



Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, dan Financial Distress dimoderasi Leverage

Noval Alief Rahman Aditya, Rida Perwita Sari S*

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Prodi Akutansi, Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jawa Timur, Surabaya

Jl. Rungkut Madya, Gn. Anyar, Kec. Gn. Anyar, Surabaya, Jawa Timur, Indonesia

Email: ¹21013010237@student.upnjatim.ac.id, ^{2,*}ridaps.ak@upnjatim.ac.id

Email Penulis Korespondensi: ridaps.ak@upnjatim.ac.id

Submitted: 30/06/2026; Accepted: 11/08/2026; Published: 13/08/2026

Abstrak—Riset ini memiliki fokus dalam menguji kemampuan jumlah dewan direksi dan proporsi komisaris independen sebagai proksi Good Corporate Governance, serta Corporate Social Responsibility dalam mempengaruhi risiko terjadinya Financial Distress pada suatu emiten dengan dimoderasi leverage. Pendekatan kuantitatif asosiatif kausal dijalankan berdasarkan subjek penelitian yang meliputi emiten subsektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan terdaftar Bursa Efek Indonesia periode 2021-2024. Sampel final penelitian mencakup 24 perusahaan dengan total 96 observasi. Analisis regresi logistik dengan Moderated Regression Analysis dijalankan menggunakan software IBM SPSS versi 31. Altman Z-Score dengan penyesuaian khusus perusahaan non-manufaktur menjadi formula untuk menilai financial distress dengan 57,3% observasi terklasifikasi mengalami kondisi tersebut. Hasil pengujian menemukan pengaruh signifikan negatif dari dewan direksi dan corporate social responsibility terhadap risiko financial distress ($p\text{-value}=0,015$ & $0,044$; $B=-1,831$ & $-6,345$). Sebaliknya, proporsi komisaris independen dinilai tidak punya pengaruh signifikan atas financial distress ($p\text{-value}=0,668$). Leverage sebagai pemoderasi terbukti memperkuat efek protektif komisaris independen terhadap financial distress pada kondisi leverage tinggi, serta memperlemah efek protektif CSR ketika beban hutang perusahaan meningkat ($p\text{-value}=0,043$ & $0,007$; $B=-23,482$ & $18,346$). Namun, leverage tidak terbukti memoderasi hubungan dewan direksi dengan financial distress ($p\text{-value}=0,510$). Implikasi penemuan ini menegaskan bahwa penguatan struktur dewan direksi dan pengungkapan CSR menjadi mekanisme protektif utama dalam mengantisipasi risiko financial distress, dengan manajemen leverage yang prudent sebagai prasyarat penting agar efektivitas CSR dan komisaris independen dapat berfungsi secara optimal, khususnya pada industri pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang rentan guncangan ekonomi eksternal. Kontribusi teoritis penelitian ini terletak pada pengujian simultan peran leverage sebagai moderator hubungan GCG dan CSR terhadap financial distress pada sektor pariwisata pascapandemi yang masih jarang diteliti. Secara praktis, temuan ini menjadi acuan bagi manajemen dan investor dalam menyusun kebijakan tata kelola dan pengungkapan CSR yang adaptif terhadap kondisi struktur modal, serta memberi masukan bagi regulator dalam mendorong kualitas pengawasan komisaris independen yang substantif, bukan sekadar kepatuhan formal terhadap batas minimum 33,3%.

Kata Kunci: Financial Distress; Good Corporate Governance; Corporate Social Responsibility; Leverage; Dewan Direksi; Dewan Komisaris Independen

Abstract—This research aims to examine the influence of board of director size and the proportion of independent commissioners as proxies of Good Corporate Governance, along with Corporate Social Responsibility, on the likelihood of Financial Distress among listed companies, with leverage as a moderating variable. A casual associative quantitative approach was employed, with the research subjects comprising listed companies in the tourism, recreation, restaurant, and hospitality sub-sectors on the Indonesia Stock Exchange during the 2021-2024 period. The final sample consisted of 24 companies yielding a total of 96 observations. Logistic regressions analysis incorporating Moderated Regression Analysis (MRA) was conducted using IBM SPSS version 31. Financial distress was assessed using Altman Z-Score model with specific adjustments for non-manufacturing firms, with 57.3% of observations classified as distressed. The findings reveal that board of director size and corporate social responsibility disclosure exert a significant negative effect on the risk of financial distress ($p\text{-value}=0,015$ & $0,044$; $B=-1,831$ & $-6,345$). Conversely, the proportion of independent commissioners was found to have no significant effect on financial distress ($p\text{-value}=0,668$). Regarding moderation effects, leverage was found to significantly strengthen the protective role of independent commissioners under high-leverage conditions, while simultaneously weakening the protective effect of CSR disclosure when debt burden increases ($p\text{-value}=0,043$ & $0,007$; $B=-23,482$ & $18,346$). However, leverage did not significantly moderate the relationship between board of directors and financial distress ($p\text{-value}=0,510$). The implications of these findings suggest that strengthening board structure and enhancing CSR disclosure serve as primary protective mechanisms against financial distress risk, with prudent leverage management serving as a critical prerequisite for the effectiveness of CSR and independent commissioner oversight, particularly within the tourism, recreation, restaurant, and hospitality industries, which are inherently susceptible to external economic shocks. This study contributes theoretically by simultaneously testing leverage as a moderator of the GCG-CSR relationship with financial distress in the post-pandemic tourism sector, a context rarely examined in prior research. Practically, these findings serve as a reference for management and investors in designing governance policies and CSR disclosure that are adaptive to capital structure conditions, and offer input for regulators in encouraging substantive independent commissioner oversight beyond mere formal compliance with the 33.3% minimum threshold.

Keywords: Financial Distress; Good Corporate Governance; Corporate Social Responsibility; Leverage; Board of Director; Independent Commissioners

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk mewujudkan laba dan mempertahankan keberlangsungan usahanya. Dalam praktiknya, setiap perusahaan dihadapkan pada berbagai tantangan, baik dari dinamika internal maupun lingkungan eksternal, yang sulit diprediksi menuntut manajemen yang baik untuk dapat meminimalisir risiko dan mengantisipasi kesulitan keuangan. Salah satu fenomena eksternal global yang paling signifikan adalah mewabahnya Coronavirus



Disease-19 (Covid-19), yang memaksakan pemerintah di seluruh dunia memberlakukan kebijakan pembatasan kegiatan sosial dan ekonomi (McKibbin & Fernando, 2023). Konsekuensinya, sejumlah industri—terutama yang bergantung pada interaksi manusia dan perjalanan seperti pariwisata, akomodasi, dan kuliner—mengalami penurunan penjualan lebih dari 50%.

