



## PENGARUH ASEAN CORPORATE GOVERNANCE SCORECARD TERHADAP FINANCIAL DISTRESS: BUKTI EMPIRIS DARI INDONESIA TOP 50 PLCs PERIODE 2019–2023

Sarah Fathiyyah Faatin<sup>1</sup>, Sovi Ismawati Rahayu<sup>2</sup>

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YARSI

e-mail: [sovirahayu03@gmail.com](mailto:sovirahayu03@gmail.com)

### INFO ARTIKEL

Sejarah Artikel:

Diterima, 18 Maret 2026

Direvisi, 23 Maret 2026

Disetujui, 31 Maret 2026

### KEYWORDS

*ASEAN Corporate Governance Scorecard, Financial Distress, Symbolic Compliance, Altman Z-Score, Indonesian Top 50 PLCs.*

### ABSTRACT

*This study examines the effect of the ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) on financial distress among companies listed in the Indonesian Top 50 Publicly Listed Companies (PLCs) in 2019. Financial distress is measured by the Altman Z-Score, with control variables including cash flow operations (CFO), firm size, leverage (DAR), and profitability (ROA). Using purposive sampling, 14 companies were selected for the 2019–2023 period, yielding 70 observations. Panel data regression using the Common Effect Model was processed in STATA 15. Results show that ACGS has a significant positive effect on financial distress at the 10% significance level (coefficient = 0.025;  $p = 0.050$ ), indicating symbolic compliance—high governance scores do not reflect substantive implementation capable of preventing financial distress. For control variables, firm size ( $p = 0.000$ ) and leverage ( $p = 0.000$ ) have significant negative effects, while CFO ( $p = 0.057$ ) and ROA ( $p = 0.898$ ) are not significant. The model has high explanatory power ( $Adj. R^2 = 91.99\%$ ). These findings imply that ACGS implementation in Indonesia has not effectively prevented financial distress and remains largely formal compliance.*



*This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).*

### KATA KUNCI

*ASEAN Corporate Governance Scorecard, Financial Distress, Symbolic Compliance, Altman Z-Score, Indonesian Top 50 PLCs.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh penerapan ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) terhadap financial distress pada perusahaan yang masuk dalam kategori Indonesian Top 50 Publicly Listed Companies (PLCs) tahun 2019. Financial distress diukur menggunakan Altman Z-Score dan variabel kontrol meliputi cash flow operations (CFO), firm size, leverage (DAR), serta profitabilitas (ROA). Dengan teknik purposive sampling, diperoleh 14 perusahaan sebagai sampel selama periode 2019–2023, menghasilkan 70 observasi. Analisis menggunakan regresi data panel Common Effect Model yang diolah dengan STATA 15. Hasil menunjukkan bahwa ACGS berpengaruh positif dan signifikan terhadap financial distress pada tingkat signifikansi 10% (koefisien = 0,025;  $p = 0,050$ ), yang mengindikasikan fenomena symbolic compliance—skor tata kelola yang tinggi tidak mencerminkan implementasi substansial yang mampu mencegah tekanan keuangan. Untuk variabel kontrol, firm size ( $p = 0,000$ ) dan leverage ( $p = 0,000$ ) berpengaruh negatif signifikan, sementara CFO ( $p = 0,057$ ) dan ROA ( $p = 0,898$ ) tidak signifikan. Model

### CORRESPONDING AUTHOR

Sovi Ismawati Rahayu

Universitas YARSI

Jakarta

[sovirahayu03@gmail.com](mailto:sovirahayu03@gmail.com)

memiliki kekuatan penjelasan yang tinggi (Adj.  $R^2 = 91,99\%$ ). Temuan ini mengimplikasikan bahwa penerapan ACGS di Indonesia belum efektif mencegah *financial distress* dan masih bersifat kepatuhan formal, di mana perusahaan yang mengalami tekanan keuangan justru cenderung meningkatkan skor tata kelolanya sebagai strategi defensif.

