

***The Effect of ESG Disclosure on the Risk of Financial Distress:
Role of Industry Sensitivity***

Kezia Hertasneng Liwa¹

Fransiskus E. Daromes²

Marselinus Asri³

Master of Accounting, Atma Jaya Makassar University, Indonesia

Abstract: *This study aims to investigate the moderating role of industry sensitivity in the influence of environmental, social, and governance disclosures (ESG disclosure) on financial distress risk. The population used are nonfinancial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2019-2021. The sample collection method chosen is the purposive sampling method. With this sample collection method, 849 companies were added to the sample pool. The type of data used in this study are documentary data in the form of annual financial statements and annual reports of companies that are tested using multiple linear regression analysis subgroup method. The results of this study indicate that simultaneously dan partially, environmental, social, and governance disclosures have a positive and significant influence on Altman score. The higher the Altman score obtained indicates the lower the risk level of a firm's financial distress. In addition, industry sensitivity regarding environmental issues does not moderate the relationship between environmental, social and governance disclosures on financial distress risk. The implications of this study are to provide an overview and consideration for the company in order to increase awareness and responsiveness to the social and environmental aspects surrounding the company and encourage the company to implement good governance practices. Another implication of this research is to provide input for users of financial statements, especially investors, to pay attention to environment, social, and governance disclosure as a consideration in making investment decisions.*

Keywords: *Social Disclosure, Environmental Disclosure, Governance Disclosure, Financial Distress Risk, Industry Sensitivity*

Article Info:

Received: 20 June 2024 | **Revised:** 02 July 2024 | **Accepted:** 15 July 2023

¹ E-mail: kezia.liwa@gmail.com (Correspondence Author)

² E-mail: fedaromes@gmail.com

³ E-mail: marselinus.asri@yahoo.co.id

Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Risiko Kesulitan Keuangan: Sensitivitas Industri sebagai Pemoderasi

Kezia Hertasneng Liwa¹
Fransiskus E. Daromes²
Marselinus Asri³

Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Atma Jaya Makassar, Indonesia

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peran moderasi sensitivitas industri pada pengaruh pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola (pengungkapan ESG) terhadap risiko *financial distress*. Populasi yang digunakan adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2019-2021. Metode pengumpulan sampel yang dipilih adalah metode purposive sampling. Dengan metode pengumpulan sampel ini, sebanyak 849 perusahaan masuk ke dalam kumpulan sampel. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter berupa laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan perusahaan yang diuji dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda subgroup. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara simultan dan parsial, pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh mengindikasikan semakin rendahnya tingkat risiko financial distress suatu perusahaan. Selain itu, sensitivitas industri terkait isu lingkungan tidak memoderasi hubungan antara pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap risiko financial distress. Implikasi dari penelitian ini adalah untuk memberikan gambaran dan pertimbangan bagi perusahaan dalam rangka meningkatkan kepedulian dan ketanggapan terhadap aspek sosial dan lingkungan di sekitar perusahaan serta mendorong perusahaan untuk menerapkan praktik tata kelola yang baik. Implikasi lain dari penelitian ini adalah memberikan masukan bagi para pengguna laporan keuangan, khususnya investor, untuk memperhatikan pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.

Kata-kata kunci: Pengungkapan Sosial, Pengungkapan Lingkungan, Pengungkapan Tata Kelola, Risiko Kesulitan Keuangan, Sensitivitas Industri

1. PENDAHULUAN

Pada perubahan cepat lingkungan bisnis, setiap hari ada perusahaan yang dibentuk dan setiap tahun ada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia. Pada saat yang bersamaan, ada juga perusahaan yang bangkrut maupun *delisting* dari pasar saham (Otoritas Jasa Keuangan, 2022). Kondisi ini menunjukkan bahwa fase pertumbuhan dan penurunan bisnis merupakan hal nyata yang harus dihadapi dalam siklus hidup bisnis setiap perusahaan. Pertumbuhan dan penurunan bisnis tidak hanya berdampak pada pemilik perusahaan atau pemegang saham, melainkan juga pada beragam *stakeholder* lainnya, baik di tingkat mikro maupun makro. Pertumbuhan bisnis mengarah pada peningkatan kekayaan pemegang saham dan penciptaan nilai bersama dengan para *stakeholder* (Harrison dan Wicks, 2013). Di sisi lain, penurunan bisnis dapat mengarah pada kesulitan finansial hingga kebangkrutan yang mengakibatkan hilangnya modal, dan bahkan kepercayaan, yang ditanamkan oleh investor dan pemberi pinjaman.

Secara lebih luas, kesulitan keuangan dan kebangkrutan dapat menyebabkan hilangnya manfaat ekonomi bagi *stakeholder* lainnya seperti pelanggan, pemasok, karyawan, komunitas lokal, dan pemerintah (Grygiel-Tomaszewska dan Turek, 2021). Dengan melihat pertimbangan akan besaran dampaknya, ketersediaan informasi untuk memprediksi kondisi kesehatan keuangan perusahaan amat penting guna mendeteksi dan mengatasi risiko kesulitan keuangan serta mencegah terjadinya kebangkrutan. Prediksi kebangkrutan melalui model Altman's Z-Score, memungkinkan stakeholder seperti investor dan pemberi pinjaman untuk menganalisis tingkat risiko keuangan. Model Altman memprediksi tingkat kesulitan keuangan perusahaan, yakni: tingkat di mana perusahaan dapat dikategorikan sebagai perusahaan dengan kondisi keuangan yang sehat atau tidak mengalami kesulitan keuangan, tingkat di mana perusahaan dikategorikan berpotensi mengalami kesulitan keuangan, dan tingkat di mana perusahaan dikategorikan mengalami kesulitan keuangan (Altman *et al.*, 2016). Identifikasi kondisi kesehatan keuangan perusahaan dapat memberikan informasi awal bagi keputusan penanaman modal investor dan pemberi pinjaman mengenai apakah perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan. Selain itu, informasi ini akan memberikan wawasan yang memungkinkan pengelola perusahaan melakukan tindak lanjut untuk memperbaiki penyebab penurunan bisnis dan memungkinkan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan untuk "dirawat" dan "disembuhkan" daripada dibiarkan menuju ke arah kebangkrutan (Ugur *et al.* 2022).

Kenyataan lain yang mengiringi siklus hidup bisnis saat ini adalah masuknya prinsip-prinsip keberlanjutan dalam pemikiran dan cara berbisnis. Prinsip keberlanjutan telah menggeser fokus bisnis dari paradigma kegiatan ekonomi yang hanya terfokus pada tujuan maksimalisasi tingkat pengembalian bagi pemilik modal menjadi paradigma bisnis keberlanjutan. Paradigma bisnis berkelanjutan menekankan fakta bahwa kegiatan ekonomi perusahaan dipengaruhi dan memengaruhi kepentingan *stakeholder* luas, dan karenanya, fokus bisnis menjadi diperluas ke tujuan maksimalisasi nilai jangka panjang bersama para *stakeholder* ini (How *et al.* 2019). *Stakeholder* luas yang dimaksudkan bukan hanya

stakeholder konvensional yang berkaitan langsung dengan operasi bisnis harian (seperti karyawan, pemegang saham, pelanggan, dan pemasok), melainkan juga ekosistem alami dan kondisi kehidupan generasi masa kini dan masa depan yang tidak berkaitan langsung dengan operasi harian bisnis (Abdi *et al.* 2020). Seiring dengan perluasan tanggung jawab perusahaan kepada para *stakeholder* ini, dampak dari terwujudnya risiko kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan juga menjadi tersebar semakin luas, tidak terbatas hanya pada *stakeholder* konvensional, melainkan termasuk juga pada *stakeholder* secara luas (Grygiel-Tomaszewska dan Turek, 2021). Pentingnya mengatasi dampak luas dari risiko ini mendorong diskusi tentang urgensi tanggung jawab sosial perusahaan (*Corporate Social Responsibility—CSR*).