Sebagai salah satu sektor yang paling terdampak, industri pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan menghadapi gelombang tantangan keuangan yang besar. Penelitian Joshi & Bashkar (2020) mencatat penurunan okupansi hotel hingga 40% secara year-on-year pada Maret 2020, yang berdampak langsung pada jutaan karyawan. Kondisi ini tercermin pada badan usaha sub sektor serupa terdaftar BEI, di mana hasil analisis Altman Z-Score sejumlah emiten menunjukkan nilai di bawah 2,6—batas kesehatan finansial perusahaan—selama periode 2021-2024. Muwanah & Perwita Sari (2023) menjabarkan bahwa pendekatan formula Altman Z-Score efektif dalam mendeteksi indikasi awal pada masa pandemi, khususnya untuk perusahaan yang mengalami tekanan finansial akibat guncangan eksternal. Temuan ini mendukung argumen bahwa sejumlah perusahaan di sektor ini belum sepenuhnya pulih dari kondisi financial distress pascapandemi.

Financial distress merupakan kondisi yang menggambarkan penurunan keuangan perusahaan sebagai indikasi pailit (Platt & Platt, 2002). Dalam konteks krisis seperti pandemi, kebijakan preventif, yang diambil manajemen menjadi sangat krusial. Teori agensi menegaskan pentingnya hubungan antara principal (pemegang saham) dan agen (manajemen), di mana Good Corporate Governance (GCG) menjadi sistem yang mengakomodasi kepentingan stakeholder melalui pengawasan kebijakan manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Sejumlah penelitian mendukung hubungan signifikan antara GCG dan penurunan risiko financial distress (Nasiroh, 2018; Dwi et al., 2023), meskipun terdapat hasil antar penelitian terkait proksi GCG mana yang paling berpengaruh.

Di luar mekanisme GCG, Corporate Social Responsibility (CSR) menjadi variabel menarik dalam penelitian ini dalam konteks memitigasi financial distress). Berdasarkan teori legitimasi (Brown & Deegan, 1998), perusahaan umumnya juga melibatkan kesejahteraan sosial dan perlindungan lingkungan sekitar dalam kepentingan mereka di luar tujuan utama pada profit usaha. Pengungkapan CSR diyakini dapat membantu perusahaan dalam mempertahankan citra baik dengan secara tidak langsung mempermudah akses pembiayaan perusahaan di saat krisis (Boubaker et al., 2020). Perwita Sari et al. (2025) dalam penelitiannya menyetujui bahwa penerapan mekanisme GCG yang baik memiliki andil yang kuat dalam kinerja keberlanjutan, baik dimensi sosial maupun lingkungan yang menjadi pondasi kuat perusahaan dalam mengungkapkan CSR berkualitas. Hal ini sejalan dengan studi internasional terkini oleh Helfaya (2025) terhadap 99 perusahaan sektor pariwisata dan perhotelan di 25 negara, yang menemukan bahwa keselarasan CSR dengan tata kelola perusahaan mendorong kinerja keberlanjutan jangka panjang, bahkan di tengah krisis Covid-19. Namun, beberapa penelitian justru menunjukkan hasil kurangnya pengaruh signifikan CSR terhadap financial distress (Aziz et al., 2023; Fachrunnisa et al., 2024), sehingga inkonsistensi hasil pengujian menarik untuk menjadi topik penelitian lebih lanjut.

Research gap penelitian ini secara khusus didasarkan pada lima penelitian terdahulu. Adzroo & Suryaningrum (2023) menemukan bahwa leverage turut berperan dalam hubungan GCG dan CSR terhadap financial distress pada perusahaan manufaktur, namun belum memposisikan leverage sebagai variabel moderasi formal. Setiorini et al. (2022) dan Jamilah et al. (2025) secara eksplisit memoderasi leverage atas hubungan GCG dan CSR terhadap financial distress, tetapi pada objek perbankan syariah dan pertambangan yang karakteristik struktur modalnya berbeda dari industri padat modal seperti pariwisata. Prasetya & Carolina (2023) menguji GCG terhadap financial distress dengan moderasi kinerja keuangan, bukan leverage, sehingga mekanisme moderasi beban utang belum tersentuh. Sementara itu, Nugraha & Wirajaya (2024) memoderasi leverage atas kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan komisaris independen, namun tidak menyertakan CSR maupun dewan direksi dan tidak dilakukan pada sektor pariwisata pascapandemi. Kelima penelitian tersebut menunjukkan bahwa peran leverage sebagai moderator hubungan GCG dan CSR terhadap financial distress belum banyak diuji secara simultan pada sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang mengalami siklus krisis-pemulihan pascapandemi, sehingga menjadi celah utama yang diisi oleh penelitian ini.

Penelitian akan memposisikan leverage sebagai variabel moderasi. Leverage mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya kepada kreditur dan dinilai dapat memengaruhi hubungan antara GCG, CSR, dan financial distress (Setiorini et al., 2022; Jamilah et al., 2025). Manajemen hutang yang buruk di tengah kondisi krisis bisa berakibat pada keterpurukan kondisi serta menguatkan risiko terjadinya financial distress. Penelitian akan mengisi celah penelitian dengan fokus pada sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang terdaftar BEI periode 2021-2024—sektor yang paling terdampak pandemi namun masih jarang diteliti dari perspektif moderasi leverage terhadap GCG dan CSR. Penelitian juga mencakup siklus lengkap fase krisis: fase Covid-19 (2021), pemulihan (2022-2023), dan stabil (2024). Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dewan direksi, komisaris independen, dan Corporate Social Responsibility terhadap Financial Distress, serta menguji peran leverage sebagai variabel moderasi pada hubungan tersebut, pada emiten sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang terdaftar di BEI periode 2021–2024.

Penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan memperluas pengujian peran leverage sebagai variabel moderasi hubungan GCG dan CSR terhadap financial distress pada konteks sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan pascapandemi yang selama ini jarang disentuh secara simultan, sekaligus memperkaya literatur teori keagenan, teori legitimasi, dan debt covenant hypothesis dalam menjelaskan interaksi tata kelola, tanggung jawab sosial, dan struktur modal. Secara praktis, temuan ini berkontribusi bagi manajemen dalam merancang komposisi



dewan direksi dan strategi pengungkapan CSR yang responsif terhadap tingkat leverage perusahaan, bagi investor dalam mengevaluasi risiko financial distress emiten sektor pariwisata, serta bagi regulator dalam menyusun kebijakan pengawasan tata kelola yang mempertimbangkan kondisi struktur modal perusahaan.

2. METODE PENELITIAN

2.1 Jenis dan Desain Penelitian

Penelitian yang dijalankan merupakan penelitian kuantitatif asosiatif kausal (explanatory research) untuk menguji kausalitas antar variabel diteliti (Sekaram & Bougie, 2016; Sugiyono, 2016). Subjek penelitian adalah emiten sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan terdaftar BEI periode 2021-2024. Pemilihan periode didasarkan pada relevansinya dalam menggambarkan dinamika kondisi keuangan perusahaan mulai dari puncak krisis hingga fase pemulihan pascapandemi, mengingat sektor ini memiliki karakteristik high fixed cost dan high leverage yang menjadikannya sangat rentan terhadap fenomena luar biasa (Wieczorek-Kosmala, 2021).

