Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Apakah ESG dapat Mengurangi Financial Distress? Peran Mediasi Profitabilitas pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals di ASEAN-5

Saphura Jelita Nur Aini & Hersugondo

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang

Email: hersugondo@lecturer.undip.ac.id

Abstract

This study examines the impact of the ESG Score on financial distress, proxied by the Altman Z-Score, with Return on Assets (ROA) as a mediating variable. The study focuses on consumer non-cyclical companies in the ASEAN-5 region (Indonesia, Singapore, Malaysia, Thailand, and the Philippines) for 2021–2024. Using panel data from 64 companies (256 observations) sourced from Refinitiv Eikon, the data were analyzed with a Fixed-Effects Model with robust standard errors, supplemented by the Sobel-Goodman mediation test. The findings indicate that: (1) the ESG Score has a positive and significant effect on ROA; (2) ROA has a positive and significant effect on the Altman Z-Score; (3) the ESG Score does not have a direct, significant effect on the Altman Z-Score; and (4) ROA fully mediates the relationship between the ESG Score and the Altman Z-Score, with an indirect effect of 0.015 ($p = 0.001$). These results suggest that ESG does not directly reduce the risk of financial distress; rather, its impact is channeled entirely through enhanced profitability. This study contributes to the existing literature on the relationship between ESG and financial distress in emerging markets. It offers practical implications for corporate management, regulators in the ASEAN region, and investors.

Keywords ESG score, financial distress, Altman Z-Score, profitability, ASEAN-5.

1. Pendahuluan

Muncul suatu transformasi pada beberapa tahun ke belakang mengenai isu keberlanjutan yang berkembang dari tanggung jawab perusahaan menjadi salah satu dimensi penilaian kinerja korporasi yang paling fundamental. Environmental, Social, and Governance (ESG), meliputi dimensi lingkungan sosial serta pengelolaan perusahaan, kini menjadi kerangka utama yang digunakan oleh investor, analis, regulator, serta pihak yang berkepentingan lainnya perihal mengevaluasi keberlanjutan dan kualitas manajemen suatu perusahaan (Zheng et al., 2025). Pertumbuhan adopsi ESG secara global terefleksikan dalam data KPMG (2024) yang menunjukkan bahwa persentase perusahaan terbesar di dunia yang menerbitkan laporan keberlanjutan meningkat dari 63% menjadi 69% antara tahun 2022 dan 2024 di kalangan 250 perusahaan terbesar dunia (G250).

Di kawasan Asia Tenggara, tren adopsi ESG mengalami pertumbuhan yang signifikan. Seow & Chua (2026) dalam systematic review mereka mencatat bahwa penelitian ESG di ASEAN berkembang pesat, didorong oleh tekanan regulasi, meningkatnya kesadaran investor institusional, dan dorongan agenda pembangunan berkelanjutan regional. Negara-negara

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

ASEAN-5 (Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina) telah mengimplementasikan berbagai kebijakan yang mendorong pengungkapan ESG, mulai dari kewajiban pelaporan keberlanjutan di bursa efek hingga kerangka taksonomi hijau nasional (OECD, 2023). Sektor Consumer Non-Cyclical yang mencakup industri pangan, minuman, produk rumah tangga, dan layanan kesehatan dasar memiliki eksposur ESG yang tinggi karena berhadapan langsung dengan isu-isu sosial dan lingkungan dalam rantai pasokan produknya (Sandberg et al., 2023). Namun demikian, peningkatan adopsi ESG ini belum tentu sejalan dengan penurunan risiko keuangan korporasi. Sejumlah studi di kawasan berkembang, termasuk ASEAN, masih mendokumentasikan tingginya prevalensi kasus financial distress pada perusahaan-perusahaan yang telah mengungkapkan skor ESG secara rutin (Lohmann et al., 2025), sehingga muncul kesenjangan empiris antara komitmen keberlanjutan yang terus tumbuh dan realitas ketahanan keuangan perusahaan yang belum tentu membaik.

Di sisi lain, financial distress tetap menjadi salah satu risiko korporasi yang paling kritis, khususnya dalam konteks pasar berkembang yang rentan terhadap volatilitas ekonomi. Financial distress ini merujuk pada suatu situasi perusahaan yang disertai munculnya kesulitan dalam pemenuhan kewajiban keuangan yang dimilikinya, apabila tidak ditangani mampu berujung pada kebangkrutan (Habib, 2023). Model Altman Z-Score (Altman, 1968) telah berfungsi sebagai suatu instrumen pengukuran financial distress yang paling banyak digunakan dalam riset akademik dan praktik industri, karena kemampuannya mengintegrasikan berbagai rasio keuangan ke dalam satu indeks prediktif yang menyeluruh.

Pertanyaan mendasar yang muncul dalam konteks ini adalah: apakah peningkatan kinerja ESG secara langsung berkontribusi pada pengurangan risiko financial distress, ataukah hubungan tersebut dimediasi oleh variabel-variabel keuangan antara, khususnya profitabilitas? Pertanyaan ini relevan secara teoritis maupun praktis. Secara teoritis, jawaban atas pertanyaan ini menentukan mekanisme transmisi yang tepat dari praktik ESG menuju ketahanan keuangan perusahaan. Secara praktis, jawaban ini mampu memberi suatu pedoman untuk manajer perusahaan guna mengalokasikan investasi ESG secara strategis.

Penelitian terdahulu memberikan hasil yang beragam dan belum konklusif. Habib (2023) menemukan bahwa kinerja keuangan memediasi jalur ESG terhadap probabilitas financial distress pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Lohmann et al. (2025) menjelaskan hubungan negatif yang mencakup skor ESG dengan risiko financial distress di berbagai kawasan, termasuk pasar berkembang. Di sisi lain, Maulana et al. (2025) dan Sihotang & Siregar (2025) memberi penjelasan mengenai ESG tidak berpengaruh langsung terhadap financial distress pada konteks ASEAN dan Indonesia. Inkonsistensi hasil penelitian ini mengindikasikan adanya peran variabel mediasi yang belum sepenuhnya dieksplorasi, terutama dalam konteks ASEAN-5.

Pelaksanaan penelitian ini berguna dalam mengatasi kesenjangan penelitian melalui tiga kontribusi pokok. Pertama, pelaksanaan penelitian ini secara eksplisit menguji ROA yang dijadikan variabel mediasi dalam hubungan ESG-financial distress pada konteks ASEAN-5, yang masih langka dalam literatur. Kedua, fokus pada sektor Consumer Non-Cyclical

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

memberikan konteks sektoral yang spesifik dan relevan mengingat tingginya eksposur ESG sektor ini. Ketiga, penggunaan data panel strongly balanced dengan metode Fixed Effect Model dan uji mediasi Sobel-Goodman memberikan estimasi yang lebih robust dibandingkan studi-studi terdahulu di kawasan yang sama.