Dalam perkembangan terkini, CSR telah bertransformasi menjadi konsep ESG (Environmental, Social, and Governance). CSR maupun ESG sama-sama mementingkan dampak perusahaan bagi lingkungan dan masyarakat. Dalam berbagai literatur terdahulu, keduanya digunakan secara bergantian sebagai proksi kinerja keberlanjutan (Jain *et al.* 2016; Rezaee, 2016; Alsayegh *et al.* 2020). Namun, dalam pola diskusi terbaru, ESG dapat dibedakan dari CSR. ESG mengandung aspek tata kelola perusahaan (*corporate governance*) secara eksplisit, sementara CSR tidak secara langsung menunjukkan aspek tata kelola. ESG memiliki kecenderungan fokus yang lebih luas dibandingkan CSR (Mitra dan Anas, 2021). Jika CSR relatif terfokus pada salah satu aspek, yakni aspek ekologi atau sosial saja, ESG menekankan keselarasan ketiga aspek, yakni ekologi, sosial, dan tata kelola, tanpa condong pada satu aspek (Hwang *et al.*, 2021; Daromes, Asri, dan Marco, 2023).

Pengelolaan aktivitas tanggung jawab sosial perusahaan untuk mencapai cita-cita keberlanjutan diintervensi oleh keputusan manajemen sebagai agen pengambilan keputusan yang diharapkan mengupayakan tercapainya kepentingan para *stakeholder*. Namun, tidak mudah untuk mempraktikkan tanggung jawab sosial perusahaan karena kepuasan kepentingan beberapa *stakeholder*, termasuk kepentingan pribadi manajer sebagai agen, mungkin bertentangan dengan tujuan mendasar atau tujuan mencapai profit maksimal dari sebagian besar perusahaan (Manasakis *et al.* 2013). Hubungan agensi antara manajer dan para *stakeholder* menimbulkan perdebatan lebih lanjut mengenai pengelolaan tanggung jawab sosial perusahaan dalam arti siapa pemangku kepentingan yang relevan, apa kepentingan mereka, dan bagaimana kepentingan persaingan klaim mereka atas tanggung jawab sosial perusahaan cukup seimbang. Masalah agensi yang melekat dalam tubuh kerangka *stakeholder* era bisnis berkelanjutan menimbulkan kebutuhan yang mendesak akan mekanisme kontrol perilaku agensi. Tanggung jawab sosial perusahaan yang dicita-citakan menurut prinsip berkelanjutan dapat diharapkan tercapai hanya jika model tata kelola perusahaan yang baru juga diterapkan. Pengaturan tata kelola baru yang fokus pada ESG menekankan bahwa harus ada mekanisme kontrol internal yang mempertimbangkan semua kepentingan *stakeholder* dan klaim mereka yang valid atas dampak sosial, lingkungan, dan tata kelola yang ditimbulkan oleh aktivitas perusahaan (Brandão *et al.* 2013). Misalnya, dengan menempatkan kriteria lingkungan dalam manajemen risiko perusahaan, manajemen dapat melakukan evaluasi mengenai bagaimana potensi risiko yang hadir dari kriteria tersebut dapat

memengaruhi *stakeholder* lainnya dan bahkan inti bisnis itu sendiri. Tidak hanya sampai pada tahap evaluasi, integrasi ESG dengan perusahaan harus diiringi dengan komitmen dan implikasinya pada kebijakan perusahaan. Perusahaan yang telah mengintegrasikan kriteria lingkungan pada perusahaannya dapat membuat atau merevisi regulasi dan kebijakan perusahaannya pada isu lingkungan yang terkait. Penggunaan energi yang lebih terbarukan, efisiensi sumber daya alam, manajemen limbah dan pembuangan merupakan beberapa implikasi nyata hasil dari integrasi perusahaan pada kriteria lingkungan. Selanjutnya, sebagai bentuk akuntabilitas kepada para *stakeholder*, asesmen perlu dilakukan untuk memberikan *output* berupa hasil penerapan ESG pada perusahaan [Lihat pada Sayekti (2024), Chandra Asri Group memperoleh poin penurunan tingkat risiko ESG dari 17,7 menjadi 16,6]. Jika dibandingkan dengan CSR (model konvensional tanggung jawab sosial), praktik ESG (model terkini tanggung jawab sosial) memasukkan aspek tata kelola secara eksplisit untuk tujuan pengawasan, pengukuran, dan pelaporan yang lebih ketat dan akuntabel tentang kegiatan lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan untuk mengomunikasikan mengenai risiko dan dampaknya kepada pihak-pihak berkepentingan (Gorley, 2022; Oktavianus, Daromes, dan Asri, 2024).

Praktik ESG perusahaan modern dapat disaksikan pada maraknya peningkatan jumlah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan dengan pengungkapan item-item ekologi, sosial, dan tata kelola sebagai komponen informasi di dalamnya. Sejak tahun 2008 telah ada sebanyak 53% perusahaan global yang menerbitkan laporan keberlanjutan. Kemudian pada tahun 2017, jumlah ini meningkat menjadi 75%. Hingga pada tahun 2020, tren ini akhirnya mencapai angka 80% perusahaan global yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan (KPMG, 2020). Naiknya tren pengungkapan ESG didorong oleh investor dan lembaga pemberi pinjaman cenderung memilih perusahaan yang memiliki rating berkelanjutan sebagai pilihan berinvestasi. Berdasarkan data yang dirilis oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), di Bursa Efek Indonesia, dalam lima tahun terakhir dana kelolaan reksa dana dengan tema ESG meningkat dari hanya Rp42 miliar pada 2016 menjadi Rp3,5 triliun pada 2021 atau naik sebesar 80 kali lipat dari angka tahun 2016 (Yoshio, 2021). Selain itu, berbagai perbankan berlomba-lomba memainkan peran mereka untuk mendukung pembangunan berkelanjutan dengan cara mengalokasikan pembiayaan ke sektor-sektor yang peka terhadap isu-isu ESG. Per kuartal I-2022, penyaluran kredit oleh BRI, BCA, dan BNI ke sektor hijau telah mencapai Rp639,9 triliun, Rp161,6 triliun, dan Rp170,5 triliun atau tumbuh 13,4%, 25,6%, dan 21,8% secara *Year on Year* (Handayani, 2022; Jatmiko, 2022; Putra, 2022). Investor dan pemberi pinjaman meyakini bahwa masalah-masalah sosial, lingkungan, dan tata kelola dapat memengaruhi kegiatan operasional bisnis yang pada akhirnya memengaruhi performa investasi dan kemampuan nasabah pinjaman untuk membayar kembali. Oleh karena itu, sangat penting bagi mereka untuk dapat menganalisa isu-isu ESG yang dihadapi dan ditangani oleh perusahaan *investee* untuk mempertimbangkan risiko keuangan yang berpotensi terjadi pada modal yang ditanamkan.

Pengungkapan informasi ESG melalui laporan tahunan menjadi salah satu alat analisis bagi investor dan pemberi pinjaman mengenai bagaimana perusahaan telah mengelola dampak sosial, lingkungan, dan praktik tata kelola

mereka untuk memitigasi risiko keuangan yang berpotensi terjadi. Sehubungan dengan fenomena ini, telah ada beberapa penelitian terdahulu yang mengkaji berbagai pendekatan potensial untuk menangkap manfaat informasi nonkeuangan dalam hubungannya dengan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Khan dan Kong (2022) meneliti hubungan antara komponen-komponen tata kelola perusahaan (komposisi dewan dan struktur kepemilikan), sebagai salah satu kriteria ESG, dan atribut berupa *debt-to-equity ratio* (rasio utang terhadap modal) sebagai proksi tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Temuan mereka menunjukkan bahwa komposisi dewan memiliki implikasi negatif yang signifikan terhadap kemungkinan perusahaan untuk jatuh ke dalam kesulitan keuangan. Demikian pula, tingkat kepemilikan institusional memiliki implikasi negatif yang signifikan terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Namun, tingkat kepemilikan manajemen menunjukkan implikasi yang negatif tidak signifikan terhadap kemungkinan perusahaan untuk jatuh ke dalam kesulitan keuangan. Selain itu, ada Dorfleitner *et al.* (2020) yang menggunakan atribut berupa peringkat kredit untuk merepresentasikan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan dan mengaitkannya dengan sifat informasi keberlanjutan, khususnya informasi sosial dan lingkungan. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja keberlanjutan yang lebih tinggi menerima peringkat kredit yang lebih baik. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa pengetahuan tentang faktor-faktor yang memengaruhi peringkat kredit perusahaan, seperti kinerja keberlanjutan perusahaan yang diproksikan dalam laporan tahunan perusahaan, penting untuk menilai risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Kelompok peneliti lainnya menggunakan model yang lebih komprehensif untuk menilai kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan dan mengaitkannya dengan sifat mitigasi risiko oleh E, S, G/ESG, misalnya: Al-Hadi *et al.* (2017); Boubaker *et al.* (2020); Nguyen *et al.* (2020); Nam dan An (2021); Nugrahanti (2021); Hsiao *et al.* (2022) dengan model Altman's Z-Score; dan Lisin *et al.* (2021) dengan model Ohlson O-Score. Penggunaan model komprehensif yang menggabungkan beberapa rasio keuangan untuk mendeteksi kondisi keuangan perusahaan yang berkaitan dengan likuiditas, profitabilitas dan aktivitas perusahaan akan memungkinkan pemahaman yang lebih baik tentang tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan (Boubaker *et al.* 2020). Secara kolektif, kelompok peneliti ini menemukan bahwa peningkatan kinerja keberlanjutan yang diproksikan melalui informasi tentang CSR/ESG mengarah pada berkurangnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Dari temuan yang ada mengenai hubungan E, S, G/ESG dan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan, tampaknya ada konsensus luas bahwa bagaimanapun hubungan ini diukur, temuan hubungannya cenderung negatif atau E, S, G/ESG memiliki efek mitigasi risiko kesulitan keuangan. Namun, perlu diingat bahwa pembentukan konsensus ini tidak dapat lepas dari konteks di mana dan bagaimana peneliti melakukan observasi atas sampel-sampel penelitian mereka. Pertama, operasionalisasi pengukuran E, S, G/ESG dalam literatur empiris berkisar dari satu dimensi hingga multidimensi. Kedua, pendekatan pengukuran E, S, G/ESG mencakup indeks reputasi, analisis konten, dan survei berbasis kuesioner, sementara pendekatan pengukuran kinerja keuangan mencakup pengukuran berbasis akuntansi, pengukuran berbasis pasar, dan pengukuran

