

PENGARUH STRATEGI BISNIS DAN KINERJA ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE) TERHADAP RISIKO FINANCIAL DISTRESS (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2018-2022)

Reiza Aulia Larasati, Wisnu Mawardi ¹

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of business strategies (cost leadership and differentiation) and ESG (Environmental, Social, Governance), on financial distress risk. In this study, the cost leadership strategy is measured using the Asset Turnover (TATO). The differentiation strategy is measured using the Profit Margin (PM). Meanwhile, ESG is proxied through the ESG Disclosure Score, and financial distress risk is proxied by the Altman Z-Score. The sample used in this study comprises manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2018 to 2022. A total of 30 sample companies were selected using the purposive sampling technique. This study applies the panel data regression method using Eviews 12. Data analysis was conducted through the stages of selecting the best regression model, classical assumption tests, and resulting in the Fixed Effect Model as the best model for the study. The research results show that the business strategy variables cost leadership (TATO) and differentiation (PM) have a positive and significant effect on the Altman Z-Score. On the other hand, ESG performance shows a negative and insignificant relationship with the Altman Z-Score. This means that business strategies, both cost leadership and differentiation, have an influence, play an important role in improving financial performance, and are able to minimize the risk of financial distress. On the other hand, ESG performance does not show any influence on the risk of financial distress.

Keywords: Cost Leadership, Differentiation, ESG, Financial Distress

PENDAHULUAN

Masalah keuangan merupakan salah satu masalah yang paling dihindari oleh perusahaan. Satu contoh masalah keuangan tersebut adalah *financial distress*. Platt & Platt (2002) berpendapat bahwa *financial distress* merupakan kondisi saat perusahaan mengalami penurunan dari aspek keuangan dan menjadi peringatan awal terhadap risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, *financial distress* dapat dijadikan sebagai pertanda diperlukannya suatu tindakan awal untuk mencegah kebangkrutan itu terjadi.

Di tengah kondisi perkenomian yang sangat dinamis, penting bagi perusahaan untuk memiliki kesadaran dalam melakukan peramalan terhadap kondisi bisnis mereka di masa mendatang termasuk pada aspek risiko *financial distress*. Risiko kendala keuangan dan kebangkrutan merupakan fenomena yang berpengaruh besar setiap harinya pada lingkungan global (Manzaneque, Priego, & Merino, 2016). Risiko kendala keuangan dapat menyerang semua perusahaan dengan tidak mengenal ukuran dan jenis, termasuk pada perusahaan dalam industri manufaktur. Dalam beberapa dasawarsa terakhir, riset mengenai *financial distress* menjadi tema pembahasan yang menarik untuk dikaji karena hasil studi yang dilakukan dapat memberikan manfaat bagi para *stakeholder* perusahaan.

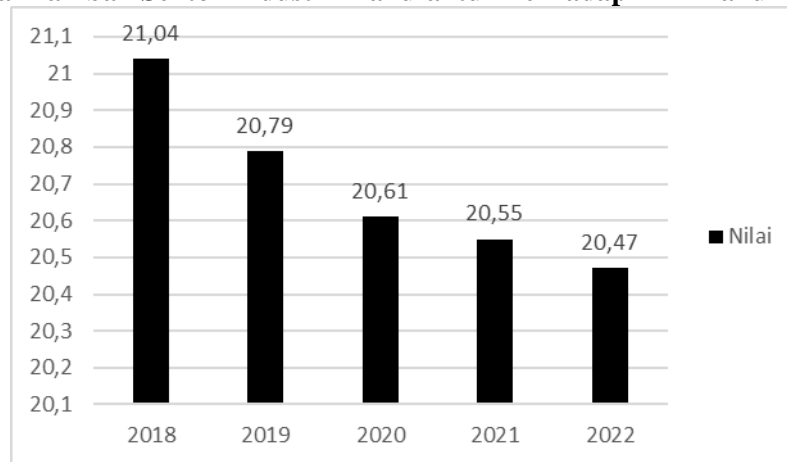
Sepanjang tahun 2022, Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat bahwa terdapat sekitar 40 perusahaan yang mendapatkan notasi khusus karena memiliki ekuitas negatif. Ekuitas negatif memiliki arti bahwa kewajiban (utang) yang dimiliki oleh suatu perusahaan lebih besar

¹ Corresponding author

dibandingkan dengan jumlah asetnya. Jumlah kewajiban yang melonjak tinggi dapat dijadikan sebagai alarm peringatan akan risiko terjadinya kepailitan atau gagal bayar (Fahmi, 2014). Situasi ini dapat menjadi suatu contoh dari fenomena *financial distress* yang dialami oleh perusahaan. Faktor lain yang menyebabkan ekuitas perusahaan bernilai negatif adalah karena kerugian yang dialami oleh perusahaan dalam periode tertentu.

Aktivitas pencatatan yang dilakukan oleh BEI pada tahun 2015 sampai dengan 2022 menemukan bahwa terdapat 28 perusahaan yang mengalami *delisting* dari pasar modal. Tujuh diantaranya merupakan perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur. Tujuan diberlakukannya penghapusan saham tersebut adalah untuk melindungi aktivitas investor di dalam pasar modal. Penerapan *delisting* oleh BEI disebabkan perusahaan berada pada kondisi keuangan yang sulit (*financial distress*) atau mengalami likuidasi (Permata & Juliarto, 2021).