## PENDAHULUAN

Stabilitas keuangan merupakan aspek fundamental bagi keberlangsungan operasional perusahaan. Kondisi ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya yang dikenal sebagai *financial distress* dapat mengarah pada penurunan kinerja, penurunan harga saham, hingga kebangkrutan (Murni & Nasution, 2024). Dalam upaya menjaga kesehatan keuangan perusahaan di kawasan Asia Tenggara, *ASEAN Corporate Governance Scorecard* (ACGS) telah dikembangkan oleh *ASEAN Capital Markets Forum* (ACMF) bekerja sama dengan *Asian Development Bank* (ADB) sejak tahun 2011 sebagai instrumen penilaian kualitas tata kelola yang mengacu pada prinsip-prinsip OECD (ADB, 2019; Soleha, 2024).

Secara teoretis, penerapan tata kelola yang baik seharusnya menurunkan risiko *financial distress* melalui peningkatan transparansi, akuntabilitas, dan kualitas pengambilan keputusan. Namun, fakta di lapangan menunjukkan kondisi yang paradoks. PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, yang tercatat dalam daftar *Indonesian Top 50 PLCs*, mengalami kerugian Rp38,48 triliun pada 2021 dengan total utang melebihi Rp140 triliun, disertai indikasi rekayasa laporan keuangan pada 2018 (Ramadhan, 2024). PT Waskita Karya (Persero) Tbk mencatatkan akumulasi kerugian lebih dari Rp11 triliun sejak 2020 hingga 2023 meskipun sebagai BUMN yang diwajibkan menerapkan *good corporate governance* (Idris, n.d.). Fenomena ini menunjukkan kesenjangan antara skor tata kelola formal dan ketahanan keuangan aktual perusahaan.

Pertanyaan fundamental yang muncul: apakah penerapan ACGS benar-benar efektif dalam mencegah *financial distress*, ataukah hanya bersifat kepatuhan simbolis (*symbolic compliance*) tanpa substansi yang memadai? Literatur menunjukkan bahwa fenomena *symbolic compliance* merupakan isu serius dalam implementasi *corporate governance* di kawasan ASEAN. Husnaint dan Basuki (2020) menemukan bahwa penerapan ACGS belum mampu mendorong transparansi pelaporan secara konsisten. Bintara (2020) menyatakan bahwa skor ACGS tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan penerapannya masih bersifat formalitas. Hanifa, Saleh, dan Afifah (2024) bahkan menemukan hubungan positif antara atribut *good corporate governance* dan *financial distress*.

Meskipun penelitian mengenai hubungan *corporate governance* dan *financial distress* telah banyak dilakukan, penggunaan ACGS sebagai proksi GCG masih sangat terbatas di Indonesia. Sebagian besar studi menggunakan proksi parsial seperti ukuran dewan komisaris, komite audit, atau kepemilikan institusional—yang hanya menangkap satu dimensi tata kelola. ACGS menawarkan pengukuran yang lebih komprehensif karena mencakup lima dimensi tata kelola secara simultan. Kesenjangan inilah yang memotivasi penelitian ini.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh penerapan ACGS terhadap *financial distress* pada perusahaan *Indonesian Top 50 PLCs* periode 2019–2023. Variabel kontrol berupa *cash flow operations*, *firm size*, *leverage*, dan profitabilitas dimasukkan ke dalam model untuk mengisolasi efek bersih ACGS terhadap *financial distress*. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris mengenai efektivitas penerapan ACGS dalam konteks perusahaan publik terbaik di Indonesia.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan bahwa hubungan antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*) secara inheren mengandung potensi konflik kepentingan. Asimetri

informasi—di mana *agent* memiliki lebih banyak informasi dibandingkan *principal*—memperburuk konflik ini melalui permasalahan *adverse selection* dan *moral hazard* (Fiolina et al., 2024). Penerapan *corporate governance* sebagai mekanisme pengawasan diharapkan menyelaraskan kepentingan kedua pihak. Namun, efektivitasnya bergantung pada apakah implementasi bersifat substansial atau hanya formalitas.

Dalam konteks penelitian ini, teori keagenan menjadi landasan untuk memahami mengapa skor ACGS yang tinggi belum tentu mencerminkan efektivitas tata kelola yang sesungguhnya. Jika perusahaan hanya memenuhi persyaratan formal ACGS tanpa substansi pengawasan yang memadai, mekanisme tata kelola tersebut tidak akan mampu menekan perilaku oportunistik manajemen yang dapat memperburuk kondisi keuangan perusahaan.