gabungan berbasis akuntansi dan pasar (Boubaker *et al.*, 2020). Ketiga, tidak ada satu pun pendekatan pengukuran E, S, G/ESG yang tanpa kekurangan. Selain kelemahan yang timbul dari pemilihan pendekatan tertentu, dua masalah yang inheren pada sebagian besar pendekatan adalah subjektivitas peneliti (Nugrahanti, 2021) dan bias seleksi (Lisin *et al.*, 2021) yang dapat memengaruhi sifat hubungan variabel. Untuk itu, ada beberapa jalur potensial untuk memperbaiki kelemahan ini.

Salah satu bentuk kelemahan pengukuran ESG diakui secara gamblang oleh Hsiao *et al.* (2022). Mereka tidak melakukan analisis mendalam kriteria E, S, dan G secara individu dalam menginvestigasi hubungan antara ESG dan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan, melainkan mereka mengambil ukuran kinerja ESG secara keseluruhan sebagai variabel tunggal. Menurut Shakil *et al.*, (2019), berbagai kriteria E, S, dan G masing-masing dapat memiliki efek yang berbeda pada kinerja perusahaan. Lebih lanjut, ketika berbagai jenis pengungkapan ESG digabungkan menjadi hanya satu skor, efek terkait dapat saling menghilangkan sehingga mendistorsi efek riil (Alareeni dan Hamdan, 2020). Oleh karena itu, penelitian lebih lanjut mengenai hubungan antara pengungkapan masing-masing informasi E, S, G dan tingkat risiko kesulitan keuangan masih perlu dilakukan. Selain itu, riset Khan dan Kong (2022) hanya dilakukan terbatas pada perusahaan *go public* yang berbasis di Inggris dan riset Lisin *et al.* (2021) hanya dilakukan terbatas pada perusahaan yang berbasis di Amerika Utara akan mengakibatkan generalisasi temuan riset akan kurang efektif di masa depan mengingat bahwa objek studi di negara lain dapat memiliki budaya perusahaan yang berbeda. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya perlu juga dilakukan pada perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia untuk merepresentasikan negara berkembang, mengingat bahwa penelitian sebelumnya telah merepresentasikan negara maju.

Lebih lanjut, Lisin *et al.* (2021) menyarankan agar penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan analisis mendalam tentang tren spesifik industri mengingat bahwa karakteristik dan risiko yang melekat dalam setiap industri mungkin berbeda, dan karenanya, mempertimbangkan tren spesifik industri diharapkan dapat memberikan wawasan mengenai industri mana yang menerima manfaat terbesar dari E, S, G/ESG. Senada dengan rekomendasi Lisin *et al.* (2021), Qureshi *et al.*, (2019) meneliti peran moderasi kecenderungan sensitivitas industri terkait isu lingkungan dalam hubungan pengungkapan ESG-nilai perusahaan. Mereka membuktikan bahwa pada perusahaan yang beroperasi di industri yang sensitif terhadap isu lingkungan, hubungan antara pengungkapan ESG dan harga saham cenderung lebih signifikan dibandingkan dengan industri yang kurang sensitif. Dengan demikian, untuk memberikan perbandingan yang produktif dan bermanfaat, penelitian selanjutnya membangun model baru dengan menyertakan kecenderungan sensitivitas industri terkait isu lingkungan dalam hubungan antara pengungkapan ESG dan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

2. TINJAUAN LITERATUR

Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola dan Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan

Dorffleitner *et al.* (2020) menggunakan atribut berupa peringkat kredit untuk merepresentasikan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan dan mengaitkannya dengan sifat informasi sosial dan lingkungan (E dan S) dan menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja keberlanjutan yang lebih tinggi menerima peringkat kredit yang lebih baik. Kinerja sosial dan peringkat kredit dalam temuan mereka memiliki hubungan yang positif signifikan. Namun, untuk kinerja ekologi dan peringkat kredit, arah hubungannya positif tidak signifikan. Masih dengan atribut serupa, Karampatsas *et al.* (2021) menemukan bahwa peningkatan keterlibatan tanggung jawab sosial dan lingkungan membantu perusahaan yang sempat mengalami penurunan peringkat kredit untuk memulihkan peringkat kredit mereka di masa penilaian selanjutnya. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa pengetahuan tentang faktor-faktor yang memengaruhi peringkat kredit perusahaan, seperti kinerja keberlanjutan perusahaan yang diprosikan oleh E, S, G/ESG, penting untuk menilai risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Kelompok peneliti lainnya menggunakan model yang lebih komprehensif untuk menilai kemungkinan kesulitan keuangan dan mengaitkannya dengan sifat mitigasi risiko oleh E, S, G/ESG, misalnya Boubaker *et al.* (2020), Nugrahanti (2021), Hsiao *et al.* (2022) dengan model Altman's Z-Score; dan Lisin *et al.* (2021) dengan model Ohlson O-Score. Penggunaan model komprehensif yang menggabungkan beberapa rasio keuangan untuk mendeteksi kondisi keuangan perusahaan yang berkaitan dengan likuiditas, profitabilitas dan aktivitas perusahaan akan memungkinkan pemahaman yang lebih baik tentang tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan (Boubaker *et al.*, 2020). Secara kolektif, kelompok peneliti ini menemukan bahwa peningkatan kinerja keberlanjutan yang diprosikan melalui informasi tentang E, S, G/ESG mengarah pada berkurangnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Teori *stakeholder* yang dikemukakan oleh Freeman (2010) mendukung penggunaan pengungkapan ESG untuk membangun dialog dan keterlibatan dengan para *stakeholder*. Menurut teori ini, agar perusahaan dapat memiliki kepercayaan *stakeholder* dan berkelanjutan hidup dalam jangka panjang, bisnis harus melibatkan *stakeholder*-nya. Hampir setiap transaksi bisnis melibatkan pelanggan, pemasok, komunitas, karyawan, pemodal, dan *stakeholder* lainnya untuk menciptakan hubungan berkelanjutan yang memberikan keunggulan kompetitif dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Efek positif dari hubungan keberlanjutan dengan *stakeholder* akan berkontribusi bagi beragam dimensi kinerja perusahaan, yang pada gilirannya dapat memberikan efek mitigasi risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Pengungkapan lingkungan berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

H1b: Pengungkapan sosial berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

H1c: Pengungkapan tata kelola berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Peran Moderasi Sensitivitas Industri dalam Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan

Fenomena peningkatan signifikan jumlah perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan telah banyak diteliti dan menyimpulkan hasil empiris yang beragam. Sebagian besar penelitian terdahulu yang berada dalam arus utama mengobservasi hubungan E, S, G/ESG dan kinerja keuangan dan nilai perusahaan dari sudut pandang di mana E, S, G/ESG dapat menjadi strategi untuk mencapai kesuksesan perusahaan. Dalam arus utama, temuan Li *et al.* (2018) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara pengungkapan ESG dan nilai perusahaan, yang artinya perusahaan yang lebih banyak terlibat dalam ESG cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Sementara Cheung dan Mak (2010) menemukan hubungan negatif keterlibatan aktivitas lingkungan (salah satu komponen ESG) dan kinerja keuangan perusahaan, dan Brammer *et al.* (2008) menemukan bahwa hubungan komunitas (sebagai komponen S dalam ESG) berkorelasi negatif dengan return saham. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih banyak terlibat dalam ESG (khususnya E dan S) cenderung memiliki kinerja keuangan dan return saham yang lebih rendah. Sementara itu, pada arus minor—sejumlah kecil penelitian yang mengkaji pengaruh E, S, G/ESG terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan dari sudut pandang strategi untuk meredam risiko kebangkrutan atau kegagalan perusahaan—Tarighi *et al.* (2022), Zheng *et al.* (2019), Hwang *et al.* (2021), serta Hsiao *et al.*, (2022) secara kolektif menemukan bahwa E, S, G/ESG dan risiko penurunan kinerja keuangan/nilai perusahaan berhubungan negatif (kecuali dalam riset Tarighi *et al.* (2022) yang menemukan hubungan positif). Hubungan negatif ini artinya, perusahaan yang lebih banyak terlibat aktivitas ESG cenderung memiliki risiko kesulitan keuangan yang lebih rendah.

Variasi temuan riset E, S, G/ESG -kinerja keuangan/nilai perusahaan dalam arus utama maupun arus minor menunjukkan bahwa strategi pengungkapan E, S, G/ESG tidak serta merta menaikkan kinerja/nilai maupun memitigasi risiko perusahaan. Ada peran faktor-faktor kontingensi yang turut berpengaruh dalam hubungan E, S, G/ESG -kinerja keuangan/nilai perusahaan. Teori kontingensi memprediksi bahwa suatu “cara terbaik” untuk memaksimalkan kinerja maupun menurunkan risiko perusahaan tidak dapat berlaku bagi semua perusahaan karena setiap perusahaan terlibat dengan faktor-faktor kontingensi yang berbeda-beda. Beberapa faktor kontingensi yang telah diteliti dalam hubungan E, S, G/ESG -kinerja keuangan/nilai perusahaan misalnya, kekuatan CEO (Li *et al.*, 2018), sensitivitas industri Qureshi *et al.* (2019), dan konsentrasi kepemilikan Albitar *et al.* (2020).

Sejak paradigma keberlanjutan diterima dalam cara berbisnis, peningkatan fokus pada isu-isu lingkungan menjadi jatuh lebih berat pada industri-industri yang diidentifikasi lebih sensitif terhadap lingkungan. Bukti empiris sebelumnya menyingkap bahwa dampak pengungkapan ESG dapat berbeda antara perusahaan yang beroperasi di industri yang sensitif terhadap lingkungan dan

industri yang kurang sensitif karena aktivitas operasi mereka. Misalnya, perusahaan dalam industri retail menghadapi risiko usaha yang berbeda dengan perusahaan dalam industri pertambangan sehingga masing-masing industri akan mungkin mengalami perbedaan tingkat tekanan dari pemangku kepentingan. Perusahaan tambang lebih mungkin mengalami tekanan yang lebih besar dari pemerintah terkait perizinan penggunaan lahan dibandingkan dengan perusahaan retail mengingat bahwa pengolahan tambang memiliki risiko usaha yang lebih erat keterkaitannya dengan eksploitasi sumber daya alam. Garcia *et al.* (2017) menemukan bahwa perusahaan yang beroperasi di industri sensitif cenderung memiliki skor ESG keseluruhan yang lebih tinggi karena perusahaan menanggung risiko yang lebih tinggi. Dengan demikian, industri di mana perusahaan beroperasi dapat diidentifikasi sebagai faktor kontingensi yang mempengaruhi hubungan antara pengungkapan informasi keberlanjutan perusahaan dan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Berdasarkan argumentasi di atas, dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

- H2a: Sensitivitas industri terkait isu lingkungan memoderasi pengaruh pengungkapan lingkungan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
- H2b: Sensitivitas industri terkait isu lingkungan memoderasi pengaruh pengungkapan sosial terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
- H2c: Sensitivitas industri terkait isu lingkungan memoderasi pengaruh pengungkapan tata kelola terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini merupakan 769 perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau Indonesia Stock Exchange (IDX) selama periode 2019 hingga 2021. Pengambilan sampel dari populasi menggunakan kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria yang harus dipenuhi untuk menentukan sampel, adalah sebagai berikut: (1) perusahaan nonkeuangan telah terdaftar di BEI sejak tahun 2019 hingga 2021 secara terus-menerus dan memiliki tanggal tutup buku 31 Desember; (2) perusahaan menerbitkan laporan tahunan tahun buku 2019 hingga 2021 secara lengkap dalam satuan mata uang rupiah; dan (3) perusahaan mengungkapkan minimal satu item pada masing-masing pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam laporan tahunannya.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola Perusahaan

Pada penelitian ini, indeks pengungkapan sosial, lingkungan, dan tata kelola (tabel 1 pada lampiran) dari Baier *et al.* (2020) digunakan untuk mengukur luas item pengungkapan. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan sistem *scoring* yang telah digunakan oleh penelitian (Papoutsis dan Sodhi, 2020). Jika perusahaan melakukan pengungkapan item sesuai dengan yang ditentukan maka akan diberi

skor 1 (nilai terendah) sampai 3 (nilai tertinggi). Kemudian seluruh skor yang diperoleh dijumlahkan lalu dibagi dengan jumlah maksimal skor yang dapat diperoleh dan dikalikan dengan 100% (lihat tabel 2 pada lampiran). Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan Perusahaan

Metode Altman Z-Score bermanfaat untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Metode dilakukan dengan mengombinasikan beberapa rasio untuk membangun model prediksi yang berarti (Altman, 1968). Altman Z-Score telah mengalami tiga kali perubahan, yaitu model Altman Z-Score Pertama (1968) yang dapat digunakan hanya pada perusahaan manufaktur *go public*, lalu Altman Z-Score Revisi (1983) yang merupakan pengembangan dari rumus sebelumnya sehingga dapat digunakan di perusahaan manufaktur baik berbentuk *go public* maupun privat, dan Altman Z-Score Modifikasi (1995) yang digunakan oleh berbagai jenis industri yang bersifat *go public* maupun privat.

Rumus dari Altman Z-Score Modifikasi adalah:

$$Z = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Keterangan:

Z = Nilai Z-Score

X1 = Modal Kerja dibagi dengan Total Aset

X2 = Laba Ditahan dibagi dengan Total Aset

X3 = Laba Sebelum Bunga dan Pajak dibagi dengan Total Aset

X4 = Nilai Buku Ekuitas dibagi dengan Total Utang

Kategori perusahaan berdasarkan pada penilaian Z-Score Modifikasi yaitu:

1. Jika nilai $Z > 2,6$, maka perusahaan dikategorikan ke dalam kelompok perusahaan yang sehat atau tidak mengalami kesulitan keuangan.
2. Jika nilai $1,1 < Z < 2,6$, maka perusahaan dikategorikan ke dalam kelompok grey area atau daerah abu-abu karena masih memiliki potensi kesulitan keuangan.
3. Jika nilai $Z < 1,1$, maka perusahaan dapat dikategorikan ke dalam kelompok perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan atau *financial distress*.

Sensitivitas Industri

Klasifikasi perusahaan yang merupakan anggota industri sensitif dan kurang sensitif dalam penelitian ini berdasarkan kriteria pada penelitian yang pernah dilakukan Solikhah, (2016). Sektor industri yang diidentifikasi sebagai industri sensitif adalah pertambangan, minyak dan gas, bahan kimia, perhutanan, baja dan logam lainnya, distribusi gas, dan air. Sektor lain selain dari yang disebutkan sebelumnya diidentifikasi sebagai industri kurang sensitif. Alat ukur sensitivitas industri di dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan variabel *dummy* (angka 1 mewakili perusahaan yang merupakan anggota dari industri dengan sensitivitas tinggi dan angka 0 mewakili perusahaan yang tidak termasuk anggota dari industri dengan sensitivitas tinggi).

