

# Peran Sensitivitas Industri Dalam Memoderasi Pengaruh *Environmental, Social, And Governance* (ESG) Terhadap Kesulitan Keuangan

Ahmad Luthfi<sup>1</sup>

Sari Atmini<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, Indonesia

\*Correspondences : [ahmadluthfi05@student.ub.ac.id](mailto:ahmadluthfi05@student.ub.ac.id)

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Penelitian ini juga bertujuan untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris peran sensitivitas industri dalam memperkuat pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Sampel penelitian ditentukan melalui metode *purposive sampling*. Adapun sampel penelitian ini adalah 108 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2024 yang memiliki ESG *rating* dari Morningstar Sustainalytics. Analisis data penelitian ini menggunakan metode *moderated regression analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesulitan keuangan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kinerja ESG, maka semakin rendah tingkat risiko kesulitan keuangan. Selain itu, hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan, sensitivitas industri justru memperlemah pengaruh negatif ESG terhadap kesulitan keuangan secara signifikan.

Kata Kunci: ESG; Kesulitan Keuangan; Sensitivitas Industri; Z-Score; ESG Rating.

## *The Role of Industry Sensitivity in Moderating The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) on Financial Distress*

## ABSTRACT

*This study aims to analyze and obtain empirical evidence on the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) on financial distress, and the role of industry sensitivity in strengthening the effect of ESG on financial distress. The research sample selected through purposive sampling consist of 108 Morningstar Sustainalytics rated companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2024. The results of the data analysis utilizing Moderated Regression Analysis (MRA) exhibit that ESG has a significant negative effect on financial distress, suggesting that the higher the ESG performance, the lower the risk of financial distress. However, contrary to the proposed hypothesis, industry sensitivity significantly weakens the negative effect of ESG on financial distress.*

Keywords: ESG; Financial Distress; Industry Sensitivity; Z-Score; ESG Rating.

Artikel dapat diakses : <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



e-ISSN 2302-8556

Vol. 35 No. 6  
Denpasar, 30 Juni 2025  
Hal. 1603-1619

DOI:  
[10.24843/EJA.2025.v35.i06.p07](https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i06.p07)

## PENGUTIPAN:

Luthfi, A., & Atmini, S. (2025).  
Peran Sensitivitas Industri  
Dalam Memoderasi Pengaruh  
*Environmental, Social, And  
Governance* (ESG) Terhadap  
Kesulitan Keuangan.  
*E-Jurnal Akuntansi*, 35(6),  
1603-1619

## RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:  
11 Maret 2025  
Artikel Diterima:  
15 Juni 2025

## PENDAHULUAN

Suatu keadaan ketika perusahaan dihadapkan pada tantangan finansial yang signifikan berupa arus kas, kegagalan untuk memenuhi kewajiban utang, atau menuju kebangkrutan itu disebut dengan *financial distress* atau kesulitan keuangan. Perusahaan dengan tidak lancarnya arus kas tidak dapat melunasi kewajiban tepat waktu berpotensi mengalami penurunan reputasi perusahaan di mata kreditor dan investor. Kondisi ini ditandai dengan adanya keterlambatan pembayaran kredit kepada pemasok, kesulitan membayar gaji karyawan, bahkan penundaan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Jika kondisi ini terus berlanjut akan menjadi peringatan dini bagi sebuah perusahaan menuju kondisi bangkrut (Altman & Hotchkiss, 2006).

Di Indonesia, tingkat kesulitan keuangan perusahaan-perusahaan meningkat pada 2020 secara sangat signifikan sebagai efek pandemi COVID-19 (Keeley *et al.*, 2022). Dilansir dari *website* Kompas ([www.kompas.id](http://www.kompas.id)), Alvarez & Marsal (A&M) yaitu perusahaan di bidang jasa konsultasi strategi global, melakukan riset terhadap 360 dari 813 emiten yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tujuan menilai kinerja keuangan perusahaan dari tahun 2019 hingga Juni 2023. Hasilnya menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*distressed companies*) cukup fluktuatif, yaitu 11,9% pada tahun 2019 kemudian meningkat tajam menjadi 19,4% pada 2020. Setelah itu, untuk tahun 2021 terjadi penurunan menjadi 13,3%, setelah itu mengalami peningkatan kembali pada 2022 mencapai angka 15,3% dan berakhir di angka 14,2% pada Juni 2023. Tekanan tinggi dirasakan oleh perusahaan yang berada dalam industri pertambangan logam dan non batu bara, ritel, dan barang konsumsi. Sementara itu, tingkat tekanan rendah dengan proses pemulihan ekonomi yang signifikan, terlihat pada perusahaan di industri pertanian, hingga komunikasi dan teknologi informasi, kesehatan, pertambangan batu bara dan energi.

Kesulitan keuangan memainkan peranan penting sebagai peringatan dini untuk mengidentifikasi masalah finansial sebelum menuju kebangkrutan. Bagi semua pihak terkait, kesulitan keuangan dapat dijadikan indikator awal membuat keputusan. Bagi manajemen, kondisi kesulitan keuangan mendorong adanya evaluasi perusahaan, baik dari segi strategi bisnis maupun operasional perusahaan. Bagi investor, kondisi kesulitan keuangan sebagai bahan pertimbangan dalam memutuskan keputusan investasi. Tidak hanya secara finansial, dalam lingkup ekonomi makro kesulitan keuangan membantu para pembuat kebijakan dalam mengidentifikasi potensi risiko terhadap stabilitas ekonomi.

Penelitian terdahulu telah meneliti faktor penyebab terjadinya kesulitan keuangan dari aspek finansial dan non-finansial. Sehgal *et al.* (2021) menemukan bahwa modal yang digunakan, rasio arus kas terhadap liabilitas, rasio perputaran aset, rasio aset tetap terhadap total aset, DER, dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dalam memprediksi kesulitan keuangan. Orji & John-Akamelu (2023) menemukan *book tax differences* punya dampak yang negatif pada kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. Isayas (2021) menemukan bahwa asset tangibility dan loss ratio berpengaruh positif dalam menyebabkan kesulitan keuangan. Binesh *et al.* (2024) menemukan bahwa peningkatan keterlibatan

*Environmental, Social, and Governance* (ESG) dapat menurunkan tingkat kesulitan keuangan perusahaan.