Berdasarkan latar belakang tersebut, tujuan dari penelitian ini yakni melakukan pengujian mengenai pengaruh ESG Score terhadap financial distress melalui proksinya berupa Altman Z-Score pada perusahaan Consumer Non-Cyclical di kawasan ASEAN-5 periode 2021–2024, serta menguji peran mediasi Return on Assets (ROA) dalam hubungan tersebut. Struktur artikel selanjutnya terdiri dari tinjauan teori dan pengembangan hipotesis (Bagian 2), metodologi (Bagian 3), hasil (Bagian 4), diskusi (Bagian 5), serta kesimpulan (Bagian 6).

2. Tinjauan Literatur

Stakeholder Theory. Stakeholder Theory yang dikembangkan oleh Freeman (1984) berargumen perihal tanggung jawab perusahaan tidak terbatas pada pemegang saham, melainkan bertanggung jawab atas keseluruhan pemangku kepentingan yang terkena dampaknya dari kegiatan perusahaan, mencakup pekerja, pemasok, pelanggan, komunitas lokal, dan lingkungan hidup. Pada konteks ESG, teori ini menyediakan landasan konseptual yang kuat untuk menjelaskan mengapa perusahaan yang kinerja ESG-nya lebih baik cenderung menghasilkan lebih baiknya suatu kinerja keuangannya. Perusahaan yang secara aktif mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan dengan baiknya praktik ESG mampu mendapatkan manfaat berupa peningkatan reputasi, loyalitas pelanggan dan karyawan, pengurangan risiko regulasi, serta lebih baiknya akses terkait dengan sumber daya serta pembiayaan (Zheng et al., 2025). Semua manfaat ini memunculkan kontribusi langsung pada meningkatnya efisiensi operasional dan profitabilitas (Abubakr et al., 2026). Dalam kaitannya dengan financial distress, Stakeholder Theory memprediksi perihal adanya hubungan baik yang melibatkan perusahaan dengan pihak pemangku kepentingan akan lebih tangguh secara keuangan. Kondisi ini muncl sebab adanya fakta mengenai kepercayaan pemangku kepentingan yang tinggi mengurangi potensi gangguan operasional, memperkuat akses terhadap pembiayaan dengan biaya lebih rendah, serta menciptakan kestabilan basis pendapatan, semua faktor ini secara langsung memengaruhi komponen-komponen Altman Z-Score (Habib, 2023).

Signaling Theory. Signaling Theory, yang berakar pada karya seminal Spence (1973) tentang pasar tenaga kerja, menyatakan bahwa pihak yang disertai informasi yang lebih baik (pada konteks ini manajemen perusahaan) akan memberi sinyal menuju pihak dengan informasi lebih terbatas (investor dan kreditor) untuk mengurangi asimetri informasi. Dalam konteks ESG, keterbukaan pengungkapan ESG memiliki fungsi menjadi sinyal bagi pasar perihal mutu manajemen, komitmen jangka panjang terkait dengan keberlanjutan, serta kapabilitas perusahaan perihal pengelolaan risiko nonfinansial (Zheng et al., 2025). Investor dan kreditor yang menerima sinyal ESG yang positif cenderung menilai risiko investasi lebih rendah, yang berimplikasi pada penurunan biaya modal dan peningkatan valuasi perusahaan (Kim & Yang, 2025). Dalam konteks financial distress, Signaling Theory memprediksi mengenai lebih baiknya dan lebih transparannya pengungkapan ESG yang terdapat pada perusahaan akan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dipersepsikan sebagai entitas yang lebih sehat secara keuangan oleh pasar. Persepsi ini dapat mengurangi probabilitas financial distress melalui jalur penurunan biaya utang dan kemudahan akses pembiayaan (Zheng et al., 2025). Namun, efektivitas sinyal ESG sangat bergantung pada kualitas pasar modal dan tingkat literasi ESG investor di suatu kawasan. Dalam pasar ASEAN-5 yang masih berkembang, sinyal ESG ini belum sepenuhnya terartikulasi dalam penilaian risiko keuangan, sehingga jalur tidak langsung melalui profitabilitas menjadi lebih dominan.

Resource-Based View (RBV). Resource-Based View yang pengembangannya dilakukan Barney (1991) berargumen mengenai keunggulan kompetitif berkelanjutan berasal dari sumber daya dan kapabilitas internal perusahaan yang memiliki nilai, langka, tidak mudah ditiru, dan tidak dapat disubstitusi. Dalam kerangka RBV, komitmen ESG mampu dinilai menjadi investasi dalam pembangunan sumber daya strategis yang memberikan daya unggul kompetitif jangka panjang (Abubakr et al., 2026). Praktik lingkungan yang baik, misalnya, dapat menghasilkan efisiensi energi dan pengurangan limbah yang menurunkan biaya operasional. Praktik sosial yang kuat dapat meningkatkan produktivitas dan retensi karyawan. Pengelolaan yang baik mampu menarik modal dengan biaya lebih rendah dan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan strategis. Keseluruhan manfaat ini bersifat kumulatif dan berkontribusi pada peningkatan profitabilitas jangka panjang, yang pada akhirnya memperkuat ketahanan keuangan perusahaan dari risiko financial distress.

Berdasarkan landasan Stakeholder Theory dan RBV, perusahaan yang berinvestasi dalam praktik ESG mampu mendapat manfaat operasional serta reputasional yang nantinya mampu memunculnya peningkatan profitabilitas. Hubungan positif antara ESG dan ROA telah didokumentasikan dalam berbagai penelitian empiris, termasuk Tripopsakul (2025) pada konteks ASEAN dan Habib (2023) pada konteks Amerika Serikat, dan Nurahman & Hersugondo (2026) yang menemukan bahwa pengungkapan ESG memberi pengaruh signifikan pada kinerja keuangan perusahaan dengan usia perusahaan sebagai faktor yang turut memperkuat hubungan tersebut. Meskipun besaran dampaknya bervariasi tergantung konteks, arah hubungannya konsisten positif (Abubakr et al., 2026; Kim & Yang, 2025). Dengan demikian:

H1: ESG Score berpengaruh positif terhadap ROA.

Hubungan antara profitabilitas dan financial distress menjadi suatu hubungan yang paling fundamental pada riset keuangan perusahaan. Suatu perusahaan yang mampu memunculkan laba bersih lebih tinggi akan memiliki laba ditahan yang lebih besar, kemampuan membayar utang yang lebih kuat, serta komponen modal kerja yang lebih solid, semua merupakan determinan langsung dalam formula Altman Z-Score (Habib, 2023; Lohmann et al., 2025). Sastroredjo & Suganda (2025) turut mengkonfirmasi bahwa lebih tingginya profitabilitas dengan konsistensi berasosiasi dengan nilai Altman Z-Score yang lebih baik pada berbagai perusahaan di pasar FTSE All-Share. Dengan demikian:

H2: ROA berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score.

Berdasarkan Signaling Theory, ESG Score yang tinggi berpotensi menurunkan risiko financial

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

distress secara langsung dengan meminimalisasi asimetri informasi yang melibatkan perusahaan dengan kreditor, sehingga menurunkan biaya utang dan memperkuat kepercayaan pasar (Zheng et al., 2025). Kim & Yang (2025) dalam tinjauan sistematis mereka juga mencatat bahwa efektivitas sinyal ESG terhadap penilaian risiko keuangan sangat bergantung pada konteks pasar modal yang diteliti. Sementara itu, Shrestha et al. (2025) menemukan perihal hubungan yang mencakup ESG dengan kinerja keuangan mempunyai sifat yang heterogen antarindustri dan antarnegara di pasar berkembang, sehingga pengaruh langsungnya terhadap indikator risiko keuangan tidak selalu konsisten. Meskipun hasil empiris di konteks ASEAN masih beragam, secara teoritis hubungan langsung ini tetap dapat diharapkan. Dengan demikian:

H3: ESG Score berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score.

