

**PENGARUH ESG TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DI
ASEAN DENGAN KUALITAS TATA KELOLA
PEMERINTAHAN SEBAGAI PEMODERASI**

(Tesis)

Oleh

**FARAH RIALISTA
NPM 2421031005**



**PROGRAM PASCASARJANA MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2026**

**PENGARUH ESG TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DI ASEAN
DENGAN KUALITAS TATA KELOLA PEMERINTAHAN SEBAGAI
PEMODERASI**

Oleh

FARAH RIALISTA

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
MAGISTER AKUNTANSI**

Pada

**Jurusan Magister Ilmu Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**PROGRAM STUDI S2 AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2026**

ABSTRAK

PENGARUH ESG TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DI ASEAN DENGAN KUALITAS TATA KELOLA PEMERINTAHAN SEBAGAI PEMODERASI

Oleh

FARAH RIALISTA

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan serta menguji peran kualitas tata kelola pemerintahan sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan di kawasan ASEAN. ESG diukur menggunakan skor ESG, sedangkan kinerja perusahaan diproksikan dengan ROA dan Tobin's Q. Kualitas tata kelola pemerintahan diukur menggunakan *Worldwide Governance Indicators* (WGI) sebagai representasi faktor institusional pada level negara. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berbentuk data panel perusahaan di kawasan ASEAN selama periode 2020-2024. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* dan analisis data dilakukan melalui regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak Stata 17. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh positif signifikan terhadap ROA maupun Tobin's Q. Selain itu, kualitas tata kelola pemerintahan tidak terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa implementasi ESG pada perusahaan di kawasan ASEAN belum sepenuhnya mampu meningkatkan kinerja perusahaan maupun memperoleh respon pasar yang kuat. Secara teoretis, hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan tidak selalu bersifat langsung, khususnya dalam konteks negara ASEAN dengan kualitas institusi yang beragam. Secara praktis, penelitian ini memberikan implikasi bagi perusahaan dan investor bahwa implementasi ESG memerlukan dukungan institusional dan strategi jangka panjang agar dapat memberikan dampak yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas periode pengamatan, mempertimbangkan karakteristik institusional antarnegara, serta mengembangkan model penelitian untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai hubungan ESG dan kinerja perusahaan.

Kata kunci: ESG, Kinerja Perusahaan, Kinerja Keuangan, Kinerja Pasar, Profitabilitas, Energi

ABSTRAK

THE EFFECT OF ESG ON FIRM PERFORMANCE IN ASEAN: THE MODERATING ROLE OF GOVERNMENT GOVERNANCE QUALITY

By

FARAH RIALISTA

This study aims to examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on firm performance and to investigate the moderating role of government governance quality among companies in the ASEAN region. ESG performance is measured using ESG scores, while firm performance is proxied by Return on Assets (ROA) and Tobin's Q. Government governance quality is measured using the Worldwide Governance Indicators (WGI) as a representation of country-level institutional factors.

This study employs a quantitative approach using secondary panel data from ASEAN companies over the period 2020–2024. The sample was selected through purposive sampling, and the data were analyzed using panel data regression with Stata 17 software.

The results indicate that ESG has no significant positive effect on either ROA or Tobin's Q. Furthermore, government governance quality is not found to moderate the relationship between ESG and firm performance. These findings suggest that ESG implementation among ASEAN companies has not yet been able to significantly enhance firm performance or generate a strong market response. From a theoretical perspective, the results imply that the relationship between ESG and firm performance is not necessarily direct, particularly in the context of ASEAN countries characterized by diverse institutional environments. From a practical perspective, the findings highlight the importance of institutional support and long-term strategic commitment in maximizing the effectiveness of ESG initiatives and their contribution to firm performance.

Future research is encouraged to extend the observation period, consider cross-country institutional characteristics, and develop more comprehensive research models to provide a deeper understanding of the relationship between ESG and firm performance.

Keywords: ESG, Firm Performance, Financial Performance, Market Performance, Profitability, Energy.

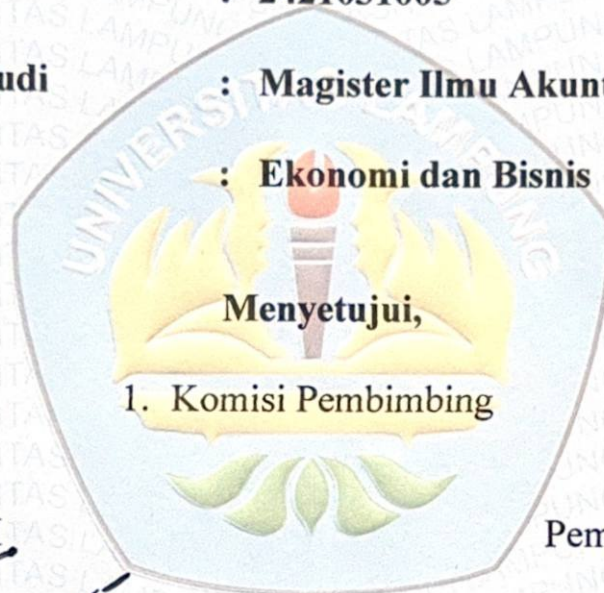
Judul Tesis : **Pengaruh ESG terhadap Kinerja Perusahaan di ASEAN dengan Tata Kelola Pemerintahan sebagai Pemoderasi**

Nama Mahasiswa : **FARAH RIALISTA**

NPM : **2421031005**

Program Studi : **Magister Ilmu Akuntansi**

Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis**



Pembimbing I

Dr. FITRA DHARMA, S.E., M.Si.
NIP. 19761023 200212 1 002

Pembimbing II

Dr. LIZA ALVIA, S.E., M.Sc., Akt., CA.
NIP. 19790721 200312 2 002

**2. Koordinator Program Studi
Magister Ilmu Akuntansi**

Dr. LIZA ALVIA, S.E., M.Sc., Akt., CA.
NIP. 19790721 200312 2 002

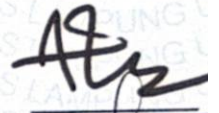
MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

Ketua : **Dr. Fitra Dharma, S.E., M.Si.**



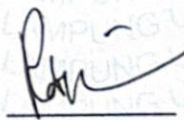
Sekretaris : **Dr. Liza Alvia, S.E., M.Sc., Akt., CA.**



Penguji Utama : **Dr. Tri Joko Prasetyo, S.E., M.Si., Akt.**



Anggota Penguji : **Dr. Retno Yuni N.S., S.E., M.Si., Akt.**



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.

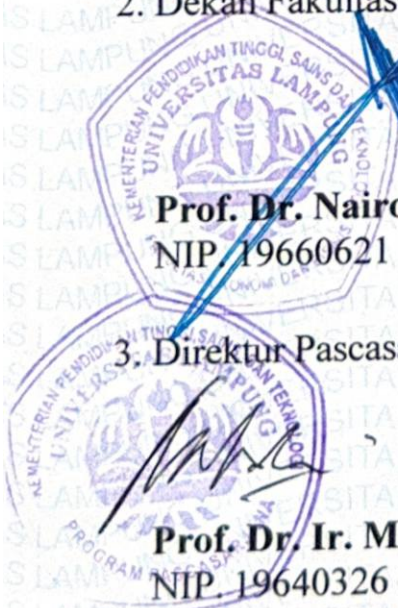
NIP. 19660621 199003 1 003

3. Direktur Pascasarjana

Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.

NIP. 19640326 198902 1 001

Tanggal Lulus Ujian Tesis : 13 Mei 2026



PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : FARAH RIALISTA

NPM : 2421031005

Dengan ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul “Pengaruh ESG terhadap Kinerja Perusahaan di ASEAN dengan Tata Kelola Pemerintahan sebagai Pemoderasi” adalah benar hasil karya saya sendiri. Dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya, selain itu atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan saya ini tidak benar, maka saya siap menerima sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku

Bandarlampung, 2 Juni 2026



FARAH RIALISTA

RIWAYAT HIDUP

Penulis bernama Farah Rialista, dilahirkan di Bandarlampung pada tanggal 17 Juli 1985. Penulis merupakan anak pertama dari pasangan Bapak Fahrizal Habiaran Harahap dan Ibu Rahma Dewi. Penulis bertempat tinggal di Bandarlampung, Lampung.

Penulis mengawali pendidikan formal pada tahun 1991 di SD Negeri I Tanjung Baru Bandarlampung dan lulus pada tahun 1997. Kemudian melanjutkan di SLTP Al Kautsar Bandarlampung, yang diselesaikan pada tahun 2000. Pada tahun 2003, penulis menyelesaikan pendidikan di SMA Negeri 2 Bandarlampung.