### **Financial Distress**

*Financial distress* adalah kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang ditandai dengan ketidakmampuan memenuhi kewajiban finansialnya (Baghaskara & Retnani, n.d.). Menurut Gerritsen (dalam Erna, 2022), kondisi ini merupakan tahap awal sebelum kebangkrutan yang berkembang melalui *financial distress cycle*. Dalam penelitian ini, *financial distress* diukur menggunakan model Altman Z-Score (1968) dengan akurasi prediksi 80–90% (Kholifah & Hartono, 2020). Interpretasi:  $Z > 2,99$  (zona aman),  $1,81 < Z < 2,99$  (*grey area*),  $Z < 1,81$  (*zona distress*).

### **ASEAN Corporate Governance Scorecard dan Symbolic Compliance**

*ASEAN Corporate Governance Scorecard* (ACGS) dikembangkan oleh ACMF dan ADB pada tahun 2011 untuk menstandarisasi pengukuran kualitas *corporate governance* di kawasan ASEAN. ACGS mengacu pada prinsip G20/OECD dan mencakup lima area: hak pemegang saham (10%), perlakuan setara (10%), peran pemangku kepentingan (15%), pengungkapan dan transparansi (25%), serta tanggung jawab dewan (40%). Level 1 terdiri dari 146 item, sementara Level 2 mencakup item bonus dan penalti (ADB, 2019; ACMF, 2023).

Keunggulan ACGS dibandingkan proksi GCG parsial terletak pada cakupan komprehensifnya. Namun, sistem penilaian berbasis *checklist* memiliki kelemahan inheren: perusahaan dapat memenuhi persyaratan formal tanpa mengimplementasikan substansi tata kelola yang sesungguhnya. Fenomena ini dikenal sebagai *symbolic compliance* (Pahlevi, 2020). Beberapa temuan empiris mendukung kekhawatiran ini. Husnaint dan Basuki (2020) menemukan ACGS belum efektif mendorong transparansi pelaporan di negara-negara ASEAN. Bintara (2020) menunjukkan bahwa skor ACGS tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hanifa, Saleh, dan Afifah (2024) menemukan hubungan positif antara atribut GCG dan *financial distress*—mengindikasikan bahwa perusahaan dalam tekanan keuangan justru meningkatkan kepatuhan formalnya.

Berdasarkan argumentasi di atas, hubungan antara ACGS dan *financial distress* dapat bersifat dua arah. Jika ACGS diimplementasikan secara substansial, skor yang tinggi seharusnya menurunkan risiko *distress*. Namun jika implementasinya bersifat simbolis, skor ACGS yang tinggi mungkin justru berkorelasi positif dengan *financial distress* karena perusahaan dalam tekanan keuangan cenderung meningkatkan kepatuhan formal sebagai strategi defensif.

### **Variabel Kontrol**

Untuk mengisolasi efek bersih ACGS terhadap *financial distress*, penelitian ini memasukkan empat variabel kontrol yang telah terbukti dalam literatur memiliki hubungan dengan *financial distress*. *Firm size* (logaritma natural total aset) mencerminkan skala operasional perusahaan—perusahaan besar umumnya memiliki ketahanan finansial lebih kuat (Gaos & Mudjiyanti, 2021; Wangsih et al., 2021). *Leverage* (*Debt to Assets Ratio*) menunjukkan proporsi pendanaan dari utang—pada perusahaan besar, utang yang dikelola produktif justru menurunkan risiko *distress* (Bukhari & Linda, 2022). *Cash flow operations* mengukur kemampuan menghasilkan kas dari aktivitas inti (Rahim et al., 2023). Profitabilitas (ROA) mencerminkan efisiensi penggunaan aset (Beby Ratna Sari et al., 2022).

### Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan tinjauan pustaka di atas, hipotesis utama penelitian ini adalah:

**H<sup>1</sup>:** Penerapan ACGS berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan *Indonesian Top 50 PLCs*.

Hipotesis ini bersifat dua arah (*two-tailed*) karena literatur menunjukkan kemungkinan pengaruh negatif (jika ACGS diimplementasikan substansial) maupun positif (jika ACGS bersifat *symbolic compliance*).