Mengintegrasikan ketiga teori yang digunakan, penelitian ini berargumen bahwa pengaruh ESG Score terhadap Altman Z-Score tidak hanya bekerja secara langsung, tetapi juga melalui jalur mediasi profitabilitas. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik akan terlebih dahulu meningkatkan profitabilitasnya (jalur a), yang kemudian berkontribusi pada penguatan kondisi keuangan dan penurunan risiko financial distress (jalur b). Habib (2023) secara eksplisit menemukan bahwa kinerja keuangan memediasi dan memitigasi probabilitas financial distress melalui jalur ESG. Pola mediasi serupa juga dikonfirmasi oleh Syarifah & Hersugondo (2026) pada konteks ASEAN-5, yang menemukan bahwa profitabilitas (ROA) berperan menjadi mediasi signifikan guna menjembatani pengaruh ESG terhadap keputusan keuangan perusahaan, meskipun pada objek dependen yang berbeda (kebijakan dividen). Kim & Yang (2025) turut menekankan bahwa jalur mediasi melalui indikator kinerja keuangan merupakan salah satu mekanisme transmisi ESG yang paling konsisten ditemukan dalam literatur. Dengan demikian:

H4: ROA memediasi pengaruh ESG Score terhadap Altman Z-Score.

3. Metode Penelitian

Jenis dan Sumber Data. Data sekunder dengan sifatnya yang kuantitatif menjadi data yang digunakan penelitian ini. Data sekunder dipahami sebagai data yang sudah terkumpul dan tersedia melalui sumber tertentu sehingga tidak diperoleh secara langsung oleh peneliti (Sekaran & Bougie, 2016). Seluruh data penelitian didapat dari database Refinitiv Eikon, mencakup ESG Score serta data keuangan perusahaan yang digunakan sebagai komponen perhitungan variabel penelitian, yaitu data untuk menghitung Altman Z-Score (modal kerja bersih, laba ditahan, EBIT, nilai buku ekuitas, total utang, total aset, dan penjualan), Return on Assets, SIZE, Debt to Asset Ratio, serta Current Ratio. Nilai Altman Z-Score dihitung secara manual oleh peneliti menggunakan rumus Altman (1968) pada Microsoft Excel berdasarkan komponen-komponen data tersebut. Refinitiv Eikon dipilih sebagai sumber data karena menyediakan data ESG Score yang terstandarisasi pada skala 0 hingga 100 sekaligus data laporan keuangan perusahaan yang menyeluruh dengan cakupan luas di kawasan ASEAN (Lohmann et al., 2025; Tripopsakul, 2025).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Populasi dan Sampel. Penelitian ini menetapkan populasi berupa keseluruhan perusahaan pada sektor Consumer Non-Cyclical yang sudah tercantum di bursa efek lima negara ASEAN, yakni Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina, selama periode 2021–2024. Teknik *purposive sampling* menjadi teknik yang diterapkan dalam mengambil sampel, yakni teknik memilih sampel didasarkan pada kriteria khusus yang disesuaikan dengan tujuan penelitian(Memon et al., 2025; Sekaran & Bougie, 2016). Terdapat juga beberapa kriteria dalam memilih sampel, yakni: (1) perusahaan sektor Consumer Non-Cyclical yang terdaftar di bursa efek negara ASEAN-5 selama periode 2021–2024; (2) perusahaan yang mempunyai kelengkapan data ESG Score dalam database Refinitiv Eikon selama seluruh periode pengamatan; serta (3) perusahaan yang mempunyai kelengkapan data keuangan guna seluruh variabel penelitian selama periode pengamatan. Proses seleksi sampel dilakukan secara bertahap sebagai berikut. Populasi awal mencakup 431 perusahaan sektor Consumer Non-Cyclical yang sudah tercantum di bursa efek ASEAN-5 (Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, Filipina) selama periode 2021–2024, setara dengan 1.724 observasi perusahaan-tahun. Dari jumlah tersebut, sebanyak 303 perusahaan (1.212 observasi) dikeluarkan dari sampel karena tidak disertai kelengkapan data ESG Score dalam database Refinitiv Eikon selama periode pengamatan. Selanjutnya, dari 128 perusahaan yang tersisa, sebanyak 64 perusahaan (256 observasi) kembali dikeluarkan sebab tidak disertai kelengkapan data keuangan untuk keseluruhan variabel penelitian selama periode pengamatan. Atas dasar ini, diperoleh sampel akhir sebanyak 64 perusahaan dengan total 256 observasi (64 perusahaan × 4 tahun). Data panel yang digunakan bersifat strongly balanced, yang berarti seluruh unit cross-section memiliki observasi yang lengkap pada setiap periode waktu.

Metode Pengumpulan Data. Pengumpulan data melalui metode berupa dokumentasi dengan mengekstraksi seluruh data dari database Refinitiv Eikon ke dalam Microsoft Excel. Perhitungan Altman Z-Score selanjutnya dilakukan secara manual oleh peneliti menggunakan rumus Altman (1968) berdasarkan data komponen yang telah diekstraksi tersebut. Perusahaan yang tidak disertai kelengkapan datanya untuk keseluruhan variabel penelitian pada periode pengamatan akan dieliminasi dari sampel.

Definisi Operasional Variabel. Penelitian ini mencakup empat kelompok variabel. Variabel independen adalah ESG Score yang bersumber dari Refinitiv Eikon dengan skala 0–100. Variabel dependen adalah financial distress melalui proksinya berupa Altman Z-Score (Altman, 1968), yaitu $Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 0{,}999X_5$, di mana X_1 berupa rasio modal kerja bersih terhadap total aset, X_2 berupa rasio laba ditahan terhadap total aset, X_3 adalah rasio EBIT terhadap total aset, X_4 adalah rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku total utang, dan X_5 adalah rasio penjualan terhadap total aset. Zona aman ditentukan pada nilai $Z > 2{,}99$; zona abu-abu pada $1{,}81 < Z \leq 2{,}99$; dan zona distress pada $Z \leq 1{,}81$. Model ini dipilih karena secara luas digunakan dalam penelitian empiris lintas sektor di pasar berkembang dan memungkinkan komparabilitas antarsampel yang heterogen (Habib, 2023; Sastroredjo & Suganda, 2025). Variabel mediasi adalah Return on Assets (ROA) menjadi proksi profitabilitas, yang telah digunakan secara luas dalam penelitian ESG terhadap financial distress (Habib, 2023). Selain itu, tiga variabel kontrol digunakan mengacu pada studi-studi terdahulu yang serupa, yaitu