Gambar 1
Proporsi Nilai Tambah Sektor Industri Manufaktur Terhadap PDB Tahun 2018-2022



Sumber: Data Badan Pusat Statistik 2022

Industri manufaktur memiliki peranan penting bagi perekonomian Indonesia. Berdasarkan data BPS (pada Gambar 1.1) di atas, dapat diketahui bahwa sektor manufaktur menyumbang pendapatan rata-rata sebesar 20,69% terhadap PDB Indonesia dalam waktu lima tahun terakhir. Tren penurunan nilai tambah perusahaan manufaktur terhadap PDB sejalan dengan penurunan nilai Z-Score (Tabel 1.2) sebagai proksi untuk memprediksi kondisi *financial distress* pada perusahaan manufaktur. Semakin rendahnya nilai Z-Score mengindikasikan bahwa terdapat penurunan kondisi keuangan pada suatu perusahaan (Altman et al., 2017).

Sejumlah penelitian terdahulu menggunakan rasio keuangan untuk memprediksi risiko terjadinya *financial distress* pada suatu perusahaan. Prediksi terhadap *financial distress* ini salah satunya dapat diukur melalui Altman Z-Score yang mengkombinasikan lima rasio keuangan seperti rasio aktivitas, *leverage*, likuiditas, profitabilitas, serta rasio pasar (Altman et al., 2017). Hasil pada literatur terdahulu tersebut mengungkapkan hasil yang begitu beragam. Sehingga penelitian ini berupaya untuk menggunakan kombinasi variabel nonkeuangan seperti strategi bisnis dan kinerja ESG (*Environmental, Social, and Governance*) untuk diprediksi pengaruhnya terhadap risiko terjadinya *financial distress*.

Tabel 1
Fenomena Gap Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI

Keterangan Variabel	2018	2019	2020	2021	2022
Financial Distress (Z-Score)	4,81	4,14	3,82	3,49	3,16
Asset Turnover (TATO)	0,85	0,84	0,76	0,79	0,86
Profit Margin (PM)	12,65	11,18	12,30	8,67	9,51
ESG Disclosure Score	39,95	43,38	45,82	48,97	50,59

Sumber: Data Bloomberg (2024)

Berdasarkan data yang terdapat pada Tabel 1.2, dapat diketahui bahwa ada inkonsistensi hubungan dari variabel dependen yaitu *financial distress* terhadap variabel independen penelitian ini yaitu strategi bisnis kepemimpinan biaya (melalui proksi *Asset Turnover*), diferensiasi (diproksikan melalui *Profit Margin*), dan variabel ESG melalui *ESG Disclosure Score*. Nilai rata-rata Z-Score memperlihatkan tren menurun dalam lima tahun terakhir. Penurunan nilai Z-Score mengindikasikan adanya penurunan kondisi keuangan tetapi hal ini tidak sejalan dengan fluktuasi dari nilai rata-rata *Asset Turnover* dan *Profit Margin*. Selain itu, rata-rata nilai ESG juga menunjukkan tren kenaikan yang berbanding terbalik dengan nilai Z-Score.

Oleh karena itu, berdasarkan fenomena di atas maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh dari strategi bisnis kepemimpinan biaya, strategi diferensiasi dan kinerja ESG terhadap risiko *financial distress* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018 sampai dengan 2022.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Sinyal menjadi salah satu teori utama yang mampu menjelaskan kondisi *financial distress*. Teori ini dikembangkan oleh Spence (1973) melalui studinya yang berjudul *Job Market Signaling*. Teori Sinyal memiliki pengertian bahwa perusahaan berupaya untuk menyampaikan sinyal tentang kondisi perusahaan pada pihak eksternal melalui pelaporan keuangan. Pihak penerima informasi akan berupaya untuk memahami informasi yang berikan oleh suatu perusahaan dan mengambil keputusan akan hal tersebut. Terdapat sejumlah studi terdahulu yang mengungkapkan hubungan antara rasio profitabilitas dan Teori Sinyal. Nilai profitabilitas yang tinggi dapat menjadi tanda bahwa perusahaan memiliki risiko kecil mengalami *financial distress*. Sebaliknya, ketika rasio profitabilitas rendah maka hal ini menjadi sinyal buruk bagi para pemangku kepentingan karena perusahaan dianggap berada di zona yang merugikan. Pernyataan tersebut dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Kartika & Hasanudin (2019), Susilawati et al. (2017), dan Wijaya & Rasyid (2022).