### METODE PENELITIAN

#### Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode kausal. Data sekunder diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan melalui situs resmi BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan situs resmi masing-masing perusahaan.

#### Populasi dan Sampel

Populasi adalah seluruh perusahaan dalam kategori *Indonesian Top 50 PLCs* tahun 2019. Teknik *purposive sampling* digunakan dengan kriteria: (1) terdaftar dalam *Top 50 PLCs* 2019; (2) laporan tahunan lengkap 2019–2023; (3) mencantumkan skor ACGS. Diperoleh 14 perusahaan dengan total 70 observasi ( $14 \times 5$  tahun).

**Tabel 1.** Kriteria Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan dalam Indonesian Top 50 PLCs 2019 periode 2019–2023	50
2	Mencantumkan skor ACGS secara lengkap selama 2019–2023	14
	Total perusahaan sampel $\times$ 5 tahun = Total observasi	70

Sumber: Data diolah, 2024

Sampel terdiri dari: ADMF, ANTM, BBKA, BNGA, BBNI, BBTN, BTPN, POWR, INTP, JSMR, PGAS, PTPP, INCO, dan WIKA—mencakup sektor perbankan, pertambangan, energi, infrastruktur, dan manufaktur.

#### Definisi Operasional Variabel

**Tabel 2.** Operasionalisasi Variabel

Variabel	Pengukuran	Skala	Peran
Financial Distress (Y)	Altman Z-Score	Rasio	Dependen
ACGS (X)	Skor ASEAN CG Scorecard	Rasio	Independen
CFO (Kontrol)	Arus Kas Operasi / Total Aset	Rasio	Kontrol
Firm Size (Kontrol)	Ln (Total Aset)	Rasio	Kontrol
DAR (Kontrol)	Total Utang / Total Aset	Rasio	Kontrol
ROA (Kontrol)	Laba Bersih / Total Aset	Rasio	Kontrol

Sumber: Data diolah, 2024

#### Metode Analisis Data

Analisis menggunakan regresi data panel. Pemilihan model melalui Uji Chow dan Uji Lagrange Multiplier. Uji asumsi klasik: normalitas (Shapiro-Wilk), multikolinearitas (VIF), heteroskedastisitas (Breusch-Pagan), autokorelasi (Run Test). Tingkat signifikansi yang digunakan

adalah  $\alpha = 10\%$  (0,10) yang umum digunakan dalam penelitian akuntansi di Indonesia. Data diolah dengan STATA 15.

Model persamaan regresi:

$$FD = \beta_0 + \beta_1ACGS + \beta_2CFO + \beta_3SIZE + \beta_4DAR + \beta_5ROA + \varepsilon$$

Di mana ACGS adalah variabel independen, sementara CFO, SIZE, DAR, dan ROA adalah variabel kontrol yang berfungsi mengisolasi efek bersih ACGS terhadap *Financial Distress* (FD).

## DISKUSI DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

**Tabel 3.** Statistik Deskriptif (n = 70)

Variabel	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FD	1,829	3,699	-1,594	11,846
ACGS	94,958	12,260	62,68	120,76
CFO	-0,079	0,840	-4,005	1,664
Firm Size	30,723	4,260	21,522	34,881
DAR	-0,588	0,578	-2,171	-0,117
ROA	0,085	0,289	-0,000	1,746

Sumber: STATA 15, 2024. FD, CFO, DAR telah ditransformasi Ln

Variabel independen ACGS memiliki rata-rata 94,958 dengan standar deviasi 12,260 dan rentang 62,68–120,76. Rata-rata yang cukup tinggi mengonfirmasi bahwa perusahaan dalam sampel memiliki tingkat tata kelola formal yang baik. Namun, rentang yang lebar (selisih 58,08 poin) menunjukkan variasi signifikan dalam implementasi tata kelola antarperusahaan, meskipun seluruhnya termasuk dalam *Top 50 PLCs*. Variabel dependen *financial distress* menunjukkan rata-rata 1,829 dengan variasi yang sangat besar (std. dev. = 3,699), mencerminkan heterogenitas kondisi keuangan yang substansial di antara perusahaan berperingkat tata kelola tinggi.