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

ukuran perusahaan (SIZE), rasio utang terhadap aset (DAR), dan current ratio (CR) (Habib, 2023; Lohmann et al., 2025; Sastroredjo & Suganda, 2025). Definisi operasional selengkapnya tersaji dalam Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Referensi
ESG Score	Skor gabungan yang mencerminkan tingkat kinerja perusahaan dalam dimensi lingkungan (Environmental), sosial (Social), dan tata kelola (Governance) berdasarkan penilaian Refinitiv Eikon. Skor yang lebih tinggi mengindikasikan praktik ESG yang lebih baik.	Skor ESG Refinitiv Eikon (skala 0–100)	Lohmann et al. (2025); Nurahman & Hersugondo (2026); Tripopsakul (2025)
Altman Z-Score	Model Altman Z-Score (1968) untuk prediksi financial distress. Zona aman: $Z > 2{,}99$; zona abu-abu: $1{,}81 < Z \leq 2{,}99$; zona distress: $Z \leq 1{,}81$. Nilai Z yang lebih tinggi mencerminkan kondisi keuangan yang lebih sehat dan risiko financial distress yang lebih rendah.	$Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 0{,}999X_5$	Altman (1968); Habib (2023); Sastroredjo & Suganda (2025)
Return on Assets	Rasio profitabilitas yang melakukan pengukuran mengenai kapabilitas perusahaan dalam memunculkan laba bersih dari keseluruhan asetnya. Lebih tingginya nilai ROA mampu mencerminkan efisiensi operasional dan profitabilitas yang lebih baik.	Return on Assets = Laba Bersih / Total Aset	Habib (2023); Syarifah & Hersugondo (2026); Tripopsakul (2025)
Ukuran Perusahaan	Logaritma natural dari total aset perusahaan sebagai proksi ukuran. Perusahaan yang lebih	SIZE = Ln(Total Aset)	Habib (2023); Lohmann et al. (2025)

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Referensi
	besar umumnya memiliki akses sumber daya lebih luas, sehingga lebih mampu mengelola risiko financial distress.		
Debt to Asset Ratio	Rasio leverage yang mengukur proporsi total utang terhadap total aset. DAR yang tinggi mencerminkan beban kewajiban yang lebih besar dan berpotensi meningkatkan probabilitas financial distress.	Debt to Asset Ratio = Total Utang / Total Aset	Habib (2023); Sastroredjo & Suganda (2025)
Current Ratio	Rasio likuiditas yang melakukan pengukuran mengenai kapabilitas perusahaan perihal pemenuhan kewajiban jangka pendek memanfaatkan aset lancar. CR yang lebih tinggi mengindikasikan likuiditas lebih baik dan menurunkan risiko financial distress.	Current Ratio = Aset Lancar / Liabilitas Lancar	Habib (2023); Lohmann et al. (2025)

Sumber: Diolah dari berbagai referensi

Teknik Analisis. Data penelitian dianalisis memanfaatkan regresi data panel melalui program berupa lunak Stata 17. Sebelum estimasi model, pengujian asumsi klasik dilaksanakan meliputi: (1) uji normalitas residual menggunakan Shapiro-Wilk test dan histogram residual; (2) uji multikolinearitas menggunakan Variance Inflation Factor (VIF) dengan ambang batas VIF < 10; (3) pengujian heteroskedastisitas yang memanfaatkan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test; serta (4) pengujian autokorelasi yang memanfaatkan Wooldridge test for autocorrelation in panel data. Pemilihan model estimasi terbaik antara Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM) dilakukan melalui dua tahap: Uji Chow guna memilih antara CEM dan FEM, dan pengujian Hausman guna memilih antara FEM dan REM. Model FEM dengan robust standard error diterapkan apabila terdapat indikasi heteroskedastisitas dan/atau autokorelasi guna menghasilkan estimasi yang tetap valid (Habib, 2023). Pengujian hipotesis mediasi mengacu pada pendekatan kausal bertahap Baron & Kenny (1986) yang dikombinasikan dengan uji Sobel-Goodman untuk mengkonfirmasi signifikansi efek tidak langsung. Terdapat tiga persamaan regresi yang diestimasi secara berurutan:

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Persamaan 1 – Jalur a (ESG → ROA):

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Persamaan 2 – Jalur c (ESG → Z-Score, tanpa mediator):

$$Z\text{-}Score_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Persamaan 3 – Jalur b dan c' (ESG + ROA → Z-Score):

$$Z\text{-}Score_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DAR_{it} + \beta_5 CR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Keterangan:

α = konstanta; β = koefisien regresi; ESG = ESG Score; ROA = Return on Assets; Z-Score = Altman Z-Score; SIZE = Ln(Total Aset); DAR = Debt to Asset Ratio; CR = Current Ratio; i = perusahaan; t = tahun; ε = error

Mediasi penuh (full mediation) terindikasi apabila: (a) ESG berpengaruh signifikan terhadap ROA (jalur a); (b) ROA berpengaruh signifikan terhadap Altman Z-Score (jalur b); dan (c) pengaruh langsung ESG terhadap Altman Z-Score (jalur c') menjadi tidak signifikan setelah ROA dimasukkan sebagai mediator. Mediasi parsial (partial mediation) terindikasi apabila jalur c' tetap signifikan namun mengalami penurunan koefisien. Signifikansi efek tidak langsung dikonfirmasi melalui uji Sobel-Goodman dengan $p < 0,05$ sebagai ambang batas keberterimaan (Baron & Kenny, 1986).

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik Deskriptif. Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian berdasarkan 256 observasi dari 64 perusahaan Consumer Non-Cyclical di ASEAN-5 selama periode 2021–2024.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ESG Score	256	51,903	17,701	15,822	91,725
Altman Z-Score (Z')	256	3,878	3,694	0,659	36,863
ROA	256	0,079	0,075	−0,144	0,442
SIZE	256	31,101	1,716	27,287	34,873
DAR	256	0,246	0,151	0,000	0,581
CR	256	1,812	1,041	0,257	5,817

Sumber: Data diolah (2026)

Rata-rata ESG Score sebesar 51,903 dengan standar deviasi 17,701 menjabarkan cukup besarnya variasi antarperusahaan, mengindikasikan heterogenitas praktik ESG yang substansial di kawasan ASEAN-5. Nilai minimum 15,822 dan maksimum 91,725 menegaskan rentang pengungkapan ESG yang lebar dalam sampel. Rata-rata Altman Z-Score sebesar 3,878 melebihi

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

ambang batas zona aman (Z > 2,99) berdasarkan model Altman (1968), mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan pada sampel terdapat pada sehatnta kondisi keuangan. Akan tetapi, , nilai minimum sebesar 0,659 yang jauh di bawah 1,81 menunjukkan bahwa sebagian perusahaan mengalami kondisi financial distress selama periode pengamatan. Rata-rata ROA sebesar 7,9% mencerminkan profitabilitas yang moderat, sementara rata-rata DAR sebesar 0,246 dan CR sebesar 1,812 mengindikasikan struktur leverage dan likuiditas yang secara keseluruhan berada dalam batas yang wajar.