Pada tahun 2004, penulis melanjutkan pendidikan di Fakultas Ekonomi Universitas Lampung jurusan Akuntansi, yang diselesaikan pada tahun 2009. Penulis diterima sebagai mahasiswa Pascasarjana Magister Ilmu Akuntansi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung pada tahun 2024.

MOTTO

"Maka sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan."

(QS. Al-Insyirah: 6)

**"Sesungguhnya jika kamu bersyukur, niscaya Aku akan menambah (nikmat)
kepadamu."**

(QS. Ibrahim: 7)

"It always seems impossible until it's done."

Nelson Mandela

PERSEMBAHAN

Alhamdulillahirobbilalamin,

Puji syukur kehadiran Allah SWT atas segala rahmat, nikmat, dan karunia-Nya sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Shalawat serta salam senantiasa tercurah kepada junjungan Nabi Muhammad SAW.

Kupersembahkan tesis ini dengan penuh rasa syukur kepada:

Diriku Sendiri

Terima kasih karena telah bertahan dan tidak menyerah. Di tengah keraguan, kehilangan arah setelah meninggalkan dunia kerja, dan berbagai pertanyaan tentang pilihan hidup yang diambil, perjalanan ini mengajarkan bahwa setiap proses memiliki maknanya sendiri. Terima kasih karena terus belajar, bertumbuh, dan percaya bahwa nilai diri ditentukan oleh diri sendiri dan kemauan untuk terus berkembang.

Suami dan Anak-Anakku Tercinta

Terima kasih atas cinta, doa, pengertian, dan dukungan yang selalu menguatkan setiap langkah. Kalian adalah sumber semangat dan kebahagiaan dalam setiap proses yang dilalui.

Orangtua Tersayang

Terima kasih atas kasih sayang, doa, pengorbanan, serta dukungan yang tidak pernah putus. Semoga pencapaian ini menjadi salah satu bentuk bakti dan kebanggaan untuk Papa dan Mama.

Keluarga, Sahabat, dan Teman-Teman

Terima kasih atas doa, motivasi, dan kebersamaan yang telah diberikan selama proses perkuliahan hingga penyusunan tesis ini.

Seluruh Dosen dan Staf Program Pascasarjana

Terima kasih atas ilmu, bimbingan, dan dedikasi yang telah diberikan selama proses pendidikan.

Almamater Tercinta

Terima kasih telah menjadi tempat belajar, bertumbuh, dan menemukan kembali semangat untuk terus berkembang.

SANWACANA

Bismillahirrohmaanirrohim,

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, yang telah melimpahkan berkat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan judul “Pengaruh ESG terhadap Kinerja Perusahaan di ASEAN dengan Tata Kelola Pemerintah sebagai Pemoderasi”. Penyusunan tesis ini guna melengkapi dan memenuhi sebagian persyaratan untuk meraih gelar Magister Ilmu Akuntansi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Penulisan tesis ini tidak akan terwujud tanpa adanya dukungan dari berbagai pihak.

Untuk itu penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si., selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Lampung.
2. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Dr. Liza Alvia, S.E., M.Sc., Akt., CA. selaku Koordinator Program Studi Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Bapak Dr. Fitra Dharma, S.E., M.Si., Akt. selaku Pembimbing Utama yang telah memberikan waktu dan bimbingan dalam proses penyelesaian tesis ini.
5. Ibu Dr. Liza Alvia, S.E., M.Sc., Akt., CA. selaku Pembimbing Kedua yang telah memberikan waktu, bimbingan dan arahan yang berharga selama proses penyelesaian tesis ini.
6. Bapak Dr. Tri Joko Prasetyo, S.E., M.Si., Akt. selaku Penguji Utama yang memberikan ilmu dan saran-saran yang membangun terhadap tesis ini.
7. Ibu Dr. Retno Yuni Nur Susilowati, S.E., M.Sc., Akt. selaku Penguji Kedua yang telah memberikan arahan dan bimbingan membangun dalam penulisan tesis ini.

8. Prof. Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si., Akt. selaku Pembimbing Akademik yang telah memberikan ilmu, waktu dan bimbingan dalam proses perkuliahan.
9. Bapak/Ibu Dosen Pascasarjana Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, terima kasih yang sebesar-besarnya atas segala ilmu yang luar biasa diberikan agar kami dapat menjadi manusia yang berilmu dan bermanfaat.
10. Seluruh Staf Pegawai Pascasarjana Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah membantu dalam proses administrasi selama masa perkuliahan.
11. Singa Kecil Bayi Besarku, Albino Prashesarb terimakasih atas cinta, doa, serta dukungan (finansial non finansial), yang selalu diberikan kepada penulis. bilu.
12. Anak-anakku, 6A Gengs (Aqil, Ayyash, Amirah, Azlan, Arkan dan d last but amazing, little Ameena), makasi ya sayang Ibu semua, sudah sabar banget ngikutin Ibu di proses perkuliahan ini. Luv u till Jannah sayang.
13. Orangtuaku, Ibu Rahma Dewi dan Bapak Fahrizal Habiaran Harahap dan keluarga besar tercinta yang selalu mendoakan dan mendukung segalanya, terima kasih atas segala doa motivasi kepada penulis agar tetap semangat dalam menyusun tesis ini.
14. Seluruh teman-teman Magister Ilmu Akuntansi 2024 bersyukur bisa mengenal teman-teman yang luar biasa dan menjalin silaturahmi yang baik.
15. Untuk semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu baik yang terlibat secara langsung ataupun tidak langsung. Terima kasih banyak.

Bandarlampung, 2 Juni 2026

FARAH RIALISTA

DAFTAR ISI

Halaman

DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	v
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	10
1.3. Tujuan Penelitian	10
1.4. Manfaat Penelitian	11
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1 Landasan Teori	13
2.1.1 Teori Pemangku Kepentingan (<i>Stakeholder Theory</i>).....	13
2.1.2 Teori Institusional (<i>Institusional Theory</i>)	15
2.2 Kinerja Perusahaan	16
2.2.1 Kinerja Keuangan	16
2.2.2 Kinerja Pasar	17
2.3 <i>Environmental, Social, and Governance</i> (ESG)	19
2.4 <i>Worldwide Governance Indicators</i> (WGI).....	22
2.5 Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>)	24
2.6 <i>Leverage</i>	26
2.7 <i>Environmental, Social, and Governance</i> di ASEAN	27
2.7.1 Indonesia	27
2.7.2 Malaysia	29
2.7.3 Thailand	30
2.7.4 Filipina	32
2.8 Pengembangan Hipotesis	35
2.8.1 Pengaruh ESG terhadap Kinerja Keuangan.....	35
2.8.2 Pengaruh ESG terhadap Kinerja Pasar	36
2.8.3 WGI Memoderasi Pengaruh ESG Terhadap Kinerja Keuangan	37
2.8.4 WGI Memoderasi Pengaruh ESG Terhadap Kinerja Pasar	38
2.9 Kerangka Pikir Penelitian	39
2.10 Penelitian Terdahulu	40

BAB III. METODOLOGI PENELITIAN	45
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	45
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian.....	45
3.3 Teknik Pengumpulan Data.....	47
3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	48
3.4.1 Variabel Dependen	48
3.4.1.1 Kinerja Keuangan	48
3.4.1.2 Kinerja Pasar.....	49
3.4.2 Variabel Independen.....	50
3.4.3 Variabel Pemoderasi.....	51
3.4.4 Variabel Kontrol.....	52
3.4.4.1 Ukuran Perusahaan (SIZE)	53
3.4.4.2 <i>Leverage</i>	53
3.5 Metode Analisis Data.....	55
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	55
3.5.2 Analisis Regresi Data Panel.....	55
3.5.2.1 Model Regresi 1	56
3.5.2.2 Model Regresi 2.....	56
3.5.3 Metode Estimasi Regresi Data Panel.....	56
3.5.3.1 <i>Common Effect Model</i> (CEM)	57
3.5.3.2 <i>Fixed Effect Model</i> (FEM).....	57
3.5.3.3 <i>Random Effect Model</i> (REM)	57
3.5.4 Pemilihan Uji Model Estimasi Regresi Data Panel	58
3.5.4.1 Uji Chow.....	58
3.5.4.2 Uji Hausman	58
3.5.4.3 Uji Lagrange Multiplier (LM)	59
3.5.5 Uji Asumsi Klasik.....	59
3.5.5.1 Uji Normalitas.....	60
3.5.5.2 Uji Multikolinearitas.....	60
3.5.5.3 Uji Autokorelasi	61
3.5.5.4 Uji Heterokedastisitas.....	61
3.5.6 Pengujian Hipotesis	62
3.5.6.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)	62
3.5.6.2 Uji F (Kelayakan Model).....	62
3.5.6.3 Uji t	63
3.5.7 <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA)	63
3.5.7.1 Model Regresi 3	64
3.5.7.2 Model Regresi 4.....	64
BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	65
4.1 Hasil Penelitian	65
4.1.1 Objek Penelitian.....	65
4.2 Hasil Analisis Data.....	67
4.2.1 Hasil Statistik Deskriptif.....	67
4.3 Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel.....	70
4.3.1 Hasil Uji Chow	71
4.3.2 Hasil Uji Hausmann.....	71

