



Menakar Ulang Manfaat ESG di Pasar Berkembang: Peran Dominan *Financial Slack* dalam Meningkatkan Profitabilitas

Muhammad Fikri Ramadhan^{1*}, Sri Daryanti Zen²

¹ Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Putra Indonesia YPTK Padang, Indonesia

² Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Andalas, Padang, Indonesia

* Corresponding author email: mfikriramadhan@upiypk.ac.id

Abstract

This study examines the relationship between environmental, social, and governance (ESG) pillar scores, financial slack, and return on assets (ROA) in Indonesian non-financial listed firms during 2021–2025. Employing a firm fixed-effects model with a one-year lag, the research analyzes a sample of 44 firms from Refinitiv database, resulting in 220 firm-year observations. The empirical results indicate that the environmental ($\beta = -0.045266$; $p = 0.3216$), social ($\beta = -0.044319$; $p = 0.3562$), and governance ($\beta = 0.060893$; $p = 0.1284$) coefficients are not statistically significant at the 5% level. Conversely, financial slack exhibits a significant and positive association with ROA ($\beta = 13.365410$; $p = 0.0054$), contributing to an adjusted R^2 of 0.596998. These findings highlight that working-capital flexibility plays a dominant role in driving corporate profitability, while demonstrating that higher sustainability performance across ESG pillars does not necessarily yield immediate financial gains in asset profitability.

Keywords: *ESG, Financial Performance, Financial Slack, Profitability, ROA*

Abstrak

Penelitian ini menganalisis hubungan skor pilar *environmental*, *social*, dan *governance* (ESG) serta *financial slack* terhadap *return on assets* (ROA) pada perusahaan non-keuangan di Indonesia periode 2021–2025. Menggunakan metode regresi data panel *fixed-effects model* dengan jeda waktu satu tahun, penelitian ini menguji 44 perusahaan terdaftar yang memiliki data lengkap dari *Refinitiv* (220 observasi perusahaan-tahun). Hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien pilar lingkungan ($\beta = -0,045266$; $p = 0,3216$), sosial ($\beta = -0,044319$; $p = 0,3562$), dan tata kelola ($\beta = 0,060893$; $p = 0,1284$) tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik pada taraf 5%. Sebaliknya, *financial slack* terbukti berhubungan positif dan signifikan secara statistik terhadap ROA ($\beta = 13,365410$; $p = 0,0054$) dengan nilai *adjusted R*² sebesar 0,596998. Temuan ini menegaskan bahwa fleksibilitas modal kerja menjadi pendorong dominan bagi profitabilitas jangka pendek sampel, sedangkan investasi pada capaian pilar keberlanjutan (ESG) belum memberikan dampak peningkatan laba aset secara langsung selama periode pemulihan ini.

Kata Kunci: *ESG, financial slack, kinerja keuangan, profitabilitas, ROA*

1. PENDAHULUAN

Integrasi dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola (*environmental, social, and governance/ESG*) kini menjadi instrumen krusial dalam reorientasi penilaian kinerja korporasi global. Pemangku kepentingan tidak lagi mengadopsi cara pandang tunggal berbasis laba akuntansi, melainkan menuntut transparansi emiten dalam mengendalikan risiko non-keuangan serta menjamin keberlanjutan bisnis. Bagi sektor non-keuangan, implementasi ini berdampak langsung pada efisiensi material, produktivitas tenaga kerja, penguatan sistem pengawasan, dan minimalisasi risiko operasional. Kendati demikian, berbagai literatur menunjukkan bahwa peningkatan skor ESG tidak secara otomatis mentransmisikan profitabilitas aset (*Return on Assets/ROA*) dalam jangka pendek karena setiap pilar memiliki karakteristik, kurva biaya, dan tempo penciptaan nilai yang sepenuhnya berbeda (Friede et al., 2015; da Cunha et al., 2025).

Konteks pasar berkembang seperti Indonesia menawarkan urgensi teoritis dan praktis yang unik untuk menakar ulang hubungan tersebut. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 telah melembagakan kewajiban pelaporan keberlanjutan. Kebijakan ini dipertegas oleh *roadmap* Keuangan Berkelanjutan Tahap II (2021–2025) yang berfokus pada pembangunan ekosistem serta penguatan kapasitas internal korporasi. Dalam fase transisi ini, kepatuhan administratif korporasi berpotensi berkembang dengan kecepatan yang asimetris antarpilar. Ketidaksamaan tingkat kematangan ini menjadi justifikasi konseptual utama mengapa dampak ekonomis *environmental, social, and governance* harus diuji secara parsial, alih-alih mengasumsikannya sebagai satu kesatuan indikator agregat.

Anomali empiris ini tercermin dari tren profitabilitas emiten non-keuangan di Indonesia. Sebagai ilustrasi awal, pengamatan pada kelompok emiten aktif menunjukkan rata-rata ROA berfluktuasi secara tajam, yakni sebesar 9,58% (2021), 10,87% (2022), turun menjadi 7,07% (2023), 5,91% (2024), dan sedikit membaik ke angka 6,07% (2025). Kontras dengan tren tersebut, penilaian skor ESG pada kelompok yang sama justru menunjukkan kurva pertumbuhan yang konsisten naik sepanjang periode 2020–2024. Jeda (*decoupling*) antara akselerasi pemenuhan standar keberlanjutan dan pemulihan laba akuntansi korporasi ini mengindikasikan adanya beban biaya transisi (*compliance cost*) yang harus ditanggung emiten pada masa pemulihan pasca-pandemi dan volatilitas makroekonomi global.

Pada periode 2021–2025, perusahaan juga menghadapi penyesuaian operasi setelah pandemi, volatilitas harga input, biaya pendanaan, dan persyaratan keberlanjutan yang meningkat. Perbaikan *environmental* dapat memerlukan belanja teknologi lebih dahulu; perbaikan sosial membutuhkan program sumber daya manusia; dan perbaikan *governance* membutuhkan penguatan pengawasan. Manfaatnya mungkin baru terlihat melalui efisiensi, penurunan risiko, dan kestabilan pendapatan setelah implementasi berjalan. Penilaian ESG di pasar berkembang juga dipengaruhi perbedaan lingkungan kelembagaan dan industri (Shin et al., 2023; Shrestha et al., 2025). Oleh sebab itu, ketiga pilar harus diuji bersama tetapi ditafsirkan menurut mekanismenya masing-masing.

Selain ketiga pilar ESG, *financial slack* merupakan sumber daya yang relevan untuk menjelaskan variasi profitabilitas. Dalam pendekatan *organizational slack*, kapasitas keuangan yang belum sepenuhnya terikat pada kebutuhan rutin dapat membantu perusahaan menanggung guncangan dan menangkap peluang produktif (Bourgeois, 1981; Mishina et al., 2004). Pada perusahaan dengan investasi keberlanjutan yang hasilnya bertahap, modal kerja bersih menyediakan ruang untuk membayar kewajiban jangka pendek dan mempertahankan operasi

inti. Sebaliknya, kekurangan fleksibilitas dapat memicu penundaan produksi atau pembiayaan mahal yang menekan laba. Karena itu, financial slack dapat menjadi penjelas langsung ROA yang secara konseptual berbeda dari skor ESG.