Dari berbagai faktor tersebut, penelitian ini berfokus pada faktor keterlibatan ESG dalam sebuah perusahaan. Keberadaan ESG penting dan patut diperhitungkan demi keberlangsungan sebuah perusahaan. Implementasi kriteria ESG secara global membentuk hubungan yang dinamis dengan risiko kesulitan keuangan dan kinerja keberlanjutan perusahaan menjadi indikator penting bagi stabilitas keuangan. Mekanisme ESG berfungsi sebagai peringatan dini dalam mendeteksi potensi kerentanan finansial melalui evaluasi menyeluruh terhadap risiko tata kelola, sosial, hingga lingkungan. Perusahaan yang memegang praktik ESG, memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami kesulitan keuangan, dan skor tata kelola berasosiasi negatif dalam menciptakan kesulitan keuangan (Antunes *et al.*, 2023). Atas hal tersebut, ESG dapat dijadikan sebagai alat strategis dalam memitigasi risiko finansial dan krisis keberlanjutan.

Dalam teori legitimasi (*legitimacy theory*) disebutkan bahwa perusahaan berupaya memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari pemangku kepentingan (Suchman, 1995). Berdasarkan teori ini, penerapan praktik keberlanjutan menjadi salah satu upaya perusahaan untuk memperoleh legitimasi dari pemangku kepentingan. Pengungkapan ESG dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan kepercayaan dan reputasi perusahaan di mata publik guna memungkinkan untuk mengurangi risiko kesulitan keuangan. Komitmen perusahaan dalam mencapai tujuan keberlanjutan akan dipandang sebagai hal positif di mata publik sehingga mampu meningkatkan posisi perusahaan dalam stabilitas finansial. Di lain pihak, perusahaan yang mengabaikan implementasi praktik ESG akan berisiko kehilangan legitimasi di mata publik dan tentu hal ini berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan.

Teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menggambarkan tentang hubungan antara individu atau kelompok dengan perusahaan dan perusahaan bertanggung jawab kepada pemangku kepentingan. Perusahaan harus memperhatikan pihak-pihak seperti pelanggan, karyawan, pemasok, kelompok lingkungan, dan masyarakat sekitar. Melalui ESG, perusahaan dapat mengelola risiko-risiko yang muncul karena adanya ketidakpuasan pemangku kepentingan. Melibatkan pemangku kepentingan bagi perusahaan dalam menentukan keputusan mampu mendorong inovasi terkait keberlanjutan, efisiensi operasional, loyalitas pelanggan, dukungan masyarakat, dan akhirnya mampu menurunkan risiko kesulitan keuangan.

Mengenai investigasi pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan dapat dilihat pada beberapa penelitian yang pernah dilakukan terdahulu. Singh *et al.* (2024) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara ESG dan kesulitan keuangan. Namun, ketika menggunakan *Debt-Equity Ratio* (DER) sebagai pemoderasi, terdapat hubungan negatif antara ESG dengan kesulitan keuangan. Rastogi *et al.* (2023) memperlihatkan bahwa praktik ESG tidak memiliki dampak pada kesulitan keuangan. Namun, dalam kondisi tingkat kompetitif yang tinggi, ESG dapat meningkatkan risiko kesulitan keuangan. Harymawan *et al.* (2021) menyatakan bahwa perusahaan yang terjankit kesulitan keuangan memiliki kualitas pengungkapan ESG yang rendah dibandingkan perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Choi *et al.* (2024) menyatakan adanya korelasi

positif antara aktivitas ESG dengan stabilitas keuangan. Sementara itu, Habib (2023) menunjukkan bahwa kinerja ESG yang tinggi memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat kesulitan keuangan perusahaan.

Berdasarkan penelitian terdahulu tersebut, ditemukan bahwa hasil penelitian antara ESG dengan kesulitan keuangan belum konsisten dan cenderung berpengaruh negatif. Inkonsistensi hasil penelitian ini mungkin tergantung pada konteks industri. Maka dari itu, peneliti menambahkan variabel pemoderasi dalam penelitian ini untuk mengidentifikasi faktor tertentu yang mampu menguatkan atau memperlemah hubungan antara ESG dan kesulitan keuangan. Peneliti memilih faktor sensitivitas industri sebagai pemoderasi dalam penelitian ini dikarenakan setiap industri memiliki karakteristik yang berbeda dalam mengelola isu-isu ESG. Sensitivitas industri pada konteks penelitian ini merujuk pada tingkat kerentanan suatu sektor industri terhadap faktor eksternal (seperti regulasi lingkungan, tekanan sosial, atau tata kelola) yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan dan risiko kesulitan keuangan perusahaan. Industri yang memiliki eksposur tinggi terhadap risiko lingkungan atau sosial (seperti perubahan iklim atau isu ketenagakerjaan) cenderung rentan akan risiko kesulitan keuangan jika tidak menerapkan praktik ESG yang baik (G. Eccles & Serafeim, 2013). Selain itu, industri dengan sensitivitas industri tinggi memiliki lebih banyak pemangku kepentingan yang mempengaruhi tekanan ESG sehingga hal ini relevan dengan teori pemangku kepentingan. Perusahaan dalam industri *high-sensitivity* juga membutuhkan legitimasi lebih besar melalui praktik ESG untuk menghindari sanksi finansial.

Fokus dari permasalahan penelitian ini berdasarkan uraian tersebut adalah apakah ESG berpengaruh terhadap kesulitan keuangan dan apakah sensitivitas industri dapat memperkuat pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Dengan demikian, menganalisis dan memperoleh bukti empiris pengaruh antara ESG terhadap kesulitan keuangan adalah tujuan utama peneliti melakukan penelitian ini. Selain itu, juga untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris peran sensitivitas industri dalam memperkuat pengaruh antara ESG terhadap kesulitan keuangan menjadi tujuan penelitian selanjutnya. Kebaruan penelitian ini adalah pada pengintegrasian sensitivitas industri sebagai pemoderasi dalam memahami pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan.

Peneliti mengharapkan penelitian ini bisa menunjukkan hasil berupa kontribusi baik itu secara teoritis dan praktis. Secara teoritis dapat memperluas literatur penelitian yang membahas tentang peran sensitivitas industri dalam memoderasi pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Temuan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa ESG berpengaruh dan signifikan terhadap kesulitan keuangan dapat mendukung teori legitimasi dan teori pemangku kepentingan. Selain itu, temuan sensitivitas industri mendukung teori pemangku kepentingan dalam memperkuat pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Sementara itu, implikasi secara praktis dan regulasi menjadi kontribusi signifikan. Tidak hanya itu, secara praktis hasil penelitian ini bisa sebagai pertimbangan kajian empiris untuk manajemen dalam mengelola kinerja ESG untuk memitigasi terjadinya kesulitan keuangan. Secara regulasi, pemerintah melalui jajarannya bisa merumuskan regulasi yang dapat meningkatkan efektivitas kinerja manajemen perusahaan dalam mengelola ESG yang menguntungkan semua pihak.