Pengaruh Strategi Kepemimpinan Biaya terhadap *Financial Distress*

Teori Porter (1980) menyatakan bahwa keberhasilan suatu bisnis dipengaruhi oleh penerapan strategi keunggulan kompetitif sebuah perusahaan dibandingkan dengan pesaing mereka yang tidak menerapkan hal tersebut. Strategi kepemimpinan biaya merupakan bagian dari strategi bisnis yang berorientasi pada produktivitas dengan menerapkan biaya yang efisien serta mengoptimalkan aset guna mencapai tingkat *output* yang maksimal (Agustia et al., 2020). Oleh karena itu, strategi kepemimpinan biaya memiliki hubungan instrinsik dengan upaya peningkatan produktivitas, penjualan serta meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Bryan et al. (2013) dan Chang et al. (2015) membuktikan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kepemimpinan biaya terhadap produktivitas dan menyiratkan bahwa ketika tingkat kepemimpinan biaya meningkat, produktivitas juga akan meningkat. Oleh karena itu, perusahaan akan memiliki kinerja yang lebih baik dan mengurangi risiko kendala keuangan. Hasil serupa diungkapkan oleh Dalwai & Salehi (2021) dan Thu (2023) dalam penelitiannya yang menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan strategi kepemimpinan biaya secara signifikan akan memperoleh kinerja keuangan yang lebih baik (ditandai oleh kenaikan nilai Z-Score) dan mampu memitigasi risiko terjadinya kebangkrutan. Sehingga penelitian ini menarik suatu hipotesis sebagai berikut:

H1 : Strategi Kepemimpinan Biaya perusahaan berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score.

Pengaruh Strategi Diferensiasi terhadap *Financial Distress*

Di samping strategi kepemimpinan biaya, Teori Porter (1980) mengenalkan strategi diferensiasi yang menuntut suatu perusahaan melakukan suatu pendekatan ideal dengan inovasi dalam sejumlah dimensi. Strategi diferensiasi memiliki orientasi pada pengembangan keunikan produk, loyalitas pelanggan, dan keragaman saluran distribusi untuk menghasilkan margin perusahaan yang lebih tinggi. Pada dasarnya kedua jenis strategi tersebut memiliki tujuan untuk mencapai keunggulan kompetitif dengan menghasilkan produktivitas dan laba usaha yang tinggi, serta untuk menjamin keberlanjutan usaha dalam jangka panjang, sekaligus mengurangi risiko terjadinya kendala keuangan (*financial distress*) (Agustia et al., 2020). Banker et al. (2014) dan

Setiawan (2017) pada hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa dua tipologi utama Porter yaitu kepemimpinan biaya dan diferensiasi menghasilkan pengaruh positif terhadap kinerja keuangan berkelanjutan. Selain itu, strategi diferensiasi memiliki kekuatan yang lebih tinggi untuk mempertahankan kinerja perusahaan di masa kini dan masa depan jika dibandingkan dengan strategi kepemimpinan biaya. Penelitian lain yang dilakukan oleh Bryan et al. (2013) mengungkapkan hal yang sama bahwa strategi bisnis memiliki pengaruh positif pada peningkatan kinerja keuangan. Di samping itu, penelitian Habib (2023), dan Thu (2023) mengungkapkan bahwa strategi bisnis berpengaruh pada upaya memitigasi risiko *financial distress* melalui penilaian Z-Score sebagai tanda kinerja keuangan yang prima. Sehingga penelitian ini menarik suatu hipotesis sebagai berikut:

H2 : Strategi Diferensiasi perusahaan berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score.

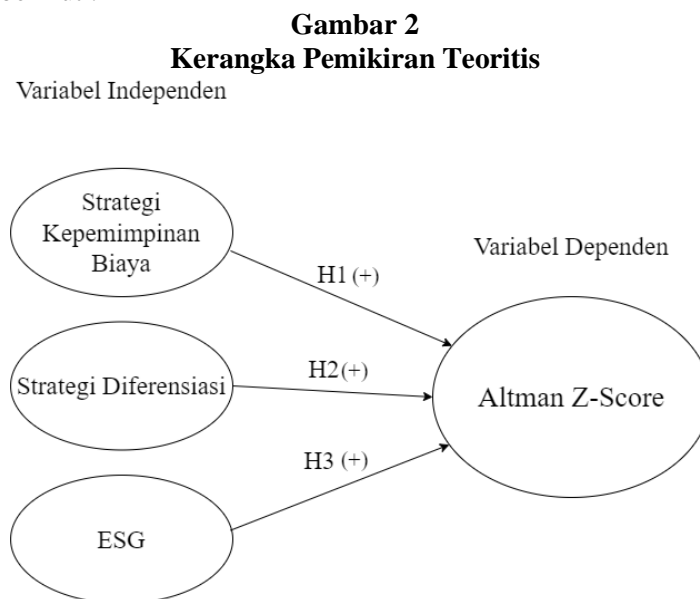
Pengaruh Kinerja ESG terhadap *Financial Distress*

Teori Sinyal berpendapat bahwa pengungkapan kinerja ESG melalui laporan berkelanjutan merupakan suatu penghubung yang akan memberikan sinyal positif kepada para pemangku kepentingan, termasuk investor. Praktik keberlanjutan melalui kinerja ESG ini mampu menarik perhatian pemangku kepentingan dan meningkatkan minat mereka dalam memberikan dukungan maupun penyertaan modal yang tentunya akan membantu peningkatan kinerja keuangan perusahaan, serta mengurangi risiko kendala keuangan (*financial distress*) (Safriani & Utomo, 2020). Penelitian Habib (2022) dan Purnomo et al. (2023) menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan praktik berkelanjutan dalam operasi bisnisnya mengalami peningkatan kinerja keuangan yang lebih baik, serta mampu meminimalisir terjadinya *financial distress*. Selain itu, Buallay (2019) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa bagi perusahaan yang menerapkan bisnis berkelanjutan dan memperoleh nilai ESG yang positif maka akan berdampak pada peningkatan pengembalian aset yang lebih tinggi. Hal ini juga diungkapkan oleh Velte (2017) dalam penelitiannya yang menjelaskan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif pada kinerja keuangan yang diprosikan melalui ROA (*Return on Asset*). Sehingga penelitian ini menarik suatu hipotesis sebagai berikut:

H3 : Kinerja ESG perusahaan berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score

Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan rumusan hipotesis di atas, maka kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini disusun sebagai berikut :



Sumber : Dalwai & Salehi (2021), Habib (2023), Thu (2023)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel penelitian dapat diartikan sebagai suatu atribut dengan variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari secara lebih mendalam agar dapat menghasilkan suatu kesimpulan dan kegunaan tertentu (Sugiyono, 2022). Pada penelitian ini digunakan dua jenis variabel, yaitu variabel dependen (Y) dan independen (X). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah risiko *financial distress* (Y). Sedangkan variabel independen pada studi ini terdiri atas strategi bisnis kepemimpinan biaya (X_1), strategi bisnis diferensiasi (X_2), dan kinerja ESG (X_3).

Populasi dan Sampel

Populasi merupakan wilayah generalisasi dari objek yang akan diteliti (Sugiyono, 2022). Populasi dari penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018 sampai dengan 2022. Sedangkan sampel merupakan bagian yang merepresentasikan suatu populasi. Sampel penelitian ini dipilih menggunakan teknik *non-probability sampling* dengan metode *purposive sampling* atau penentuan sampel yang didasari tujuan tertentu agar mampu mewakili gambaran dari total populasi. Dengan kriteria penarikan sampel sebagai berikut: 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018 hingga 2022, 2) Perusahaan manufaktur yang menyajikan *annual report* secara lengkap, 3) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan ESG *Disclosure Score* secara lengkap pada periode penelitian.

Tabel 2
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022	288
Perusahaan manufaktur yang tidak mempublikasikan ESG <i>Disclosure Score</i> di Bloomberg <i>Database</i> dan tidak menerbitkan laporan keuangan secara lengkap pada tahun 2018-2022	(258)
Sampel Penelitian	30
Total Observasi (30 perusahaan x 5 tahun)	150

Sumber : Bloomberg *database* dan BEI (2024)

Definisi Operasional Variabel

Tabel 3
Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Indikator Pengukuran	Sumber	Skala Pengukuran
<i>Financial Distress</i>	$Z - Score = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5$ Di mana: $X_1 = Working\ Capital / Total\ Assets$ $X_2 = Retained\ Earnings / Total\ Assets$ $X_3 = EBIT / Total\ Assets$ $X_4 = Market\ Value\ of\ Equity / Total\ Liabilities$ $X_5 = Sales / Total\ Assets$	(Altman et al., 2017; Habib, 2023; Thu, 2023)	Skor

Strategi Kepemimpinan Biaya	Proksi: <i>Total Asset Turn Over (TATO)</i> $TATO = Sales / Total Assets$	(Banker et al., 2011; Ilyas et al., 2018; Wu et al., 2015)	Rasio
Strategi Diferensiasi	Proksi: <i>Profit Margin (PM)</i> $PM = (Operation Profit + R\&D Expense) / Sales$	(Agustia et al., 2020; Thu, 2023; Wu et al., 2015)	Rasio
ESG	<i>ESG Disclosure Score</i>	(Habib, 2023; Safriani & Utomo, 2020)	Rasio

Sumber: Penelitian Terdahulu

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis data kuantitatif berupa metode analisis data panel. Analisis regresi data panel dipilih karena sesuai dengan kriteria data yang dikumpulkan yaitu terdiri dari 30 perusahaan serta runtut waktu dalam periode 5 tahun (2018 sampai dengan 2022). Penggunaan data panel dalam penelitian dapat meningkatkan nilai *degree of freedom* (derajat kebebasan) karena jumlah pengamatan yang besar sebagai hasil dari penggabungan data *cross section* dan *time series* (Basuki, 2021). Tahap regresi data panel adalah sebagai berikut: 1) Uji Statistik Deskriptif, 2) Uji Pemilihan Model Regresi (Chow, Hausman, Lagrange Multiplier), 3) Uji Asumsi Klasik, 4) Uji Regresi Data Panel (Uji t, F, dan R²). Adapun model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = *Financial Distress*

α = Konstanta

β = Koefisien Korelasi

X₁ = Strategi Bisnis Kepemimpinan Biaya (TATO)

X₂ = Strategi Bisnis Diferensiasi (PM)

X₃ = Kinerja ESG

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif merupakan cara untuk memberikan gambaran umum pada data tanpa ada maksud untuk menarik sebuah kesimpulan yang general (Sugiyono, 2022). Nilai *mean*, *median*, maksimum, minimum, dan standar deviasi digunakan untuk memberikan Gambaran umum pada data hasil penelitian. Nilai *mean* pada variabel TATO dan ESG yang lebih besar daripada nilai standar deviasinya menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut memiliki sebaran data yang beragam.