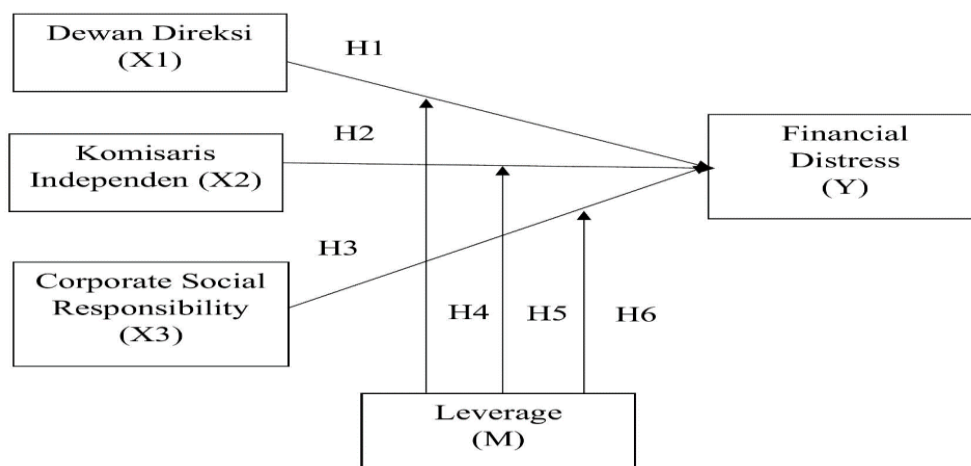
Pemilihan regresi logistik biner didasarkan pada sifat variabel dependen yang dikotomis (mengalami/tidak mengalami financial distress), di mana pendekatan ini lebih sesuai dibandingkan regresi linear berganda yang mensyaratkan variabel dependen bersifat kontinu (Hosmer Jr et al., 2013). Periode 2021-2024 dipilih untuk menangkap siklus lengkap tekanan keuangan sektor pascapandemi, mencakup fase krisis lanjutan (2021), pemulihan bertahap (2022-2023), hingga fase stabilisasi (2024), sehingga memungkinkan generalisasi hasil pada kondisi struktur modal yang lebih beragam.

2.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian meliputi 53 perusahaan sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang terdaftar BEI. Purposive sampling dijalankan sebagai prosedur penyaringan dengan kriteria utama: (1) terdaftar aktif secara konsisten di BEI sepanjang tahun 2021-2024; (2) melaporkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara konsisten; (3) menerbitkan sustainability report atau laporan keberlanjutan; (4) melaporkan struktur dewan direksi dan dewan komisaris independen; serta (5) mengecualikan extreme outlier yang ditemukan dalam proses observasi awal. Penyaringan ini menghasilkan total sampel final sebanyak 24 perusahaan dengan total 96 observasi (data panel empat tahun).

2.3 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual penelitian ini menggambarkan hubungan langsung antara dewan direksi, komisaris independen, dan Corporate Social Responsibility terhadap financial distress (H1-H3), serta peran leverage sebagai variabel moderasi pada masing-masing hubungan tersebut (H4-H6), sebagaimana disajikan pada Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Semua gambar yang digunakan dalam penelitian ini disajikan agar jelas, dapat terbaca normal, dan tidak buram, sebagaimana terlihat pada Gambar 1.

2.4 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah financial distress, yang diukur menggunakan formula Altman Z-Score yang disesuaikan untuk perusahaan non-manufaktur (jasa): $Z\text{-Score} = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$, di mana $X1 = \text{Working Capital/Total Assets}$, $X2 = \text{Retained Earnings/Total Assets}$, $X3 = \text{EBIT/Total Assets}$, dan $X4 = \text{Book Value of Equity/Total Liabilities}$. Perusahaan dikategorikan mengalami financial distress (nilai 1) jika $Z\text{-Score} \leq 2,6$, dan tidak mengalami financial distress (nilai 0) jika $Z\text{-Score} > 2,6$ (Platt & Platt, 2006).



Variabel Independen dalam penelitian meliputi: (1) Dewan Direksi (DIR), diukur dengan total anggota dewan direksi yang menjabat; (2) Komisaris Independen (KOM_IND), diukur sebagai proporsi komisaris independen atas keseluruhan anggota dewan komisaris; (3) Corporate Social Responsibility, diukur menggunakan CSR Index berdasarkan GRI Standard 2016 dengan 47 indikator yang mencakup dimensi ekonomi, lingkungan, dan sosial. Variabel moderasi adalah Leverage (LEVERAGE), yang diukur dengan menggunakan Debt to Assets Ratio (DAR) = Total Liabilities/Total Assets, yang dipilih karena menggambarkan proporsi aset yang dibiayai utang pada industri capital-intensive seperti pariwisata dan perhotelan (Setiorini et al., 2022).

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian teoritis dan tinjauan empiris, dirumuskan enam hipotesis penelitian: H1: Dewan direksi berpengaruh terhadap financial distress; H2: Komisaris independen berpengaruh terhadap financial distress; H3: Corporate Social Responsibility berpengaruh terhadap financial distress; H4: Leverage memoderasi pengaruh dewan direksi terhadap financial distress; H5: Leverage memoderasi pengaruh komisaris independen terhadap financial distress; H6: Leverage memoderasi pengaruh corporate social responsibility terhadap financial distress.

2.6 Teknik Analisis Data

Teknik analisis utama yang digunakan adalah regresi logistik biner dengan Moderated Regression Analysis (MRA), mengingat variabel dependen financial distress bersifat dikotomis (Ghozali, 2018; Hosmer Jr et al., 2013). Pengujian dilakukan dalam dua model: Model 1 (pengaruh langsung) dan Model 2 (dengan moderasi leverage). Untuk menghindari multikolinearitas struktural pada Model 2, variabel interaksi dibentuk melalui pendekatan mean centering. Kelayakan model dievaluasi menggunakan Omnibus Test of Model Coefficient, Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Test, Model Summary (-2LL dan Nagelkerke R^2), serta uji klasifikasi. Pengujian hipotesis dilakukan dengan Uji Wald pada taraf signifikan $\alpha=0,05$. Keseluruhan analisis diproses menggunakan IBM SPSS versi 31.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Hasil Pengujian