Perusahaan harus berusaha memenuhi harapan sosial dan norma berlaku untuk mempertahankan legitimasi mereka (Suchman, 1995). Jika perusahaan gagal memuaskan harapan tersebut, maka perusahaan berpotensi kehilangan dukungan dari pemangku kepentingan dan juga berisiko mengalami kesulitan keuangan. Selain itu, dalam teori pemangku kepentingan memaparkan bahwa perusahaan perlu mempertimbangkan kepentingan semua pemangku kepentingan (Freeman, 1984). Praktik ESG yang baik dapat memperkuat hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan. Perusahaan menghadapi risiko seperti praktik lingkungan yang buruk atau tata kelola yang lemah, tuntutan hukum, protes masyarakat, atau sanksi regulasi. Risiko tersebut dapat meningkatkan biaya operasional dan merusak reputasi perusahaan, yang pada akhirnya akan menyebabkan kesulitan keuangan. Sebaliknya, perusahaan yang mampu memenuhi kepuasan dari pemangku kepentingan melalui ESG dapat menghindari terjadinya kesulitan keuangan.

Penelitian terdahulu oleh Singh *et al.* (2024) menunjukkan bahwa adanya hubungan negatif antara ESG dan kesulitan keuangan. Namun, ketika menggunakan *Debt-Equity Ratio* (DER) sebagai moderasi terdapat hubungan positif antara ESG dengan kesulitan keuangan. Harymawan *et al.* (2021) memperlihatkan yaitu kalau perusahaan yang mempunyai risiko kesulitan keuangan cenderung memiliki kualitas pengungkapan ESG yang rendah dibandingkan perusahaan yang tidak berisiko dalam kesulitan keuangan. Habib (2023) menunjukkan bahwa kinerja ESG yang tinggi memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat kesulitan keuangan perusahaan.

Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memenuhi harapan sosial dan norma (teori legitimasi). Praktik ESG yang baik juga memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan (teori pemangku kepentingan). Selain itu, penelitian terdahulu memperlihatkan bahwasanya perusahaan dengan kinerja ESG yang baik mempunyai risiko yang lebih rendah, biaya modal lebih rendah, dan kinerja keuangan yang lebih sehat. Merujuk pada integrasi teori legitimasi, teori pemangku kepentingan, dan temuan empiris penelitian terdahulu yang cenderung berpengaruh negatif, maka dapat membentuk logika berpikir yang kuat untuk merumuskan hipotesis antara pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan berikut.

H1: ESG berpengaruh negatif terhadap kesulitan keuangan.

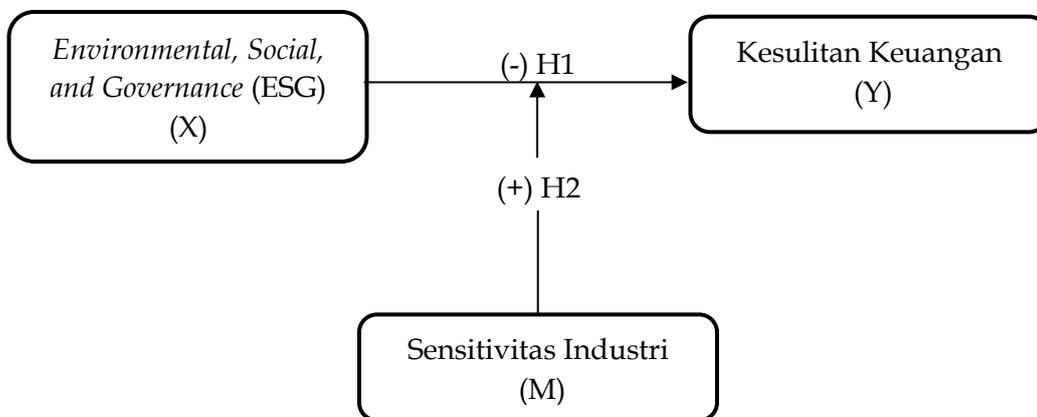
Dalam pandangan teori pemangku kepentingan menurut Freeman (1984), menekankan pentingnya mempertimbangkan kepentingan dari berbagai pemangku kepentingan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Tekanan dari pemangku kepentingan lebih tinggi pada industri sensitif khususnya terkait lingkungan dan sosial (Jo & Harjoto, 2011). Sementara itu, industri kurang sensitif menghadapi tekanan pemangku kepentingan tidak sebesar industri sensitif karena risiko yang dihadapi lebih rendah (Cheng *et al.*, 2014).

Dalam konteks penelitian ini, sensitivitas industri berperan dalam menentukan seberapa besar pengaruh penerapan praktik ESG terhadap pemangku kepentingan. Hal ini bermakna bahwa perusahaan yang cenderung sensitif mengenai isu-isu ESG dituntut lebih responsif oleh pemangku kepentingan. Hal ini selaras dengan penelitian dari Ameer & Othman (2012) yang memperlihatkan bahwasannya perusahaan yang aktif dan responsif dalam

praktik ESG cenderung memperoleh dukungan lebih besar dari pemangku kepentingan guna dapat mengurangi risiko kesulitan keuangan. Sebagai contoh, sektor material yang dianggap sebagai industri yang sensitif, ketika terjadi peningkatan implementasi praktik ESG dapat menyuguhkan manfaat keuangan bagi perusahaan-perusahaan di sektor tersebut (Iazzolino *et al.*, 2023). Chang & Lee (2022) menyebutkan bahwa karakteristik industri sangat penting dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui aktivitas ESG. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan berikut ini:

H2: Sensitivitas industri memperkuat pengaruh negatif ESG terhadap kesulitan keuangan.

Korelasi antar variabel yang terlibat dalam penelitian ini dapat diilustrasikan melalui Gambar 1 di bawah ini.