4.3.3	Hasil Uji Lagrange Multiplier (LM).....	72
4.4	Hasil Uji Asumsi Klasik.....	74
4.4.1	Hasil Uji Normalitas.....	74
4.4.2	Hasil Uji Multikolinearitas.....	75
4.4.3	Hasil Uji Autokorelasi.....	76
4.4.4	Hasil Uji Heterokedastisitas.....	77
4.5	Hasil Pengujian Hipotesis.....	78
4.5.1	Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	78
4.5.2	Hasil Uji F (Kelayakan Model).....	79
4.5.3	Hasil Uji t.....	80
4.6	Pembahasan.....	83
4.6.1	Pengaruh ESG terhadap Kinerja Keuangan.....	83
4.6.2	Pengaruh ESG terhadap Kinerja Pasar.....	85
4.6.3	Pengaruh Moderasi WGI terhadap Kinerja Keuangan.....	86
4.6.4	Pengaruh Moderasi WGI terhadap Kinerja Pasar.....	87
BAB V. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN.....		89
5.1	Kesimpulan.....	89
5.2	Keterbatasan.....	90
5.3	Saran.....	91
DAFTAR PUSTAKA.....		93
LAMPIRAN.....		98

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Skor terhadap Laporan Keberlanjutan (skala 100).....	6
Tabel 2.1 Definisi Nilai Kategori ESG LSEG <i>Refinitiv Eikon</i>	21
Tabel 2.2 Kategori Regulasi dan Pelaporan ESG, Kualitas Institusi, dan Kematangan Energi ASEAN.....	34
Tabel 2.3 Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu tentang ESG dengan Kinerja Perusahaan	41
Tabel 3.1 Rentang Skor ESG Perusahaan berdasarkan LSEG <i>Refinitiv Eikon</i>	50
Tabel 3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	54
Tabel 4.1 Hasil Pemilihan Sampel	65
Tabel 4.2 Daftar Sampel Perusahaan	66
Tabel 4.3 Hasil Statistik Deskriptif	68
Tabel 4.4 Hasil Uji Chow.....	71
Tabel 4.5 Hasil Uji Hausmann	72
Tabel 4.6 Hasil Uji Lagrange Multiplier (LM)	73
Tabel 4.7 Hasil Keseluruhan Pemilihan Model Regresi Data Panel	73
Tabel 4.8 Hasil Uji Normalitas	74
Tabel 4.9 Hasil Uji Multikolinearitas.....	75
Tabel 4.10 Hasil Uji Autokorelasi	76
Tabel 4.11 Hasil Uji Heterokedastisitas.....	77
Tabel 4.12 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	78
Tabel 4.13 Hasil Uji F (Kelayakan Model)	80
Tabel 4.14 Hasil Uji t	81

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pikir Penelitian	39
Gambar 3.1 Alur Pemilihan Sampel Penelitian	47
Gambar 4.1 Hasil Statistik Deskriptif per Negara	69

BAB I.

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kinerja perusahaan merupakan konsep dalam ekonomi yang menggambarkan kemampuan perusahaan mencapai tujuan strategis serta mempertahankan keberlanjutan usahanya. Kinerja perusahaan tidak hanya berkaitan dengan pencapaian hasil ekonomi, tetapi juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya, beradaptasi terhadap perubahan lingkungan, dan memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan (Aydoğmuş et al., 2022). Oleh karena itu, kinerja perusahaan dipahami sebagai indikator menyeluruh atas efektivitas dan daya saing perusahaan dalam jangka panjang.

Menurut *stakeholder theory*, perusahaan memiliki tanggung jawab untuk menciptakan nilai bagi seluruh pihak yang berkepentingan terhadap aktivitas perusahaan, termasuk investor, pelanggan, karyawan, pemerintah, dan masyarakat (Freeman, 1984; Aydoğmuş et al., 2022). Oleh karena itu, kinerja perusahaan tidak hanya dipandang sebagai keberhasilan ekonomi semata, tetapi juga sebagai hasil dari kemampuan perusahaan dalam mengelola kepentingan pemangku kepentingan secara seimbang. Sementara itu, *institutional theory* menjelaskan bahwa perilaku organisasi dipengaruhi oleh tekanan kelembagaan berupa regulasi, norma sosial, dan ekspektasi lingkungan eksternal (DiMaggio dan Powell, 1983). Tekanan tersebut mendorong perusahaan untuk menyesuaikan kebijakan dan praktik bisnis agar sesuai dengan tuntutan sosial dan kelembagaan yang berkembang.

Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan tercermin melalui kinerja keuangan dan kinerja pasar. Kinerja keuangan merefleksikan kemampuan perusahaan dalam

menciptakan nilai ekonomi melalui pengelolaan sumber daya dan pengambilan keputusan strategis, sedangkan kinerja pasar menggambarkan bagaimana investor menilai prospek dan nilai perusahaan di masa mendatang. Ramírez-Orellana et al. (2023) menjelaskan bahwa kinerja keuangan berkaitan erat dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko dan ketidakpastian bisnis. Sementara itu, Dasilas dan Karanović (2025) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kualitas transparansi dan pengungkapan informasi yang lebih baik cenderung memperoleh penilaian pasar yang lebih positif.

Dalam perspektif *stakeholder theory* dan *institutional theory*, transparansi informasi keuangan maupun non keuangan menjadi bagian penting dalam membangun kepercayaan investor dan menyesuaikan perusahaan terhadap tekanan regulatif serta ekspektasi sosial. Garcia et al. (2017) menjelaskan bahwa transparansi informasi dapat membantu perusahaan mengurangi asimetri informasi, meningkatkan kredibilitas perusahaan, serta memperkuat posisi perusahaan dalam lingkungan kelembagaan tempat perusahaan beroperasi.

Kasus kegagalan perusahaan dalam mengelola aspek non finansial menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan menghasilkan keuntungan, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola dampak sosial, lingkungan, dan tata kelola. Salah satu contoh yang relevan dalam konteks Indonesia adalah bencana semburan lumpur Lapindo di Sidoarjo, Jawa Timur. Heath (2015) menjelaskan bahwa bencana tersebut menimbulkan dampak lingkungan, sosial, dan ekonomi yang luas, mulai dari kerusakan lingkungan, hilangnya permukiman dan mata pencaharian masyarakat, hingga terganggunya infrastruktur publik. Peristiwa tersebut mencerminkan kegagalan perusahaan dalam mengelola risiko lingkungan dan sosial yang berkaitan dengan aktivitas operasional perusahaan.

Selain menimbulkan kerusakan lingkungan dan sosial, kasus Lapindo juga menunjukkan lemahnya tata kelola perusahaan dalam menangani dampak yang ditimbulkan. Zulkhijriah (2009) menjelaskan bahwa proses hukum yang panjang, ketidakjelasan tanggung jawab, serta lambatnya penyelesaian kompensasi kepada masyarakat memperlihatkan lemahnya dimensi *governance* dalam praktik

perusahaan. Kondisi tersebut tidak hanya mempengaruhi reputasi perusahaan, tetapi juga menurunkan kepercayaan publik dan investor terhadap perusahaan. Dengan demikian, kasus Lapindo menunjukkan bahwa kegagalan dalam mengelola aspek *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dapat berdampak pada penurunan kinerja perusahaan, baik dari sisi keuangan maupun penilaian pasar.