3.1.1 Statistik Deskriptif

Pengujian statistik deskriptif dilakukan terhadap 96 observasi dari 24 perusahaan sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan yang terdaftar BEI periode 2021-2024. Ringkasan statistik deskriptif disajikan dalam Tabel 1 berikut.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Keterangan
Dewan Direksi (DIR)	96	2	8	3,78	1,643	Jumlah Anggota
Komisaris Independen (KOM_IND)	96	0,333	1,000	0,436	0,114	Proporsi (0-1)
CSR Index (CSR)	96	0,085	0,936	0,451	0,192	Index (0-1)
Leverage (LEVERAGE)	96	0,039	0,964	0,413	0,248	DAR (0-1)
Financial Distress (FD)	96	0	1	0,57	-	Dikotomis

Dewan direksi pada sampel penelitian memiliki rentang anggota antara 2 hingga 8 orang dengan nilai rata-rata 3,78, mencerminkan variasi kompleksitas model bisnis antar perusahaan. Proporsi komisaris independen menunjukkan minimum 0,333 yang selaras dengan batas minimal regulasi OJK, dengan rata-rata 0,436 yang mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan telah melampaui kewajiban regulasi tersebut. CSR Index memperlihatkan variasi cukup besar (0,085-0,936), menggambarkan perbedaan signifikan dalam tingkat komitmen pelaporan keberlanjutan antar perusahaan. Variabel leverage sendiri memiliki nilai rata-rata DAR 0,413. Sedangkan distribusi variabel financial distress menunjukkan hasil 55 dari 96 observasi (57,3%) dikategorikan mengalami financial distress, menghasilkan komposisi data yang relatif berimbang dan representatif untuk keperluan analisis regresi logistik biner.

3.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan menggunakan Ordinary Least Square (OLS) dengan indikator Variance Inflation Factor (VIF) dan Tolerance. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2, seluruh variabel Model 1 maupun Model 2 memenuhi kriteria Tolerance > 0,1 dan VIF < 10, sehingga tidak teridentifikasi masalah multikolinearitas yang serius pada kedua model.

Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance (Model 1)	VIF (Model 1)	Tolerance (Model 2)	VIF (Model 2)
Dewan Direksi	0,852	1,173	0,711	1,406
Komisaris Independen	0,833	1,200	0,615	1,627



Variabel	Tolerance (Model 1)	VIF (Model 1)	Tolerance (Model 2)	VIF (Model 2)
CSR Index	0,947	1,056	0,825	1,212
Interaksi DIRxLEV	-	-	0,718	1,393
Interaksi KOMINDxLEV	-	-	0,617	1,621
Interaksi CSRxLEV	-	-	0,743	1,345

Secara rinci, variabel Dewan Direksi menunjukkan nilai Tolerance 0,852 dan VIF 1,173 pada Model 1, yang meningkat menjadi Tolerance 0,711 dan VIF 1,406 pada Model 2 setelah penambahan variabel interaksi. Pola serupa terlihat pada Komisaris Independen, dengan Tolerance menurun dari 0,833 (VIF 1,200) pada Model 1 menjadi 0,615 (VIF 1,627) pada Model 2, sedangkan CSR Index bergerak dari Tolerance 0,947 (VIF 1,056) menjadi 0,825 (VIF 1,212). Ketiga variabel interaksi pada Model 2 juga berada pada rentang aman, yaitu DIRxLEV (Tolerance 0,718; VIF 1,393), KOMINDxLEV (Tolerance 0,617; VIF 1,621), dan CSRxLEV (Tolerance 0,743; VIF 1,345). Peningkatan VIF pada Model 2 merupakan konsekuensi wajar dari penambahan variabel interaksi yang secara struktural berkorelasi dengan variabel pembentuknya, namun karena seluruh nilai VIF tetap jauh di bawah ambang batas 10 dan Tolerance tetap di atas 0,1, penerapan pendekatan mean centering terbukti efektif dalam menekan risiko multikolinearitas struktural akibat interaksi antarvariabel, sehingga estimasi koefisien pada kedua model dapat diinterpretasikan secara andal.

3.1.3 Uji Kelayakan Model

Omnibus Test of Model Coefficients menghasilkan hasil signifikan untuk kedua model (Model 1: Chi-square = 98,034, df = 4, $p < 0,001$; Model 2: Chi-square = 22,514, df = 6, $p < 0,001$), membuktikan bahwa penambahan variabel independen secara signifikan meningkatkan kemampuan prediksi model dibandingkan null model. Uji Hosmer-Lemeshow mengonfirmasi kelayakan kedua model (Model 1: Chi-square = 4,467, $p = 0,813$; Model 2: Chi-square = 14,052, $p = 0,060$), yang berarti tidak terdapat perbedaan signifikan antara nilai observasi dan prediksi model. Nilai Nagelkerke R^2 sebesar 0,859 pada Model 1 dan 0,281 pada Model 2 mencerminkan kemampuan prediksi yang baik untuk model 1 dan moderat untuk model 2. Uji klasifikasi mencatat akurasi keseluruhan 92,7% (Model 1) dan 66,7% (Model 2), model 1 dinyatakan sangat baik sedangkan model 2 tergolong moderat (Ghozali, 2018).

3.1.4 Hasil Analisis Regresi Logistik dan Uji Hipotesis

Hasil analisis regresi logistik untuk Model 1 (pengaruh langsung) dan Model 2 (dengan moderasi leverage) disajikan pada Tabel 3 dan Tabel 4 berikut

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Logistik Model 1 (Pengaruh Langsung)

Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.	Exp(B)	Keterangan
Dewan Direksi (DIR)	-1,831	0,751	5,940	0,015*	0,160	Signifikan
Komisaris Independen (KOM_IND)	-3,518	8,201	0,184	0,668	0,030	Tidak Sig.
CSR Index (CSR)	-6,345	3,153	4,049	0,044*	0,002	Signifikan
Leverage (LEVERAGE)	31,544	10,825	8,491	0,004**	5×10^{13}	Signifikan
Konstanta	-1,002	4,758	0,044	0,833	0,367	-

Keterangan: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.

Berdasarkan Tabel 3, variabel Dewan Direksi (DIR) menunjukkan koefisien negatif sebesar -1,831 dengan nilai Wald 5,940 dan probabilitas 0,015 ($p < 0,05$), yang berarti penambahan jumlah anggota dewan direksi secara statistik signifikan menurunkan probabilitas terjadinya financial distress; nilai Exp(B) sebesar 0,160 menunjukkan bahwa setiap penambahan satu anggota dewan direksi menurunkan odds terjadinya financial distress hingga sekitar 84%. Variabel Komisaris Independen (KOM_IND) memiliki koefisien -3,518 namun dengan standard error yang relatif besar (8,201) sehingga nilai Wald hanya 0,184 dan probabilitas 0,668 ($p > 0,05$), menandakan bahwa proporsi komisaris independen belum terbukti berpengaruh signifikan terhadap financial distress pada model pengaruh langsung ini. Variabel CSR Index (CSR) menunjukkan koefisien negatif -6,345 dengan Wald 4,049 dan probabilitas 0,044 ($p < 0,05$), yang berarti peningkatan pengungkapan CSR secara signifikan menurunkan risiko financial distress, dengan Exp(B) sebesar 0,002 yang mengindikasikan efek protektif yang cukup kuat. Variabel Leverage yang turut dimasukkan sebagai prediktor pada Model 1 menunjukkan koefisien positif sebesar 31,544 dengan Wald 8,491 dan probabilitas 0,004 ($p < 0,01$), mengonfirmasi bahwa peningkatan rasio utang terhadap aset secara signifikan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami financial distress. Nilai konstanta sebesar -1,002 tidak signifikan ($p = 0,833$), yang wajar karena konstanta hanya merepresentasikan nilai dasar model tanpa makna substantif tersendiri. Selanjutnya, hasil analisis regresi logistik Model 2 yang memasukkan variabel interaksi sebagai wujud peran moderasi leverage disajikan pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Logistik Model 2 (Efek Moderasi Leverage)

Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.	Exp(B)	Keterangan
Dewan Centered (DIR_C)	-0,577	0,190	9,224	0,002	0,562	Signifikan
KOMIND Centered (KOMIND_C)	-6,196	2,880	4,628	0,031	0,002	Signifikan



Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.	Exp(B)	Keterangan
CSR Index Centered (CSR_C)	-3,102	1,455	4,543	0,033	0,045	Signifikan
DIRxLEV (DIR_LEV)	0,448	0,680	0,434	0,510	1,566	Tidak Sig.
KOMINDxLEV (KOMI_LEV)	-23,482	11,611	4,090	0,043	<0,001	Signifikan
CSRxLEV (CSR_LEV)	18,346	6,835	7,205	0,007	$9,28 \times 10^7$	Signifikan
Konstanta	0,117	0,238	0,242	0,623	1,124	-

Tabel 4 menunjukkan bahwa setelah dilakukan mean centering, ketiga variabel utama tetap berpengaruh negatif dan signifikan terhadap financial distress: Dewan Direksi (DIR_C) dengan koefisien -0,577 (Wald 9,224; $p=0,002$), Komisaris Independen (KOMIND_C) dengan koefisien -6,196 (Wald 4,628; $p=0,031$), dan CSR Index (CSR_C) dengan koefisien -3,102 (Wald 4,543; $p=0,033$), yang menegaskan konsistensi arah pengaruh ketiga variabel tersebut sekalipun telah memperhitungkan efek interaksi dengan leverage. Pada variabel interaksi, DIRxLEV menunjukkan koefisien positif 0,448 namun tidak signifikan (Wald 0,434; $p=0,510$), yang berarti leverage tidak terbukti memoderasi hubungan antara dewan direksi dan financial distress. Sebaliknya, KOMINDxLEV menunjukkan koefisien negatif sebesar -23,482 dengan Wald 4,090 dan probabilitas 0,043 ($p<0,05$), yang berarti pada tingkat leverage yang lebih tinggi, efek protektif komisaris independen terhadap financial distress justru semakin menguat. Variabel CSRxLEV menunjukkan koefisien positif sebesar 18,346 dengan Wald 7,205 dan probabilitas 0,007 ($p<0,01$), mengindikasikan bahwa pada tingkat leverage yang lebih tinggi, efek protektif CSR terhadap financial distress justru melemah, dengan nilai Exp(B) sebesar $9,28 \times 10^7$ yang mencerminkan besarnya perubahan odds akibat interaksi tersebut. Konstanta sebesar 0,117 tidak signifikan ($p=0,623$), sebagaimana lazim ditemukan pada model dengan variabel yang telah dipusatkan (centered).

Ringkasan keputusan atas keenam hipotesis penelitian, berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 3 dan Tabel 4, disajikan pada Tabel 5 berikut.

Tabel 5. Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	p-value	Arah	Keputusan
H1: Dewan Direksi berpengaruh terhadap Financial Distress	0,015 (Signifikan)	Negatif (-1,831)	Didukung
H2: Komisaris Independen berpengaruh terhadap Financial Distress	0,668 (Tidak Sig.)	Negatif (-3,518)	Tidak Didukung
H3: CSR berpengaruh terhadap Financial Distress	0,044 (Signifikan)	Negatif (-6,345)	Didukung
H4: Leverage memoderasi pengaruh Dewan Direksi terhadap Financial Distress	0,510 (Tidak Sig.)	Positif (0,448)	Tidak Didukung
H5: Leverage memoderasi pengaruh Komisaris Independen terhadap Financial Distress	0,043 (Signifikan)	Negatif (-23,482)	Didukung
H6: Leverage memoderasi pengaruh CSR terhadap Financial Distress	0,007 (Signifikan)	Positif (18,346)	Didukung

Berdasarkan Tabel 5, dari enam hipotesis yang diuji, empat hipotesis terbukti didukung oleh data, yaitu H1 (pengaruh negatif Dewan Direksi), H3 (pengaruh negatif CSR), H5 (moderasi negatif leverage atas pengaruh Komisaris Independen), dan H6 (moderasi positif leverage atas pengaruh CSR), sedangkan H2 (pengaruh Komisaris Independen) dan H4 (moderasi leverage atas pengaruh Dewan Direksi) tidak didukung karena nilai probabilitasnya melebihi 0,05. Pola ini menunjukkan bahwa peran pengawasan dewan direksi dan pengungkapan CSR konsisten menjadi mekanisme protektif utama terhadap risiko financial distress, baik secara langsung maupun ketika berinteraksi dengan struktur modal perusahaan, sementara efektivitas komisaris independen baru terlihat signifikan ketika berinteraksi dengan tingkat leverage yang dihadapi perusahaan.

3.2 Pembahasan

3.2.1 Pengaruh Dewan Direksi terhadap Financial Distress

Hasil Uji H1 membuktikan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap probabilitas terjadinya financial distress ($B = -1,831$; $p = 0,015$). Nilai Exp(B) sebesar 0,160 mengandung makna bahwa penambahan satu anggota dewan direksi mampu menekan probabilitas terjadinya financial distress hingga 84%. Temuan ini konsisten dengan landasan teori agensi yang menempatkan dewan direksi sebagai pengambil keputusan strategis sekaligus penjamin kepentingan saham dalam tata kelola perusahaan (Kalbuana et al., 2023). Lebih jauh, dewan direksi yang lebih besar cenderung menghasilkan resource pool yang lebih kaya, mencakup beragam pengalaman, jaringan, dan kompetensi yang diperlukan dalam merumuskan strategi menghadapi ancaman kesulitan keuangan (Pearce & Zahra, 1992). Hal ini menjadi sangat relevan bagi perusahaan di industri pariwisata dan perhotelan yang harus merespon tekanan eksternal dengan keputusan yang adaptif dan berani.