Hubungan langsung financial slack dengan ROA dalam kajian ini didasarkan pada mekanisme operasional, bukan pilihan yang mengikuti hasil pengolahan statistik. Aset lancar bersih yang memadai dapat menurunkan biaya gangguan pasokan, menopang persediaan dan piutang produktif, serta membantu perusahaan melanjutkan strategi lingkungan dan sosial tanpa mengorbankan biaya operasi harian. Namun, kelebihan aset lancar yang tidak produktif berpotensi memunculkan *agency cost*. Dengan menempatkan *financial slack* bersama tiga skor pilar sebagai variabel penjelas, penelitian dapat menilai hubungan keberlanjutan dan fleksibilitas modal kerja dengan profitabilitas dalam satu spesifikasi, tanpa menafsirkan financial slack sebagai moderator (Lin et al., 2019; Margaret et al., 2026).

Kerangka penelitian mencakup 853 perusahaan non-keuangan di BEI. Dari populasi tersebut dipilih 44 perusahaan dengan skor *environmental* (ENV), sosial (SOS), dan *governance* (GOV) *Refinitiv* yang tersedia lengkap pada setiap tahun 2020–2024 tanpa putus; data keuangan 2021–2025 menghasilkan 220 observasi panel seimbang. Kesenjangan cakupan data tersebut relevan secara metodologis: emiten yang mempunyai riwayat skor lengkap bisa berbeda secara sistematis dari perusahaan tanpa data ESG lengkap. Karena itu, hasil penelitian ditujukan terutama untuk kelompok emiten dengan data longitudinal yang memenuhi kriteria.

Berbeda dengan mayoritas studi terdahulu yang menempatkan *financial slack* sekadar sebagai variabel moderasi (Lin et al., 2019; Margaret et al., 2026), penelitian ini memposisikan fleksibilitas keuangan tersebut sebagai variabel penjelas langsung dalam model satu spesifikasi bersama tiga pilar ESG. Hal ini didasarkan pada argumen operasional bahwa kecukupan modal kerja memiliki transmisi langsung terhadap reduksi biaya disrupsi rantai pasok dan efisiensi konversi aset menjadi laba. Integrasi ini memungkinkan pengujian yang adil mengenai mana yang lebih responsif memengaruhi laba akuntansi jangka pendek di pasar berkembang: fleksibilitas likuiditas harian atau investasi keberlanjutan multidimensi. Pengujian dilakukan dalam konteks penyesuaian kebijakan keberlanjutan Indonesia dan pemulihan bisnis 2021–2025, dengan skor ESG yang mendahului ROA satu tahun.

2. TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Stakeholder theory

Stakeholder theory menjelaskan bahwa kinerja ekonomi dipengaruhi kemampuan perusahaan mempertahankan dukungan karyawan, pelanggan, pemasok, kreditur, pemerintah, dan masyarakat (Freeman, 1984). Dalam konteks ESG, pengelolaan limbah dan sumber daya menurunkan potensi gangguan produksi, sedangkan hubungan ketenagakerjaan yang baik mendukung produktivitas. Kedua mekanisme dapat meningkatkan pendapatan bersih ataupun menekan biaya operasional. Kinerja keuangan yang tercermin pada ROA merupakan salah satu keluaran potensial dari hubungan yang stabil dengan *stakeholder*, bukan tujuan tunggal pelaksanaan ESG.

Signaling theory menjelaskan bagaimana tindakan dan informasi perusahaan mengurangi ketidakpastian pihak eksternal mengenai kualitas manajemen (Spence, 1973). Skor dan pengungkapan ESG yang kredibel berpotensi memperkuat reputasi, hubungan dengan konsumen dan kepercayaan pemberi dana. Hubungan tersebut dapat mendukung pertumbuhan

penjualan maupun mengurangi biaya transaksi dan pendanaan, sehingga akhirnya tercermin dalam laba. Akan tetapi, kekuatan sinyal dipengaruhi kualitas informasi dan kapasitas pemangku kepentingan untuk menilainya, terutama ketika standar penerapan masih berkembang.

Agency theory melengkapi dua teori tersebut dengan menekankan disiplin penggunaan sumber daya dan pengawasan manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Tata kelola yang efektif menekan investasi tidak produktif, kebocoran biaya, dan keputusan yang hanya menguntungkan pengelola, sehingga aset dapat menghasilkan laba yang lebih besar. Mekanisme yang sama berlaku pada *financial slack*: modal kerja menyediakan keluwesan pembiayaan, tetapi tanpa pengawasan dapat tertahan dalam persediaan atau piutang tidak produktif. Dengan demikian, hubungan ESG–ROA dan financial slack–ROA dapat dipahami sebagai satu proses: penciptaan kepercayaan dan efisiensi operasional memerlukan dukungan sumber daya serta disiplin pengawasan.

Ketiga perspektif tersebut saling melengkapi: perhatian kepada *stakeholder* membantu menciptakan permintaan dan kelangsungan operasi; sinyal ESG yang kredibel memperkuat akses kepada pihak luar; dan menegakkan disiplin atas aset serta penggunaan financial slack. Karena ROA mengukur laba yang dihasilkan tiap rupiah aset, mekanisme transmisi teoritis yang dipakai adalah peningkatan pendapatan, penurunan biaya, penghindaran pemborosan, atau pemanfaatan aset yang lebih efisien.

Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu mengidentifikasi jalur ESG dan kinerja ekonomi yang beragam. Friede et al. (2015) menghimpun bukti internasional mengenai keterkaitan ESG dengan kinerja keuangan, sedangkan Shin et al. (2023) dan Shrestha et al. (2025) memperlihatkan bahwa hubungan tersebut dipengaruhi lingkungan institusional dan karakteristik industri. Dua temuan ini mendukung pemisahan skor *environmental*, sosial, dan *governance* untuk menghindari anggapan bahwa setiap pilar memiliki implikasi ekonomi yang identik.

Di samping itu, CSR dapat terhubung dengan akses pendanaan dan hubungan stakeholder (Cheng et al., 2014), sedangkan financial slack merepresentasikan kapasitas internal dalam menjaga operasi (Bourgeois, 1981; Lin et al., 2019). Dengan demikian, hubungan keuangan tidak hanya bergantung pada reputasi eksternal, tetapi juga pada ketersediaan modal kerja untuk menjalankan proses produksi. Di sisi lain, hubungan timbal balik antara kinerja sosial dan finansial sebagaimana dibahas Waddock dan Graves (1997) mengingatkan adanya persoalan arah hubungan yang harus diperhatikan dalam interpretasi empiris.

Studi Eccles et al. (2014) menjelaskan bahwa integrasi keberlanjutan dapat berkaitan dengan perubahan proses organisasi dan kinerja jangka panjang. Fatemi et al. (2018) menggunakan nilai perusahaan, sehingga temuannya tidak dapat langsung disetarakan dengan ROA. Literatur semacam ini memperkuat alasan menggunakan *outcome* profitabilitas berbasis akuntansi dan memisahkannya dari respons valuasi pasar. Penelitian sekarang menganalisis skor ESG periode sebelumnya agar hubungan temporal terdefinisi, sementara *financial slack* merepresentasikan keadaan modal kerja tahun berjalan.

Dalam konteks Asia Tenggara, Rahman et al. (2026) menemukan hubungan antara ESG dan risiko kebangkrutan dengan peran pengawasan dewan. Temuan tersebut memberi konteks ketahanan usaha, tetapi berbeda dari tujuan penelitian sekarang yang mengukur laba atas aset.