Kejadian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak lagi dapat berfokus semata-mata pada pencapaian keuntungan ekonomi, tetapi juga perlu memperhatikan praktik bisnis yang berkelanjutan. Perhatian terhadap aspek non finansial mendorong berkembangnya *Environmental, Social, and Governance* (ESG) sebagai pendekatan yang digunakan untuk menilai tanggung jawab dan keberlanjutan perusahaan terhadap aspek lingkungan, sosial, serta tata kelola perusahaan (Cojoianu et al., 2021). ESG juga dipandang sebagai bagian penting dalam strategi perusahaan karena dapat membantu perusahaan mengelola risiko, meningkatkan transparansi, serta memperkuat kepercayaan investor dan pemangku kepentingan lainnya (Garcia et al., 2017). Dalam konteks ini, perusahaan tidak lagi dinilai semata-mata berdasarkan kemampuan menghasilkan keuntungan ekonomi, tetapi juga berdasarkan kemampuannya dalam memenuhi ekspektasi sosial dan kelembagaan yang terus berkembang.

Secara teoretis, implementasi ESG dipandang mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan melalui peningkatan efisiensi operasional, pengelolaan risiko, serta penguatan hubungan dengan pemangku kepentingan (Aydoğmuş et al., 2022; Candio, 2024). Perusahaan dengan praktik ESG yang baik cenderung memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengurangi risiko reputasi, risiko litigasi, serta ketidakpastian operasional sehingga dapat mendukung stabilitas profitabilitas perusahaan (Cornell dan Damodaran, 2020). Selain itu, implementasi ESG juga dipandang mampu meningkatkan kepercayaan investor dan kredibilitas perusahaan di mata pasar (Garcia et al., 2017). Dengan demikian, secara konseptual ESG seharusnya berkontribusi positif terhadap kinerja perusahaan, khususnya kinerja keuangan.

Namun demikian, implementasi ESG tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja keuangan secara langsung. Penerapan ESG sering kali memerlukan biaya yang besar, seperti investasi teknologi ramah lingkungan, peningkatan sistem kepatuhan, transparansi pelaporan, dan pengelolaan sosial perusahaan. Pada banyak perusahaan, khususnya di kawasan ASEAN, manfaat ESG cenderung bersifat jangka panjang, sedangkan biaya implementasi muncul dalam jangka pendek. Kondisi tersebut menyebabkan ESG dalam beberapa kasus justru menekan profitabilitas perusahaan atau menghasilkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. McWilliams dan Siegel (2000) serta Cornell dan Damodaran (2020) menjelaskan bahwa implementasi ESG dapat menimbulkan *trade-off* antara tujuan keberlanjutan dan profitabilitas jangka pendek perusahaan. Selain itu, Candio (2024) dan Rojo-Suárez dan Alonso-Conde (2023) menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan bersifat heterogen dan dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan maupun lingkungan tempat perusahaan beroperasi.

Selain mempengaruhi kinerja keuangan internal, implementasi ESG juga dipandang mampu meningkatkan penilaian pasar terhadap perusahaan. ESG dipersepsikan sebagai sinyal mengenai transparansi, keberlanjutan, dan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang (Garcia et al., 2017; Zhang et al., 2024). Perusahaan dengan implementasi ESG yang baik cenderung memperoleh tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi karena dipandang memiliki risiko non finansial yang lebih rendah dan prospek usaha yang lebih stabil (Wong et al., 2021). Oleh karena itu, pasar secara teoretis cenderung memberikan valuasi yang lebih tinggi terhadap perusahaan dengan praktik ESG yang kuat.

Meskipun demikian, respon pasar terhadap implementasi ESG masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, khususnya di kawasan ASEAN. Tingkat transparansi dan kualitas pelaporan keberlanjutan antar perusahaan maupun antar negara masih berbeda secara signifikan. Dalam beberapa kasus, investor belum sepenuhnya merespon ESG sebagai sinyal positif karena kualitas pengungkapan ESG dinilai belum konsisten, kurang terstandarisasi, serta belum sepenuhnya didukung oleh *assurance* independen. Kondisi tersebut menyebabkan informasi

ESG belum sepenuhnya dipersepsikan kredibel oleh pasar, sehingga pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan menjadi lemah atau tidak signifikan. Bahkan dalam beberapa kondisi, pasar justru memandang implementasi ESG sebagai tambahan biaya dan sumber ketidakpastian yang dapat mempengaruhi arus kas perusahaan dalam jangka pendek.

Ketidakkonsistenan pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa efektivitas implementasi ESG sangat dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan lingkungan tempat perusahaan beroperasi. Naeem et al. (2022) menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan berbeda secara signifikan antara industri yang sensitif terhadap lingkungan dan industri lainnya. Pada *environmentally sensitive industries*, implementasi ESG cenderung lebih kompleks karena perusahaan menghadapi risiko lingkungan yang lebih tinggi, tekanan regulasi yang lebih kuat, serta tuntutan sosial yang lebih besar dibanding sektor lainnya. Kondisi tersebut menyebabkan implementasi ESG pada beberapa perusahaan justru dapat meningkatkan eksposur biaya dan risiko sehingga berdampak negatif atau tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa ESG tidak hanya berkaitan dengan penciptaan nilai ekonomi, tetapi juga berfungsi sebagai mekanisme pengelolaan risiko dan penyesuaian perusahaan terhadap tekanan lingkungan eksternal. Oleh karena itu, hubungan ESG dan kinerja perusahaan menjadi lebih relevan untuk dianalisis pada *environmentally sensitive industries*, yaitu sektor yang aktivitas operasionalnya memiliki dampak langsung terhadap lingkungan hidup (Fu et al., 2024). Perusahaan dalam sektor energi, *basic materials*, konstruksi, kimia, dan kertas umumnya menghadapi tingkat eksposur lingkungan yang lebih tinggi sehingga implementasi ESG menjadi isu yang lebih strategis dibandingkan sektor lainnya (Garcia et al., 2017).

Di antara berbagai *environmentally sensitive industries*, sektor energi dan *basic materials* memiliki posisi yang penting karena berkaitan erat dengan aktivitas produksi dan pembangunan ekonomi. Namun, kedua sektor tersebut juga identik dengan eksploitasi sumber daya alam, emisi, dan potensi pencemaran lingkungan yang tinggi (Behl et al., 2022). Kondisi tersebut mendorong perusahaan pada

sektor ini untuk semakin memperhatikan implementasi ESG sebagai bagian dari upaya menjaga keberlanjutan usaha dan mengurangi risiko lingkungan maupun sosial yang ditimbulkan dari aktivitas operasional perusahaan.

Dalam konteks ASEAN, implementasi ESG pada perusahaan masih menunjukkan perkembangan yang relatif awal. ASEAN-Japan Centre (2019) melaporkan bahwa kesadaran perusahaan terhadap pentingnya integrasi ESG baru mulai berkembang pada periode 2017–2018. Dari 145 perusahaan yang disurvei, hanya 29 persen perusahaan yang dikategorikan telah mengintegrasikan ESG ke dalam strategi bisnis dan pelaporan keberlanjutan perusahaan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa implementasi ESG di kawasan ASEAN masih berkembang dan berpotensi menghasilkan respon pasar maupun dampak kinerja yang berbeda dibandingkan negara dengan sistem ESG yang lebih matang.

Perkembangan implementasi ESG di kawasan ASEAN juga masih menghadapi tantangan dalam aspek transparansi dan kualitas pelaporan keberlanjutan perusahaan. Regulasi terkait laporan keberlanjutan di beberapa negara ASEAN belum sepenuhnya mengatur standar pengungkapan ESG secara terintegrasi maupun mewajibkan adanya verifikasi oleh pihak independen. Kondisi tersebut menyebabkan kualitas dan konsistensi informasi ESG antar perusahaan maupun antar negara masih menunjukkan perbedaan yang cukup signifikan.

ASEAN CSR Network (ACN) melaporkan lewat studi yang dilakukan pada tahun 2020 berjudul ‘*Corporate Sustainability Reporting in ASEAN Countries*’ memberikan skor terhadap isi laporan keberlanjutan di tiap negara ASEAN sesuai dengan tabel di bawah ini:

Tabel 1.1 Skor terhadap Laporan Keberlanjutan (skala 100)

	<i>Performance Data</i>	<i>Targets</i>	<i>Reporting Framework</i>	<i>Assurance</i>
Indonesia	19,8%	25,0%	35,2%	13,9%
Malaysia	44,0%	33,5%	62,0%	14,0%
Filipina	23,2%	20,0%	54,6%	10,8%
Thailand	28,2%	26,5%	40,6%	20,1%

Sumber: *Corporate Sustainability Reporting in ASEAN, ACN (2020)*

Performance Data mengukur sejauh mana perusahaan menyajikan informasi keberlanjutan secara kuantitatif dan terukur pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Informasi yang dinilai meliputi indikator seperti emisi karbon, konsumsi energi, penggunaan air, maupun tingkat kecelakaan kerja. Berdasarkan Tabel 1.1, skor *Performance Data* di negara ASEAN masih relatif rendah, dengan Indonesia memperoleh skor 19,8 persen, Filipina 23,2 persen, Thailand 28,2 persen, dan Malaysia 44,0 persen. Kondisi ini menunjukkan bahwa pelaporan keberlanjutan di kawasan ASEAN masih didominasi oleh informasi yang bersifat deskriptif dan belum sepenuhnya didukung oleh data kuantitatif yang memadai untuk mengevaluasi kinerja keberlanjutan perusahaan secara objektif.