Temuan ini selaras dengan penelitian Prasetya & Carolina (2023) yang memvalidasi peran kapasitas dewan direksi dalam menurunkan risiko financial distress melalui fungsi pengawasan dan perencanaan komprehensif. Dari perspektif keberlanjutan korporat, Perwita Sari et al., (2025) menemukan bahwa GCG yang diimplementasikan secara



konsisten, termasuk di dalamnya efektivitas dewan direksi, berkontribusi nyata terhadap kinerja keberlanjutan perusahaan secara menyeluruh. Kapasitas dewan direksi memadai tidak hanya berperan dalam aspek finansial semata, tetapi juga mendorong pengambilan keputusan yang berorientasi jangka panjang guna menjaga reputasi dan stabilitas perusahaan di hadapan seluruh pemangku kepentingan. Sebaliknya, Nasiroh (2018) menyajikan temuan yang berbeda, berargumen bahwa jumlah dewan direksi yang terlalu besar justru dapat menimbulkan inefisiensi koordinasi. Perbedaan ini dapat dipahami melalui lensa konteks sektoral: industri pariwisata yang bergejolak pascapandemi justru membutuhkan diversifikasi perspektif dan keahlian yang lebih luas untuk menghadapi volatilitas pendapatan yang tinggi. Dari sudut pandang komparatif, hasil penelitian ini memperkuat argumen bahwa efektivitas dewan direksi dalam mencegah financial distress tidak hanya bergantung pada aspek formal seperti kepatuhan terhadap regulasi, melainkan lebih pada kualitas kapabilitas kolektif yang dimiliki oleh anggotanya. Dalam konteks industri pariwisata dan perhotelan yang sangat rentan terhadap guncangan eksternal seperti pandemi, krisis geopolitik, atau perubahan tren konsumen, kehadiran dewan direksi yang berkompetensi tinggi menjadi faktor penentu yang tidak tergantikan. Oleh karena itu, perusahaan di sektor ini perlu secara strategis memperhatikan komposisi dewan direksi bukan sekadar segi kuantitas, melainkan dari kualitas dan diversifikasi keahlian yang dimiliki guna membangun fondasi ketahanan keuangan yang lebih solid.

3.2.2 Pengaruh Komisaris Independen terhadap Financial Distress

Hasil berbeda ditemukan pada pengujian H2 yang menjabarkan bahwa proporsi komisaris independen tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap financial distress ($B = -3,518$; $p = 0,668$), sehingga H2 ditolak. Meskipun arah koefisien negatif sesuai dengan ekspektasi teori, nilai standar error yang sangat tinggi (8,201) mengindikasikan ketidakstabilan estimasi yang berkemungkinan terpengaruhi oleh keterbatasan variasi data. Mayoritas perusahaan dalam sampel hanya memenuhi batas minimum OJK sebesar 33,3%, sehingga variasi antarperusahaan dalam proporsi komisaris independen menjadi sangat terbatas.

Temuan ini selaras dengan Fachrunnisa et al., (2024) dan Nasiroh (2018) yang menegaskan bahwa efektivitas komisaris independen lebih ditentukan oleh kualitas individu dan budaya tata kelola di dalam perusahaan, bukan sekedar ukuran proporsinya semata. Kondisi ini juga konsisten dengan argumen Dwi et al. (2023) yang menemukan pengaruh signifikan komisaris independen hanya pada perusahaan manufaktur, berbeda konteks dengan industri pariwisata yang menjadi fokus penelitian ini. Dalam industri yang sangat bergantung pada pengambilan keputusan cepat dan adaptif seperti pariwisata, fungsi pengawasan komisaris independen yang lebih bersifat formal dan prosedural mungkin kurang efektif dibandingkan dengan kapasitas eksekutif yang ditawarkan oleh dewan direksi.

Secara implikatif, temuan ini menyiratkan perlunya evaluasi yang lebih mendalam terhadap mekanisme peran komisaris independen di industri pariwisata. Regulasi yang menetapkan batas minimum proporsi komisaris independen memang penting sebagai fondasi tata kelola, namun seharusnya diikuti dengan dorongan terhadap kualitas pengawasan yang substantif, bukan sekedar kepatuhan formal. Perusahaan di sektor ini sebaiknya mempertimbangkan untuk tidak hanya memenuhi standar minimum, tetapi juga memastikan bahwa komisaris independen yang ditunjuk memiliki pemahaman mendalam terhadap karakteristik risiko spesifik industri, terutama kerentanan terhadap siklus ekonomi global dan perubahan perilaku wisatawan.

3.2.3 Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Financial Distress

Hasil pengujian H3 menghasilkan temuan yang kali ini signifikan: CSR Index terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap financial distress ($B = -6,345$; $p = 0,044$), sehingga H3 diterima. Nilai $\text{Exp}(B) = 0,002$ mencerminkan efek protektif yang sangat kuat dari pengungkapan CSR terhadap probabilitas financial distress. Temuan ini memvalidasi relevansi teori legitimasi (Brown & Deegan, 1998) dan teori sinyal (Spence, 1973) dalam konteks memitigasi risiko keuangan. Perusahaan yang konsisten mengungkapkan komitmen sosial dan lingkungannya tidak hanya membangun reputasi positif, tetapi juga menciptakan semacam jaminan implisit kepada investor dan kreditur bahwa manajemen beroperasi dengan orientasi jangka panjang yang bertanggung jawab—kondisi yang sangat bernilai saat perusahaan menghadapi tekanan keuangan (Boubaker et al., 2020). Penelitian Adzroo & Suryaningrum (2023) mendukung argumen ini dengan menyimpulkan peran protektif CSR dalam mengantisipasi risiko financial distress. Berbeda dengan Aziz et al. (2023) dan Fachrunnisa et al. (2024) yang tidak menemukan pengaruh signifikan, perbedaan hasil ini dapat dijelaskan melalui karakteristik spesifik industri yang diteliti. Industri pariwisata dan perhotelan sangat bergantung pada kepercayaan publik dan persepsi citra merek, sehingga pengungkapan CSR memiliki dampak yang jauh lebih terasa terhadap keputusan finansial pemangku kepentingan dibandingkan industri lainnya. Dalam industri di mana kepercayaan pelanggan menjadi aset utama, reputasi yang terbangun melalui praktik CSR secara langsung memengaruhi perusahaan memperoleh dukungan finansial di saat mengalami tekanan.