Sementara itu, Luthan et al. (2025) menunjukkan bahwa indikator lingkungan tidak selalu terkait signifikan dengan ROA perusahaan manufaktur Indonesia. Kesimpulan lintas penelitian ini adalah bahwa ukuran ESG, variabel dependen, dan periode pengamatan perlu diperlakukan secara spesifik.

Secara konseptual, kebaruan pendekatan penelitian ini adalah sintesis empat saluran: efisiensi input lingkungan, produktivitas sosial, disiplin penggunaan aset melalui tata kelola, dan kelonggaran modal kerja. Kombinasi ini diteliti pada fase penguatan pelaporan keberlanjutan di Indonesia, sesuai POJK 51/2017 dan *Roadmap* 2021–2025. Tabel 1 merangkum karya kunci yang mendasari arah hipotesis serta pembeda mekanismenya.

Tabel 1. Penelitian Terdahulu

Peneliti	Fokus Studi	Kontribusi Teoretis
Friede et al. (2015)	Sintesis ESG dan kinerja keuangan	Hasil umum tidak menggantikan uji E, S, G parsial
Waddock & Graves (1997)	Kinerja sosial dan keuangan dua arah	Mendasari kehati-hatian terkait <i>reverse causality</i>
Cheng et al. (2014)	CSR dan akses pendanaan	Menjelaskan mekanisme pendanaan; bukan ROA
Eccles et al. (2014)	Keberlanjutan dan kinerja jangka Panjang	Menjelaskan kemungkinan perbedaan horison manfaat
Shin et al. (2023)	Perbedaan konteks hubungan ESG–FP	Relevansi heterogenitas negara dan industry
Margaret et al. (2026)	Financial slack berbasis modal kerja	Dasar pengukuran aset lancar bersih / total aset

Kontribusi yang diuji bersifat spesifik: membandingkan dugaan hubungan positif tiga pilar ESG tertinggal satu tahun dan financial slack tahun berjalan dengan ROA dalam panel emiten non-keuangan Indonesia. Nilai tambah konteks berkembang terutama berasal dari proses penyesuaian kewajiban keberlanjutan dan heterogenitas lintas industri, bukan dari klaim bahwa Indonesia merupakan pasar yang sepenuhnya belum mengenal ESG. Pemisahan empat mekanisme memperjelas mengapa peningkatan skor keberlanjutan dan profitabilitas dapat memiliki tempo penyesuaian berbeda.

Environmental Score dan Kinerja Keuangan

Berdasarkan stakeholder theory, efisiensi penggunaan input seperti pengurangan konsumsi energi, pemanfaatan ulang bahan, dan pengelolaan emisi secara langsung dapat menekan biaya produksi serta memitigasi risiko gangguan operasional. Jika inisiatif lingkungan ini berjalan efektif, penurunan beban biaya konvensional akan mendongkrak laba bersih korporasi. Hubungan yang harmonis dengan regulator dan masyarakat lokal juga terbukti mampu mengurangi potensi biaya sengketa hukum dan menghindari penghentian operasional yang merugikan (Eccles et al., 2014). Penggunaan jeda waktu satu tahun (*one-year lag*) pada skor pilar ini memberikan cakrawala waktu yang logis bagi perusahaan untuk mengonversi investasi hijau tersebut menjadi efisiensi operasional nyata pada tahun berikutnya.

Secara teoritis, keterkaitan positif ini bersumber dari optimalisasi pemanfaatan aset, di mana adopsi teknologi hemat energi atau sistem pengelolaan limbah yang tepat memungkinkan emiten menghasilkan *output* yang sama dengan biaya sumber daya yang lebih rendah. Terutama dalam fase penyesuaian bisnis, pengendalian pos biaya input menjadi penentu utama pemulihan margin laba. Akumulasi bukti meta-analisis internasional juga mengonfirmasi bahwa komitmen keberlanjutan ini secara agregat cenderung membawa dampak finansial yang positif bagi korporasi (Friede et al., 2015). Melalui mekanisme penurunan biaya operasional dan minimalisasi risiko lingkungan eksternal, skor lingkungan tahun sebelumnya diharapkan mampu mengeskalisasi kemampuan aset dalam menghasilkan laba bersih.

Bukti empiris menunjukkan bahwa realisasi manfaat tersebut tidak otomatis. Luthan et al. (2025) menemukan bahwa *environmental performance* berbasis PROPER dan pengungkapan lingkungan tidak signifikan terhadap ROA perusahaan manufaktur, sedangkan biaya lingkungan signifikan. Perbedaan pengukuran dari *Environmental Score Refinitiv* menuntut kehati-hatian dalam perbandingan, tetapi menunjukkan peluang adanya jarak antara capaian lingkungan dan laba jangka pendek. Berdasarkan teori *stakeholder*, mekanisme efisiensi, dan bukti yang beragam tersebut, arah dugaan teoritis tetap dinyatakan positif untuk diuji secara empiris.

H1: Skor pilar *environmental* (ENV) pada tahun sebelumnya berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA).

Skor Sosial dan Kinerja Keuangan

Dalam perspektif *stakeholder theory*, pengelolaan kualitas hubungan ketenagakerjaan, jaminan keselamatan kerja, optimalisasi pelayanan pelanggan, dan perwujudan tanggung jawab produk bukanlah beban biaya semata, melainkan investasi organisasi yang krusial bagi kelangsungan usaha. Penyediaan pelatihan yang tepat secara langsung mengeskalisasi kompetensi dan produktivitas pekerja, sementara sistem pencegahan kecelakaan kerja yang ketat mampu menekan kehilangan jam kerja produktif serta memotong biaya rekrutmen ulang. Kenaikan produktivitas per tenaga kerja inilah yang mentransmisikan perbaikan pada pos laba bersih tanpa menuntut penambahan basis aset yang signifikan, sehingga secara matematis menaikkan rasio ROA (Waddock & Graves, 1997).

Lebih lanjut, *signaling theory* menjelaskan bahwa pengungkapan praktik sosial yang kredibel memancarkan sinyal positif yang mengurangi ketidakpastian bagi pemangku kepentingan eksternal. Kepercayaan pasar yang terbangun dari sinyal ini mampu mereduksi biaya transaksi, menjaga loyalitas basis pelanggan, serta menekan risiko disrupsi pasar yang tak terduga. Perusahaan dengan reputasi sosial yang superior berpeluang mengamankan stabilitas arus pendapatan komersialnya dalam jangka panjang (Cheng et al., 2014; Rahman et al., 2023). Dengan alur transmisi yang bergerak dari penguatan produktivitas internal hingga pembentukan reputasi eksternal, kinerja pilar sosial tahun sebelumnya diduga kuat akan tercermin pada perbaikan profitabilitas aset saat ini.

Pada perusahaan non-keuangan Indonesia, besarnya manfaat sosial dapat berbeda antarindustri karena komposisi pekerja, intensitas layanan, dan karakteristik pelanggan tidak sama. Shrestha et al. (2025) menekankan peran konteks pasar berkembang dan jenis industri pada hubungan ESG dan kinerja keuangan. Ketidakseragaman tersebut diperlakukan sebagai sumber variasi hasil, bukan alasan untuk meniadakan hipotesis. Dalam kerangka penelitian ini,

penguatan kualitas pengelolaan sosial secara teoritis diduga meningkatkan laba melalui kenaikan produktivitas dan retensi pelanggan.

H2: Skor pilar sosial (SOS) pada tahun sebelumnya berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA).