**Gambar 1. Kerangka Penelitian**

Sumber: Data Penelitian, 2025

## METODE PENELITIAN

Semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2024 yang berjumlah 943 perusahaan itulah yang dijadikan sebagai populasi dalam penelitian. Metode *purposive sampling* yang mempertimbangkan kriteria tertentu digunakan dalam penentuan sampel sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria yang ditetapkan berupa perusahaan yang memiliki ESG *rating* yang dipublikasikan oleh Morningstar Sustainalytics pada tahun 2024.

Periode penelitian ini hanya tahun 2024 sehingga penelitian ini berjenis data *cross-section*. Adapun sumber data tersebut meliputi laporan keuangan seluruh perusahaan yang terdaftar pada 2024 yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai data sekunder. Data laporan keuangan yang dibutuhkan untuk penelitian ini mencakup modal kerja, total aset, total liabilitas, laba ditahan, laba sebelum pajak dan bunga, nilai buku ekuitas, nilai pasar ekuitas, dan total penjualan. *Website* milik Bursa Efek Indonesia yaitu ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dimanfaatkan dalam pemerolehan data tersebut. Selain itu, data sekunder lain yang dimanfaatkan yaitu ESG *rating* yang dipublikasikan oleh Morningstar Sustainalytics pada tahun 2024. Data tersebut dapat diakses melalui *website* (<https://www.sustainalytics.com>).

Metode dokumentasi digunakan sebagai teknik pengumpulan data pada penelitian ini. Peneliti melakukan dokumentasi data dengan mencari dan

mengumpulkan sumber data yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) terkait laporan keuangan perusahaan pada tahun 2024. Selain itu, peneliti juga menghimpun sumber data yang dipublikasikan oleh Morningstar Sustainalytics (<https://www.sustainalytics.com>) terkait data ESG rating tahun 2024.

Altman (1968) mengemukakan bahwa kesulitan keuangan merupakan suatu tahap perusahaan mengalami kesulitan keuangan secara signifikan sebelum dinyatakan bangkrut. Sinyal terjadinya kesulitan keuangan dapat diindikasikan melalui penundaan pembayaran dividen, restrukturisasi utang, penurunan peringkat kredit oleh lembaga pemeringkat, dan adanya peringatan dari auditor mengenai keberlangsungan perusahaan (Beaver, 1966).

Peneliti menggunakan model Altman Z-score (1968) yang dikembangkan oleh Edward Altman guna mengukur tingkat kesulitan keuangan perusahaan. Penggunaan model ini akan melibatkan perhitungan beberapa rasio finansial berupa rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio solvabilitas, dan rasio aktivitas. Penggunaan model Altman Z-score dipilih karena dinilai mampu membedakan perusahaan yang sehat dan berisiko bangkrut dengan tingkat akurasi >80% dalam jangka 1-2 tahun sebelum kebangkrutan (Beaver *et al.*, 2005). Model ini lebih unggul dibandingkan model seperti Ohlson O-Score yang memiliki keterbatasan dalam sampel non-AS (Platt & Platt, 2002). Selain itu, penelitian ini lebih cocok menggunakan model Altman Z-score karena menggunakan data akuntansi objektif (bukan pasar saham seperti Merton Distance-to-Default) sehingga mampu mengurangi bias akibat fluktuasi pasar serta dapat diaplikasikan pada berbagai industri termasuk yang *high sensitivity* seperti pertambangan dan manufaktur (Grice & Ingram, 2001). Rumus model Altman Z-score dibedakan atas perusahaan non-manufaktur dan perusahaan manufaktur dalam bentuk persamaan di bawah ini:

$$Z\text{-score} = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \text{ (non manufaktur) .....(1)}$$

$$Z\text{-score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \text{ (manufaktur) .....(2)}$$

Keterangan:

X1 = modal kerja / total aset

X2 = laba ditahan / total aset

X3 = laba sebelum pajak dan bunga / total aset

X4 = nilai buku ekuitas / total liabilitas

X5 = penjualan / total aset

Peneliti menggunakan nilai Z-score sebagai dasar pengukuran tingkat kesulitan keuangan. Model Altman Z-score mengklasifikasikan kriteria hasil pengukuran dari perhitungan nilai Z-score seperti yang disajikan pada Tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1. Interpretasi Nilai Pengukuran Z-score**

Nilai Z-Score	Interpretasi Kriteria
Z-score < 1,8	Perusahaan berisiko kemungkinan besar mengalami bangkrut ( <i>distress zone</i> )
1,8 ≤ Z ≤ 2,99	Perusahaan tergolong rawan atau menuju bangkrut ( <i>grey area</i> )
Z-score > 2,99	Perusahaan memiliki finansial yang sehat dengan tingkat risiko bangkrut yang rendah ( <i>safe zone</i> )

Sumber: Rudianto, 2013

Pengukuran ESG oleh Morningstar Sustainalytics melibatkan dua dimensi isu terkait ESG yaitu *exposure* dan *management*. Penilaian *exposure* mengacu pada risiko material ESG yang mungkin muncul dan dihadapi oleh perusahaan (Bursa Efek Indonesia, 2024). Sementara itu, penilaian *management* mengacu pada komitmen dan tindakan nyata yang dilakukan perusahaan dalam upayanya menangani isu-isu ESG (Bursa Efek Indonesia, 2024). Pengukuran ESG oleh Morningstar Sustainalytics yang diindikasikan melalui ESG *rating* dapat dikelompokkan menjadi lima kategori penilaian. Peneliti menggunakan kode kelompok interpretasi skor risiko dari 0 hingga 4 sebagai dasar pengukuran kinerja ESG, hal ini didasarkan pada penelitian terdahulu dan praktik industri menggunakan skor numerik untuk mengategorikan risiko kinerja ESG (Goss & Roberts, 2011; Sharfman & Fernando, 2008). Semakin tinggi skor ESG *rating* menandakan semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan. Adapun kelompok interpretasi risiko ESG diperlihatkan pada Tabel 2 berikut ini:

**Tabel 2. Interpretasi Pengukuran ESG Rating**

ESG Rating	Interpretasi Risiko	Kode Pengukuran
0-10	Perusahaan diasumsikan memiliki risiko ESG yang dapat diabaikan ( <i>negligible risk</i> )	0
10-20	Perusahaan diasumsikan memiliki tingkat risiko ESG yang rendah ( <i>low risk</i> )	1
20-30	Perusahaan diasumsikan memiliki tingkat risiko ESG yang sedang ( <i>medium risk</i> )	2
30-40	Perusahaan diasumsikan memiliki tingkat risiko ESG yang tinggi ( <i>high risk</i> )	3
>40	Perusahaan diasumsikan memiliki tingkat risiko ESG yang berat ( <i>severe risk</i> )	4