Metode Analisis Data

Persamaan regresi linear berganda dengan metode subgrup digunakan untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel. Persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini akan diuji sebanyak tiga kali, yakni: pengujian sampel secara keseluruhan (pengaruh utama), pengujian sampel yang berada dalam kategori angka 1 (pengaruh dalam grup industri sensitif), dan pengujian sampel yang berada dalam kategori angka 0 (pengaruh dalam grup industri kurang sensitif).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel dari populasi 769 perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019 hingga 2021. Pengambilan sampel dengan menggunakan metode purposive sampling menghasilkan 341 perusahaan atau total sampel $N=1.023$ (3 tahun kali 341 perusahaan). Berdasarkan hasil uji normalitas dengan menggunakan *software* statistik dan *boxplots*, terlihat data perusahaan yang terindikasi *outlier* sebanyak 174 data, sehingga sampel akhir (n) yang diolah dalam penelitian adalah 849 jumlah data untuk 3 tahun.

Analisis Regresi Linear Berganda

Persamaan regresi linear berganda yang dirumuskan berdasarkan kerangka pemikiran teoretis adalah sebagai berikut:

$RKK = \alpha + \beta_1 * PE + \beta_2 * PS + \beta_3 * PTK + \epsilon \dots (1)$ untuk subgroup keseluruhan

$RKK = \alpha + \beta_1 * PE + \beta_2 * PS + \beta_3 * PTK + \epsilon \dots (2)$ untuk subgroup industri sensitif

$RKK = \alpha + \beta_1 * PE + \beta_2 * PS + \beta_3 * PTK + \epsilon \dots (3)$ untuk subgroup industri kurang sensitif

Keterangan:

α = konstanta

β_1-3 = koefisien regresi

PE = pengungkapan lingkungan

PS = pengungkapan sosial

PTK = pengungkapan tata kelola

RKK = tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan

ϵ = unexplained variance

Hasil pengujian statistik melalui software SPSS 25 dapat diamati pada tabel 1.

Table 1. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Subgrup	Variabel	Koefisien Regresi	Sig.	Keterangan
Keseluruhan	Konstanta	0,770	0,000	-
	Pengungkapan Lingkungan	1,508	0,000	Signifikan
	Pengungkapan Sosial	0,653	0,000	Signifikan
	Pengungkapan Tata Kelola	1,173	0,000	Signifikan
Industri Sensitif	Konstanta	0,897	0,000	-
	Pengungkapan Lingkungan	1,808	0,000	Signifikan
	Pengungkapan Sosial	0,688	0,004	Signifikan
	Pengungkapan Tata Kelola	0,697	0,076	Tidak Signifikan
Industri Kurang Sensitif	Konstanta	0,683	0,000	-
	Pengungkapan Lingkungan	1,475	0,000	Signifikan
	Pengungkapan Sosial	0,680	0,000	Signifikan
	Pengungkapan Tata Kelola	1,302	0,000	Signifikan

Source: Data Olahan (2022)

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) dapat digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan model untuk menjelaskan variasi dalam variabel dependen. Koefisien determinasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *adjusted R square* yang dapat dilihat pada Tabel 2.

Table 2. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Subgrup	Model	R	R Square	Adjusted R Square
Keseluruhan	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola Terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	0,745	0,555	0,553
Industri Sensitif	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola Terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	0,703	0,495	0,485
Industri Kurang Sensitif	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola Terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	0,751	0,565	0,563

Source: Data Olahan (2022)

Pada tabel di atas, *adjusted R square* untuk model dalam subgrup keseluruhan adalah sebesar 0,553, yang berarti 55,3% variasi tingkat kesulitan keuangan perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Sisanya sebesar 44,7% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model. Sementara itu, *adjusted R square* untuk model dalam subgrup industri sensitif adalah sebesar 0,485, hal ini dapat diartikan bahwa 48,5% variasi tingkat kesulitan keuangan perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Sisanya sebesar 51,5% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Terakhir, *adjusted R square* untuk model dalam subgrup industri kurang sensitif adalah sebesar 0,563, yang artinya 56,3% variasi tingkat kesulitan keuangan perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Sisanya sebesar 43,7% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang berada di luar model.

Uji Simultan

Uji simultan (atau disebut juga uji F) digunakan untuk mengetahui mengenai ada atau tidaknya pengaruh secara simultan variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Selain itu, uji ini juga digunakan untuk mengetahui apakah model regresi yang dibangun dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen atau tidak.

Table 3. Hasil Uji F

Subgrup	Model	F	R Square
Keseluruhan	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	350,746	0,000
Industri Sensitif	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	49,607	0,000
Industri Kurang Sensitif	Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola terhadap Tingkat Risiko Kesulitan Keuangan	297,847	0,000

Source: Data Olahan (2022)

Berdasarkan hasil uji simultan yang disajikan pada tabel di atas, model yang menguji pengaruh pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap tingkat kesulitan keuangan perusahaan pada subgrup keseluruhan menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$. Hal ini dapat diartikan bahwa terdapat pengaruh simultan dalam model ini. Demikian juga, model yang menguji pengaruh pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap tingkat kesulitan keuangan perusahaan masing-masing pada subgrup industri sensitif dan subgrup industri kurang sensitif menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ atau dengan kata lain terdapat pengaruh simultan.

Uji Parsial

Uji parsial (atau disebut juga uji t) digunakan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi variabel-variabel independennya secara parsial berpengaruh atau tidak terhadap variabel dependennya. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka berarti dalam model regresi terdapat pengaruh secara parsial yang signifikan antara variabel independen dan variabel dependen. Hasil uji t dalam penelitian ini dapat diamati pada tabel 2. Pembahasan hasil uji t disajikan sebagai berikut:

1. Pada subgrup keseluruhan, pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh sebesar 1,508 dan probabilitas signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ atau pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, H1a yang menyatakan bahwa pengungkapan lingkungan berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan dapat diterima.
2. Pada subgrup keseluruhan, pengungkapan sosial memiliki pengaruh sebesar 0,653 dan probabilitas signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan sosial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, H1b yang menyatakan bahwa pengungkapan sosial berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan dapat diterima.
3. Pada subgrup keseluruhan, pengungkapan tata kelola memiliki pengaruh sebesar 1,173 dan probabilitas signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan tata kelola memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, H1c yang menyatakan bahwa pengungkapan tata kelola berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan dapat diterima.
4. Pada subgrup industri sensitif, pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh sebesar 1,808 dan probabilitas signifikansi $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
5. Pada subgrup industri sensitif, pengungkapan sosial memiliki pengaruh sebesar 0,688 dengan probabilitas signifikansi sebesar $0,004 < 0,05$. Berdasarkan angka ini dapat disimpulkan bahwa pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

6. Pada subgrup industri sensitif, pengungkapan tata kelola memiliki pengaruh sebesar 0,697 dengan probabilitas signifikansi $0,076 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif memiliki hubungan positif namun tidak signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif tidak berpengaruh terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
7. Pada subgrup industri kurang sensitif, pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh sebesar 1,475 dan probabilitas signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
8. Pada subgrup industri kurang sensitif, pengungkapan sosial memiliki pengaruh sebesar 0,680 dengan probabilitas signifikansi $0,000 < 0,05$. Berdasarkan angka ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.
9. Pada subgrup industri kurang sensitif, pengungkapan tata kelola memiliki pengaruh sebesar 1,302 dan probabilitas signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa pengungkapan tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri kurang sensitif berpengaruh signifikan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menarik kesimpulan variabel moderasi dengan metode subgrup (Septiawati *et al.* 2015). Langkah uji moderasi dengan subgrup pada regresi adalah sebagai berikut:

1. Regresikan variabel independen x_1 , x_2 , dan x_3 terhadap variabel dependen y_1 untuk keseluruhan sampel dalam rangka mendapatkan angka *Sum of Square Residual* (SSR), dan diberi notasi SSRT.
2. Regresikan variabel independen x_1 , x_2 , dan x_3 terhadap variabel dependen y_1 untuk sampel yang masuk kategori pertama dalam rangka mendapatkan *Sum of Square Residual* (SSR), dan diberi notasi SSR1.
3. Regresikan variabel independen x_1 , x_2 , dan x_3 terhadap variabel dependen y_1 untuk sampel yang masuk kategori kedua dalam rangka mendapatkan *Sum of Square Residual* (SSR), dan diberi notasi SSR2.
4. Jumlahkan SSR1 dan SSR2, dan diberi notasi SSRG.
5. Hitunglah nilai Fhitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$F_{hitung} = \frac{(SSRT - SSRG)/k}{(SSRG)/(n_1 + n_2 - 2k)}$$

di mana:

n_1 = jumlah data pada kategori pertama

n_2 = jumlah data pada kategori kedua

k = jumlah variabel independen

6. Langkah terakhir untuk menarik kesimpulan adalah dengan mempertimbangkan kriteria jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka variabel ketiga (Z) yang digunakan sebagai dasar untuk membentuk kategori dinyatakan sebagai variabel moderasi.