Governance dan Kinerja Keuangan

Menurut *agency theory*, kerangka tata kelola perusahaan berfungsi sebagai instrumen pengawasan mutakhir untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mendisiplinkan keputusan investasi (Jensen & Meckling, 1976). Melalui mekanisme pengawasan dewan komisaris dan sistem pengendalian internal yang ketat, perusahaan dapat mengeliminasi proyek-proyek non-produktif ber-NPV negatif serta memangkas pemborosan anggaran tahunan. Disiplin alokasi modal yang ketat ini memastikan bahwa setiap rupiah aset yang dikuasai manajemen dialokasikan hanya pada aktivitas operasional yang menghasilkan margin keuntungan tertinggi, yang secara teoretis akan mendorong peningkatan ROA.

Di samping itu, penerapan prinsip akuntabilitas dan transparansi secara inheren mempermudah evaluasi efisiensi aset dan pengendalian biaya operasional harian. Di mata penyedia modal eksternal, praktik tata kelola yang konsisten memberikan sinyal pengelolaan risiko korporasi yang matang, yang pada gilirannya mempermudah emiten dalam mengamankan akses pendanaan luar dengan biaya modal yang lebih murah (Eccles et al., 2014; Fatemi et al., 2018). Melalui penekanan biaya keagenan (*agency cost*) dan peningkatan efisiensi struktural operasional, tata kelola yang solid pada tahun sebelumnya diharapkan berasosiasi langsung dengan maksimalisasi hasil operasi dari aset korporasi saat ini.

Kajian Rahman et al. (2026) pada emiten ASEAN menggarisbawahi peran kualitas pengawasan dalam hubungan ESG dan ketahanan keuangan, walaupun ukuran hasilnya risiko kebangkrutan, bukan ROA. Karena hasil studi tersebut tidak dapat diidentifikasi dengan profitabilitas, penelitian ini menurunkan dugaan terutama dari teori keagenan dan mekanisme penggunaan aset. Semakin tinggi kualitas *governance* pada tahun sebelumnya, semakin besar peluang perusahaan menahan biaya keagenan dan meningkatkan hasil operasi dari aset yang sama.

H3: Skor pilar *governance* (GOV) pada tahun sebelumnya berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA)

Financial Slack dan Kinerja Keuangan

Financial slack merepresentasikan ketersediaan kapasitas sumber daya keuangan internal yang belum terikat oleh komitmen rutin, sehingga menyediakan ruang keluwesan taktis bagi korporasi dalam merespons ketidakpastian pasar (Bourgeois, 1981). Dalam penelitian ini, kapasitas modal kerja bersih tersebut diukur secara proporsional melalui rasio aset lancar bersih relatif terhadap total aset guna menangkap likuiditas operasional yang komprehensif (Margaret et al., 2026). Ketersediaan modal kerja yang memadai memastikan bahwa aktivitas pengadaan bahan baku, proses produksi harian, dan pemenuhan kewajiban komersial jangka pendek dapat terus berjalan lancar tanpa risiko interupsi akibat kekosongan kas harian.

Kapasitas likuiditas internal ini mentransmisikan dampak positifnya ke ROA melalui dua jalur logis. Pertama, ketersediaan dana likuid mengeliminasi risiko biaya keterlambatan bayar ke pemasok dan menghindarkan perusahaan dari potensi kehilangan momentum penjualan akibat kelangkaan persediaan. Kedua, kelonggaran finansial ini memberikan fleksibilitas bagi

manajemen untuk mengeksekusi peluang investasi jangka pendek yang menguntungkan secara instan tanpa perlu bergantung pada skema pembiayaan darurat luar negeri yang mahal. Bagi emiten yang sedang mendanai agenda transisi kepatuhan ESG, fleksibilitas keuangan tahun berjalan ini bertindak sebagai tameng yang menjaga agar aktivitas bisnis inti penghasil laba tidak terganggu oleh tekanan likuiditas (Lin et al., 2019).

Walaupun cadangan modal kerja yang terlalu besar dapat menyebabkan inefisiensi atau biaya keagenan (Mishina et al., 2004), penelitian ini mengutamakan dugaan positif berdasarkan fungsi penyangga pada horison pemulihan 2021–2025. Hipotesis menguji hubungan langsung financial slack dengan ROA, bukan hubungan interaksi dengan skor ESG. Penentuan financial slack pada tahun t mencerminkan hubungan posisi modal kerja dan hasil operasi yang tercatat pada tahun buku yang sama; karena keduanya juga mungkin saling memengaruhi, interpretasinya bersifat asosiasi kondisional dan perlu diuji ketahanannya dengan spesifikasi financial slack tertinggal satu tahun.

H4: Tingkat *financial slack* (FSL) tahun berjalan berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA).

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian menggunakan data sekunder dengan rancangan kuantitatif eksplanatori. Populasi awal mencakup 853 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik purposive sampling menggunakan kriteria utama berupa tersedianya skor environmental (ENV), sosial (SOS), dan governance (GOV) dari Refinitiv/LSEG secara lengkap pada masing-masing tahun selama lima tahun berturut-turut, yakni 2020, 2021, 2022, 2023, dan 2024. Ketiga skor pilar harus tersedia dalam seluruh lima tahun; perusahaan dengan satu atau lebih skor pilar yang tidak tersedia pada salah satu tahun tidak memenuhi kriteria. Berdasarkan kriteria kesinambungan tersebut, 44 dari 853 perusahaan masuk sampel, sementara 809 lainnya tidak masuk dalam sampel lengkap lima tahun seperti yang dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Populasi perusahaan non-keuangan BEI	853
Perusahaan di luar sampel karena skor ketiga pilar ESG Refinitiv tidak tersedia lengkap selama lima tahun berturut-turut (2020–2024)	(809)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	44
Periode pengamatan kinerja keuangan (2021–2025)	5 tahun
Jumlah observasi panel seimbang	220

Ke-44 perusahaan sampel memiliki data laporan keuangan yang diperlukan untuk ROA dan financial slack periode 2021–2025, sehingga terbentuk panel seimbang 220 observasi perusahaan-tahun ($44 \text{ perusahaan} \times 5 \text{ tahun}$). Pemilihan ini bertujuan menjaga konsistensi

pengamatan dan memungkinkan skor ESG tahun $t-1$ dipasangkan dengan ROA tahun t . Temuan penelitian dengan demikian terutama berlaku pada emiten yang memiliki cakupan historis skor tiga pilar ESG secara lengkap.

Penilaian ESG *Refinitiv* didasarkan pada informasi keberlanjutan yang tersedia bagi publik, seperti laporan tahunan dan laporan keberlanjutan. Indikator diklasifikasikan ke dalam kategori lingkungan, sosial, serta tata kelola dan diberi bobot materialitas menurut kelompok industri. Skor kategori lingkungan dan sosial dihitung secara relatif terhadap kelompok industri, sedangkan kategori tata kelola dibandingkan menurut negara domisili; penilaian kategori kemudian diagregasikan ke dalam skor pilar. Dalam metodologinya, indikator berbentuk pertanyaan ya/tidak tertentu dapat memperoleh nilai dasar nol jika bukti pengungkapan tidak ditemukan, sedangkan indikator numerik memerlukan pelaporan data untuk dapat dinilai. Oleh karena itu, cakupan dan kesinambungan skor tingkat pilar di *Refinitiv* dapat berbeda antarperusahaan dan antartahun. Kriteria penelitian mengacu pada ketersediaan skor pilar ENV, SOS, dan GOV selama 2020–2024, bukan kelengkapan seluruh indikator ESG penyusun skor ataupun ambang batas skor tertentu (LSEG, 2024).