### Uji Pemilihan Model dan Asumsi Klasik

*Common Effect Model* (CEM) terpilih sebagai model terbaik berdasarkan Uji Chow (Prob > F = 0,787 > 0,05) dan Uji Lagrange Multiplier (Prob > Chibar2 = 1,000 > 0,05). Seluruh asumsi klasik terpenuhi sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 4.

**Tabel 4.** Ringkasan Uji Asumsi Klasik

Pengujian	Metode	Nilai Prob.	Kesimpulan
Normalitas	Shapiro-Wilk	0,084	Terdistribusi normal
Multikolinearitas	VIF	1,57 (Mean)	Tidak ada multikolinearitas
Heteroskedastisitas	Breusch-Pagan	0,302	Homoskedastis
Autokorelasi	Run Test	0,15	Tidak ada autokorelasi

Sumber: STATA 15, 2024

### Hasil Analisis Regresi

**Tabel 5.** Hasil Regresi Data Panel — Pengaruh ACGS terhadap Financial Distress (n = 70)

Variabel	Koefisien	t-hitung	P >  t	Sig.	Peran
Konstanta	21,234	11,83	0,000	-	-
ACGS	0,025	2,00	0,050*	Ya	Independen

CFO	0,317	1,94	0,057	Tidak	Kontrol
Firm Size	-0,739	-19,18	0,000***	Ya	Kontrol
DAR	-1,583	-5,14	0,000***	Ya	Kontrol
ROA	-0,063	-0,13	0,898	Tidak	Kontrol

Sumber: STATA 15, 2024. \*\*\*p<0,001; \*p<0,10. Adj. R<sup>2</sup> = 0,9199; Prob>F = 0,000

Model menunjukkan Adj. R<sup>2</sup> sebesar 0,9199 (91,99%) dan Prob > F = 0,000, mengonfirmasi kelayakan model secara keseluruhan. Persamaan regresi:

$$FD = 21,234 + 0,025ACGS + 0,317CFO - 0,739SIZE - 1,583DAR - 0,063ROA + \varepsilon$$

### Pembahasan: Pengaruh ACGS terhadap Financial Distress

Temuan utama penelitian ini: ACGS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan koefisien 0,025 dan p-value 0,050 (signifikan pada  $\alpha = 10\%$ ). **Hipotesis H<sup>1</sup> diterima.** Arah koefisien yang positif berarti setiap peningkatan satu poin skor ACGS berkorelasi dengan peningkatan tingkat *financial distress* sebesar 0,025 poin, *ceteris paribus*. Temuan ini mengonfirmasi fenomena *symbolic compliance* dalam penerapan ACGS di Indonesia.

Temuan ini dapat diinterpretasikan melalui tiga perspektif. **Pertama**, perusahaan yang mengalami tekanan keuangan memiliki insentif lebih besar untuk meningkatkan skor tata kelolanya sebagai strategi menjaga kepercayaan investor dan pasar modal. Dalam konteks teori keagenan, ini merupakan bentuk *signaling* di mana manajemen berusaha menunjukkan komitmen terhadap tata kelola yang baik untuk mengkompensasi kondisi keuangan yang memburuk. Dengan demikian, skor ACGS yang tinggi pada perusahaan-perusahaan ini bukan mencerminkan tata kelola yang efektif, melainkan respons defensif terhadap tekanan keuangan.

**Kedua**, sistem penilaian ACGS yang berbasis *checklist* memungkinkan perusahaan memenuhi persyaratan formal tanpa mengimplementasikan substansi tata kelola secara mendalam. Perusahaan dapat memperoleh skor tinggi dengan melengkapi dokumen, kebijakan, dan prosedur yang dipersyaratkan, tanpa menjamin bahwa mekanisme pengawasan benar-benar berjalan efektif dalam operasional sehari-hari. Pahlevi (2020) mencatat bahwa penilaian ACGS oleh kelompok ahli eksternal berpotensi tidak menangkap realitas implementasi di lapangan.