Tabel 4
Hasil Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std Deviasi	Observasi
Z-Score	3,885467	2,685000	27,65000	-3,790000	4,169387	150
TATO	0,820667	0,680000	2,290000	0,160000	0,514778	150
PM	10,86167	11,56000	41,93000	-124,9300	15,44052	150
ESG	45,74113	46,56500	70,24000	23,45000	10,69334	150

Sumber : Data diolah *Eviews 12* (2024)

Uji Estimasi Model Regresi

Tabel 5
Hasil Uji Chow dan Hausman

Effects Test	Statistic	df.	Prob.
Cross-section F	6.212049	(29,117)	0.0000
Cross-section Random	12.359638	29	0.0062

Sumber : Data diolah *Eviews 12* (2024)

Uji pemilihan model regresi terbaik dilakukan melalui tiga yaitu Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier. Hasil Uji Chow tercermin melalui nilai probabilitas *cross-section F statistic* $0,0000 < sig 0,05$ memberikan arti *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model regresi terpilih. Sama halnya dengan hasil Uji Hausman melalui nilai *cross-section Random* yaitu $0,0062 < sig 0,05$ yang menghasilkan FEM sebagai model terpilih. Dikarenakan hasil Uji Chow dan Hausman menunjukkan hasil yang konsisten, maka dapat dipastikan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model estimasi regresi terbaik bagi penelitian ini. Dengan demikian Uji Lagrange Multiplier tidak perlu dilakukan.

Uji Asumsi Klasik

Tabel 6
Hasil Uji Multikolonieritas

	TATO	PM	ESG
TATO	1	0,00895	0,07582
PM	0,00895	1	0,05724
ESG	0,07582	0,05742	1

Sumber: Data diolah *Eviews 12* (2024)

Tabel 7
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Dependent Variable: ABS(RESID)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.255303	1.181908	1.062098	0.2904
TATO	1.349476	0.822199	1.641300	0.1034
PM	-0.005008	0.008081	-0.619676	0.5367
ESG	-0.028691	0.018623	-1.540625	0.1261

Sumber: Data diolah *Eviews 12* (2024)

Hasil pengujian pada Tabel 6 menunjukkan nilai korelasi antar variabel independen secara merata berada di bawah nilai 0,85 yang artinya bahwa variabel penelitian dalam penelitian ini terbebas dari masalah multikolonieritas. Sementara itu, hasil Tabel 7 melalui Metode Glejser menunjukkan nilai signifikansi variabel independen TATO, PM, dan ESG yang lebih dari dari $\alpha = 0,05$ terhadap nilai absolut residual sehingga model regresi pada penelitian ini dikatakan sebagai model regresi yang baik dan terhindar dari unsur heteroskedastisitas (Basuki, 2021).

Hasil Analisis Regresi

Tabel 8
Hasil Uji Regresi dengan Fixed Effect Model

Dependent Variable: Z_SCORE

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.807906	2.174916	-0.371465	0.7110
TATO	6.888253	1.512989	4.552746	0.0000
PM	0.047144	0.014870	3.170322	0.0019
ESG	-0.032173	0.034270	-0.938831	0.3498

Sumber: Data diolah Eviews 12 (2024)

Tabel 9
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Hasil Pengujian Hipotesis	Kesimpulan
H1: Strategi Kepemimpinan Biaya (TATO) berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score	Positif (+) signifikan terhadap Altman Z-Score	Diterima
H2: Strategi Diferensiasi (PM) berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score	Positif (+) signifikan terhadap Altman Z-Score	Diterima
H3: Kinerja ESG berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score	Tidak signifikan terhadap Altman Z-Score	Ditolak

Sumber: Data diolah Eviews 12 (2024)

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 8 di atas variabel independen pertama yaitu *Asset Turnover* (TATO) sebagai proksi dari strategi kepemimpinan biaya memiliki nilai probabilitas statistik sebesar $0,0000 < \text{tingkat sig } \alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien beta positif (6,888253). Hal ini memberikan arti bahwa TATO berpengaruh positif dan signifikan terhadap Z-Score. Sehingga **hipotesis 1** yang menyatakan bahwa TATO (strategi kepemimpinan biaya) berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score **diterima**.

Selanjutnya, variabel independen kedua yaitu *Profit Margin* (PM) sebagai proksi dari strategi diferensiasi menunjukkan nilai probabilitas statistik PM sebesar $0,0019 < \text{tingkat sig } \alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien beta positif (0,047144). Hal ini memberikan arti bahwa PM berpengaruh positif dan signifikan terhadap Z-Score. Sehingga **hipotesis 2** yang menyatakan bahwa PM (strategi diferensiasi) berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score **diterima**.

Variabel independen ketiga yaitu kinerja ESG yang diprosikan melalui *ESG Disclosure Score* menunjukkan nilai koefisien beta sebesar -0,032173 yang berarti memiliki arah hubungan negatif. Kemudian, nilai probabilitas statistik ESG sebesar $0,3498 > \text{tingkat sig } \alpha = 0,05$ yang berarti bahwa ESG tidak signifikan terhadap dependen Z-Score. Dengan demikian uji parsial menunjukkan bahwa kinerja ESG menunjukkan arah hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap Z-Score. Sehingga **hipotesis 3** yang menyatakan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score **ditolak**.