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2024

Peneliti membedakan perusahaan berdasarkan dua kategori industri yaitu *high profile* dan *low profile*. Utomo (2000, dalam Sembiring, 2006 dan Purwanto, 2011) mengategorikan perusahaan dengan *high profile* seperti yang bergerak pada minyak dan tambang, hutan, kertas, kimia, otomotif, penerbangan, agribisnis, tembakau dan rokok, termasuk makanan dan minuman, media dan komunikasi, energi (listrik), *engineering*, kesehatan hingga pariwisata dan transportasi. Sementara itu, yang termasuk pada kategori *low profile* adalah perusahaan antara lain seperti properti, keuangan dan perbankan, peralatan medis, *retailer*, tekstil dan produk tekstil itu sendiri, produk-produk rumah tangga maupun personal. Variabel sensitivitas industri diukur dengan *dummy variable* dengan memberikan skor 1 pada perusahaan yang termasuk industri *high profile* dan skor 0 pada perusahaan yang termasuk industri *low profile*.

Peneliti menganalisis data melalui metode *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang menggunakan data *cross-section*. Penelitian ini menguji hubungan antara ESG terhadap kesulitan keuangan dengan sensitivitas industri sebagai variabel moderasi berbasis *dummy*. Pada tahap awal akan dilakukan analisis statistik deskriptif untuk memahami dan mendapatkan deskripsi tentang karakteristik variabel-variabel yang terlibat dalam penelitian.

Setelah itu, uji asumsi klasik dilakukan dengan melibatkan tiga pengujian yakni uji normalitas, multikolinieritas, dan heterokedastisitas. Dilakukannya uji

normalitas adalah dalam rangka menguji apakah model regresi memiliki data residual distribusi normal atau tidak. Uji ini melalui metode *Kolmogorov-Smirnov*, residual dikatakan terdistribusi normal apabila nilai *p-value* lebih besar dari 0,05 (Ghozali, 2018).

Selanjutnya, untuk menguji adanya hubungan antar variabel independen pada penelitian, dilakukanlah uji multikolinieritas. Model regresi bisa disebut bebas dari gejala multikolinieritas jika nilai VIF kurang dari 10 dan *tolerance* lebih dari 0,1 (Field, 2024; Ghozali, 2018). Kemudian, hendak menguji apakah model regresi memiliki kesamaan atau tiadanya kesamaan pada varian residual dilakukanlah uji heterokedastisitas. Uji heterokedastisitas dapat dilakukan melalui uji *glejser* (angka). Model regresi penelitian dikatakan bebas dari gejala heterokedastisitas apabila hasil uji *glejser* memiliki nilai *p-value* > 0,05.

*Moderated Regression Analysis* (MRA) memiliki tujuan guna menguji apakah pada model regresi, variabel moderasi mampu mempengaruhi hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Model regresi dalam uji MRA akan memunculkan variabel interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi. Jika variabel interaksi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka variabel moderasi memiliki efek moderasi terhadap hubungan antara variabel independen dan variabel dependen (Ghozali, 2018). Hasil uji MRA akan membentuk persamaan model regresi sebagai berikut.

$$KK_i = \alpha + \beta_1 ESG_i + \beta_2 SI_i + \beta_3 (ESG_i \times SI_i) + \varepsilon \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

- $KK_i$  = Kesulitan keuangan perusahaan  $i$
- $ESG_i$  = ESG *rating* perusahaan  $i$
- $SI_i$  = Sensitivitas industri perusahaan  $i$
- $a$  = Konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = Koefisien regresi yang akan diestimasi
- $\varepsilon$  = Standar error

Untuk menilai ketepatan fungsi regresi (*goodness of fit*) dapat diukur secara statistik melalui uji statistik F (simultan), uji statistik t (parsial), dan nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ). Uji statistik F bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi layak atau tidak untuk digunakan memprediksi variabel dependen. Dalam artian lain, apakah semua variabel independen yang terlibat dalam model regresi mampu berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan. Model regresi dikatakan *fit* atau layak digunakan jika nilai *p-value* < 0,05 (Ghozali, 2018).

Uji statistik t (parsial) bertujuan melakukan pengujian apakah masing-masing variabel independen secara parsial memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Bentuk uji ini membantu dalam menentukan kelayakan suatu variabel independen untuk terlibat pada model regresi. Dikatakan berpengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependen dan layak dimasukkan ke dalam model regresi apabila memiliki *p-value* < 0,05 (Ghozali, 2018). Untuk mendukung hipotesis 1 (H1) maka koefisien variabel independen harus bernilai negatif dan nilai *p-value* < 0,05. Sementara itu, untuk mendukung hipotesis 2 (H2) maka koefisien variabel interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi harus bernilai negatif dan nilai *p-value* < 0,05.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan guna mengukur tingkat kemampuan model untuk menjelaskan variasi variabel dependen (Ghozali, 2018). Semakin

kecil nilai *R-square* atau mendekati angka nol, mengindikasikan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen semakin terbatas. Menurut Ghozali (2018), secara umum menerangkan bahwa data berjenis *cross-section* punya nilai *R-square* relatif rendah dibanding data *time series*, dikarenakan terdapatnya variasi yang luas antara masing-masing observasi.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Semua perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2024 diambil sebagai populasi dalam penelitian ini. Data penelitian yang digunakan berupa laporan keuangan perusahaan yang diperoleh melalui *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) dan ESG rating yang dapat diakses melalui *website* Morningstar Sustainalytics. Penentuan sampel melalui teknik *purposive sampling* telah mendapatkan sampel penelitian sebagaimana tersaji pada Tabel 3 berikut ini:

**Tabel 3. Pemilihan Sampel**

Keterangan	Jumlah
Seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2024	943
Perusahaan yang tidak memiliki ESG <i>rating</i> yang dipublikasikan oleh Morningstar Sustainalytics pada tahun 2024	(835)
Total perusahaan sampel penelitian	108

*Sumber:* Data Penelitian, 2025

Analisis statistik deskriptif dapat menjabarkan bagaimana karakteristik variabel-variabel yang ada keterlibatan dalam penelitian. Variabel yang terlibat pada penelitian ini terdiri dari kesulitan keuangan, ESG, dan sensitivitas industri. Berikut disajikan pada Tabel 4 terkait hasil statistik deskriptif dari variabel-variabel tersebut:

**Tabel 4. Hasil Uji Statistik Deskriptif**

Variabel	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev
ESG	2,48	1,00	4,00	0,88054
KK	2,65	-1,28	6,47	1,67161

*Sumber:* Data Penelitian, 2025

Dari hasil uji statistik deskriptif yang terdapat pada tabel 4, ditemukan kalau kesulitan keuangan memiliki mean 2,65 dengan nilai minimum -1,28 dan maksimum 6,47. Nilai mean secara umum menunjukkan bahwa, perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian berada pada kondisi keuangan yang rawan (*grey zone*). Namun, kisaran nilai yang sangat lebar (dari -1,28 hingga 6,47 mengindikasikan adanya perbedaan yang ekstrem dalam kondisi keuangan antar perusahaan. Perusahaan dengan nilai negatif -1,28 berada dalam kondisi *distress zone*, sementara perusahaan dengan nilai tinggi 6,47 berada dalam kondisi keuangan yang sehat. Standar deviasi 1,67 dan mean sebesar 2,65 dapat disimpulkan bahwa sebagian besar data berada dalam rentang 0,98 dan 4,32. Rentang ini mencakup sekitar 68% (aturan empiris statistik) data jika distribusi datanya normal. Hal ini memperlihatkan bahwasanya sebagian besar perusahaan dalam sampel memiliki Z-score yang relatif rendah hingga sedang.

Variabel ESG yang diukur menggunakan ESG *rating* menunjukkan nilai mean ESG sebesar 2,48 dengan nilai minimum 1 dan maksimum 4. Hal ini berarti bahwa sebagian besar perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian memiliki tingkat risiko ESG sedang (*medium risk*). Perusahaan dengan skor ESG 1 berada

dalam kategori risiko rendah (*low risk*) menunjukkan komitmen yang lebih kuat terhadap isu-isu ESG sehingga memiliki risiko ESG yang tidak signifikan, sementara perusahaan dengan skor ESG 4 berada dalam kategori risiko berat (*severe risk*) menunjukkan bahwa perusahaan mungkin kurang memperhatikan praktik-praktik keberlanjutan. Standar deviasi sebesar 0,88 dari ESG *rating* menunjukkan bahwa data tersebut memiliki variasi yang cukup rendah dan cenderung homogen. Sebagian besar perusahaan dalam sampel memiliki ESG *rating* yang tidak terlalu jauh dari nilai mean 2,48 dengan 68% data berada dalam rentang 1,60 dan 3,36. Hal ini mengindikasikan bahwa praktik ESG di antara perusahaan-perusahaan dalam sampel relatif konsisten, dengan sedikit perbedaan antara perusahaan dengan kinerja ESG terbaik dan terburuk.

**Tabel 5. Statistik Variabel Sensitivitas Industri**

Tipe Industri	Frekuensi	Persentase
<i>High profile</i>	54 perusahaan	50%
<i>Low profile</i>	54 perusahaan	50%

Sumber: Data Penelitian, 2025

Variabel sensitivitas industri diukur dengan *dummy variable* dengan memberikan skor 1 untuk perusahaan tipe *high profile* dan skor 0 untuk perusahaan tipe *low profile*. Statistik memperlihatkan bahwa 50% dari total sampel penelitian yaitu sebanyak 54 perusahaan tergolong industri *high profile*. Sementara itu, sisanya 50% sebanyak 54 perusahaan tergolong industri *low profile*.

Uji asumsi klasik merupakan langkah krusial dalam memastikan bahwa model regresi memenuhi asumsi valid dan dapat diandalkan. Adapun uji asumsi klasik yang dilibatkan pada penelitian ini yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, dan uji heterokedastisitas. Pemenuhan asumsi klasik perlu dilakukan agar hasil estimasi regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) yang berarti hasil estimasi tidak bias, konsisten, dan efisien.

Pengujian normalitas dilakukan dalam rangka menguji apakah pada model regresi penelitian ini, data residual terdistribusi normal atau tidak. Pada penelitian ini, uji normalitas dilakukan melalui metode uji *Kolmogorov-Smirnov*. Berdasarkan metode uji *Kolmogorov-Smirnov*, model regresi penelitian dapat disimpulkan berdistribusi normal apabila memiliki nilai *p-value* lebih besar dari 0,05. Berdasarkan dari hasil pengujian, ditemukan bahwa hasil uji normalitas *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan nilai *p-value* 0,200 > 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa data residual pada model regresi ini telah terdistribusi secara normal.

Pengujian multikolinieritas dilakukan dalam rangka mengetahui ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen penelitian. Model regresi dikatakan bagus apabila bebas dari gejala multikolinieritas. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin bebas dari gejala multikolinieritas maka semakin tidak ada korelasi antar variabel independen. Berdasarkan hasil pengujian, ditemukan bahwa masing-masing variabel memiliki nilai *tolerance* > 0,1 dan VIF < 10. Atas hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari gejala multikolinieritas.

Pengujian heterokedastisitas dilakukan dalam rangka mengetahui apakah model regresi penelitian memiliki kesamaan atau tidak pada varian residual. Model regresi penelitian dikatakan bagus apabila bebas dari gejala

heterokedastisitas, dalam artian bahwa model regresi bersifat homoskedastisitas. Sesuai hasil uji *glejser*, ditemukan bahwasanya nilai *p-value* variabel ESG sebesar 0,775 dan variabel sensitivitas industri (SI) sebesar 0,241. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa model regresi penelitian ini bebas dari gejala heterokedastisitas karena nilai *p-value* lebih besar dari 0,05.

Setelah uji asumsi klasik terpenuhi, maka hipotesis penelitian diuji melalui analisis regresi moderasi interaksi seperti pada hasil pengujian yang disajikan pada Tabel 6 berikut ini:

**Tabel 6. Hasil Regresi Moderasi**

Variabel	Koefisien	t-statistics	p-value
Constanta	2,923	6,110	0,000
ESG	-0,451	-2,014	0,047
SI	-0,545	-0,610	0,543
ESG*SI	0,594	4,707	0,000
R-square		0,191	
Adjusted R-square		0,168	
F-statistics		8,209	
F p-value		0,000	

Sumber: Data Penelitian, 2025

Berdasarkan hasil uji yang disajikan pada tabel 6, ditunjukkan bahwa nilai F-statistic sebesar 8,209 dengan *p-value* sebesar 0,000. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai *p-value* < 0,05. Dengan demikian, model regresi yang dibangun pada penelitian ini dapat dikatakan layak (*fit*).