Hasil analisis regresi menunjukkan nilai SSRT sebesar 78,425 untuk subgrup keseluruhan, SSR1 sebesar 19,181 untuk subgrup industri sensitif, dan SSR2 sebesar 64,089 untuk subgrup industri kurang sensitif. Dengan demikian, nilai SSRG adalah 83,270 (hasil penjumlahan SSR1 dan SSR2). Terdapat 2 kategori dalam penelitian ini. Kategori pertama, yakni industri sensitif ($Z=1$) terdiri dari 156 data. Sementara itu, kategori kedua, yakni industri kurang sensitif ($Z=0$) terdiri dari 693 data. Dengan menggunakan rumus uji Chow, diperoleh hasil sebagai berikut:

$$F_{hitung} = \frac{(78,425 - 83,270)/3}{(83,270)/(156 + 693 - 2 \cdot 3)} = -16,34976$$

F_{tabel} pada tabel distribusi F berada di antara 3,02 dan 3,00. Dengan demikian, $F_{hitung} < F_{tabel}$ atau $-16,34976 < 3,02$ dan $3,00$. Dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa variabel sensitivitas industri tidak memoderasi hubungan antara pengungkapan lingkungan, sosial dan tata kelola terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan, sehingga hipotesis H2a, H2b, dan H2c ditolak.

Pembahasan

Pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin banyak perusahaan melakukan pengungkapan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola maka tingkat risiko kesulitan keuangan cenderung akan lebih rendah. Manfaat pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola untuk memitigasi risiko dan kewajiban lingkungan, konflik kepentingan dan biaya transaksi, serta biaya agensi dalam penelitian ini ditunjukkan melalui kecenderungan tingkat kesulitan keuangan yang rendah pada sampel perusahaan yang mengungkapkan semakin banyak informasi ESG. Hasil penelitian ini memberikan wawasan bagi investor dan pemberi pinjaman mengenai perlunya mempertimbangkan informasi ESG dalam pengambilan keputusan investasi mereka.

Menurunnya kualitas lingkungan hidup telah menjadi masalah bersama di seluruh dunia, tidak terkecuali di Indonesia. UU No. 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup merupakan salah satu regulasi di Indonesia yang mewajibkan bisnis untuk turut mengatasi dampak dan kerusakan lingkungan. Regulasi semacam ini mendukung teori *stakeholder* bahwa perusahaan dituntut bukan hanya bertanggung jawab kepada stakeholder konvensional, seperti pelanggan, pemasok, distributor, karyawan, pemodal, kreditur, komunitas, pemerintah, dan masyarakat, namun juga kepada alam semesta dan generasi masa mendatang. Tumbuhnya regulasi dan tuntutan agar perusahaan ikut serta dalam menangani isu-isu lingkungan meningkatkan biaya, risiko, dan kewajiban lingkungan di masa mendatang. Diharapkan, dengan semakin banyak perusahaan mengungkapkan informasi lingkungan, perusahaan memperoleh manfaat reputasional dan manfaat dari kepatuhan pada kewajiban lingkungan sehingga dapat menurunkan biaya, risiko, dan kewajiban masa mendatang yang pada gilirannya akan memitigasi risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Berdasarkan sampel penelitian yang diuji, perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi lingkungan, seperti biofuel/biodiesel, strategi perubahan iklim, manajemen dan pelaporan emisi, akses tanah, manajemen biodiversitas, penggunaan dan pengelolaan air, standar lingkungan, pengendalian polusi, peluang produk ramah lingkungan, rantai pasokan berstandar lingkungan, serta pengelolaan limbah, memiliki tingkat risiko kesulitan keuangan yang cenderung lebih rendah. Pengungkapan lingkungan menunjukkan kinerja orientasi jangka panjang perusahaan untuk mengantisipasi biaya, risiko, dan kewajiban yang mungkin timbul dari dampak lingkungan yang ditimbulkan oleh perusahaan. Jika benar pengungkapan lingkungan mencerminkan kinerja lingkungan perusahaan, maka efek mitigasi risiko kesulitan keuangan oleh informasi lingkungan ini dapat dipertimbangkan oleh investor dan pemberi pinjaman untuk menilai kelayakan perusahaan investee sebagai tempat investasi yang ramah lingkungan dan memiliki potensi risiko investasi yang lebih rendah.

Kelangsungan hidup perusahaan tergantung pada kemampuan manajemen perusahaan untuk mengelola hubungan dengan *stakeholder* luas mengingat bahwa hampir setiap aktivitas dan transaksi bisnis memerlukan kontribusi *stakeholder* seperti pelanggan, pemasok, distributor, karyawan, pemodal, kreditur, komunitas, pemerintah, dan masyarakat lainnya. Karena itu, perusahaan mau tidak mau harus mempertimbangkan kepentingan dan kebutuhan *stakeholder*

dalam setiap keputusan dan kebijakan bisnis. Identifikasi kebutuhan dan kepentingan *stakeholder* ini bukan merupakan tugas yang mudah karena *stakeholder* terdiri dari beragam individu dan golongan dengan *urgency*, *power*, dan *legitimacy* yang berbeda-beda. Keberagaman *stakeholder* dapat menimbulkan risiko serta biaya transaksi yang timbul karena konflik kepentingan. Diharapkan, dengan semakin banyak perusahaan mengungkapkan informasi sosial, perusahaan memperoleh manfaat dari mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk mengatasi konflik kepentingan *stakeholder* dan menjalin hubungan keberlanjutan dengan para *stakeholder*.

Sampel penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi sosial, seperti akses pengobatan, rekrutmen dan pelatihan, suap dan korupsi, pengaruh politik, pemasaran secara bertanggung jawab, sistem *whistle-blowing*, pelaporan dan pengungkapan, keterlibatan *stakeholder*, hubungan komunitas, privasi dan kebebasan berekspresi, standar ketenagakerjaan, serta masyarakat umum (amal/donasi, edukasi, lapangan pekerjaan), cenderung memiliki tingkat risiko kesulitan keuangan yang lebih rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa perusahaan yang baik tidak hanya berkiblat pada kepentingan pemegang saham, namun juga pada kepentingan *stakeholder* lainnya (Freeman, 2010). Pengungkapan sosial memberikan gambaran kinerja manajemen dalam menentukan strategi pengelolaan hubungan keberlanjutan secara lebih baik sehingga menurunkan biaya transaksi dan konflik kepentingan antara para *stakeholder*. Jika informasi sosial yang diungkapkan pada laporan tahunan ini mencerminkan kinerja manajemen, maka investor dan pemberi pinjaman secara umum dapat menilai bahwa manajemen memiliki kemampuan untuk mengelola risiko dan biaya transaksi yang mungkin timbul dari konflik kepentingan di antara berbagai *stakeholder*. Efek hilir dari kepekaan dan daya tanggap manajemen terhadap *stakeholder* ini akan berkontribusi bagi efek mitigasi risiko keuangan yang diharapkan oleh investor dan pemberi pinjaman.

Keterlibatan perusahaan dalam berbagai aktivitas tanggung jawab lingkungan dan sosial sebagai strategi untuk mencapai bisnis berkelanjutan (*profit, planet, people*) diintervensi oleh manajemen sebagai agen pengambilan keputusan yang diharapkan mengupayakan tercapainya kepentingan utama perusahaan disamping kepentingan para *stakeholder* luas. Namun, tidak mudah untuk mewujudkan tanggung jawab berkelanjutan karena konflik kepentingan dan masalah agensi yang melekat dalam tubuh perusahaan. Kepuasan kepentingan beberapa *stakeholder*, mungkin bertentangan dengan tujuan mendasar atau tujuan mencapai profit maksimal dari sebagian besar perusahaan (Manasakis *et al.*, 2013). Selain itu, berbagai motif dan kesempatan mendorong manajemen untuk lebih mementingkan dirinya sendiri. Ada asimetri informasi antara manajemen dan *stakeholder*. Manajemen sebagai pembuat keputusan lebih unggul dalam hal mengetahui lebih banyak informasi mengenai kondisi terkini dan prospek masa depan perusahaan. Mereka juga tidak perlu menanggung risiko dan biaya atas kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis karena risiko tersebut ditanggung oleh *stakeholder*.