Pengukuran Variabel

Tabel 3 menyajikan pengukuran variabel dan sumber pengukuran. Skor ESG diambil dari Refinitiv Eikon/LSEG dan dipasangkan sebagai ENV, SOS, dan GOV periode $t-1$ terhadap ROA pada t , sehingga skor 2020 memprediksi ROA 2021 sampai skor 2024 terhadap ROA 2025. ROA dihitung dari laba bersih relatif terhadap total aset, sedangkan FSL dihitung dari aset lancar minus kewajiban lancar dibagi total aset. Penggunaan lag satu tahun pada ESG dimaksudkan agar capaian keberlanjutan secara temporal mendahului pengukuran profitabilitas; keputusan ini tidak dengan sendirinya menghilangkan endogenitas.

Tabel 3. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran	Sumber
Kinerja keuangan (ROA)	Rasio laba bersih terhadap aset; pada data EViews disajikan dalam satuan persen	Laporan keuangan
Environmental (ENV)	Skor pilar environmental Refinitiv, tahun $t-1$	Refinitiv/LSEG
Sosial (SOS)	Skor pilar Sosial Refinitiv, tahun $t-1$	Refinitiv/LSEG
Governance (GOV)	Skor pilar governance Refinitiv, tahun $t-1$	Refinitiv/LSEG
Financial slack (FSL)	(Aset lancar – Kewajiban lancar) / Total aset	Laporan keuangan; Margaret et al. (2026)

Skor Refinitiv/LSEG meliputi tiga pilar: environmental (penggunaan sumber daya, emisi, inovasi), sosial (tenaga kerja, hak asasi manusia, masyarakat, tanggung jawab produk), dan governance (manajemen, pemegang saham, strategi tanggung jawab sosial) (LSEG, 2024). FSL mengukur aset lancar bersih relatif terhadap total aset; nilai negatif berarti kewajiban lancar melebihi aset lancar. Posisi FSL pada t dipertahankan untuk menilai hubungan kontemporer modal kerja dengan profitabilitas, bukan karena mengasumsikan urutan sebab-

akibat. Spesifikasi FSL pada $t-1$ merupakan pemeriksaan ketahanan yang layak dilakukan sebelum interpretasi kausal dipertimbangkan.

Model Penelitian dan Teknik Analisis

Hubungan parsial yang diestimasi menggunakan efek tetap perusahaan dinyatakan sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ENV_{i,t-1} + \beta_2 SOS_{i,t-1} + \beta_3 GOV_{i,t-1} + \beta_4 FSL_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Dalam model tersebut, i menunjukkan perusahaan, t periode tahun, μ_i efek tetap masing-masing perusahaan, dan ε_{it} galat idiosinkratis. ENV, SOS, dan GOV adalah skor *Refinitiv* satu tahun sebelumnya; FSL adalah modal kerja bersih dibagi aset pada tahun berjalan. Uji Chow digunakan untuk membandingkan *pooled dan fixed effect*; uji Hausman memilih antara *fixed dan random effect* (Baltagi, 2005). Uji t menilai setiap β secara parsial pada taraf 5%. Korelasi antara modal kerja dan laba pada tahun yang sama mungkin mencerminkan efek dua arah; karena itu, koefisien FSL diposisikan sebagai asosiasi dan bukan estimasi dampak kausal. Pengujian lag FSL, pengelompokan galat per perusahaan, dan diagnostik residual memerlukan data panel pada tingkat perusahaan-tahun.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif 220 observasi meliputi rata-rata, median, minimum, maksimum, simpangan baku, dan indikator distribusi. Tabel 4 menyajikan ringkasan menurut variabel untuk memudahkan perbandingan. Nilai dan sebaran tambahan yang sebelumnya dilaporkan tetap dilestarikan dalam Tabel 5 tanpa mengubah angka sumber.

Tabel 4. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Minimum	Maksimum	Std. Dev.
ROA (%)	6.982031	6.149354	-12.61022	45.42669	7.366906
ENV	48.17727	49.50000	0.000000	93.00000	23.13748
SOS	56.85455	56.00000	5.000000	97.00000	19.73585
GOV	49.98636	47.50000	7.000000	93.00000	22.09144
FSL	0.152058	0.183569	-0.629100	0.651610	0.229279

Tabel 5. Statistik Distribusi Tambahan

Statistik	ROA	ENV	SOS	GOV	FSL
Skewness	1.341613	-0.115236	-0.064933	0.109811	-0.482596
Kurtosis	7.890440	1.851594	2.429986	1.945470	3.040288
Jarque-Bera	285.2310	12.57623	3.132993	10.63577	8.554500
Probability	0.000000	0.001858	0.208775	0.004903	0.013881
Sum	1536.047	10599.00	12508.00	10997.00	33.45280
Sum Sq. Dev.	11885.42	117240.1	85301.35	106879.0	11.51259
Observations	220	220	220	220	220

Sumber: Data diolah.

Rata-rata ROA sebesar 6,9820% dan simpangan baku 7,3669 menunjukkan variasi kemampuan perusahaan menghasilkan laba atas aset. ROA terendah -12,6102% dan tertinggi

45,4267% mengisyaratkan disparitas besar antarperusahaan dan antarperiode. Distribusi ROA juga menceng ke kanan dengan skewness 1,3416 dan kurtosis 7,8904 sehingga nilai ekstrem perlu dipahami ketika menafsirkan simpangan baku.

Rata-rata SOS sebesar 56,8546 lebih tinggi dibandingkan GOV 49,9864 dan ENV 48,1773. Perbedaan rata-rata tidak secara otomatis menunjukkan perbedaan kualitas penerapan karena indikator dan materialitas masing-masing pilar berbeda. Nilai minimum ENV sebesar 0,0000 merupakan nilai yang terendah yang terdapat di refinitif, dikarenakan ada 2 perusahaan yang memiliki skor ENV 0 di tahun 2020.

Financial slack memiliki rata-rata 0,1521, median 0,1836, serta rentang $-0,6291$ sampai $0,6516$. Artinya, perusahaan sampel secara rata-rata memiliki aset lancar bersih setara sekitar 15,21% total aset, meskipun beberapa pengamatan menunjukkan modal kerja bersih negatif. Kondisi demikian dapat memengaruhi kemampuan perusahaan menjaga operasi dan membiayai penyesuaian usaha; namun, rasio tersebut tidak identik dengan saldo kas bebas yang bisa digunakan tanpa batas.

Probabilitas *Jarque-Bera* yang dilaporkan untuk masing-masing variabel hanya menggambarkan distribusi univariat, bukan uji normalitas galat regresi panel. Oleh karena itu, pemilihan *fixed effects* dan hasil signifikansi koefisien perlu dibedakan dari persoalan distribusi data. Pemeriksaan residual dan penyesuaian simpangan baku yang sesuai struktur panel merupakan pengujian terpisah.

Pemilihan Model Panel

Pemilihan estimator dilakukan untuk memperhitungkan heterogenitas tetap antarperusahaan. Uji *Chow* menguji apakah efek tetap memperbaiki spesifikasi dibanding *pooled OLS*, sedangkan uji *Hausman* digunakan untuk mengevaluasi kesesuaian estimator fixed effect dan random effect pada regresor yang sama. Tabel 6 dan Tabel 7 menyajikan hasil uji pemilihan model panel.