Lebih jauh, temuan ini memiliki implikasi praktis yang penting bagi manajemen perusahaan di sektor pariwisata. Pengungkapan CSR hendaknya tidak dipandang semata sebagai kewajiban pelaporan, melainkan sebagai investasi strategis dalam membangun modal reputasi yang berfungsi sebagai buffer terhadap risiko financial distress. Muawanah & Perwita Sari (2023) juga menekankan bahwa pada era pascapandemi, transparansi informasi—termasuk melalui pengungkapan CSR—memainkan peran krusial dalam membangun kembali kepercayaan pemangku kepentingan yang sempat terguncang. Perusahaan yang mengintegrasikan CSR ke dalam strategi bisnis inti, bukan sekadar sebagai aktivitas pelengkap, cenderung lebih tangguh dalam menghadapi tekanan keuangan eksternal karena memiliki fondasi kepercayaan yang lebih kuat di mana investor, kreditur, dan komunitas



3.2.4 Moderasi Leverage dalam Pengaruh GCG dan CSR terhadap Financial Distress

Hasil pengujian hipotesis moderasi menghasilkan temuan yang bervariasi sehingga pembahasan akan dijabarkan untuk setiap hipotesisnya. Hipotesis 4 dalam hasil pengujian dinyatakan ditolak karena leverage tidak mampu memoderasi pengaruh dewan direksi secara signifikan berdasarkan $p\text{-value} = 0,510$. Hasil ini menjelaskan bahwa efektivitas dewan direksi dalam mencegah financial distress relatif independen dari kondisi struktur hutang perusahaan. Variasi leverage yang kurang luas serta profil hutang industri yang cenderung homogen mendorong perlemahan kemampuan deteksi dewan direksi. Pola ini membantah prediksi teori agensi yang telah disampaikan oleh Jamilah et al. (2025) dan Nugraha & Wirajaya (2024). Tetapi dalam konteks pariwisata, dewan direksi yang kompeten tampaknya mampu menjalankan fungsi strategisnya secara konsisten terlepas dari besaran struktur modal, mengingat pengalaman kolektif dan jaringan yang dimiliki oleh direksi melampaui kondisionalitas yang diciptakan tingkat leverage semata seperti telah disampaikan dalam hasil hipotesis 1. Berkebalikan dengan hasil H4, pengujian hipotesis 5 melalui variabel interaksi KOMIND_LEV menghasilkan temuan yang signifikan ($B = -23,482; p = 0,043$). Hipotesis dinyatakan diterima sehingga leverage diketahui mampu memoderasi pengaruh komisaris independen terhadap financial distress. Koefisien negatif mengindikasikan bahwa tingkat leverage yang tinggi dapat mendukung efektivitas pengawasan komisaris independen sehingga menekan probabilitas risiko financial distress. Argumen ini konsisten dengan hasil penelitian oleh Nugraha & Wirajaya (2024) bahwa kondisi leverage tinggi memberikan peran yang krusial bagi komisaris independen sebagai bukti kredibilitas tata kelola di hadapan kreditur, sehingga membantu mempertahankan akses pembiayaan. Temuan ini juga selaras dengan debt covenant hypothesis dalam Teori Akuntansi Positif (Watts & Zimmerman, 1986), di mana tekanan kreditur seiring peningkatan leverage mendorong perusahaan memperkuat mekanisme pengawasan internal termasuk peran komisaris independen. Dengan demikian, meski secara langsung komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap financial distress (H2 ditolak), kehadiran leverage sebagai moderasi justru mengaktifkan peran pengawasannya secara lebih efektif dalam kondisi tekanan hutang. Perwita Sari et al. (2025) menegaskan bahwa mekanisme GCG yang diimplementasikan secara konsisten, termasuk pengawasan oleh komisaris independen yang proporsional, memberikan kontribusi nyata terhadap kinerja keberlanjutan dan stabilitas finansial jangka panjang—kondisi yang semakin kritis ketika perusahaan menghadapi tekanan dari kewajiban hutang yang meningkat.

Sementara untuk H6, pengujian variabel interaksi CSR_LEV menghasilkan koefisien $B = 18,346$ dengan $p = 0,007$, sehingga H6 diterima. Arah koefisien interaksi yang positif berlawanan dengan main effect CSR yang negatif (H3), mengindikasikan bahwa leverage yang tinggi memperlemah efek protektif CSR terhadap financial distress. Meski CSR secara langsung mampu menurunkan risiko financial distress (H3), efektivitasnya berkurang ketika perusahaan menghadapi beban hutang yang berat. Muawanah & Perwita Sari (2023) menyoroti bahwa kepercayaan eksternal yang dibangun melalui pengungkapan CSR tetap memiliki keterbatasan ketika kondisi struktur modal sudah sangat tertekan, karena kreditur lebih mengutamakan kapasitas pelunasan hutang dibandingkan rekam jejak sosial perusahaan. Implikasi temuan H6 memperkuat pentingnya manajemen leverage yang prudent sebagai prasyarat agar efektivitas CSR sebagai mekanisme proteksi terhadap financial distress dapat berjalan optimal.

Secara keseluruhan, hasil pengujian hipotesis moderasi menunjukkan peran leverage yang bersifat selektif dan kondisional. Leverage terbukti efektif memoderasi hubungan komisaris independen (H5) dan CSR (H6) terhadap financial distress, namun tidak signifikan pada hubungan dewan direksi (H4). Perbedaan ini dapat dipahami dari perspektif mekanisme kerja masing-masing variabel: efektivitas dewan direksi yang bersifat internal dan strategis lebih independen dari struktur modal, sementara komisaris independen dan CSR yang lebih bersifat eksternal dan reputasional justru sangat dipengaruhi oleh kondisi leverage dalam menentukan persepsi dan kepercayaan pemangku kepentingan. Temuan ini memperkuat kebaruan penelitian dengan menunjukkan bahwa peran leverage sebagai moderator bersifat selektif menurut sifat mekanisme governance-nya—internal-strategis versus eksternal-reputasional, suatu pola yang belum banyak diungkap pada studi financial distress sektor pariwisata sebelumnya. Penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas cakupan sampel guna memperoleh variasi leverage yang lebih heterogen serta mengeksplorasi variabel moderasi alternatif seperti likuiditas atau profitabilitas yang dapat menangkap dinamika kondisional hubungan GCG dan CSR dengan financial distress pada industri ini.