Targets mengukur sejauh mana perusahaan menetapkan sasaran keberlanjutan yang jelas, spesifik, dan dapat diukur. Target tersebut dapat berupa komitmen pengurangan emisi, efisiensi energi, atau indikator keberlanjutan lainnya yang disertai dengan batas waktu pencapaian. Hasil penilaian menunjukkan bahwa skor *Targets* masih tergolong rendah di seluruh negara sampel, yaitu berkisar antara 20,0 persen hingga 33,5 persen. Temuan ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan di kawasan ASEAN belum secara konsisten menetapkan target keberlanjutan yang terukur maupun melaporkan capaian terhadap target yang telah ditetapkan.

Reporting Framework mengukur sejauh mana perusahaan menyusun laporan keberlanjutan berdasarkan standar pelaporan yang diakui secara internasional, seperti *Global Reporting Initiative (GRI)* atau *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*. Malaysia memperoleh skor tertinggi sebesar 62,0 persen, diikuti Filipina sebesar 54,6 persen, Thailand sebesar 40,6 persen, dan Indonesia sebesar 35,2 persen. Meskipun beberapa perusahaan telah mengadopsi kerangka pelaporan yang lebih terstruktur, hasil tersebut menunjukkan bahwa penggunaan standar pelaporan internasional di kawasan ASEAN masih belum merata sehingga kualitas dan daya banding informasi keberlanjutan antar perusahaan masih bervariasi.

Assurance mengukur sejauh mana laporan keberlanjutan telah memperoleh verifikasi atau penjaminan dari pihak independen untuk meningkatkan kredibilitas

dan keandalan informasi yang disajikan. Berdasarkan Tabel 1.1, seluruh negara menunjukkan skor *Assurance* yang relatif rendah, yaitu antara 10,8 persen hingga 20,1 persen. Kondisi ini mengindikasikan bahwa praktik verifikasi eksternal atas laporan keberlanjutan masih terbatas, sehingga tingkat kepercayaan terhadap informasi ESG yang disampaikan perusahaan berpotensi belum optimal.

Secara umum, hasil tersebut menunjukkan bahwa kualitas pelaporan keberlanjutan di kawasan ASEAN masih menghadapi berbagai keterbatasan, baik dari aspek ketersediaan data kuantitatif, penetapan target yang terukur, penggunaan standar pelaporan internasional, maupun verifikasi independen. Kondisi ini berpotensi menurunkan kredibilitas informasi ESG yang diterima investor dan pemangku kepentingan, sehingga implementasi ESG belum sepenuhnya dipersepsikan sebagai indikator yang kuat mengenai prospek dan keberlanjutan perusahaan.

Perbedaan kualitas pelaporan keberlanjutan antar negara ASEAN menunjukkan bahwa efektivitas implementasi ESG tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristik internal perusahaan, tetapi juga oleh lingkungan kelembagaan tempat perusahaan beroperasi. Tingkat kualitas regulasi, transparansi, penegakan hukum, serta efektivitas tata kelola pemerintahan dapat mempengaruhi kredibilitas implementasi ESG dan respon pasar terhadap informasi keberlanjutan perusahaan. Oleh karena itu, faktor kelembagaan pada level negara menjadi penting untuk dipertimbangkan dalam menganalisis hubungan ESG dan kinerja perusahaan.

Untuk menangkap variasi kualitas kelembagaan antar negara tersebut, penelitian ini menggunakan *Worldwide Governance Indicators* (WGI) yang dikembangkan oleh World Bank sebagai representasi kualitas tata kelola pemerintahan pada tingkat negara. WGI secara luas digunakan dalam literatur untuk menggambarkan efektivitas regulasi, transparansi, akuntabilitas publik, serta penegakan hukum yang dapat mempengaruhi perilaku perusahaan dan respon pasar terhadap praktik keberlanjutan (Luo et al., 2024; Natto dan Mokoaleli-Mokoteli, 2025).

Dalam konteks ASEAN, Atan et al. (2018) menemukan di Malaysia, penerapan ESG belum memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan, yang mengindikasikan peran regulasi dan tata kelola masih lemah mendorong

efektivitas praktik keberlanjutan. Sebaliknya, Wong et al. (2021) menunjukkan peningkatan transparansi ESG di pasar Malaysia dan Singapura dapat menurunkan biaya modal perusahaan. Gracia dan Siregar (2021) juga menemukan bahwa praktik bisnis berkelanjutan di kawasan ASEAN-5 berkontribusi pada penurunan biaya utang dan peningkatan efisiensi keuangan. Berdasarkan temuan-temuan tersebut, penelitian ini menggunakan WGI sebagai variabel moderasi untuk menjelaskan sejauh mana perbedaan kelembagaan negara di ASEAN dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh praktik ESG dan kinerja perusahaan. Kebaharuan penelitian ini adalah mengintegrasikan faktor kelembagaan lintas negara dalam memoderasi pengaruh praktik ESG terhadap kinerja perusahaan. Pendekatan ini masih jarang dilakukan, khususnya dalam konteks negara di ASEAN yang memiliki sistem tata kelola dan regulasi yang beragam. Penelitian sebelumnya lebih banyak terfokus pada negara maju dengan struktur kelembagaan yang kuat, seperti Becchetti dan Ciciretti (2009) di Amerika Serikat dan Ramírez-Orellana et al. (2023) di Eropa, yang menemukan hasil berbeda terkait dampak ESG terhadap nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian global masih menunjukkan ketidakkonsistenan, seperti Chen et al. (2023) melaporkan pengaruh positif antara ESG dan kinerja keuangan, sedangkan Seifert et al. (2003) menemukan pengaruh negatif antara kegiatan sosial perusahaan dan profitabilitas. Bahkan di negara ASEAN, penelitian Atan et al. (2018) di Malaysia dan Suttipun dan Yordudom (2022) di Thailand, menunjukkan hasil yang bertentangan, yang memperlihatkan bahwa efektivitas ESG bergantung pada kekuatan tata kelola dan regulasi nasional.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini berupaya menjawab kesenjangan empiris dan teoretis mengenai hubungan ESG dan kinerja perusahaan dengan mempertimbangkan kualitas tata kelola pemerintahan sebagai faktor moderasi. Dalam penelitian ini, *stakeholder theory* digunakan untuk menjelaskan pentingnya pemenuhan ekspektasi pemangku kepentingan dalam menciptakan nilai perusahaan, sedangkan *institutional theory* digunakan untuk menjelaskan bagaimana tekanan regulatif dan lingkungan kelembagaan mempengaruhi efektivitas implementasi ESG perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya menganalisis pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan, tetapi juga

mengevaluasi bagaimana kualitas tata kelola negara dapat memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut.

Oleh karena itu, maka penulis akan melakukan penelitian dengan judul:

‘Pengaruh ESG terhadap Kinerja Perusahaan di ASEAN dengan Kualitas Tata Kelola Pemerintahan sebagai Pemoderasi’.

1.2. Rumusan Masalah

Praktik ESG semakin diintegrasikan dalam strategi perusahaan, tetapi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan terutama di sektor *environmentally sensitive industries* seperti energi dan *basic materials* masih memicu perdebatan, baik secara empiris maupun teoritis. Di negara ASEAN, keragaman kematangan pelaporan keberlanjutan, kerangka regulasi dan kapasitas kelembagaan membentuk kekhasan yang belum banyak diteliti. Ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai ESG dan kinerja keuangan, serta peran moderasi dari lingkungan regulasi nasional, menegaskan kebutuhan akan penelitian yang lebih kontekstual dan komparatif lintas negara. Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, berikut adalah rumusan masalah dari penelitian ini:

1. Apakah ESG berpengaruh terhadap kinerja keuangan?
2. Apakah ESG berpengaruh terhadap kinerja pasar?
3. Apakah WGI memoderasi pengaruh ESG dengan kinerja keuangan?
4. Apakah WGI memoderasi pengaruh ESG dengan kinerja pasar?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji pengaruh secara empiris ESG terhadap kinerja keuangan.
2. Untuk menguji pengaruh secara empiris ESG terhadap kinerja pasar.