Tabel 6. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
<i>Cross-section F</i>	6.231350	(43,172)	0.0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	206.615676	43	0.0000

Probabilitas uji *Chow* sebesar 0,0000 menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara spesifikasi *pooled* dan model dengan efek tetap emiten. Pada data perusahaan non-keuangan lintas sektor, heterogenitas tetap dapat berhubungan dengan struktur aset, karakteristik industri, atau tata kelola yang relatif stabil. Karena itu, model *fixed effect* layak dipertimbangkan sebagai pendekatan yang mengendalikan komponen tetap tak teramati tersebut.

Tabel 7. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.192731	4	0.0067

Uji Hausman menghasilkan χ^2 14,192731 dengan $p = 0,0067$. Hasil ini mendukung estimator *fixed effects* untuk empat regresor pada taraf 5%. Interpretasi berikut karenanya merupakan hubungan perubahan dalam satu perusahaan dari waktu ke waktu, bukan perbandingan sederhana perusahaan besar dengan perusahaan kecil. Identifikasi efek tetap

tidak secara otomatis mengatasi faktor yang berubah antarwaktu dan mungkin berkorelasi dengan ROA.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian regresi data panel menggunakan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan jeda waktu satu tahun (*one-year lag*) pada pilar ESG disajikan pada Tabel 7. Merujuk pada Tabel 8. Variabel *Environmental Score* (ENV) memiliki koefisien estimasi sebesar -0,045266 dengan nilai *t-statistic* sebesar -0,994102 dan nilai probabilitas (*p-value*) sebesar 0,3216. Karena *p-value* > 0,05, dapat disimpulkan bahwa pilar lingkungan tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap profitabilitas perusahaan. Arah koefisien negatif ini mengindikasikan adanya beban biaya kepatuhan (*compliance cost*) yang harus ditanggung oleh emiten di masa transisi, di mana investasi hijau belum mampu dikonversi menjadi efisiensi operasional nyata dalam jangka pendek.

Tabel 8. Estimasi *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.606375	2.834778	2.330474	0.0209
ENV	-0.045266	0.045534	-0.994102	0.3216
SOS	-0.044319	0.047905	-0.925150	0.3562
GOV	0.060893	0.039861	1.527626	0.1284
FSL	13.36541	4.747304	2.815368	0.0054

Variabel *Social Score* (SOS) menunjukkan koefisien sebesar -0,044319 dengan nilai *t-statistic* sebesar -0,925150 dan *p-value* sebesar 0,3562. Hasil ini menandakan bahwa pilar sosial tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Biaya-biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk kesejahteraan tenaga kerja, pelatihan, maupun program kemasyarakatan pada tahun sebelumnya belum memberikan dampak penguatan produktivitas internal atau peningkatan pendapatan komersial yang nyata pada tahun berjalan.

Variabel *Governance Score* (GOV) menghasilkan koefisien positif sebesar 0,060893 dengan nilai *t-statistic* sebesar 1,527626 dan *p-value* sebesar 0,1284. Meskipun arah koefisiennya searah dengan dugaan teoretis (positif), nilai probabilitas yang berada di atas ambang batas 5% menunjukkan bahwa pilar tata kelola belum memiliki hubungan kontraktual yang signifikan secara statistik dengan profitabilitas aset selama periode pengamatan.

Berbeda secara kontras dengan ketiga pilar ESG, Tabel 8 menunjukkan bahwa variabel *Financial Slack* (FSL) memiliki koefisien positif yang sangat besar, yaitu 13,365410 dengan nilai *t-statistic* 2,815368 dan *p-value* sebesar 0,0054. Karena *p-value* < 0,05, *Financial Slack* terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap ROA. Mengingat variabel FSL dinyatakan dalam bentuk pecahan desimal dan ROA dalam satuan persen, maka kenaikan rasio modal kerja bersih sebesar 0,10 (atau setara dengan 10% dari total aset) diasosiasikan dengan peningkatan ROA sebesar 1,34 poin persentase dengan asumsi variabel lain konstan.

Pembahasan

Pengaruh *Environmental* terhadap ROA

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, ENV memiliki koefisien $-0,045266$ dengan *t-statistic* $-0,994102$ dan $p = 0,3216$ sehingga hipotesis hubungan positif H1 tidak terdukung. Dalam model yang mengendalikan pilar ESG yang lain, FSL, dan efek tetap emiten, kenaikan satu poin skor ENV terdahulu diasosiasikan dengan perubahan ROA sebesar $-0,0453$ poin persentase, tetapi arah negatif tersebut tidak presisi secara statistik. Hasil ini penting dalam konteks transisi kebijakan keberlanjutan Indonesia: peringkat lingkungan mungkin merekam kepatuhan dan kesiapan tata kelola risiko lebih dahulu sebelum manfaat efisiensi tercermin pada laba bersih.

Luthan et al. (2025) juga tidak menemukan hubungan signifikan antara kinerja lingkungan berbasis PROPER dan ROA perusahaan manufaktur, meskipun biaya lingkungan menunjukkan hubungan yang signifikan. Perbandingan tersebut bukan kesetaraan pengukuran dengan skor ENV Refinitiv, namun menguatkan kemungkinan bahwa program, biaya, dan skor pengungkapan lingkungan memiliki waktu konversi manfaat yang berbeda. Sebagian emiten non-keuangan menghadapi biaya awal untuk penghematan energi, pengolahan limbah, dan pembenahan prosedur lingkungan, yang belum tentu diimbangi penghematan pada tahun berikutnya.

Secara kelembagaan, POJK 51/2017 dan Roadmap Keuangan Berkelanjutan 2021–2025 meningkatkan urgensi pengungkapan dan penyiapan proses keberlanjutan. Pada tahap implementasi, dorongan kepatuhan administratif dapat terjadi lebih dahulu daripada pembaruan teknologi dan proses produksi yang menghasilkan penghematan. Penjelasan *compliance-driven* tersebut merupakan hipotesis konteks, bukan variabel yang diukur langsung dalam data ini. Perusahaan yang benar-benar mengintegrasikan efisiensi lingkungan mungkin memerlukan horizon lebih panjang sebelum dampak laba terlihat (Eccles et al., 2014).

Keragaman sektor membantu memahami ketidaksignifikanan ENV. Bagi pertambangan, pengurangan risiko reklamasi dan emisi dapat menyerap investasi modal; bagi barang konsumsi, fokusnya kemasan atau efisiensi distribusi; bagi jasa, intensitas aset terkait lingkungan berbeda. Karena itu, koefisien ENV rata-rata yang tidak signifikan dapat mencerminkan efek positif di sebagian perusahaan dan biaya transisi di perusahaan lain. Penjelasan tersebut layak dibaca sebagai interpretasi teoretis atas hasil estimasi, bukan klaim hasil pengujian heterogenitas industri.

Pengaruh Sosial terhadap ROA

Seperti yang telah dipaparkan sebelumnya, SOS menunjukkan koefisien $-0,044319$ dengan $t = -0,925150$ dan $p = 0,3562$ sehingga dugaan positif H2 tidak terdukung. Skor sosial pada tahun sebelumnya tidak memperlihatkan hubungan parsial yang cukup kuat dengan ROA pada sampel ini. Kegiatan seperti pelatihan, kesejahteraan, keselamatan kerja, dan perlindungan konsumen dapat menambah biaya periode berjalan, sementara manfaat berupa pengurangan turnover dan peningkatan produktivitas tidak selalu terealisasi dalam satu periode akuntansi.