Uji Asumsi Klasik

Tabel 3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Statistik	Nilai	Keputusan
Normalitas (Shapiro-Wilk)	W = 0,66014	Prob > z 0,000	Residual tidak normal; valid karena N = 256 > 200 (CLT)
Multikolinearitas (VIF)	Mean VIF = 1,54	VIF maks = 1,78 < 10	Tidak ada multikolinearitas
Heteroskedastisitas (Breusch-Pagan)	chi2(1) = 203,52	Prob > chi2 0,000	Terdapat heteroskedastisitas; diatasi dengan robust SE
Autokorelasi (Wooldridge)	F(1, 63) = 345,987	Prob > F 0,000	Terdapat autokorelasi; diatasi dengan robust SE

Sumber: Data diolah (2026)

Uji normalitas menggunakan Shapiro-Wilk menghasilkan Prob > z = 0,000, mengindikasikan residual tidak terdistribusi normal. Tetapi, dengan jumlah observasi 256 yang melampaui ambang batas 200, pelanggaran asumsi normalitas tidak berdampak pada validitas inferensi statistik karena Central Limit Theorem menjamin distribusi asimptotik yang normal pada ukuran sampel besar (Knief & Forstmeier, 2021). Visualisasi histogram residual menunjukkan pola yang mendekati simetris, meski Q-Q plot mengidentifikasi beberapa nilai ekstrem.

Uji VIF menghasilkan Mean VIF sebesar 1,54 dengan nilai tertinggi 1,78 (ROA), berada di bawah ambang kritis 10, dapat dipahami tidak adanya masalah multikolinearitas. Uji Breusch-Pagan/Cook-Weisberg memunculkan chi2(1) = 203,52 dengan p = 0,000, mengindikasikan adanya heteroskedastisitas. Uji Wooldridge menghasilkan F(1, 63) = 345,987 dengan p = 0,000, mengindikasikan adanya autokorelasi serial. Kedua masalah ini diatasi secara simultan melalui penerapan robust standard error yang di-cluster pada tingkat perusahaan, sehingga menghasilkan estimasi koefisien yang tetap konsisten dan valid (Habib, 2023; Lohmann et al., 2025).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Pemilihan Model Estimasi

Tabel 4. Hasil Uji Pemilihan Model

Uji	Hasil	Keputusan
Uji Chow (FEM vs CEM)	F(63, 187) = 12,49; Prob > F = 0,000	FEM dipilih
Uji Hausman (FEM vs REM)	chi2(5) = 33,18; Prob > chi2 = 0,000	FEM dipilih

Sumber: Data diolah (2026)

Uji Chow menghasilkan F(63, 187) = 12,49 dengan Prob > F = 0,000, sehingga CEM ditolak dan FEM lebih tepat digunakan. Uji Hausman menghasilkan chi2(5) = 33,18 dengan Prob > chi2 = 0,000, sehingga Random Effect Model ditolak dan FEM dipilih sebagai model estimasi final. Tingginya korelasi antara efek individu dan variabel independen (corr(u_i, Xb) = −0,8116) mengkonfirmasi bahwa FEM lebih tepat dibandingkan REM untuk data panel ini. Seluruh persamaan diestimasi menggunakan FEM dengan robust standard error guna menangani autokorelasi serta heterokedastisitas yang teridentifikasi.

Hasil Pengujian Hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan secara bertahap menggunakan pendekatan kausal Baron & Kenny (1986) yang dikonfirmasi dengan uji Sobel-Goodman. Tabel 5 menyajikan rangkuman hasil estimasi ketiga persamaan regresi.

Tabel 5. Hasil Estimasi Regresi Panel

Variabel	Pers. 1 ROA	Pers. 2 Z-Score (tanpa ROA)	Pers. 3 Z-Score (dengan ROA)
ESG Score	0,0011504***	−0,0742776	−0,0722137
	(0,000)	(0,174)	(0,186)
ROA	—	—	7,96494***
			(0,000)
SIZE	−0,0177912***	−2,137941	−2,707872*
	(0,000)	(0,138)	(0,060)
DAR	−0,2197924***	−7,922757***	−6,29552***
	(0,000)	(0,000)	(0,000)
CR	−0,0180236***	0,3092848	0,360903
	(0,000)	(0,199)	(0,138)
Konstanta	0,6594782***	75,61701	92,11113**

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Variabel	Pers. 1 ROA	Pers. 2 Z-Score (tanpa ROA)	Pers. 3 Z-Score (dengan ROA)
	(0,000)	(0,107)	(0,049)
R^2 (Within)	0,4382	0,2437	0,1922
F-statistic	39,82	6,38	9,94
Prob > F	0,0000	0,0002	0,0000
N	256	256	256

Catatan: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10. Angka dalam kurung adalah p-value. Sumber: Data diolah (2026)

H1: Pengaruh ESG Score terhadap ROA (Jalur a). Berdasarkan estimasi Persamaan 1 menggunakan OLS dengan robust standard error, ESG Score berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA (β = 0,0012; p = 0,000). Setiap kenaikan satu poin ESG Score dikaitkan dengan peningkatan ROA sebesar 0,00115, ceteris paribus. Nilai R^2 yang mencapai 0,4382 menjelaskan model memiliki kemampuan penjelasan 43,82% variasi ROA. Dengan demikian, H1 diterima.

H2: Pengaruh ROA terhadap Altman Z-Score (Jalur b). Berdasarkan estimasi Persamaan 3, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Altman Z-Score (β = 7,965; p = 0,000). Perusahaan dengan profitabilitas lebih tinggi memiliki Z-Score lebih tinggi, mencerminkan lebih sehatnya kondisi keuangan serta lebih rendahnya risiko financial distress. Atas dasar hasil ini, H2 diterima.

H3: Pengaruh Langsung ESG Score terhadap Altman Z-Score (Jalur c'). ESG Score tidak berpengaruh signifikan secara langsung terhadap Altman Z-Score, baik sebelum (β = −0,074; p = 0,174) maupun setelah ROA dimasukkan sebagai mediator (β = −0,072; p = 0,186). Dengan demikian, H3 ditolak.

H4: Mediasi ROA dalam Pengaruh ESG terhadap Altman Z-Score. Tabel 6 menyajikan hasil uji Sobel-Goodman untuk mengkonfirmasi signifikansi efek tidak langsung.

Tabel 6. Hasil Uji Sobel-Goodman

	Estimasi	Std. Error	z-value	p-value
Sobel	0,015	0,004	3,387	0,001
Aroian	0,015	0,005	3,353	0,001
Goodman	0,015	0,004	3,423	0,001

Sumber: Data diolah (2026)

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Tabel 7. Dekomposisi Efek Langsung, Tidak Langsung, dan Total

Komponen Efek	Estimasi	Std. Error	z-value	p-value
Koefisien a (ESG → ROA)	0,001	0,000	5,434	0,000
Koefisien b (ROA → Z-Score)	13,164	3,039	4,331	0,000
Efek tidak langsung / Indirect (a × b)	0,015	0,004	3,387	0,001
Efek langsung / Direct (c')	0,034	0,011	3,145	0,002
Efek total (c)	0,049	0,011	4,649	0,000

Catatan: Koefisien a dan b pada Tabel 7 diperoleh dari estimasi OLS yang digunakan sebagai basis perhitungan uji Sobel-Goodman melalui perintah sgmediation2 di Stata 17, dan dapat berbeda dari koefisien pada Tabel 5 yang diestimasi menggunakan FEM dengan robust standard error. Sumber: Data diolah (2026)

Ketiga varian uji Sobel-Goodman (Sobel, Aroian, Goodman) secara konsisten menghasilkan efek tidak langsung sebesar 0,015 dengan p = 0,001. Mengacu pada kriteria Baron & Kenny (1986), kondisi mediasi penuh terpenuhi: (a) jalur a signifikan (p = 0,000), (b) jalur b signifikan (p = 0,000), dan (c) jalur c' tidak signifikan setelah mediator dimasukkan (p = 0,186). Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh ESG Score terhadap Altman Z-Score bekerja sepenuhnya melalui peningkatan profitabilitas (ROA). Dengan demikian, H4 diterima.