Uji F dan Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 10
Hasil Uji F

F-statistic	15.39070
Prob (F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah *Eviews 12* (2024)

Tabel 11
Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.808040
Adjusted R-squared	0.755538

Sumber: Data diolah *Eviews 12* (2024)

Berdasarkan hasil Uji F pada Tabel 10 menunjukkan nilai probabilitas F statistik sebesar $0,000000 < \text{tingkat sig } \alpha = 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi *Fixed Effect Model* (FEM) dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap dependen Z-Score dan mengindikasikan bahwa seluruh variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel Z-Score. Selai itu, Tabel 11 melalui nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,755538 atau 75% memberikan arti bahwa variabel independen (TATO, PM, dan ESG) secara bersama-sama mampu menjelaskan 75% dari variasi Z-Score. Sedangkan sisanya sebesar 25% dijelaskan oleh sebab lain di luar model regresi penelitian.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Strategi Kepemimpinan Biaya terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis mengenai pengaruh strategi kepemimpinan biaya yang diproksikan melalui *Asset Turnover* (TATO) terhadap *financial distress* yang diproksikan dengan Altman Z-Score, dapat diketahui bahwa TATO berpengaruh positif dan signifikan terhadap Z-Score. Pengaruh positif dari proksi TATO menunjukkan bahwa semakin tinggi penerapan strategi kepemimpinan biaya yang diterapkan oleh perusahaan melalui pengelolaan aset yang efisien akan meningkatkan nilai Z-Score sebagai pertanda kondisi keuangan perusahaan yang prima.

Hal ini sejalan dengan Teori Porter (1980) yang menyatakan bahwa penting bagi perusahaan untuk menerapkan strategi bisnis bagi lingkungan yang semakin kompetitif. Penerapan strategi kepemimpinan biaya melalui pengelolaan aset yang efisien untuk menciptakan produktivitas yang tinggi dan harga jual produk yang rendah (dengan kualitas yang baik) akan mampu membuat peningkatan nilai penjualan dan menjadikan perusahaan sebagai pemimpin pasar. Kemudian hal tersebut mendorong perusahaan dalam menghasilkan laba dan jauh dari kondisi *financial distress* (Agustia et al, 2020). Hasil ini juga menunjukkan kesesuaian terhadap Teori Sinyal yang menyatakan, apabila perusahaan mampu mencapai keberhasilan kinerja bisnis dan menghasilkan laporan keuangan yang berkualitas, maka akan menyalurkan sinyal positif bagi para *stakeholder*. Temuan ini juga linear dengan studi yang dilakukan oleh Habib (2023), Kartika & Hasanudin (2019), dan Thu (2023) yang mengungkapkan bahwa strategi kepemimpinan biaya berpengaruh negatif terhadap risiko kendala keuangan (*financial distress*).

Pengaruh Strategi Diferensiasi terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian yang dilakukan pada variabel strategi diferensiasi yang diproksikan dengan *Profit Margin* (PM), diketahui bahwa PM memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap dependen Z-Score. Pengaruh positif yang ditunjukkan oleh PM mengindikasikan bahwa semakin tinggi penerapan strategi diferensiasi akan berpengaruh pada perbaikan kondisi keuangan yang ditandai oleh kenaikan nilai Z-Score. Penelitian ini mendukung Teori Porter (1980) serta riset Banker et al. (2014) dan Setiawan (2017) bahwa pemilihan strategi diferensiasi akan memberikan pengaruh positif terhadap pencapaian kinerja keuangan. Hal ini terjadi karena strategi diferensiasi

mengedepankan inovasi produk dimulai dengan peningkatan kualitas, keunikan, perluasan sayap distribusi, inovasi pemasaran dan pengembangan lain (untuk membedakan produk dari kompetitor) yang diharapkan mampu mendorong peningkatan penjualan dan mencapai keunggulan kompetitif perusahaan. Dampak positif yang ditimbulkan dari pertumbuhan laba sebagai bentuk keberhasilan penerapan strategi diferensiasi adalah mampu menjadi sinyal positif bagi pemangku kepentingan, hal ini berkaitan dengan Teori Sinyal. Selain itu, hasil riset ini konsisten dengan temuan yang dilakukan oleh Bryan et al. (2013), Dalwai & Salehi (2021), dan Thu (2023) bahwa strategi diferensiasi memberikan kontribusi pada peningkatan kinerja perusahaan, salah satunya yaitu peningkatan kinerja keuangan melalui pertumbuhan laba sehingga akan menurunkan risiko *financial distress*.