Stakeholder theory memperkirakan hubungan harmonis dengan pekerja dan pelanggan dapat mengurangi gangguan operasional, sedangkan *signaling theory* memperkirakan praktik

sosial memperkuat kepercayaan pasar (Freeman, 1984; Spence, 1973). Akan tetapi, mekanisme keuntungan tersebut harus melewati proses produktivitas atau kenaikan pendapatan sebelum muncul dalam ROA. Temuan Cheng et al. (2014) tentang CSR dan akses pembiayaan, misalnya, memberi jalur ekonomi yang masuk akal tetapi tidak secara langsung mengestimasi koefisien SOS terhadap ROA Indonesia.

Perusahaan di sektor padat karya berpotensi merasakan manfaat sosial melalui penghematan biaya absensi dan retensi tenaga kerja, sedangkan perusahaan dengan intensitas aset tinggi mungkin memerlukan waktu lebih lama. Penerapan sosial yang baru memenuhi persyaratan dasar pelaporan juga belum tentu mengubah produktivitas. Variasi maturitas penerapan tersebut masuk akal bagi pasar berkembang, tetapi tidak diukur sebagai indikator tersendiri dalam model; hasil utama tetap menyatakan tidak adanya bukti statistik yang cukup untuk mendukung H2.

Pengaruh *Governance* terhadap ROA

GOV menghasilkan koefisien 0,060893 dengan $t = 1,527626$ dan $p = 0,1284$. Tanda koefisien sejalan dengan dugaan positif H3, tetapi besar ketidakpastiannya membuat H3 tidak terdukung pada taraf 5%. Estimasi menggambarkan asosiasi kenaikan satu poin skor governance terdahulu dengan peningkatan ROA sekitar 0,0609 poin persentase, dengan variabel lain konstan; angka tersebut tidak dapat dibaca sebagai kepastian manfaat bagi setiap emiten.

Secara teoritis, *governance* yang efektif mendorong pengawasan atas belanja modal, anggaran operasional, dan risiko proyek. Pengurangan investasi ber-NPV negatif dapat memperbaiki produktivitas aset, sedangkan pelaporan yang transparan menekan peluang keputusan oportunistik (Jensen & Meckling, 1976). Namun, reformasi prosedur, keberadaan komite, dan kenaikan skor penilaian belum selalu identik dengan perubahan nyata alokasi aset, terutama ketika disiplin pengawasan baru berkembang dalam organisasi.

Temuan GOV yang belum signifikan dapat dijelaskan secara hati-hati oleh perbedaan waktu konversi perbaikan prosedur menjadi efisiensi dan heterogenitas implementasi antarsektor. Studi Fatemi et al. (2018) menggunakan nilai perusahaan dan Rahman et al. (2026) menggunakan risiko kebangkrutan, sehingga kontribusi governance pada risiko atau valuasi tidak harus identik dengan kontribusinya pada ROA. Dalam konteks POJK 51/2017, pelaporan tata kelola dan perubahan keputusan investasi produktif adalah dua proses yang perlu dibedakan.

Pengaruh *Financial Slack* terhadap ROA

FSL memiliki koefisien 13,365410 dengan $t = 2,815368$ dan $p = 0,0054$, sehingga H4 didukung pada taraf 5%. ROA pada data dinyatakan sebagai angka persen (misalnya 5,0 untuk ROA 5%), sedangkan FSL dinyatakan dalam pecahan desimal (misalnya 0,15). Karena itu, kenaikan FSL sebesar 0,10, yang setara dengan tambahan modal kerja bersih 10% dari total aset, berasosiasi dengan kenaikan ROA sekitar $13,365410 \times 0,10 = 1,336541$ poin persentase, dengan variabel lain dan efek tetap perusahaan konstan. Perubahan FSL sebesar 0,01 setara dengan kenaikan terestimasi 0,133654 poin persentase. Penafsiran koefisien ini bukan perubahan relatif ROA sebesar 13,37%.

Asosiasi positif FSL dengan ROA konsisten dengan fungsi modal kerja sebagai bantalan ketika emiten menyesuaikan volume usaha dan harga input pasca-pandemi. Ketersediaan aset

lancar bersih dapat membantu perusahaan membayar pemasok tepat waktu, menjaga persediaan yang produktif, dan menghindari pendanaan darurat yang mahal. Mekanisme ini mendukung laba bersih sekaligus membantu penggunaan aset secara efektif (Bourgeois, 1981; Margaret et al., 2026). Hasil tersebut menempatkan efisiensi pengelolaan modal kerja sebagai perhatian manajerial penting di samping kualitas pelaksanaan ESG.

Hubungan FSL pada tahun yang sama dengan ROA juga menuntut penafsiran yang seimbang. Laba tahun berjalan dapat menambah aset lancar atau mengubah kewajiban jangka pendek, sementara komposisi aset lancar terdiri atas kas, piutang, dan persediaan yang berbeda likuiditasnya. Karena itu, hubungan signifikan ini dapat menggambarkan kondisi keuangan yang saling terkait, bukan satu-satunya arah sebab-akibat. *Agency theory* mengisyaratkan bahwa akumulasi modal kerja di atas kebutuhan juga berpotensi mengurangi efisiensi jika tidak dikendalikan (Mishina et al., 2004).

Bagi emiten non-keuangan, hasil tersebut menyarankan pengelolaan kas, piutang, persediaan, dan kewajiban usaha yang terintegrasi, terutama selama investasi keberlanjutan memerlukan pendanaan bertahap. Tingkat FSL yang memadai membantu perusahaan mempertahankan operasi, sementara disiplin penggunaan aset memastikan sumber daya tidak menganggur. Dengan demikian, kontribusi FSL dipahami sebagai fleksibilitas operasi yang berkaitan dengan profitabilitas, tanpa menyatakan bahwa setiap peningkatan rasio modal kerja pasti menghasilkan kenaikan laba yang sama pada seluruh perusahaan.

Implikasi

Pola umum hasil menonjolkan perbedaan antara kapasitas modal kerja dan skor praktik keberlanjutan pada periode 2021–2025. Hubungan FSL dengan profitabilitas tampak lebih jelas secara statistik, sedangkan masing-masing skor ENV, SOS, dan GOV belum menampilkan asosiasi parsial yang signifikan. Dalam konteks pasar berkembang, perbedaan ini konsisten dengan kemungkinan bahwa keuntungan dari efisiensi energi, produktivitas sosial, dan pengawasan tata kelola memerlukan implementasi substantif sebelum tercatat dalam laba akuntansi. Hubungan yang lebih kuat secara statistik bukan bukti bahwa FSL lebih dominan secara kausal, karena ketepatan estimasi dan skala variabel berbeda.

Dari perspektif kelembagaan, POJK 51/2017 mendorong keberlanjutan menjadi bagian dari tata kelola dan pelaporan perusahaan, sedangkan *Roadmap 2021–2025* memperluas infrastruktur pendukungnya. Meningkatnya kepatuhan pelaporan tidak selalu segera disertai penghematan biaya atau peningkatan penjualan. Pada waktu yang sama, modal kerja menyediakan penyangga yang lebih langsung tercermin pada kelancaran operasi. Penjelasan ini merupakan mekanisme konseptual yang relevan bagi Indonesia, bukan kesimpulan bahwa seluruh emiten hanya berorientasi jangka pendek atau bahwa pelaporan ESG selalu bersifat simbolis.