3. Untuk menguji pengaruh moderasi secara empiris *Worldwide Governance Indicators* (WGI) antara ESG dengan kinerja keuangan.
4. Untuk menguji pengaruh moderasi secara empiris *Worldwide Governance Indicators* (WGI) antara ESG dengan kinerja pasar.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dijelaskan, maka berikut adalah manfaat dalam penelitian ini:

1. Manfaat Teoretis

Penelitian ini memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu akuntansi dan manajemen keuangan, khususnya dalam hubungan antara praktik ESG dan kinerja perusahaan di negara ASEAN. Hasil penelitian memperkaya pemahaman teoretis tentang bagaimana ESG mempengaruhi nilai dan kinerja perusahaan dalam lingkungan kelembagaan beragam. Melalui pengujian dua teori yang digunakan, yaitu *stakeholder theory* dan *institutional theory*, penelitian ini memperjelas efektivitas praktik ESG tidak hanya bergantung pada faktor internal perusahaan, tetapi juga pada faktor eksternal seperti kekuatan regulasi dan tata kelola nasional. Dengan demikian, penelitian ini memperluas literatur yang sebelumnya banyak fokus di negara maju dan memberikan dasar konseptual baru mengenai peran WGI sebagai mekanisme kelembagaan eksternal yang dapat memoderasi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan.

2. Manfaat Empiris

Penelitian ini memberikan bukti empiris baru terkait pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan pada sektor energi dan *basic materials* di negara ASEAN. Hasil penelitian ini diharapkan dapat melengkapi kesenjangan penelitian sebelumnya, yang sebagian besar dilakukan di negara maju dan menunjukkan hasil tidak konsisten. Dengan menambahkan variabel moderasi WGI, penelitian ini memberikan pendekatan yang lebih menyeluruh dalam memahami perbedaan kualitas tata kelola negara memperkuat atau memperlemah efektivitas penerapan ESG. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi penelitian

selanjutnya dalam melakukan studi lintas negara serta memperkuat bukti bahwa praktik keberlanjutan yang baik dapat meningkatkan nilai ekonomi dan legitimasi sosial terutama di sektor yang memiliki risiko lingkungan tinggi seperti energi dan *basic materials*.

3. Manfaat Praktis

Dari sisi praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak, seperti sebagai berikut:

- a. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini dapat menjadi pedoman dalam merancang strategi bisnis yang lebih berkelanjutan dengan mempertimbangkan pengaruh faktor kelembagaan dan regulasi nasional terhadap efektivitas penerapan ESG.
- b. Bagi pemerintah dan regulator, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan evaluasi untuk memperkuat kebijakan dan sistem tata kelola yang mendukung pelaporan keberlanjutan, meningkatkan transparansi perusahaan dan mempercepat transisi menuju ekonomi hijau sesuai target *Net Zero Emission* tahun 2050.
- c. Bagi investor dan pemegang saham, hasil penelitian ini dapat memberikan wawasan tentang kinerja ESG yang baik bukan sekedar bentuk tanggung jawab sosial, tetapi juga merupakan hal positif bagi pasar yang dapat meningkatkan kepercayaan dan mengurangi risiko investasi.
- d. Bagi akademisi, hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur tentang ESG di negara ASEAN dan memberikan perspektif perbandingan antar negara ASEAN, sekaligus mendorong penelitian selanjutnya yang dapat mengintegrasikan aspek keberlanjutan dengan dinamika tata kelola nasional.

BAB II.

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Sejarah ESG berawal dari Sheldon (1923), yang mengemukakan ide bahwa perusahaan tidak boleh hanya berfokus pada keuntungan semata, tetapi juga harus turut andil dalam mempertanggungjawabkan jalannya bisnis secara moral. Karena masyarakat juga mengharapkan perusahaan dapat menjalankan tanggungjawabnya secara hukum, finansial, dan lingkungan. Dan pemenuhan atas harapan tersebut tidak akan tercapai hanya dengan mempertimbangkan kepentingan ekonomi semata (Carroll, 1979).

Penelitian ini menggunakan dua teori utama, yaitu (1) teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) dan (2) teori institusional (*institutional theory*). Kedua teori tersebut digunakan untuk menjelaskan pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi di negara ASEAN, yang diukur melalui kinerja pasar dan kinerja keuangan.

2.1.1 Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*)

Gagasan awal mengenai pentingnya mempertimbangkan kepentingan pihak di luar pemegang saham diperkenalkan oleh *Stanford Institute for Ethical Conduct* tahun 1963. Lembaga ini menjelaskan bahwa pemangku kepentingan merupakan sekelompok pihak yang tanpa dukungan mereka, perusahaan tidak akan beroperasi secara berkelanjutan. Konsep ini kemudian dikembangkan dengan sistematis oleh Edward R. Freeman melalui bukunya berjudul *Strategic Management: A Stakeholder Approach* tahun 1984. Freeman (1984) menyatakan bahwa keberhasilan organisasi tidak hanya ditentukan oleh pemegang saham,

tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan seperti karyawan, pemasok, konsumen, masyarakat dan pemerintah. Menurut Freeman (1984) perusahaan yang memperhatikan kepentingan pemangku akan lebih mampu mempertahankan keberlangsungan jangka panjang dan memperoleh legitimasi sosial.

Dalam konteks kekinian, prinsip yang dikemukakan Freeman (1984) dapat diterapkan melalui praktik ESG. ESG menjadi cerminan nyata dari bagaimana perusahaan menyeimbangkan kepentingan pemangku melalui pengelolaan dampak lingkungan, tanggung jawab sosial dan tata kelola yang transparan. Eccles et al. (2015) menjelaskan perhatian terhadap kepentingan pemangku memperkuat proses pengambilan keputusan dan meningkatkan transparansi perusahaan. Ini sejalan dengan penelitian Krueger et al. (2024) menunjukkan investor menilai kinerja ESG sebagai indikator tanggung jawab perusahaan terhadap masyarakat dan lingkungan, sehingga perusahaan yang memiliki skor ESG lebih tinggi akan lebih dipercaya dan lebih mudah mendapatkan investasi. Penelitian tersebut memperkuat pandangan bahwa manajemen pemangku kepentingan yang baik akan menciptakan nilai jangka panjang dengan menurunkan risiko reputasi dan volatilitas pasar.

Selain itu, perusahaan yang fokus pada dimensi sosial dan lingkungan dari ESG cenderung memiliki loyalitas pemangku kepentingan yang lebih tinggi. Luo et al. (2024) menunjukkan tata kelola yang efektif dalam mengelola aspek sosial dan lingkungan mampu memperkuat hubungan antara kinerja ESG dan kinerja keuangan dikarenakan meningkatnya kepercayaan publik dan stabilitas perusahaan. *Stakeholder theory* menjadi dasar yang menjelaskan bahwa keberhasilan ESG tidak hanya bergantung pada kebijakan internal, tetapi juga pada bagaimana perusahaan mengelola hubungan dengan seluruh pihak yang memiliki kepentingan terhadap keberlanjutan perusahaan.

2.1.2 Teori Institusional (*Institutional Theory*)

Institutional theory memberikan perspektif yang saling melengkapi dalam memahami praktik keberlanjutan. Teori ini merupakan pemikiran Meyer et al. (1977) dan kemudian diperluas oleh DiMaggio dan Powell (1983) yang menegaskan bahwa tindakan organisasi tidak hanya didorong oleh efisiensi ekonomi, tetapi juga oleh kebutuhan untuk memperoleh legitimasi melalui kesesuaian norma, nilai dan regulasi yang berlaku. Cowen et al. (1987) menjelaskan bahwa organisasi beroperasi di bawah tekanan institusional yang dapat bersifat formal seperti regulasi pemerintah dan kebijakan tata kelola, maupun informal seperti norma sosial dan ekspektasi masyarakat.

Dalam konteks ESG, teori ini menjelaskan bahwa perusahaan sering kali menyesuaikan perilakunya terhadap tekanan kelembagaan agar memperoleh pengakuan dan kredibilitas dari lingkungan eksternal. Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025) menemukan bahwa tata kelola eksternal tingkat negara berperan besar dalam menjaga transparansi dan akuntabilitas perusahaan, terutama di pasar berkembang seperti ASEAN. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa efektivitas praktik ESG tidak hanya bergantung pada keputusan internal, tetapi juga dipengaruhi oleh kekuatan regulasi dan penegakan hukum. Luo et al. (2024) mendukung pendapat ini dengan menunjukkan hubungan positif antara kinerja ESG dan kinerja keuangan akan lebih kuat di negara dengan tata kelola yang efektif dan pengendalian korupsi yang baik.