Pengaruh Kinerja ESG terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian terhadap pengaruh kinerja ESG melalui proksi ESG *Disclosure Score* dengan dependen Z-Score, diketahui bahwa ESG memiliki arah hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap Z-Score. Hal ini mengandung arti bahwa peningkatan nilai ESG tidak berpengaruh dan sejalan dengan peningkatan nilai Z-Score. Sehingga hasil penelitian ini bertentangan dengan Teori Sinyal yang berpendapat bahwa pengungkapan kinerja ESG sebagai bentuk penerapan tujuan berkelanjutan dipandang sebagai bentuk sinyal positif yang mampu menarik perhatian investor. Namun, hasil ini sesuai dengan pendapat Friedman (1970) yaitu bahwa aktivitas yang berkaitan dengan aspek sosial dan lingkungan tidak berpotensi mendorong terciptanya profit, karena pada umumnya aktivitas khusus seperti CSR dan pemeliharaan perusahaan membutuhkan alokasi khusus yang cenderung meningkatkan pengeluaran dibandingkan pendapatan usaha.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan yang dilakukan oleh Safriani & Utomo (2020) dan Yu et al. (2018) yang menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kemudian, konsisten dengan hasil studi Aisyah & Mulyani (2024) yang menyimpulkan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh pada *financial distress*. Hal ini mencerminkan bahwa ESG belum sepenuhnya dijadikan sebagai tolok ukur dan pertimbangan dalam pengambilan keputusan oleh *stakeholders*. Didukung oleh survei PwC (2022) yang mengungkapkan jika investor masih menjadikan kinerja keuangan dan strategi inovasi sebagai prioritas utama dalam pertimbangan investasi. Selain itu, 75% yang disurvei menyatakan bahwa mereka memilih perusahaan yang memiliki *sustainability report* yang linear positif dengan laporan keuangan yang diterbitkan. Selain itu, di Indonesia masih sangat sedikit perusahaan yang dengan sukarela mempublikasikan laporan keberlanjutan dan pengungkapan ESG mereka. Bahkan dari 288 perusahaan sektor manufaktur di Indonesia pada lima tahun periode penelitian, hanya sekitar 30 perusahaan yang memberikan pengungkapan nilai ESG secara lengkap.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh terhadap risiko *financial distress* yang dipengaruhi oleh variabel strategi kepemimpinan biaya (TATO), diferensiasi (PM) dan kinerja ESG pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022. Studi ini dilakukan dengan menggunakan 30 sampel penelitian yang diperoleh menggunakan metode *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini yaitu metode analisis data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM) sebagai model regresi terpilih.

Berdasarkan hasil pengujian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis satu dan dua dapat diterima. Hasil menunjukkan bahwa strategi kepemimpinan biaya (TATO) dan strategi diferensiasi (PM) berpengaruh positif terhadap Altman Z-Score. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat efisiensi dan inovasi yang diterapkan oleh perusahaan akan mendorong pada peningkatan pendapatan (*revenue*) dan keunggulan kompetitif yang lebih tinggi. Dengan kata lain bahwa semakin baik penerapan strategi bisnis kepemimpinan biaya dan diferensiasi yang diterapkan perusahaan akan meningkatkan kinerja keuangan (tercermin melalui peningkatan nilai Z-Score) dan menurunkan risiko terjadinya kendala keuangan atau *financial distress*. Kondisi ini akan memberikan sinyal positif bagi para *stakeholders* perusahaan. Sementara itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ditolak. Hasil menunjukkan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai Z-Score. Hasil ini memiliki arti bahwa peningkatan nilai ESG tidak berpengaruh pada

perbaiki kondisi keuangan yang ditandai melalui kenaikan nilai Z-Score maupun pada risiko *financial distress*. Hal ini disebabkan karena ESG tergolong sebagai kebijakan baru dan masih banyak perusahaan manufaktur di Indonesia yang belum memiliki inisiatif untuk melaporkan skor keterbukaan terhadap kinerja ESG mereka.

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan di antaranya, sampel penelitian yang terbatas pada 30 perusahaan manufaktur pada periode 2018-2022 dan terdapat unsur subjektivitas dalam penggunaan nilai agregat dari skor pengungkapan ESG tanpa memperhitungkan nilai pengungkapan dari masing-masing komponen. Sehingga disarankan bagi penelitian yang akan datang untuk menambah jumlah sampel, periode, variabel, maupun metode penelitian lain. Selanjutnya, akan lebih baik untuk memperhitungkan nilai dari masing-masing komponen ESG atau mencoba untuk menggunakan definisi operasional variabel lain untuk menghasilkan kesimpulan yang lebih akurat. Sementara itu, berdasarkan hasil penelitian implikasi kebijakan yang dapat dilakukan oleh perusahaan ialah penting bagi perusahaan untuk menentukan strategi bisnis terbaik untuk dapat bersaing pada pasar yang semakin kompetitif. Penerapan strategi bisnis akan membantu perusahaan mencapai keunggulan kompetitif dan terhindar dari risiko *financial distress*. Sedangkan bagi investor, perlu untuk mempertimbangkan perusahaan yang menerapkan strategi bisnis yang tepat dan mendukung aspek berkelanjutan guna mendorong terciptanya kinerja keuangan yang baik dan terhindar dari risiko investasi yang merugikan.