Tabel 8. Ringkasan Keputusan Hipotesis

H	Hubungan	Keterangan	β / Indirect	p-value	Keputusan
H1	ESG Score → ROA	Jalur a (mediasi)	0,0012	0,000	Diterima
H2	ROA → Altman Z-Score	Jalur b (mediasi)	7,965	0,000	Diterima
H3	ESG Score → Altman Z-Score	Pengaruh langsung (c')	−0,074	0,174	Ditolak
H4	ESG → ROA → Altman Z-Score	Mediasi penuh (full mediation)	0,015	0,001	Diterima

Sumber: Data diolah (2026)

Pengaruh ESG Score terhadap ROA (H1). Hasil yang didapat menyajikan ESG Score memunculkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA (β = 0,0012; p = 0,000), sehingga H1 diterima. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan Consumer Non-Cyclical di ASEAN-5 yang lebih baik kinerja ESG-nya mempunyai kecenderungan dalam menghasilkan lebih tingginya profitabilitas. Hasil ini sepaham dengan prediksi Stakeholder Theory (Freeman, 1984), yang berargumen bahwa perusahaan yang secara aktif mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan melalui praktik ESG yang baik akan mendapat manfaat berupa reputasi

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

yang meningkat, loyalitas pelanggan, efisiensi operasional, dan pengurangan biaya risiko yang pada akhirnya tercermin dalam peningkatan profitabilitas (Abubakr et al., 2026; Kim & Yang, 2025). Selain itu, Resource-Based View (RBV) mendukung temuan ini dengan mengemukakan bahwa komitmen ESG merupakan sumber daya strategis yang memungkinkan perusahaan membangun keunggulan kompetitif jangka panjang melalui efisiensi operasional dan inovasi yang lebih baik (Abubakr et al., 2026). Temuan H1 konsisten dengan hasil studi-studi empiris sebelumnya pada konteks ASEAN dan pasar berkembang. Tripopsakul (2025) mendapat temuan perihal hubunan positif mencakup ESG dengan kinerja keuangan pada berbagai perusahaan ASEAN menggunakan data Refinitiv Eikon. Hasil serupa dilaporkan oleh Habib (2023) yang menemukan bahwa kinerja ESG yang lebih baik dikaitkan dengan lebih tingginya profitabilitas dan probabilitas financial distress yang lebih rendah. Nurahman & Hersugondo (2026) turut mengkonfirmasi mengenai pengungkapan ESG mempunyai pengaruh signifikan terkait dengan kinerja keuangan, melalui usia perusahaan memperkuat hubungan tersebut. Sebaliknya, Lohmann et al. (2025) menjelaskan hubungan ESG dengan kinerja keuangan bervariasi tergantung konteks industri dan kawasan. Inkonsistensi ini menggarisbawahi pentingnya mempertimbangkan karakteristik sektor dan regional dalam menginterpretasikan pengaruh ESG terhadap profitabilitas. Secara substantif, besaran koefisien yang relatif kecil (β = 0,0012) mengindikasikan bahwa dampak ESG terhadap ROA bersifat inkremental. Hal ini dapat dijelaskan oleh fakta bahwa investasi ESG umumnya membutuhkan periode waktu tertentu sebelum manfaatnya terefleksikan secara penuh dalam profitabilitas perusahaan, mengingat biaya implementasi ESG di tahap awal cenderung menekan laba jangka pendek sebelum efisiensi jangka panjang tercapai (Habib, 2023; Kim & Yang, 2025).

Pengaruh ROA terhadap Altman Z-Score (H2). Hasil yang didapat menjelaskan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Altman Z-Score (β = 7,965; p = 0,000), sehingga H2 diterima. Temuan ini mengkonfirmasi bahwa profitabilitas menjadi suatu determinan utama kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Perusahaan yang mampu memunculkan laba bersih lebih tinggi dari asetnya akan memiliki laba ditahan yang lebih besar, kemampuan melunasi kewajiban yang lebih kuat, serta akumulasi modal kerja bersih yang lebih baik, ketiganya merupakan komponen langsung dalam formula Altman Z-Score. Dengan demikian, peningkatan ROA secara mekanis dan fundamental akan meningkatkan nilai Altman Z-Score, yang berarti menurunkan risiko financial distress. Temuan ini selaras dengan literatur yang mapan mengenai hubungan profitabilitas dan financial distress. Habib (2023) secara eksplisit mengidentifikasi kinerja keuangan sebagai faktor mediasi yang penting dalam jalur mencakup ESG dan probabilitas financial distress. Lohmann et al. (2025) juga mengkonfirmasi profitabilitas mempunyai korelasi negatif yang kuat dengan risiko financial distress pada perusahaan-perusahaan di berbagai kawasan, termasuk pasar berkembang. Sastroredjo & Suganda (2025) dalam konteks perusahaan di pasar FTSE All-Share turut melaporkan bahwa lebih tingginya profitabilitas dengan konsisten dikaitkan dengan nilai Altman Z-Score yang lebih baik. Temuan H2 ini sekaligus memperkuat validitas penggunaan ROA sebagai variabel mediasi dalam model penelitian ini.

Pengaruh Langsung ESG Score terhadap Altman Z-Score (H3). Hasil yang didapat menjelaskan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