Selanjutnya, Gracia dan Siregar (2021) menegaskan bahwa tekanan regulasi dan norma kelembagaan di ASEAN mendorong perusahaan lebih transparan dalam pelaporan keberlanjutan. Namun, karena tingkat efektivitas regulasi di ASEAN masih bervariasi, hasil penerapan ESG juga menunjukkan perbedaan. Berdasarkan hal tersebut, *institutional theory* memberikan dasar konseptual bagi penelitian ini dalam menjelaskan bahwa variasi dalam kualitas institusi, yang direpresentasikan oleh *Worldwide Governance Indicators* (WGI) dapat memoderasi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Karena, semakin tinggi kualitas tata kelola dan stabilitas politik suatu negara, seharusnya memberi peluang lebih besar bagi perusahaan untuk mengimplementasikan praktik ESG secara efektif dan optimal.

2.2 Kinerja Perusahaan

Reverte et al. (2016) mendefinisikan kinerja perusahaan sebagai hasil keseluruhan dari penerapan praktik tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) terhadap efektivitas perusahaan, dalam hal ini mencakup aspek reputasi, hubungan dengan *stakeholders* serta kemampuan perusahaan untuk beradaptasi terhadap perubahan lingkungan bisnis. Oleh karena itu, kinerja perusahaan tidak hanya diukur melalui pencapaian keuangan, tetapi juga melalui sejauh mana perusahaan berhasil memenuhi tujuan sosial dan lingkungan di skala yang lebih luas.

Sejalan dengan pandangan tersebut, Wang dan Sarkis (2013) menjelaskan bahwa kinerja perusahaan adalah konsep multidimensional yang mencakup berbagai hasil dari strategi dan tata kelola perusahaan, termasuk didalamnya adalah inovasi, efisiensi operasional, serta pengelolaan sumber daya yang berkelanjutan.

Sementara itu, Turban dan Greening (1996) menambahkan bahwa kinerja perusahaan dapat tercermin melalui sejauh mana perusahaan mampu menarik karyawan, investor, dan konsumen melalui perilaku sosial dan etika yang baik. Artinya, kinerja perusahaan mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai yang tidak hanya bersifat ekonomi tetapi juga sosial dan reputasional.

2.2.1 Kinerja Keuangan

Menurut Dasilas dan Karanović (2025) kinerja keuangan perusahaan adalah ukuran hasil ekonomi yang berasal dari aktivitas operasional perusahaan yang menggambarkan sejauh mana perusahaan mampu menggunakan sumber daya yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan dan menjaga efisiensi keuangan dalam jangka waktu tertentu. Sehingga kinerja keuangan digunakan untuk menilai *output* finansial nyata dari strategi yang digunakan perusahaan termasuk didalamnya adalah praktik ESG.

Margolis dan Walsh (2003) mendefinisikan kinerja keuangan sebagai hasil ekonomi yang diukur melalui indikator keuangan seperti keuntungan bersih, *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), atau *Return on Investment* (ROI), yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi bagi *shareholders*.

Sementara itu, Waddock dan Graves (1997) menjelaskan bahwa kinerja keuangan merupakan tingkat efisiensi dan profitabilitas yang diperoleh dari operasi bisnis perusahaan, sering diukur dengan menggunakan rasio akuntansi seperti ROA dan ROE sebagai indikator dari efektivitas manajerial.

Candio (2024) menggunakan pengukuran ROE dan *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Sementara Dasilas dan Karanović (2025), Reverte et al. (2016), Xie et al. (2019), Sandberg et al. (2022) dan Wang dan Sarkis (2013) menggunakan pengukuran ROA, *Net Profit Margin* (NPM), Tobin's Q, *Return on Sales* (ROS), dan *Earnings per Share* (EPS) untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan.

2.2.2 Kinerja Pasar

Menurut Dasilas dan Karanović (2025), kinerja pasar perusahaan adalah indikator yang menunjukkan bagaimana pasar menilai nilai ekonomi dan prospek di masa depan dari sebuah perusahaan berdasarkan persepsi investor terhadap kinerja, risiko, dan tata kelola perusahaan. Kinerja pasar tidak hanya mencerminkan hasil keuangan publik, tetapi juga persepsi dan ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai di masa yang akan datang.

Pandangan ini sejalan dengan Reverte et al. (2016) yang menyatakan bahwa kinerja pasar perusahaan mencerminkan reaksi pasar terhadap perilaku dan kebijakan yang dibuat perusahaan, termasuk di dalamnya adalah tanggung jawab sosial dan tata kelola. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja pasar tidak hanya mencerminkan keuntungan saat ini saja tetapi juga harapan investor terhadap keberlanjutan dan reputasi perusahaan.

McWilliams dan Siegel (2000) mengartikan kinerja pasar perusahaan sebagai hasil dari penilaian pasar saham terhadap kemampuan perusahaan menciptakan nilai jangka panjang, sehingga bukan hanya kinerja akuntansi jangka pendek. Sejalan dengan hal ini, Orlitzky et al. (2003) membedakan antara *accounting-based performance* dengan *market-based performance*, dimana yang terakhir merupakan cerminan dari ekspektasi investor terhadap profitabilitas di masa depan dan merupakan bentuk kepercayaan pasar terhadap manajemen perusahaan.

Sementara Waddock dan Graves (1997) menekankan bahwa kinerja pasar perusahaan merupakan ukuran eksternal terhadap keberhasilan perusahaan yang berasal dari kepercayaan investor terhadap kompetensi manajerial dan merupakan bentuk legitimasi perusahaan.

Alexander dan Buchholz (1978) dan Anderson dan Frankle (1980) menggunakan *Cumulative Abnormal Return (CAR)* sebagai salah satu cara mengukur kinerja pasar perusahaan. CAR dapat mengukur total akumulasi *abnormal return* selama periode tertentu di sekitar suatu peristiwa seperti *merger*, sehingga CAR banyak digunakan dalam penelitian *event study* untuk menilai dampak pasar terhadap informasi tertentu yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Alareeni dan Hamdan (2020) dan Albitar dan Gerged (2020) menggunakan *Market Value Added (MVA)* untuk menghitung selisih antara nilai pasar perusahaan dan modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham serta kreditur. Semakin besar nilai MVA maka semakin besar nilai yang diciptakan oleh perusahaan bagi investornya.

Becchetti dan Ciciretti (2009) menggunakan *Earnings per Share (EPS)* untuk mengukur kinerja pasar perusahaan. Walaupun EPS sering digunakan juga sebagai pengukuran kinerja keuangan dalam konteks penelitian pasar, EPS dapat dijabarkan sebagai sinyal nilai pasar, karena perubahan pada EPS sering kali mempengaruhi persepsi investor dan harga saham.

Sementara Andersson et al. (2022) dan Sahut dan Pasquini-Descomps (2015) menggunakan ukuran *Market Excess Return (MER)* yang merupakan selisih antara *return* saham perusahaan dengan *return* indeks pasar. Dalam hal ini, MER

menilai seberapa baik saham perusahaan dapat mengungguli pasar secara keseluruhan.

2.3 *Environmental, Social, and Governance (ESG)*

Konsep ESG tidak dapat dilepaskan dari perkembangan gagasan pembangunan berkelanjutan yang diperkenalkan melalui *Brundtland Report* tahun 1987 oleh *UN World Commission on Environment and Development*. Laporan ini mendefinisikan pembangunan berkelanjutan sebagai upaya memenuhi kebutuhan generasi saat ini tanpa mengorbankan kemampuan generasi mendatang dalam memenuhi kebutuhannya. Dalam perkembangannya, konsep tersebut menjadi dasar perumusan *Millenium Development Goals (MDGs)* dan kemudian *Sustainable Development Goals (SDGs)*.

Pencapaian tujuan pembangunan berkelanjutan menempatkan sektor bisnis sebagai pemain penting, mengingat aktivitas perusahaan memiliki dampak langsung terhadap aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan. Kondisi ini mendorong berkembangnya konsep *Triple Bottom Line (TBL)* yang menekankan keseimbangan antara *people, planet, dan profit*, dimana perusahaan tidak lagi dinilai semata dari kinerja keuangan, tetapi juga dari dampak sosial dan lingkungan yang dihasilkan.