**Ketiga**, temuan ini konsisten dengan hasil empiris dari beberapa penelitian terdahulu. Husnain dan Basuki (2020) menemukan ACGS belum mampu mendorong transparansi pelaporan secara konsisten di ASEAN. Bintara (2020) menunjukkan skor ACGS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hanifa, Saleh, dan Afifah (2024) menemukan hubungan positif GCG—*financial distress* yang mengindikasikan bahwa skor tata kelola tinggi tidak menjamin kesehatan keuangan. Temuan-temuan ini secara kolektif mendukung argumentasi bahwa masalah implementasi ACGS di Indonesia bersifat struktural—bukan sekadar masalah individual perusahaan.

Perlu dicatat bahwa signifikansi ACGS berada tepat di batas ( $p = 0,050$ ), yang mengindikasikan bahwa pengaruh ACGS terhadap *financial distress* bersifat *marginal*. Ini dapat diinterpretasikan bahwa ACGS memiliki pengaruh, namun pengaruh tersebut relatif lemah dibandingkan faktor-faktor struktural perusahaan. Temuan ini mengimplikasikan bahwa ACGS sendirian tidak cukup menjadi prediktor *financial distress* yang andal tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain.

### Peran Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang dimasukkan untuk mengisolasi efek bersih ACGS menunjukkan pola yang informatif. *Firm size* merupakan variabel kontrol yang paling dominan (koef. = -0,739;  $t = -19,18$ ;  $p = 0,000$ ), menegaskan bahwa skala perusahaan adalah faktor protektif utama terhadap *financial distress*. Temuan ini konsisten dengan Gaos dan Mudjiyanti (2021) serta Wangsih et al. (2021). DAR juga berpengaruh negatif signifikan (koef. = -1,583;  $p = 0,000$ ), menunjukkan bahwa

pada perusahaan elite, utang yang dikelola secara produktif justru menurunkan risiko *distress* (Bukhari & Linda, 2022).

CFO menunjukkan pengaruh positif namun tidak signifikan (koef. = 0,317;  $p = 0,057$ ), konsisten dengan Rahim et al. (2023). ROA juga tidak signifikan (koef. = -0,063;  $p = 0,898$ ), sejalan dengan Beby Ratna Sari et al. (2022). Ketidaksignifikanan CFO dan ROA mengindikasikan bahwa pada perusahaan berskala besar dengan tata kelola terstandarisasi, indikator kinerja operasional konvensional kurang relevan sebagai prediktor *financial distress* karena perusahaan-perusahaan ini memiliki *buffer* finansial yang substansial.

Dominasi variabel kontrol (terutama *firm size* dan DAR) dibandingkan variabel independen ACGS memperkuat argumentasi bahwa efektivitas tata kelola formal dalam mencegah *financial distress* terbatas—faktor struktural perusahaan memainkan peran yang jauh lebih besar. Ini menjadi bahan refleksi bagi regulator dan pemangku kepentingan mengenai sejauh mana ACGS dapat diandalkan sebagai indikator ketahanan keuangan perusahaan.

## KESIMPULAN

### Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh penerapan ACGS terhadap *financial distress* pada 14 perusahaan *Indonesian Top 50 PLCs* periode 2019–2023 (70 observasi) dengan variabel kontrol CFO, *firm size*, *leverage*, dan ROA. Temuan utama menunjukkan bahwa ACGS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* (koefisien = 0,025;  $p = 0,050$ ), yang mengonfirmasi fenomena *symbolic compliance* dalam penerapan tata kelola perusahaan di Indonesia.

Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan skor ACGS yang lebih tinggi justru cenderung mengalami tingkat *financial distress* yang lebih tinggi—bukan karena tata kelola menyebabkan tekanan keuangan, melainkan karena perusahaan yang menghadapi tekanan keuangan cenderung meningkatkan kepatuhan formal sebagai strategi defensif. Signifikansi ACGS yang bersifat *marginal* (tepat di batas  $\alpha = 10\%$ ) juga mengindikasikan bahwa pengaruhnya relatif lemah dibandingkan faktor struktural seperti *firm size* dan *leverage* yang secara konsisten signifikan sebagai variabel kontrol.