Berdasarkan tabel 6, variabel ESG memiliki koefisien sebesar -0,451 dengan nilai *p-value* sebesar 0,047. Hasilnya menunjukkan bahwa koefisien bernilai negatif dan *p-value* < 0,05. Dengan demikian, variabel independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesulitan keuangan. Atas hal tersebut, penelitian ini mendukung hipotesis 1 (H1).

Selanjutnya, variabel interaksi antara ESG dengan sensitivitas industri memiliki koefisien sebesar 0,594 dengan nilai *p-value* sebesar 0,000. Hasilnya menunjukkan bahwa koefisien bernilai positif dan *p-value* < 0,05. Dengan demikian, variabel moderasi memperlemah pengaruh negatif ESG terhadap kesulitan keuangan secara signifikan. Atas hal tersebut, maka penelitian ini tidak mendukung hipotesis 2 (H2).

Diketahui bahwa nilai R-Square sebesar 0,191. Hal ini menunjukkan bahwa faktor ESG dan sensitivitas industri hanya memberikan kontribusi pengaruh terhadap kesulitan keuangan sebesar 19,1%. Sementara itu, sisanya sebesar 80,9% menunjukkan bahwa kesulitan keuangan dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak terlibat dalam penelitian ini.

Semakin tinggi kinerja ESG suatu perusahaan, semakin rendah tingkat kesulitan keuangan perusahaan tersebut ditunjukkan pada hasil penelitian ini. Hasil ini konsisten dengan riset Broadstock *et al.* (2021) yang mengemukakan bahwasanya perusahaan memegang skor kinerja ESG tinggi cenderung memiliki risiko keuangan yang lebih rendah. Praktik ESG memungkinkan peningkatan stabilitas keuangan dan mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Selain itu, Sharfman & Fernando (2008) mengemukakan bahwa perusahaan dengan efek lingkungan yang baik cenderung mempunyai biaya modal yang

rendah juga risiko kesulitan keuangan yang lebih kecil. Hal ini terjadi karena investor memiliki anggapan bahwa perusahaan tersebut punya risiko regulasi dan litigasi yang lebih rendah.

Hasil penelitian yang diperoleh juga sejalan dengan inti dari teori legitimasi, yang menekankan pada pentingnya sebuah perusahaan menjaga legitimasi di mata publik dengan mematuhi norma-norma dan harapan masyarakat (Suchman, 1995). Perusahaan yang mengabaikan esensi ESG akan berpotensi kehilangan legitimasi. Hal ini akan berdampak pada penurunan reputasi perusahaan, akses pembiayaan menjadi semakin sulit, dan berisiko meningkatkan kesulitan keuangan. Selain itu, penelitian ini mendukung teori pemangku kepentingan yang menekankan bahwa keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang tergantung pada kemampuan perusahaan dalam memenuhi tuntutan dan kepentingan dari berbagai pemangku kepentingan (Freeman, 1984).

Perusahaan yang mengungkapkan kinerja ESG secara transparan akan menciptakan reputasi positif di mata publik. Hal ini akan meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan untuk memberikan kebebasan bagi perusahaan menjalankan operasionalnya (Dhaliwal *et al.*, 2011). Dengan begitu, perusahaan dapat mempertahankan aliran pendapatan yang stabil. Atas hal tersebut, memungkinkan perusahaan mengurangi risiko keuangan yang menyebabkan terjadinya kesulitan keuangan.

Kinerja ESG yang bagus akan menarik lebih banyak atensi dan kepercayaan investor dan lembaga keuangan yang berfokus pada keberlanjutan. Hal tersebut akan menguntungkan perusahaan dari segi finansial dengan mendapatkan biaya modal yang lebih rendah (Wong *et al.*, 2021). Investor dan kreditur cenderung menawarkan suku bunga yang rendah kepada perusahaan dengan risiko ESG rendah karena dianggap lebih aman dan tidak menyebabkan kontroversi signifikan.

Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan hipotesis yang diajukan. Sebab ditemukan bahwa sensitivitas industri justru memperlemah pengaruh negatif ESG terhadap kesulitan keuangan secara signifikan. Dalam artian bahwa pada industri yang sensitif, pengaruh ESG dalam menurunkan tingkat kesulitan keuangan tidak seefektif industri yang kurang sensitif. Hal ini diperkuat oleh penelitian dari Goss & Roberts (2011) yang menjumpai bahwa dampak atau pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan dan risiko perusahaan lebih lemah di industri yang memiliki tingkat sensitivitas tinggi pada lingkungan dan sosial seperti pertambangan dan energi. Selain itu, Humphrey *et al.* (2012) memaparkan bahwa manfaat ESG (seperti pengurangan risiko keuangan) lebih kecil pada industri yang sangat terpapar pada isu-isu lingkungan dan sosial dikarenakan perusahaan pada industri tersebut telah menghadapi tekanan yang signifikan dari pemangku kepentingan.

Barnett & Salomon (2011) memperoleh bahwa hubungan antara kinerja ESG dan kinerja keuangan bersifat non-linear dan dipengaruhi oleh karakteristik industri, industri yang sangat sensitif terhadap isu ESG cenderung menunjukkan pengaruh yang lebih lemah. Hubungan non-linear tersebut terjadi karena perusahaan dalam industri yang kurang sensitif terhadap ESG (seperti teknologi atau jasa) mungkin lebih mudah mencapai keunggulan kompetitif melalui praktik

ESG, sementara itu industri yang sensitif terhadap ESG justru menghadapi biaya tambahan yang signifikan. Pemangku kepentingan dalam industri yang sensitif terhadap ESG cenderung lebih kritis dan menuntut, sehingga perusahaan harus berinvestasi lebih banyak dalam praktik ESG tanpa melihat hasil finansial yang signifikan dalam waktu dekat.

## SIMPULAN

Penelitian yang dilakukan ini memegang tujuan guna menganalisis dan mendapatkan bukti empiris pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Selain itu, juga untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris peran sensitivitas industri dalam memperkuat pengaruh ESG terhadap kesulitan keuangan. Demi tercapainya tujuan tersebut, maka dilakukan penelitian dengan menjadikan seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2024 sebagai populasi. Melalui metode *purposive sampling* didapatkan untuk sampel penelitian sebanyak 108 perusahaan. Maka, dari hasil yang diperoleh pada penelitian ini, dapat ditarik benang merahnya bahwa praktik ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesulitan keuangan. Temuan ini membuktikan bahwa peningkatan kinerja praktik ESG mampu menurunkan tingkat kesulitan keuangan. Selain itu, penelitian menunjukkan hasil yaitu bertentangan dengan hipotesis yang diekspektasikan, sensitivitas industri justru memperlemah pengaruh negatif ESG terhadap kesulitan keuangan secara signifikan.