ESG Score tidak memunculkan pengaruh signifikan secara langsung terhadap Altman Z-Score (β = −0,074; p = 0,174), sehingga H3 ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa praktik ESG tidak secara langsung dan otomatis menurunkan risiko financial distress perusahaan tanpa dimediasi oleh mekanisme lain, dalam hal ini profitabilitas. Hasil ini sejalan dengan beberapa studi terkini. Maulana et al. (2025) yang melakukan penelitian pada berbagai perusahaan di ASEAN-5 menemukan bahwa skor ESG tidak memberikan dampak bermakna terhadap financial distress secara langsung. Temuan serupa dilaporkan oleh Sihotang & Siregar (2025) pada konteks perusahaan-perusahaan yang tercantum di BEI. Biju et al. (2025) pada konteks pasar berkembang Asia lainnya turut menemukan bahwa ESG dan komponen-komponennya tidak memberi pengaruh signifikan secara langsung pada kinerja keuangan perusahaan, kecuali dimoderasi oleh kualitas tata kelola perusahaan, memperkuat argumen bahwa hubungan ESG-kinerja keuangan di pasar berkembang cenderung bersifat tidak langsung atau bersyarat. Temuan ini dapat dijelaskan melalui beberapa argumen. Pertama, manfaat ESG terhadap kondisi keuangan perusahaan bersifat tidak langsung dan bekerja melalui jalur-jalur intermediasi seperti peningkatan profitabilitas, pengurangan biaya modal, atau penguatan reputasi yang membutuhkan waktu untuk terefleksikan dalam indikator distress (Habib, 2023). Kedua, dalam konteks ASEAN-5 yang terdiri dari pasar berkembang dengan tingkat efisiensi pasar yang heterogen, investor dan kreditor belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi ESG ke dalam penilaian risiko keuangan secara langsung (Lohmann et al., 2025). Ketiga, komponen-komponen Altman Z-Score seperti laba ditahan, rasio modal kerja, EBIT, dan penjualan terhadap total aset lebih sensitif terhadap kinerja operasional dan keuangan aktual dibandingkan terhadap skor pengungkapan ESG semata. Menariknya, arah koefisien yang negatif (β = −0,074) meskipun tidak signifikan mengindikasikan potensi trade-off jangka pendek dari investasi ESG: biaya implementasi ESG yang tinggi dapat menekan komponen-komponen Z-Score dalam jangka pendek sebelum manfaatnya terealisasi. Hasil ini memiliki kesepahaman dengan argumen Trade-off Theory yang menjabarkan perusahaan perlu mencapai keseimbangan komitmen keberlanjutan dengan tujuan kinerja keuangan, khususnya ketika dihadapkan pada kendala sumber daya (Kim & Yang, 2025).

Mediasi ROA dalam Pengaruh ESG terhadap Altman Z-Score (H4). Hasil uji Sobel-Goodman mengkonfirmasi efek tidak langsung yang signifikan (indirect effect = 0,015; p = 0,001). Memenuhi seluruh kriteria Baron & Kenny (1986), jalur a signifikan, jalur b signifikan, dan jalur c' tidak signifikan setelah mediator dimasukkan, penelitian ini menyimpulkan ROA memediasi secara penuh (full mediation) pengaruh ESG Score terhadap Altman Z-Score. Dengan demikian, H4 diterima. Temuan mediasi penuh ini memiliki implikasi teoritis yang penting. ESG Score tidak bekerja secara langsung dalam memengaruhi kondisi financial distress, melainkan melalui satu mekanisme transmisi yang jelas: peningkatan profitabilitas. Temuan ini sejalan dengan argumentasi Habib (2023) yang secara eksplisit menemukan bahwa kinerja keuangan memediasi dan memitigasi probabilitas financial distress melalui jalur ESG. Pola mediasi melalui profitabilitas ini juga konsisten dengan temuan Syarifah & Hersugondo (2026) pada konteks ASEAN-5, yang menunjukkan bahwa ROA berperan signifikan sebagai variabel mediasi yang menghubungkan suatu pengaruh ESG terkait dengan keputusan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

keuangan perusahaan, meskipun pada variabel dependen yang berbeda (kebijakan dividen). Kesamaan pola ini di dua objek dependen yang berbeda, financial distress dan kebijakan dividen, memperkuat dugaan bahwa profitabilitas merupakan jalur transmisi ESG yang relatif konsisten di kawasan ASEAN-5. Dalam kerangka Stakeholder Theory, hal ini dapat diinterpretasikan sebagai berikut: perusahaan yang berkomitmen pada praktik ESG yang baik akan memperoleh kepercayaan pemangku kepentingan, yang selanjutnya diterjemahkan ke dalam efisiensi operasional dan profitabilitas yang lebih tinggi, dan pada akhirnya memperkuat ketahanan keuangan perusahaan terhadap risiko distress (Kim & Yang, 2025). Temuan ini menegaskan pentingnya profitabilitas sebagai mekanisme intermediasi utama yang menjembatani praktik ESG dengan ketahanan keuangan perusahaan dari risiko distress. Meskipun demikian, mengingat penelitian ini berfokus pada ROA sebagai jalur mediasi tunggal, terbuka ruang bagi penelitian lanjutan untuk mengeksplorasi variabel-variabel transmisi lainnya yang berpotensi melengkapi mekanisme transmisi ESG terhadap financial distress, seperti penurunan biaya modal (cost of capital), peningkatan kualitas pelaporan keuangan, maupun mitigasi risiko reputasi.

5. Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini yakni melakukan pengujian mengenai pengaruh ESG Score terhadap financial distress melalui proksinya berupa Altman Z-Score, dengan ROA menjadi variabel mediasi, pada perusahaan Consumer Non-Cyclical di kawasan ASEAN-5 selama periode 2021–2024. Berdasarkan analisis regresi data panel FEM dengan robust standard error dan uji mediasi Sobel-Goodman terhadap 256 observasi dari 64 perusahaan, diperoleh tiga simpulan utama. Pertama, ESG Score berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA (H1 diterima). Perusahaan yang disertai lebih baiknya kinerja ESG terbukti menghasilkan lebih tingginya profitabilitas, yang dapat dijelaskan melalui mekanisme pengelolaan pemangku kepentingan yang lebih baik, pengurangan risiko operasional, dan efisiensi yang lebih tinggi sebagaimana diprediksi oleh Stakeholder Theory dan Resource-Based View. Kedua, ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Altman Z-Score (H2 diterima). Perusahaan yang lebih profitable mempunyai lebih tingginya nilai Z-Score, mengindikasikan lebih sehatnya kondisi keuangan serta risiko financial distress yang lebih rendah. Temuan ini mengkonfirmasi profitabilitas sebagai determinan utama ketahanan keuangan perusahaan. Ketiga, ESG Score tidak berpengaruh signifikan secara langsung terhadap Altman Z-Score (H3 ditolak), namun ROA terbukti memediasi secara penuh (full mediation) pengaruh ESG Score terhadap Altman Z-Score (H4 diterima), dengan efek tidak langsung sebesar 0,015 ($p = 0{,}001$). Temuan ini mengungkap bahwa jalur transmisi ESG terhadap financial distress bekerja sepenuhnya melalui peningkatan profitabilitas, bukan melalui pengaruh langsung. Dengan kata lain, ESG yang baik akan meningkatkan ROA, dan ROA yang lebih tinggi akan memperkuat ketahanan keuangan perusahaan dari risiko distress.