REFERENSI

- Agustia, D., Muhammad, N. P. A., & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6(2), e03317. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03317>
- Aisyah, S., & Mulyani, S. D. (2024). Pengaruh Pengungkapan Esg Dan Profitabilitas Terhadap Financial Distress Dengan Firm Life Cycle Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 4(1), 373–384. <https://doi.org/10.25105/jet.v4i1.19215>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Badan Pusat Statistik. (2022). Proporsi Nilai Tambah Sektor Industri Manufaktur Terhadap PDB Tahun 2018-2022.
- Banker, R. D., Hu, N., Pavlou, P. A., & Luftman, J. (2011). CIO REPORTING STRUCTURE, STRATEGIC POSITIONING, AND FIRM PERFORMANCE1. *MIS Quarterly*, 35(2), 487–504. Retrieved from Banker, Rajiv D. and Hu, Nan and Hu, Nan and Pavlou, Paul A. and Luftman, Jerry, CIO Reporting Structure, Strategic Positioning, and Firm Performance (June 1, 2011). MIS Quarterly Vol. 35 No. 2 pp. 487-504/June 2011, Available at SSRN: <https://ssrn.com/ab>
- Banker, R. D., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy? *Management Decision*, 52(5), 872–896. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2013-0282>
- Basuki, T. (2021). *Analisis Data Panel Dalam*. 1(2), 1–160.
- Bloomberg. (2024). Annual Data on Altman Z-Score Components, Total Assets Turnover, Profit Margin, and ESG Disclosure Score for firms that were listed in Indonesia Manufacture Sector from 2018 to 2022. Retrieved from Bloomberg Database.
- Bryan, D., Dinesh Fernando, G., & Tripathy, A. (2013). Bankruptcy risk, productivity and firm strategy. *Review of Accounting and Finance*, 12(4), 309–326. <https://doi.org/10.1108/RAF-06-2012-0052>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Chang, H., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2015). An Empirical Study of Strategic Positioning and Production Efficiency. *Advances in Operations Research*, 2015. <https://doi.org/10.1155/2015/347045>
- Dalwai, T., & Salehi, M. (2021). Business strategy, intellectual capital, firm performance, and

- bankruptcy risk: evidence from Oman's non-financial sector companies. *Asian Review of Accounting*, 29(3), 474–504. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2021-0008>
- Fahmi, I. (2014). *Analisis Laporan Keuangan* (Cet. 4; D. Handi, Ed.). Bandung: Alfabeta.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*. https://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Habib, A. M. (2022). Does the efficiency of working capital management and environmental, social, and governance performance affect a firm's value? Evidence from the United States. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 6(3), 18–25. [https://doi.org/10.21272/fmir.6\(3\).18-25.2022](https://doi.org/10.21272/fmir.6(3).18-25.2022)
- 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), e17847. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e17847>
- Ilyas, M., Khan, I., & Khan, M. N. (2018). Cost leadership strategy and financial performance: Empirical evidence from textile sector listed companies of Pakistan. *Journal of Business and Tourism*, 4(1), 191–197.
- Kartika, R., & Hasanudin, H. (2019). Analisis Pengaruh Likuiditas, Leverage, Aktivitas, Dan Profitabilitas Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Terbuka Sektor Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Periode 2011–2015. *Oikonomia: Jurnal Manajemen*, Vol. 15. <https://doi.org/10.47313/oikonomia.v15i1.640>
- Luu Thu, Q. (2023). Impact of earning management and business strategy on financial distress risk of Vietnamese companies. *Cogent Economics and Finance*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2183657>
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/J.RCSAR.2015.04.001>
- Michael Spence. (1973). Job Market Signaling Author (s): Michael Spence Published by : Oxford University Press Stable URL : <https://www.jstor.org/stable/1882010>. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Permata, D., & Juliarto, A. (2021). PREDIKSI FINANCIAL DISTRESS MENGGUNAKAN VARIABEL KEUANGAN DAN VARIABEL NON KEUANGAN. *Diponegoro Journal of Accounting*, 10(2), 1–13.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184–199. <https://doi.org/10.1007/bf02755985>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1985). *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.
- Purnomo, T. A. W. H., Kusuma, S. A. D., & Amelia, C. (2023). Pengungkapan Esg: Cara Efektif Untuk Mencapai Bisnis Berkelanjutan? *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 19(1), 15. <https://doi.org/10.21460/jrak.2023.191.439>
- PwC. (2022). *PwC ' s global investor survey 2022: The ESG execution gap*. Retrieved from <http://www.pwc.com/GIS2022>
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social dan Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3), 1–11. <https://doi.org/10.29313/bcsa.v4i1.11584>
- Setiawan, A. S. (2017). PENGARUH PEMILIHAN STRATEGI DEFERENSIASI TERHADAP KINERJA KEUANGAN1 (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Food & Beverages terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi*, 20(1), 104. <https://doi.org/10.24912/ja.v20i1.78>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (Edisi 2 Ce). Bandung: CV Alfabeta Bandung.
- Susilawati, D., Sofianty, D., & Sukarmanto, E. (2017). Pengaruh Profitabilitas , Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Prosiding Akuntansi*, 3(2), 208–214.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from

- Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Wijaya, C. S., & Rasyid, R. (2022). *Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Tahun 2017-2019*. IV(4), 1633–1642.
- Wu, P., Gao, L., & Gu, T. (2015). Business strategy, market competition and earnings management: Evidence from China. *Chinese Management Studies*, 9(3), 401–424. <https://doi.org/10.1108/CMS-12-2014-0225>
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. Van. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Bus Strat Env*, 27, 987–1004. <https://doi.org/https://doi-org.proxy.undip.ac.id/10.1002/bse.2047>