Ketersediaan akses data ESG *rating* melalui website Morningstar Sustainalytics (<https://www.sustainalytics.com>) hanya satu tahun terakhir saja menjadi keterbatasan utama dalam penelitian ini. Hal ini dapat mempengaruhi kedalaman dan validitas analisis karena data yang terbatas tidak mencerminkan pola atau tren jangka panjang yang terjadi. Selain itu, dengan hanya mengandalkan data satu tahun, penelitian ini tidak dapat mengidentifikasi dinamika perubahan kinerja ESG dari waktu ke waktu. Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, peneliti menyarankan untuk mengumpulkan data ESG *rating* dalam periode yang lebih panjang agar mampu menganalisis dari waktu ke waktu mengenai tren perubahan kinerja ESG. Peneliti juga menyarankan untuk bekerja sama dengan lembaga penyedia data ESG *rating* untuk mendapatkan akses ke data historis yang lebih kompleks dan menyeluruh.

## REFERENSI

- Agus Purwanto. (2011). PENGARUH TIPE INDUSTRI, UKURAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS, TERHADAP CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, 1, 1.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *In Source: The Journal of Finance* (Vol. 23, Issue 4).
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt Third Edition*. John Wiley & Sons.
- Ameer, R., & Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61-79. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1063-y>

- Antunes, J., Wanke, P., Fonseca, T., & Tan, Y. (2023). Do ESG Risk Scores Influence Financial Distress? Evidence from a Dynamic NDEA Approach. *Sustainability (Switzerland)*, 15(9). <https://doi.org/10.3390/su15097560>
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2011). Does it Pay to Be Really Good? Addressing the Shape of the Relationship between Social and Financial Performance. *Strategic Management Journal*.
- Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure. In *Empirical Research in Accounting: Selected Studies* (Vol. 4).
- Beaver, W. H., McNichols, M. F., & Rhie, J. W. (2005). Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy. *Review of Accounting Studies*.
- Binesh, F. (Nasim), E-Vahdati, S., & Ozdemir, O. (2024). ESG performance and financial distress during COVID-19: the moderating effects of innovation and capital intensity. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. <https://doi.org/10.1108/APJBA-12-2022-0515>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Penjelasan Nilai ESG*. Bursa Efek Indonesia (BEI).
- Chang, Y. J., & Lee, B. H. (2022). The Impact of ESG Activities on Firm Value: Multi-Level Analysis of Industrial Characteristics. *Sustainability (Switzerland)*, 14(21). <https://doi.org/10.3390/su142114444>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Choi, S. Y., Ryu, D., & You, W. (2024). ESG activities and financial stability: The case of Korean financial firms. *Borsa Istanbul Review*, 24(5), 945-951. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.05.007>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Dimson, J., Mladenov, Z., Sharma, R., & Tadjeddine, K. (2020). *COVID-19 and European small and medium-size enterprises: How they are weathering the storm*. <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/covid-19-and-european-small-and-medium-size-enterprises-how-they-are-weathering-the-storm>
- Field, A. (2024). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics* (6th ed.).
- Freeman, R. Edward. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Pitman.
- G. Eccles, R., & Serafeim, G. (2013). *The Performance Frontier innovating for a sustainable strategy*. <https://hbr.org/2013/05/the-performance-frontier-innovating-for-a-sustainable-strategy>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Grice, J. S., & Ingram, R. W. (2001). Test of the generalizability of Altman's bankruptcy prediction model. *Journal of Business Research*.
- Habib, A. M. (2023). Do business strategies and environmental, social, and governance (ESG) performance mitigate the likelihood of financial distress? A multiple mediation model. *Heliyon*, 9(7). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e17847>
- Harymawan, I., Putra, F. K. G., Fianto, B. A., & Wan Ismail, W. A. (2021). Financially distressed firms: Environmental, social, and governance reporting in indonesia. *Sustainability (Switzerland)*, 13(18). <https://doi.org/10.3390/su131810156>
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (n.d.). *The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms*.
- Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1917–1927. <https://doi.org/10.1002/csr.2463>
- Isayas, Y. N. (2021). Financial distress and its determinants: Evidence from insurance companies in Ethiopia. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1951110>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Keeley, A. R., Li, C., Takeda, S., Gloria, T., & Managi, S. (2022). The Ultimate Owner of Environmental, Social, and Governance Investment. *Frontiers in Sustainability*, 3. <https://doi.org/10.3389/frsus.2022.909239>
- Orji, E. N., & John-Akamelu, C. R. (2023). BOOK TAX DIFFERENCES AND FINANCIAL DISTRESS OF PUBLIC LISTED CONSUMER GOODS FIRMS IN NIGERIA JOURNAL OF GLOBAL ACCOUNTING. In *JOURNAL OF GLOBAL ACCOUNTING* (Vol. 9, Issue 1). <https://journals.unizik.edu.ng/joga>
- Penjelasan Nilai ESG. (2024). Bursa Efek Indonesia (BEI).
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002) Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*.
- Rastogi, S., Singh, K., & Kanoujiya, J. (2023). Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Engagements on Financial Distress under Competition: evidence from nonfinancial firms listed in India. *International Journal of Corporate Governance*, 13(1), 1. <https://doi.org/10.1504/ijcg.2023.10054845>
- Sehgal, S., Mishra, R. K., Deisting, F., & Vashisht, R. (2021). On the determinants and prediction of corporate financial distress in India. *Managerial Finance*, 47(10), 1428–1447. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2020-0332>
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>

- Singh, S., Tejasmayee, P., Singh Gautam, R., & Rastogi, S. (2024). Impact of ESG on Financial Distress in The Healthcare Sector Using Debt-Equity Ratio As A Moderator. *2024 ASU International Conference in Emerging Technologies for Sustainability and Intelligent Systems, ICETSI 2024*, 1533–1538. <https://doi.org/10.1109/ICETSI61505.2024.10459624>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. In *Source: The Academy of Management Review* (Vol. 20, Issue 3).
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>