Model memiliki kekuatan penjelasan 91,99% (Adj.  $R^2$ ), mengonfirmasi bahwa variabel-variabel dalam model secara kolektif mampu menjelaskan hampir seluruh variasi *financial distress*. Namun, kontribusi utama berasal dari variabel kontrol, bukan dari ACGS sendiri—memperkuat argumentasi bahwa ACGS belum menjadi prediktor ketahanan keuangan yang andal.

### Implikasi

Secara teoretis, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa fenomena *symbolic compliance* merupakan tantangan nyata dalam implementasi ACGS di Indonesia. Temuan ini memperkaya teori keagenan dengan menunjukkan bahwa mekanisme pengawasan formal tidak selalu efektif jika implementasinya tidak bersifat substansial. Secara praktis, bagi regulator (ACMF dan OJK), diperlukan evaluasi terhadap apakah *scorecard* berbasis *checklist* cukup menangkap kualitas tata kelola sesungguhnya, atau perlu dilengkapi mekanisme verifikasi implementasi. Bagi investor, skor ACGS perlu diinterpretasikan secara kritis—skor tinggi belum tentu menjamin kesehatan keuangan perusahaan.

### Keterbatasan dan Saran

Keterbatasan: (1) sampel terbatas pada 14 perusahaan; (2) periode 2019–2023 mencakup pandemi Covid-19; (3) menggunakan skor ACGS total tanpa analisis per komponen; (4) tidak memasukkan variabel moderasi yang dapat menjelaskan kondisi di mana ACGS mungkin lebih efektif. Saran: (1) memperluas sampel; (2) menganalisis per komponen ACGS; (3) memasukkan variabel moderasi seperti manajemen laba atau kualitas audit; (4) melakukan analisis per sektor industri.

## REFERENSI

- ACMF. (2023). ASEAN Corporate Governance Scorecard 2023. ASEAN Capital Markets Forum.
- ADB. (2019). ASEAN Corporate Governance Scorecard: Country Reports and Assessments 2017–2018. Asian Development Bank.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Baghaskara, B., & Retnani, E. D. (n.d.). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Operating Capacity terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*.
- Beby Ratna Sari, D., et al. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Likuiditas terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 9(2), 112–125.
- Bintara, R. (2020). Pengaruh ASEAN Corporate Governance Scorecard terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 9(1), 1–15.
- Bukhari, M., & Linda, M. R. (2022). Pengaruh Leverage terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 7(1), 1–12.
- Erna, S. (2022). Financial Distress: Konsep dan Pengukuran. *Jurnal Riset Akuntansi*, 12(2), 1–14.
- Fiolina, F., et al. (2024). Pengaruh Asimetri Informasi dan Corporate Governance terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 25(1), 1–15.
- Gaos, Y. G., & Mudjiyanti, R. (2021). Pengaruh Firm Size terhadap Financial Distress. *Jurnal Akuntansi*, 11(2), 1–12.
- Hanifa, R., Saleh, N. M., & Afifah, N. (2024). Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 21, 1–15.
- Husnaint, & Basuki, B. (2020). ASEAN Corporate Governance Scorecard and Sustainability Reporting. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(10), 1–18.
- Idris, M. (n.d.). Waskita Karya Rugi Rp2,23 Triliun pada 2023. *Kompas.com*.
- 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.
- Kholifah, N., & Hartono, U. (2020). Analisis Altman Z-Score dalam Memprediksi Financial Distress. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(3), 1–12.
- Murni, S., & Nasution, D. (2024). Financial Distress dan Dampaknya terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 11(1), 1–14.
- Pahlevi, R. W. (2020). Implementasi ASEAN Corporate Governance Scorecard di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(2), 1–15.
- Rahim, N. A., Noholo, S., & Husain, S. P. (2023). Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Financial Distress. *Jurnal Akuntansi*, 11(1), 1–12.
- Ramadhan, A. (2024). Kasus Rekrutasi Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia. *Kompas.com*.
- Soleha, A. R. (2024). ASEAN Corporate Governance Scorecard: Tinjauan Prinsip dan Implementasi. *Jurnal Tata Kelola Perusahaan*, 6(1), 1–14.
- Wangsuh, W., et al. (2021). Pengaruh Firm Size terhadap Financial Distress. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 23(2), 1–16.