Konflik kepentingan dan asimetri informasi antara manajemen sebagai pengelola dampak perusahaan dan *stakeholder* lainnya sebagai penerima dampak perusahaan merupakan masalah agensi yang melekat dalam tanggung jawab bisnis berkelanjutan dan ini menimbulkan kebutuhan yang mendesak akan mekanisme kontrol. Tata kelola yang baik hadir sebagai suatu mekanisme untuk

memastikan bahwa perusahaan dikelola untuk memastikan pencapaian tujuan perusahaan selaras dengan kepentingan pemegang saham, investor, maupun *stakeholder* lainnya. Praktik tata kelola perusahaan yang diungkapkan pada laporan tahunan ditujukan kepada para *stakeholder*. Diharapkan, dengan semakin banyak perusahaan mengungkapkan informasi tata kelola, perusahaan dapat memperoleh manfaat dari mengatasi konflik kepentingan dan masalah agensi.

Sampel perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi tata kelola memiliki tingkat risiko kesulitan keuangan yang cenderung lebih rendah. Ketersediaan informasi tata kelola bersama dengan informasi lingkungan dan sosial dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan *stakeholder*. Asimetri informasi erat kaitannya dengan risiko konflik kepentingan dan biaya agensi yang lebih tinggi. Berkurangnya asimetri informasi akan mempererat hubungan keberlanjutan antara perusahaan dan *stakeholder*-nya (Li et al., 2018). Adanya hubungan keberlanjutan mengindikasikan tingginya kepercayaan *stakeholder* pada perusahaan sehingga mereka tidak segan untuk semakin melibatkan diri dan memberi kontribusi dalam sejumlah dimensi untuk memaksimalkan kinerja keuangan perusahaan yang pada gilirannya akan memitigasi risiko kesulitan keuangan.

Sampel perusahaan-perusahaan yang merupakan anggota industri yang sensitif terhadap isu lingkungan (yakni industri yang merupakan anggota sektor pertambangan, minyak dan gas, bahan kimia, perhutanan, baja dan logam lainnya, distribusi gas, dan air) menunjukkan bahwa informasi lingkungan dan sosial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Dengan kata lain, semakin banyak informasi lingkungan dan sosial yang diungkapkan, maka tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan cenderung lebih rendah. Sementara itu, informasi tata kelola tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap skor Altman, walaupun hubungannya positif. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa pengungkapan lingkungan dan sosial yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri sensitif memiliki pengaruh untuk memitigasi tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan, sementara pengungkapan tata kelola tidak memiliki pengaruh.

Sementara itu, pada sampel perusahaan yang merupakan anggota industri yang kurang sensitif (yakni industri yang bukan merupakan anggota sektor pertambangan, minyak dan gas, bahan kimia, perhutanan, baja dan logam lainnya, distribusi gas, dan air) terhadap isu lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola masing-masing memiliki hubungan positif dan signifikan dengan skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Artinya, pada industri kurang sensitif, pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan memiliki efek mitigasi tingkat risiko kesulitan keuangan.

Pada sampel penelitian, uji Chow dilakukan untuk menunjukkan perbedaan kekuatan hubungan antara model regresi pengungkapan ESG-tingkat risiko kesulitan keuangan subgrup industri sensitif dan model regresi pengungkapan ESG-tingkat risiko kesulitan keuangan subgrup industri sensitif subgrup industri kurang sensitif. Hasil uji Chow menunjukkan bahwa variabel sensitivitas industri tidak memoderasi hubungan antara pengungkapan lingkungan, sosial dan tata kelola terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Artinya, keberadaan

perusahaan sampel sebagai anggota industri sensitif dan industri kurang sensitif tidak memperkuat atau memperlemah hubungan antara pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola dengan tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Jumlah perusahaan yang menerapkan strategi keberlanjutan dan mengungkapkan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola telah meningkat selama bertahun-tahun sebagai akibat dari pentingnya informasi tersebut diakui oleh banyak lembaga pengatur pasar modal dan keuangan, investor, dan pemberi pinjaman. Pengungkapan informasi ini dianggap perlu untuk memperkuat pertumbuhan berkelanjutan perusahaan, serta untuk menyediakan bagi investor dan pemberi pinjaman kriteria penilaian tambahan untuk menilai risiko di luar kriteria penilaian yang disajikan pada laporan keuangan tradisional. Di Bursa Efek Indonesia, kewajiban untuk mengungkapkan informasi keberlanjutan mulai diwajibkan tahun 2019 bagi perusahaan perbankan dan tahun 2020 bagi perusahaan tercatat lainnya. Namun, pengungkapannya atas dasar "kepatuhan formal", sehingga perusahaan dapat lolos dari evaluasi "pengungkapan atau nonpengungkapan" asalkan mereka dapat membenarkan dan menjelaskan posisinya secara formal. Kebaruan penerapan aturan dan masih lemahnya komitmen moral untuk mendukung atau bahkan memaksa kinerja keberlanjutan perusahaan ini yang menjadi penjelasan yang memungkinkan mengenai mengapa peran sensitivitas industri yang tidak memoderasi hubungan antara pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap risiko keuangan perusahaan.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap tingkat kesulitan keuangan perusahaan dengan sensitivitas industri sebagai pemoderasi. Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan sebelumnya, terungkap bahwa pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola secara simultan maupun secara parsial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap skor Altman. Semakin tinggi skor Altman yang diperoleh menunjukkan semakin rendahnya tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Artinya, semakin banyak pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dilakukan perusahaan, maka tingkat kesulitan keuangan perusahaan akan cenderung lebih rendah. Selain itu, sensitivitas industri terkait isu lingkungan tidak memoderasi pengaruh pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan. Artinya, posisi perusahaan sebagai anggota industri sensitif maupun industri kurang sensitif tidak menentukan kekuatan hubungan antara pengaruh pengungkapan lingkungan terhadap tingkat risiko kesulitan keuangan perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam hal penentuan skor pengungkapan. Skor yang diberikan pada masing-masing item lingkungan, sosial, dan tata kelola menjadi kurang objektif, karena ada beberapa item yang memerlukan penafsiran pribadi yang dapat berbeda dengan penafsiran orang lain. Hal ini dikarenakan tidak adanya ketentuan baku mengenai penilaian pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dapat dijadikan acuan. Keterbatasan dalam penelitian ini memberikan panggilan bagi penelitian masa akan datang mengenai perlunya

mengembangkan indeks penilaian pengungkapan yang lainnya, yang tidak menimbulkan perbedaan penafsiran.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2020). Impact of Sustainability on Firm Value and Financial Performance in the Air Transport Industry. *The British Accounting Review*, 40(1), 2-27. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.11.003>
- Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G., & Hasan, M. M. (2017). Corporate Social Responsibility Performance, Financial Distress and Firm Life Cycle: Evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961–989. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Alareeni, B., & Hamdan, A. (2020). ESG Impact on Performance of US S&P 500-listed Firms. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. (2020). ESG Disclosure and Firm Performance Before and After IR: The Moderating Role of Governance Mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429–444. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Alsayegh, M. F., Rahman, R. A., & Homayoun, S. (2020). Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2016). 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/https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Baier, P., Berninger, M., & Kiesel, F. (2020). Environmental, Social and Governance Reporting in Annual Reports: A Textual Analysis. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 29(3), 93–118. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/fmii.12132>
- 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>
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2008). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3), 97–116. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Brandão, C., Rego, G., Duarte, I., & Nunes, R. (2013). Social Responsibility: A New Paradigm of Hospital Governance? *Health Care Analysis*, 21, 390–402. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s10728-012-0206-3>
- Cheung, P., & Mak, W. (2010). *The Relation Between Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance: Evidence from the Commercial Banking Industry*.