Aspek seleksi dan identifikasi juga penting untuk menempatkan generalisasi pada proporsi yang tepat. Panel mencakup 44 dari 853 perusahaan karena syarat kelengkapan ESG yang panjang; perusahaan dengan data lengkap bisa memiliki karakteristik berbeda dari perusahaan yang tidak terpilih. Selain itu, FSL diukur pada tahun yang sama dengan ROA, sehingga hubungan simultan dan variabel perusahaan yang berubah antarwaktu tetap mungkin terjadi. Uji sensitivitas dengan FSL tertinggal satu tahun, penyesuaian simpangan baku panel, serta pemeriksaan nilai ENV nol dapat membantu menilai kestabilan asosiasi dan kualitas data.

Implikasi bagi manajemen ialah menjaga modal kerja bersih yang memadai tetapi tidak berlebihan. Kebijakan percepatan penagihan piutang, persediaan yang efisien, dan pengelolaan kewajiban pemasok dapat mengurangi tekanan likuiditas tanpa menahan modal produktif terlalu besar. Hasil FSL memberi dasar untuk mengintegrasikan kebijakan modal kerja dengan perencanaan pembiayaan program lingkungan, keselamatan kerja, dan pembenahan tata kelola.

Bagi regulator dan pengelola pasar, temuan ketidaksignifikanan parsial ketiga skor ESG tidak berarti kewajiban keberlanjutan perlu dikurangi. OJK dan BEI dapat mendorong keterbandingan pengungkapan dan kualitas implementasi melalui pedoman pelaporan, peningkatan kapasitas, serta apresiasi nonfiskal yang transparan bagi praktik keberlanjutan yang terbukti meningkatkan efisiensi dan pengelolaan risiko. Penguatan kualitas informasi juga bermanfaat bagi investor untuk membedakan capaian substantif dari pemenuhan administratif.

Bagi pemakai laporan keuangan, ROA perlu dibaca bersama kondisi modal kerja dan indikator pelaksanaan ESG karena setiap ukuran menangkap dimensi hasil perusahaan yang berbeda. Untuk perkembangan ilmu, pola temuan memperlihatkan pentingnya membedakan mekanisme ESG berbasis risiko dan reputasi dari mekanisme fleksibilitas operasi berbasis modal kerja ketika mempelajari profitabilitas di pasar berkembang.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian terhadap perusahaan non-keuangan BEI pada 2021–2025 menunjukkan bahwa peningkatan skor *environmental*, sosial, dan *governance* tahun sebelumnya belum memiliki keterkaitan parsial yang signifikan dengan ROA dalam model efek tetap. Sebaliknya, fleksibilitas modal kerja yang diprosikan melalui financial slack berkaitan positif dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari asetnya. Temuan ini menunjukkan adanya perbedaan tempo antara penyesuaian praktik keberlanjutan dan manfaat yang tercermin pada profitabilitas akuntansi selama periode penelitian.

Secara teoretis, hasil mendukung pentingnya menghubungkan perspektif *stakeholder* dan signaling dengan mekanisme keuangan operasional serta pengawasan agency. Program ESG dapat memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan dan kualitas pengelolaan risiko, tetapi perbaikan tersebut tidak selalu langsung muncul pada ROA. Manajemen perlu menjaga kecukupan modal kerja dan disiplin investasi agar biaya transisi keberlanjutan tidak mengganggu kegiatan produktif serta agar cadangan dana tidak berubah menjadi aset menganggur.

Saran

Bagi regulator, penguatan keterbandingan skor, kualitas laporan keberlanjutan, dan dukungan peningkatan kapasitas implementasi dapat membantu perusahaan bergerak dari kepatuhan administratif menuju perbaikan proses bisnis yang terukur. Bagi emiten, strategi ESG perlu dikaitkan dengan indikator efisiensi energi, produktivitas kerja, pengendalian investasi, serta target kinerja operasional yang dapat diaudit. Langkah tersebut lebih tepat daripada mengasumsikan bahwa peningkatan skor dengan sendirinya akan meningkatkan profitabilitas dalam satu tahun.

Cakupan penelitian dibatasi pada perusahaan dengan riwayat ESG lengkap dan pada pengukuran profitabilitas berbasis ROA. Perbedaan karakteristik antarsektor, risiko hubungan dua arah modal kerja dan laba, serta kemungkinan dampak ESG dengan jeda yang lebih

panjang perlu dipertimbangkan ketika hasil digunakan untuk konteks perusahaan yang berbeda. Kajian lebih lanjut dapat menguji jalur efisiensi dan produktivitas secara langsung dengan rancangan data yang sesuai.

DAFTAR PUSTAKA

- Baltagi, B. H. 2005. *Econometric analysis of panel data* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Bourgeois, L. J., III. 1981. On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29–39. <https://doi.org/10.5465/AMR.1981.4287985>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Croissant, Y., & Millo, G. 2008. Panel data econometrics in R: The plm package. *Journal of Statistical Software*, 27(2), 1–43. <https://doi.org/10.18637/jss.v027.i02>
- da Cunha, Í. G. F., Policarpo, R. V. S., de Oliveira, P. C. S., Abdala, E. C., & Rebelatto, D. A. N. 2025. A systematic review of ESG indicators and corporate performance: Proposal for a conceptual framework. *Future Business Journal*, 11, Article 106. <https://doi.org/10.1186/s43093-025-00539-1>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. 2014. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. 2018. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. 2015. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lin, W. L., Ho, J. A., Ng, S. I., & Lee, C. 2019. Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. *Social Responsibility Journal*, 16(7), 957–982. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2018-0259>
- LSEG. 2024. Refinitiv ESG scores methodology. https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Luthan, E., Zen, S. D., & Dwinanda, V. P. 2025. The influence of environmental factors on firm financial performance. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 5(6), 6058–6067. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v5i6.3788>

- Margaret, I., Verwaal, E., & Schoubben, F. 2026. Financial slack and corporate social performance of Asian multinational corporations: An institutional difference hypothesis perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 43(1), 349–394. <https://doi.org/10.1007/s10490-025-10030-8>
- Minggu, A. M., Aboladaka, J., & Neonufa, G. F. 2023. Environmental, social dan governance (ESG) dan kinerja keuangan perusahaan publik di Indonesia. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 7(2), 1186–1195. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1371>
- Mishina, Y., Pollock, T. G., & Porac, J. F. 2004. Are more resources always better for growth? Resource stickiness in market and product expansion. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1179–1197. <https://doi.org/10.1002/smj.424>
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). 2017. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik.
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). 2021. Roadmap Keuangan Berkelanjutan Tahap II (2021–2025).
- Rahman, H. U., Zahid, M., & Al-Faryan, M. A. S. 2023. ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *Journal of Cleaner Production*, 404, Article 136859. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859>
- Rahman, K., Yurniwati, Komalasari, S. P., & Alqayidi, A. A. 2026. ESG performance and bankruptcy risk in Southeast Asia: Moderating role of board gender diversity. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 47(3), 1–32.
- Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. 2023. Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review*, 32(3).
- 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.
- Singhania, M., & Gupta, D. 2024. Impact of environmental, social and governance (ESG) disclosure on firm risk: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3573–3613.
- Spence, M. 1973. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. 1997. The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.