Implikasi. Temuan yang didapat mempunyai implikasi pada konteks teoretis serta praktis yang relevan. Pada konteks teoritis, penelitian ini memberikan kontribusi empiris pada literatur ESG terhadap financial distress di kawasan ASEAN-5 dengan mengungkap mekanisme mediasi penuh melalui profitabilitas, yang memperkaya pemahaman tentang jalur transmisi ESG

terhadap kondisi keuangan perusahaan di pasar berkembang. Pada konteks praktis, temuan ini memiliki implikasi bagi tiga pihak. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini menjelaskan investasi ESG perlu diintegrasikan menjadi strategi bisnis jangka panjang yang berfokus pada peningkatan efisiensi operasional dan profitabilitas, bukan sekadar pemenuhan kewajiban pelaporan. Perusahaan yang mengelola ESG secara strategis terbukti mampu meningkatkan profitabilitas, yang pada gilirannya memperkuat ketahanan keuangan dari risiko distress (Habib, 2023; Tripopsakul, 2025). Bagi investor, temuan ini menegaskan bahwa dalam konteks ASEAN-5, nilai ESG tidak bekerja secara langsung terhadap risiko keuangan perusahaan, sehingga investor perlu mempertimbangkan profitabilitas sebagai variabel perantara yang krusial dalam mengevaluasi dampak ESG terhadap risiko investasi (Lohmann et al., 2025; Maulana et al., 2025). Bagi regulator, hasil ini menggarisbawahi nilai urgensi untuk menekan perusahaan agak tidak hanya meningkatkan kualitas pengungkapan ESG, melainkan dapat memastikan bahwa praktik ESG benar-benar memberi kontribusi pada peningkatan kinerja keuangan yang nyata menjadi suatu mekanisme utama dalam menjaga stabilitas keuangan perusahaan (Kim & Yang, 2025).

Keterbatasan dan Saran Penelitian Lanjutan. Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang dapat ditinjau. Pertama, periode pengamatan yang terbatas pada 2021–2024 meliputi masa pemulihan pasca-pandemi COVID-19, yang dapat memengaruhi dinamika hubungan ESG, profitabilitas, dan financial distress secara tidak biasa. Penelitian lanjutan disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan atau melakukan analisis terpisah untuk periode sebelum dan sesudah pandemi. Kedua, penelitian ini memanfaatkan model Altman Z-Score yang dikembangkan pada konteks pasar Amerika Serikat, penelitian lanjutan dapat mengeksplorasi model prediksi financial distress yang dikembangkan secara spesifik untuk konteks pasar berkembang ASEAN. Ketiga, penelitian ini berfokus pada ROA sebagai variabel mediasi tunggal; penelitian lanjutan disarankan untuk mengeksplorasi variabel mediasi alternatif seperti biaya modal, kualitas laba, atau inovasi hijau. Keempat, perbedaan karakteristik regulasi dan pasar modal antarnegara ASEAN-5 dapat memengaruhi hasil; penelitian lanjutan dapat melakukan analisis per negara untuk mengidentifikasi heterogenitas dampak ESG.

Referensi

Abubakr, A. A. M., Mahade, A., Musa, A. M. H., Hussin, Z. A. M., Ahmad, Z., & Abdalla, A. A. A. (2026). Impact of ESG Performance on Profitability and Firm Value: Experience of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. *SAGE Open*, *16*(1). https://doi.org/10.1177/21582440261416260

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, *23*(4), 589–609. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x

Barney, J. (1991). Firm Resource and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, *17*(1), 99–120. https://doi.org/10.1177/014920639101700108

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, *51*(6), 1173–1182. https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173

Biju, A. V. N., Geetha, S., Prasad, S., Sasidharan, A., & Jayachandran, A. (2025). ESG-Firm Performance Nexus: Evidence From an Emerging Economy. *Business Strategy and the Environment*, *34*(3), 3469–3496. https://doi.org/10.1002/bse.4152

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.

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

Kim, J., & Yang, W. (2025). Environmental, Social, and Governance (ESG) Research: A Systematic Review of Recent Trends (2020–2024). In *Sustainable Development* (Vol. 34, Number 2, pp. 1872–1900). John Wiley and Sons Ltd. https://doi.org/10.1002/sd.70370

Knief, U., & Forstmeier, W. (2021). Violating the normality assumption may be the lesser of two evils. *Behavior Research Methods*, *53*(5), 2576–2590. https://doi.org/10.3758/s13428-021-01587-5

KPMG. (2024). *Singapore Achieves Progress in Sustainability Reporting, Outperforming Global Benchmarks*. https://kpmg.com/sg/en/media/press-releases/2024/11/singapore-achieves-progress-in-sustainability-reporting--outperf.html

Lohmann, C., Möllenhoff, S., & Lehner, S. (2025). On the Relationship Between Financial Distress and ESG Scores. In *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* (Vol. 32, Number 5, pp. 6377–6401). John Wiley and Sons Ltd. https://doi.org/10.1002/csr.70033

Maulana, M. A., Setijaningsih, H. T., & Widuri, R. (2025). ESG and Financial Distress: Exploring the Moderating Role of ESG Controversy. *Asian Journal of Interdisciplinary Research*, *8*(4), 361–374. https://doi.org/10.54392/ajir25420

Memon, M. A., Thurasamy, R., Ting, H., & Cheah, J. H. (2025). Purposive Sampling: A Review and Guidelines for Quantitative Research. *Journal of Applied Structural Equation Modeling*, *9*(1), 1–23. https://doi.org/10.47263/JASEM.9(1)01

Nurahman, D., & Hersugondo, H. (2026). Does ESG Disclosure Matter for Financial Performance? The Role of Firm Age. *Economic Studies (Ikonomicheski Izsledvania)*, *35*(3), 106–127. https://doi.org/10.56497/esj260306

OECD. (2023). *Sustainable Finance in Asia: ESG and climate-aligned investing and policy considerations*. https://www.oecd.org/finance/Sustainable-finance-Asia-ESG-climate- aligned-investing-policy-considerations.pdf

Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, *32*(4), 2471–2489. https://doi.org/10.1002/bse.3259

Sastroredjo, P. E., & Suganda, T. R. (2025). ESG and Financial Distress: The Role of Bribery, Corruption, and Fraud in FTSE All-Share Companies. *Risks*, *13*(3), 41. https://doi.org/10.3390/risks13030041

Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods For Business: A Skill Building Approach* (7th ed.). John Wiley and Sons Ltd.

Seow, R. Y. C., & Chua, J. T. (2026). The Rise of ESG in Emerging Economies: A Systematic Mapping of ASEAN's Sustainability Trajectory. *Journal of Economic Surveys*. https://doi.org/10.1111/joes.70108

Shrestha, C., Andrikopoulos, P., & Park, J. S. (2025). ESG rating and financial performance in the emerging markets: The moderating effects of cross-listing and industry type. *Research in International Business and Finance*, *77*. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102916

Sihotang, D. G., & Siregar, S. V. (2025). The Effect of ESG Performance on Firm Value and Financial Distress with ESG Controversies as A Moderating Variable. *Petra International Journal of Business Studies*, *8*(2), 257–270. https://doi.org/10.9744/petraijbs.8.2.257-270

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Syarifah, P. N., & Hersugondo, H. (2026). The Role of Profitability in Mediating the Effect of ESG on Dividend Policy in ASEAN-5. *Asian Journal of Interdisciplinary Research*, *9*(1), 254–270. https://doi.org/10.54392/ajir26116

Tripopsakul, S. (2025). ESG Practices, Green Innovation, and Financial Performance: Panel Evidence from ASEAN Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, *18*(8). https://doi.org/10.3390/jrfm18080467

Zheng, C., Mannan Khan, M. A., Rahman, M. M., Moudud-Ul-Huq, S., & Rahman, M. S. (2025). ESG Performance and Financial Stability: A Bibliometric and Meta-Analysis. *SAGE Open*, *15*(4). https://doi.org/10.1177/21582440251381772

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)