- Daromes, F. E., Asri, M., & Marco, M. (2023). MEMBANGUN REPUTASI DALAM AKTIVITAS TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN DAN DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA KEUANGAN. *Jurnal Akuntansi*, 17(2), 135-162.
- Dorfleitner, G., Grebler, J., & Utz, S. (2020). The Impact of Corporate Social and Environment Performance on Credit Rating Prediction: North America versus Europe. *Journal of Risk (Forthcoming)*.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive Industries Produce Better ESG Performance: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2017.02.180>
- Gorley, A. (2022). *What is ESG and Why It's Important for Risk Management*. Sustainalytics. <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/corporate-esg-blog/what-is-esg-why-important-risk-management>
- Grygiel-Tomaszewska, A., & Turek, J. (2021). Rola ESG We Wczesnym Ostrzeganiu Przed Niewypłacalnością i Bankructwem. *Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie*, 62(5), 25–39. <https://doi.org/https://doi.org/10.33119/KNoP.2021.62.5.3>
- Handayani, S. N. (2022). *BCA Kucurkan Dana Rp472 Miliar ke Eco Paper Indonesia*. SWA Online. <https://swa.co.id/swa/trends/bca-kucurkan-dana-rp472-miliar-ke-eco-paper-indonesia>
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97–124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
- How, S.-M., Lee, C. G., & Brown, D. M. (2019). Shareholder Theory Versus Stakeholder Theory in Explaining Financial Soundness. *International Advances in Economic Research*, 25, 133–135. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11294-019-09722-x>
- Hsiao, C.-Y., Huang, S.-M., Kang, Y.-Y., & Li, Y.-X. (2022). The Impact of ESG Performance on Business Performance before and after the COVID-19 - Taking the Chinese Listed Companies as a Sample. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 22(5), 56–68. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2022/v22i530563>
- Hwang, J., Kim, H., & Jung, D. (2021). The Effect of ESG Activities on Financial Performance during the COVID-19 Pandemic - Evidence from Korea. *Sustainability*, 13(20). <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.3390/su132011362>
- Jain, A., Jain, P. K., & Rezaee, Z. (2016). Value-Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from Short Selling. *Journal of Management Accounting Research*, 28(2), 29–52.

- <https://doi.org/https://publications.aaahq.org/jmar/article-abstract/28/2/29/608/Value-Relevance-of-Corporate-Social-Responsibility?redirectedFrom=fulltext>
- Jatmiko, L. D. (2022). *Wah! Portofolio Pembiayaan Hijau BNI (BBNI) Capai Rp170,5 Triliun*. *Bisnis.Com*.
<https://finansial.bisnis.com/read/20220513/90/1532982/wah-portofolio-pembiayaan-hijau-bni-bbni-capai-rp1705-triliun>
- Karampatsas, N., Aktas, N., & Witkowski, A. (2021). Do Firms Adjust Corporate Social Responsibility Engagement After a Focal Change in Credit Ratings? *Business & Society*, 61(6), 1684–1722.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1177/00076503211053008>
- Keuangan, O. J. (2022). *Statistik Pasar Modal Indonesia*. Otoritas Jasa Keuangan.
<https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/default.aspx>
- Khan, N., & Kong, D. (2022). The Impact of Corporate Governance on Firm's Financial Distress: A Case Study of The UK-based Firms. *Journal of Advanced Research in Economics and Administrative Sciences*, 3(1), 36–47.
- KPMG. (2020). The Time Has Come. In *The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60–75.
<https://doi.org/10.1016/J.BAR.2017.09.007>
- Lisin, A., Kushnir, A., Koryakov, A. G., Fomenko, N., & Shchukina, T. (2021). Financial Stability in Companies with High ESG Scores: Evidence from North America Using The Ohlson O-Score. *Sustainability*, 14(1).
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.3390/su14010479>
- Manasakis, C., Mitrokostas, E., & Petrakis, E. (2013). Strategic Corporate Social Responsibility Activities and Corporate Governance in Imperfectly Competitive Markets. *Managerial and Decision Economics*, 35(7), 460–473. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/mde.2635>
- Mitra, A. W., & Anas, E. P. (2021). Impact of ESG/Corporate Social Responsibility on Company Performance Before and During Covid 19 Crisis: Study of Listed Companies in Indonesia. *International Journal of Business and Technology Management*, 3(2), 143–155.
<https://myjms.mohe.gov.my/index.php/ijbtm/article/view/14542>
- Nam, H.-J., & An, Y. (2021). The Effect of Corporate Social Responsibility and Board Gender Diversity on Bankruptcy: Evidence from Korea. *Asian Academy of Management Journal*, 26(2), 53–74.
<https://doi.org/https://doi.org/10.21315/aamj2021.26.2.3>
- Nguyen, S. La, Pham, C. D., Nguyen, A. H., & Dinh, H. T. (2020). Impact of Corporate Social Responsibility Disclosures on Bankruptcy Risk of

- Vietnamese Firms. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(5), 81–90.
<https://doi.org/https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no5.081>
- Nugrahanti, Y. W. (2021). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Financial Distress dengan Mekanisme Corporate Governance sebagai Pemoderasi. *Prosiding Simposium Nasional Perpajakan*.
<https://conference.trunojoyo.ac.id/pub/index.php/snp/article/view/67>
- Oktavianus, L., Daromes, F., & Asri, M. (2024). Influence Of Financial Performance and Environmental Performance On Company Reputation. *AJAR*, 7(01), 51-78. <https://doi.org/https://doi.org/10.35129/ajar.v7i01.488>
- Papoutsis, A., & Sodhi, M. S. (2020). A Sustainability Disclosure Index Using Corporate Sustainability Reports. *Journal of Sustainability Research*, 2(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.20900/jsr20200020>
- Putra, D. (2022). *Hari Lingkungan Hidup, BRI Berkomitmen Biayai Green Sector*. CNBCIndonesia.
<https://www.cnbcindonesia.com/market/20220605160847-17-344490/hari-lingkungan-hidup-bri-berkomitmen-biayai-green-sector>
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2019). The Impact of Sustainability (Environmental, Social, and Governance) Disclosure and Board Diversity on Firm Value: The Moderating Role of Industry Sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2427>
- Rezaee, Z. (2016). Business Sustainability Research: A Theoretical and Integrated Perspective. *Journal of Accounting Literature*, 36(1), 48–64. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.acclit.2016.05.003>
- Sayekti, I. M. (2024). Chandra Asri Group Raih Nilai B dari Carbon Disclosure Project (CDP). Retrieved from [Pressrelease.id: https://pressrelease.kontan.co.id/news/chandra-asri-group-raih-nilai-b-dari-carbon-disclosure-project-cdp](https://pressrelease.kontan.co.id/news/chandra-asri-group-raih-nilai-b-dari-carbon-disclosure-project-cdp).
- Septiawati, R., Yniarti, D., & Purnamasari, I. (2015). Pemodelan Regresi Variabel Moderasi dengan Metode Sub-Group. *Jurnal EKSPONENSIAL*, 6(2), 153–162.
- Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do Environmental, Social and Governance Performance Affect the Financial Performance of Banks? A Cross-Country Study of Emerging Market Banks. *Management of Environmental Quality*, 30(6), 1331–1344. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>
- Solikhah, B. (2016). An Overview of Legitimacy Theory on The Influence of Company Size and Industry Sensitivity Towards CSR Disclosure. *International Journal of Applied Business and Economic Research (IJABER)*, 14(5), 3013–3023. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2893283

- Tarighi, H., Appolloni, A., Shirzad, A., & Azad, A. (2022). Corporate Social Responsibility Disclosure (CSR) and Financial Distressed Risk (FDR): Does Institutional Ownership Matter? *Sustainability*, 14(2), 742. <https://doi.org/https://doi.org/10.3390/su14020742>
- Ugur, M., Solomon, E., & Zeynalov, A. (2022). Leverage, Competition and Financial Distress Hazard: Implications for Capital Structure in The Presence of Agency Costs. *Economic Modelling*, 108, 105740. <https://doi.org/10.1016/J.ECONMOD.2021.105740>
- Yoshio, A. (2021). *Tren Menanjak Investasi ESG di Indonesia*. Databoks. <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2021/06/04/tren-menanjak-investasi-esg-di-indonesia>
- Zheng, Y., Wang, Y., & Jiang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Likelihood of Financial Distress. *Finance Journal Articles*, 6(3), 219–236. <https://digitalcommons.bryant.edu/finjou/84>