4. KESIMPULAN

Studi ini mengkaji pengaruh Good Corporate Governance yang diprosikan dewan direksi dan komisaris independen, serta Corporate Social Responsibility, terhadap Financial Distress, dengan Leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sub sektor pariwisata, rekreasi, restoran, dan perhotelan terdaftar BEI 2021-2024. Berdasarkan analisis regresi logistik biner terhadap 96 observasi dari 24 perusahaan, disimpulkan bahwa dewan direksi dan berpengaruh negatif signifikan terhadap financial distress, di mana penambahan satu anggota dewan mampu menekan probabilitas financial distress hingga 84%—mengkonfirmasi peran strategic resource pool dewan dalam menghadapi tantangan kesulitan keuangan. CSR Index juga terbukti berpengaruh negatif signifikan, membuktikan bahwa konsistensi pengungkapan CSR membangun reputasi dan kepercayaan eksternal yang berfungsi sebagai modal perlindungan dalam mengakses pembiayaan saat mengalami tekanan keuangan. Di sisi lain, komisaris independen tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, kemungkinan akibat keterbatasan variasi data yang disebabkan homogenitas proporsi komisaris independen yang mayoritas hanya memenuhi batas minimum regulasi. Leverage sebagai variabel



moderasi menunjukkan peran yang selektif: leverage terbukti signifikan memoderasi pengaruh komisaris independen (H5 diterima, $p = 0,043$) dengan arah memperkuat efek protektifnya pada kondisi leverage tinggi, serta memoderasi pengaruh CSR (H6 diterima, $p = 0,007$) dengan arah memperlemah efek protektif CSR ketika beban hutang meningkat. Sebaliknya, leverage tidak terbukti memoderasi pengaruh dewan direksi terhadap financial distress, kemungkinan karena efektivitas dewan direksi yang bersifat strategis-internal lebih independen dari kondisi struktur modal dibandingkan dengan mekanisme komisaris independen dan CSR yang bekerja melalui jalur reputasional. Secara teoritis, temuan ini berkontribusi memperkaya bukti empiris mengenai peran leverage sebagai moderator yang bersifat selektif terhadap mekanisme governance internal dan eksternal pada industri padat modal yang rentan guncangan eksternal seperti pariwisata pascapandemi. Secara praktis, manajemen perusahaan disarankan memperkuat kapasitas dewan direksi dan menjadikan pengungkapan CSR sebagai investasi reputasional, sementara regulator perlu mendorong kualitas substantif komisaris independen di luar sekadar pemenuhan proporsi minimum. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada cakupan sampel yang terbatas pada satu sub sektor serta variasi leverage yang belum sepenuhnya heterogen, sehingga generalisasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati. Penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas cakupan sampel guna meningkatkan variasi leverage, mempertimbangkan variabel moderasi alternatif seperti likuiditas atau profitabilitas, serta mengeksplorasi sektor industri lain yang memiliki karakteristik leverage yang lebih heterogen guna memperoleh generalisasi hasil yang lebih kuat. leverage lebih heterogen guna memperoleh generalisasi hasil yang lebih kuat.

REFERENCES

- Adzroo, N. U., & Suryaningrum, D. H. (2023). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Profitabilitas, Sales Growth, Good Corporate Governance Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *Jurnal Wahana Akuntansi*, 18(1), 128–150. <https://doi.org/10.21009/10.21009/wahana.18.018>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdzowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Aziz, A. J., Anwar, S., & Setiawan, A. B. (2023). Analisis Determinan Corporate Governance Dan CSR Terhadap Financial Distress: Studi Empiris. *Jurnal Akunida*, 9(1), 1–15. <https://doi.org/10.30997/jakd.v9i1.7777>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modelling*, 91, 835-851. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>
- Brown, N., & Deegan, C. (1998). The public disclosure of environmental performance information—a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 29(1), 21-41. <https://doi.org/10.1080/00014788.1998.9729564>
- Yanti, R. D. M., & Purwanto, A. (2023). Pengaruh Corporate Governance Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(2), 1-12.
- Fachrunnisa, Z. H., Azizah, I. N., & Pramudiaty, N. (2024). Does good corporate governance predict financial distress? *Jurnal Akademi Akuntansi*, 7(4), 553-568. <https://doi.org/10.22219/jaa.v7i4.36049>
- Ghozali, I. (2018). Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Helfaya, A. (2025). Governance-Aligned CSR, Corporate Sustainable Development Goals Adoption, and Long-Lasting Performance: An Insight From Tourism and Hospitality Industry. *Sustainable Development*, 33(6), 9466-9487. <https://doi.org/10.1002/sd.70164>
- Hosmer Jr, D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied Logistic Regression*. John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118548387>
- Jamilah, I., Sujianto, A. E., & Asiyah, B. N. (2025). Leverage Sebagai Pemoderasi Hubungan Good Corporate Governance, Pengungkapan Corporate Social Responsibility, dan Agresivitas Pajak Terhadap Financial Distress Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar pada Daftar Efek Syariah Indonesia. *Economic Reviews Journal*, 4(4). <https://doi.org/10.56709/mrj.v4i4.909>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Joshi, A., & Bhaskar, P. (2020). COVID-19: Impact of lockdown on tourism & hospitality industry. *Business Excellence and Management*, 10(5), 147-154. <https://doi.org/10.24818/beman/2020.s.i.1-12>
- Kalbuana, N., Taqi, M., Uzliawati, L., & Ramdhani, D. (2023). CEO narcissism, corporate governance, financial distress, and company size on corporate tax avoidance. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2167550>
- Kordsachia, O. (2021). A risk management perspective on CSR and the marginal cost of debt: Empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, 15(6), 1611-1643. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00392-2>
- McKibbin, W., & Fernando, R. (2023). The global economic impacts of the COVID-19 pandemic. *Economic Modelling*, 129, 106551. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106551>
- Muawanah, W., & Perwita Sari, R. (2023). Detection of Financial Distress Mediated by Fraudulent Financial Statements with the F-Score and Z-Score Approach in the Pandemic Era Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Formosa Journal of Applied Sciences*, 2(7), 1743-1760. <https://doi.org/10.55927/fjas.v2i7.4822>
- Nasiroh, Y. (2018). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. STIESIA Surabaya.
- Nugraha, I. N. A., & Wirajaya, I. G. A. (2024). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Komisaris Independen terhadap Financial Distress dengan Leverage sebagai Variabel Moderasi. *Owner*, 8(1), 234-245. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i1.1898>



- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x>
- Perwita Sari, R., Nuswantara, D. A., Swatdikun, T., Nugraheni, R., & Wibawaningsih, E. J. (2025). Good corporate governance and corporate sustainability performance in Indonesia. *Revista de Administração Mackenzie (RAM)*, 26(5), eRAMF250129. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF250129>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199. <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2006). Understanding differences between financial distress and bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(2), 141-157. <https://doi.org/10.22004/ag.econ.50146>
- Prasetya, F., & Carolina, Y. (2023). Analisis Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress Dimoderasi Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi*, 15(1), 153-176. <https://doi.org/10.28932/jam.v15i1.6226>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. John Wiley & Sons.
- Setiorini, K. R., Fidayanti, F., Kalbuana, N., & Cakranegara, P. A. (2022). Pengaruh Leverage sebagai Pemoderasi Hubungan GCG, CSR dan Agresivitas Pajak terhadap Financial Distress pada Perusahaan Perbankan Syariah di Indonesia. *Journal of Business and Economics Research (JBE)*, 3(2), 194-202. <https://doi.org/10.47065/jbe.v3i2.1750>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Wieczorek-Kosmala, M. (2021). COVID-19 impact on the hospitality industry: Exploratory study of financial-slack-driven risk preparedness. *International Journal of Hospitality Management*, 94. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102799>