasi gender, tetapi juga mekanisme koordinasi efektif antar anggota dewan

Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diakui secara eksplisit sebagai bagian dari integritas ilmiah, sekaligus membuka agenda penelitian yang dapat dijajaki oleh peneliti selanjutnya. Tabel 7 merangkum keterbatasan beserta rekomendasi pengembangannya.

Tabel 7. Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang

No.	Keterbatasan Penelitian	Agenda Penelitian Mendatang
1	Proksi <i>Board Diversity</i> hanya mengukur dimensi keberagaman gender, belum mencakup latar belakang pendidikan, pengalaman industri, usia, dan etnis anggota dewan	Penelitian mendatang disarankan menggunakan indeks <i>Board Diversity</i> multidimensi (<i>Blau Index</i> atau <i>Shannon Entropy</i>) yang mengintegrasikan seluruh dimensi keberagaman relevan
2	Penelitian hanya mencakup sektor properti dan <i>real estate</i> sehingga generalisasi temuan ke sektor lain memerlukan kehati-hatian	Replikasi studi pada sektor <i>capital-intensive</i> lain (infrastruktur, pertambangan, konstruksi) untuk menguji konsistensi temuan lintas konteks industri
3	Model Grover sebagai alat klasifikasi <i>financial distress</i> memiliki keterbatasan dalam menangkap nuansa kesulitan keuangan yang bersifat parsial atau bertahap	Penggunaan model klasifikasi alternatif seperti Altman Z-Score, Springate, atau pendekatan machine learning untuk perbandingan robustness hasil
4	Potensi <i>endogeneity</i> antara profitabilitas dan <i>financial distress</i> tidak diuji secara eksplisit dalam penelitian ini	Penelitian mendatang dapat menggunakan pendekatan <i>instrumental variable</i> (IV) atau system GMM untuk mengatasi <i>potensi endogeneity</i> dalam hubungan profitabilitas- <i>financial distress</i>
5	Variabel moderasi terbatas pada satu dimensi tata kelola (<i>board diversity</i>), belum mempertimbangkan mekanisme governance lain yang relevan	Integrasi variabel kompensasi eksekutif, kepemilikan institusional, dan kualitas audit eksternal sebagai variabel moderasi alternatif untuk gambaran governance yang lebih komprehensif

Sumber: Dikembangkan dari refleksi metodologis penelitian ini (2026)

Secara keseluruhan, penelitian ini berkontribusi pada penguatan literatur *financial distress* di Indonesia dengan membuktikan bahwa optimalisasi profitabilitas merupakan garda terdepan mitigasi risiko kebangkrutan pada emiten properti. Namun, desain tata kelola perusahaan tidak dapat diabaikan. Proporsi keberagaman dewan yang tidak diimbangi dengan mekanisme koordinasi yang efektif justru berpotensi menjadi faktor yang memperlemah ketangguhan finansial korporasi di tengah *turbulence* ekonomi yang semakin tidak terduga.

Referensi

- Abadi, M. T., Dwi, & Misidawati, N. (2020). *Prediksi Kebangkrutan Perusahaan (Teori, Metode, Implementasi)*. Zahir Publishing
- Agustin, T. A., Widiawati, H. S., & Faisol. (2025). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage, dan Total Arus Kas terhadap Financial Distress pada Perusahaan di JII Periode 2021-2024. . *Balance: Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 4(2), 53–60.
- Andayani, W. , & Kasim, E. S. (2023). Corporate governance and managerial expertise influence on financial distress : the mediating role of financial performance Corporate governance and managerial expertise influence on financial distress. *International Journal of Entrepreneurship and Business Management*. <https://doi.org/10.1504/IJBEM.2021.118344>
- Aulia, M. F., Indiraswari, S. D., & Sari, A. R. (2025). Profitability Moderates the Effect of Leverage, Liquidity, Activity, Operating cash flow, and Sales growth on Financial distress.

- Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(2), 178–191.
<https://ojs.unimal.ac.id/jak/article/view/22872>
- Brigham, & Houston. (2016). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat
- Cahyana, A., Indramawan, A., & Himawan, I. S. (2025). Pengaruh Leverage, Arus Kas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress (Studi Kasus Perusahaan Sub Sektor Energi Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2020-2024). *Jurnal Masharif Al-Syariah: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 10(24), 2784–2808.
- Cahyono, Y. T., & Hidayanti, N. (2023). The Effect of Sales Growth, Profitability, Liquidity, and Operating Cash Flow in Predicting Financial Distress During the Covid-19 Pandemic (pp. 824–837). *International Conference on Economics and Business Studies*.
- Damayanti, A., & Fathihani. (2024). Pengaruh Cash Flow, Sales growth, dan Operating Capacity Terhadap Financial Distress. *Journal of Management and Innovation Entrepreneurship (JMIE)*, 2(1), 1–7.
- Endayani, N. K. E., Widnyana, I. W., & Sukadana, I. W. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Dan Leverage Dalam Memprediksi Financial Distress Pada Perusahaan Aneka Industri Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *VALUES*, 1(4), 94–101.
- Fitriana. (2024). Buku Ajar Analisis Laporan Keuangan. In *Akademi Keuangan dan Perbankan Riau (AKBAR)*. CV Malik Rizki Amanah.
- Irawan, P., Damayanti, E., Pratama, R. P., Siagian, L. D., & Hanggraeni, D. (2025). Operational Risk And Bank Profitability: Analyzing Bopo And Efficiency Ratios In Indonesian Commercial Banks. *Jurnal Pendidikan Indonesia*, 6(1), 338.
- Irwansyah, M. R., Prameswari, V. D., & Tripalupi, L. E. (2020). Board diversity dan Kualitas Laba: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. . *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 5(2), 377–390.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kristianto, E. J., & Beny, B. (2024). OCF, Sales Growth, Dan Rasio Keuangan Lainnya Yang Memengaruhi Financial Distress. *E-Jurnal Manajemen Trisakti School of Management (TSM)*, 4(2), 219–234.
- Machruz, M. Z. (2024). *Pengaruh Gender Diversity, Corporate Governance, Firm Size, dan Sales Growth Terhadap Financial Distress*.
- Melón-Izco, Á. , Ruiz-Cabestre, F. J., & Ruiz-Olalla, M. C. (2020). Diversity in the board of directors and good governance practices. *Economics and Business Letters*, 9(2), 97–105.
<https://doi.org/10.17811/eb1.9.2.2020.97-105>
- Nosita, F. , & Jusman, J. (2019). Financial distress Dengan Model Altman Dan Springate. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 20(2), 66–81. <https://doi.org/10.30596/jimb.v20i2.3120>
- Ramadanty, A. P., & Khomsiyah, K. (2022). Pengaruh Intellectual Capital dan Diversity Gender terhadap Financial Distress Dimoderasi oleh Firm Size. *Owner*, 6(4), 3743–3750.
<https://doi.org/10.33395/owner.v6i4.1132>
- Saputra, A. B. , Mansur, F., & Hernando, R. (2025). Pengaruh Sales Growth, Operating Cash Flow dan Profit Growth Terhadap Financial Distress. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 10(1), 39–53. <https://doi.org/10.22437/jaku.v10i01.46056>
- Umair, A. Q., Yousaf, B., Jebran, K., & Wang, M. (2021). Can board diversity predict the risk of financial distress ? *January*. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0252>
-

- Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026). Financial flexibility as a moderator of corporate governance effects on SME performance and risk: Evidence from the emerging market. *Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions*, 16(1), 32. <https://doi.org/10.22495/rgcv16i1p3>
- Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026). Free cash flow and SME performance in Indonesia: the moderating role of governance in market perception vs. operational reality. *SN Business & Economics*, 6(3), 68. <https://doi.org/10.1007/s43546-026-01076-x>