Istilah ESG diperkenalkan secara formal melalui laporan *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World* yang diprakarsai oleh *UN Global Compact*. Konsep ini mendorong integrasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam pengambilan keputusan investasi dan strategi bisnis. Sejalan dengan itu, keuangan berkelanjutan dipahami sebagai praktik pengelolaan sumber daya keuangan perusahaan yang menyelaraskan tujuan ekonomi dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Menurut Bursa Efek Indonesia, ESG merupakan kerangka yang mencakup aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai dasar dalam menilai keberlanjutan serta etika perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi. Dalam perkembangannya, ESG tidak hanya dipahami sebagai aktivitas pelaporan, tetapi

juga sebagai representasi menyeluruh atas bagaimana perusahaan mengelola dampak operasional, risiko non finansial, serta tanggung jawab terhadap pemangku kepentingan. Dengan demikian, ESG mencerminkan kualitas praktik keberlanjutan perusahaan secara lebih komprehensif, tidak terbatas pada informasi yang diungkapkan, tetapi juga mencakup implementasi dan kinerja aktual perusahaan.

Dalam perspektif *stakeholder theory* dan *institusional theory*, penerapan ESG dipandang sebagai mekanisme untuk membangun kepercayaan, memperoleh legitimasi, serta menyesuaikan diri terhadap tekanan regulatif dan normatif dari lingkungan eksternal. Praktik keberlanjutan yang dilakukan perusahaan menjadi sinyal bagi pemangku kepentingan mengenai komitmen jangka panjang perusahaan terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola, sehingga berpotensi mempengaruhi persepsi dan keputusan ekonomi para investor (Dasilas dan Karanović, 2025; Maji dan Lohia, 2023; Bătae et al., 2021).

Meskipun demikian, pendekatan pelaporan keberlanjutan tradisional seringkali hanya memisahkan informasi ESG dari laporan keuangan tanpa menjelaskan keterkaitan antar risiko, strategi, dan penciptaan nilai perusahaan secara terintegrasi. Selain itu, praktik pelaporan yang bersifat sukarela menghadapi keterbatasan dalam hal standar dan keterbandingan antar perusahaan, sementara kebijakan pelaporan wajib yang ditetapkan oleh regulator juga masih menunjukkan variasi implementasi antar negara. Kondisi ini menyebabkan informasi ESG yang tersedia tidak selalu mencerminkan kualitas praktik keberlanjutan secara utuh.

Pertimbangan ESG menjadi semakin relevan dalam keuangan perusahaan dikarenakan investor berupaya menilai keberlanjutan perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh NASDAQ pada tahun 2019, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan skor ESG atau kepemimpinan keberlanjutan yang tinggi cenderung menunjukkan risiko yang lebih rendah dan pengembalian yang lebih tinggi karena volatilitas berkurang. Hal ini menjadikan ESG sebagai indikator penting keberlanjutan jangka panjang perusahaan.

Untuk memperoleh ukuran ESG yang lebih objektif dan terstandarisasi, berbagai lembaga pemeringkat menyediakan penilaian kinerja ESG perusahaan dalam bentuk skor komposit. Salah satu sumber data yang banyak digunakan dalam penelitian empiris adalah LSEG *Refinitiv Eikon*, yang mengembangkan sistem penilaian ESG berbasis pengolahan data publik dan laporan perusahaan secara sistematis. Dalam kerangka ini, ESG dikategorikan dalam tiga dimensi utama, yaitu *environmental*, *social*, dan *governance*, yang selanjutnya diuraikan ke dalam sepuluh kategori penilaian. Pendekatan ini memungkinkan pengukuran ESG tidak hanya berdasarkan tingkat pelaporan, tetapi juga mencerminkan kualitas dan konsistensi kinerja keberlanjutan perusahaan secara lebih komprehensif, sebagaimana dijelaskan pada Tabel 2.1 Definisi Nilai Kategori ESG LSEG *Refinitiv Eikon* di bawah ini:

Tabel 2.1 Definisi Nilai Kategori ESG LSEG *Refinitiv Eikon*

Komponen	Kategori	Definisi
<i>Environment</i>	<i>Resource Use</i>	Skor penggunaan sumber daya mencerminkan kinerja dan kapasitas perusahaan untuk mengurangi penggunaan bahan, energi, atau air, dan untuk menemukan solusi yang lebih efisien dengan meningkatkan manajemen rantai pasokan
	<i>Emission</i>	Skor pengurangan emisi mengukur komitmen dan efektivitas perusahaan terhadap pengurangan emisi lingkungan dalam proses produksi dan operasionalnya
	<i>Innovation</i>	Skor inovasi mencerminkan kapasitas perusahaan untuk mengurangi biaya dan beban lingkungan bagi pelanggannya, sehingga menciptakan peluang baru melalui teknologi dan proses baru, atau produk yang dirancang ramah lingkungan
<i>Social</i>	<i>Workforce</i>	Skor tenaga kerja mengukur efektivitas perusahaan dalam hal memberikan kepuasan kerja, tempat kerja yang sehat dan aman, menjaga keragaman dan kesempatan yang sama, dan peluang pengembangan bagi tenaga kerjanya
	<i>Human Right</i>	Skor HAM mengukur efektivitas perusahaan dalam hal menghormati konvensi HAM yang fundamental
	<i>Community</i>	Skor komunitas mengukur komitmen perusahaan untuk menjadi warga negara yang baik, melindungi kesehatan masyarakat, dan menghormati etika bisnis

Komponen	Kategori	Definisi
	<i>Product Responsibility</i>	Skor tanggung jawab produk mencerminkan kapasitas perusahaan untuk menghasilkan barang dan layanan berkualitas, mengintegrasikan kesehatan dan keselamatan pelanggan, integritas, dan privasi data
<i>Governance</i>	<i>Management</i>	Skor manajemen mengukur komitmen dan efektivitas perusahaan dalam mengikuti praktik terbaik prinsip-prinsip tata kelola perusahaan
	<i>Shareholder</i>	Skor pemegang saham mengukur efektivitas perusahaan terhadap perlakuan yang sama terhadap pemegang saham dan penggunaan perangkat anti pengambilalihan
	<i>CSR Strategy</i>	Skor strategi CSR mencerminkan praktik perusahaan untuk mengkomunikasikan integrasi dimensi ekonomi (keuangan), sosial, dan lingkungan kedalam proses pengambilan keputusan operasional.

Sumber: LSEG Refinitiv Eikon (2025)

2.4 *Worldwide Governance Indicators (WGI)*

World Bank merupakan lembaga keuangan internasional yang berperan dalam mendorong pembangunan ekonomi global, pengurangan kemiskinan, serta penguatan tata kelola pemerintahan di berbagai negara. Salah satu instrumen yang dikembangkan untuk mengukur kualitas kelembagaan adalah *Worldwide Governance Indicators (WGI)*, yang disusun oleh Daniel Kaufmann, Aart Kraay dan Massimo Mastruzzi pada tahun 1990, dan terus diperbaharui hingga saat ini. WGI digunakan secara luas dalam literatur akademik untuk merepresentasikan kualitas tata kelola publik pada tingkat negara di lebih dari 200 negara.

WGI dirancang untuk menilai bagaimana suatu negara menjalankan kekuasaan publik, merumuskan dan menerapkan kebijakan, serta menegakkan hukum. Secara konseptual, WGI terdiri dari enam dimensi tata kelola, yaitu *voice and accountability*, *political stability and absence of violence*, *government effectiveness*, *regulatory quality*, *rule of law*, dan *control of corruption*. Keenam dimensi tersebut mencerminkan aspek-aspek utama dalam sistem pemerintahan

yang berkaitan dengan partisipasi publik, stabilitas politik, kualitas birokrasi, konsistensi regulasi, kepastian hukum, serta integritas aparatur negara.

Meskipun WGI memiliki enam dimensi, penelitian ini secara khusus menggunakan dimensi *regulatory quality* sebagai representasi kualitas tata kelola tingkat negara. Dimensi ini mengukur sejauh mana pemerintah mampu merumuskan dan menerapkan kebijakan serta regulasi yang mendukung aktivitas sektor swasta secara efektif, konsisten, dan transparan. *Regulatory quality* juga mencerminkan kemampuan negara dalam menciptakan lingkungan usaha yang kondusif melalui kepastian aturan, konsistensi kebijakan, serta dukungan terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan.

Pemilihan dimensi *regulatory quality* didasarkan pada pertimbangan kontekstual kawasan ASEAN. Negara-negara di ASEAN menunjukkan variasi yang cukup signifikan dalam kualitas regulasi, konsistensi kebijakan, dan efektivitas pengawasan terhadap sektor swasta. Perbedaan ini berpotensi mempengaruhi bagaimana perusahaan merespon kebijakan publik, termasuk dalam penerapan praktik keberlanjutan dan tata kelola perusahaan. Oleh karena itu, dimensi ini dinilai paling relevan untuk merepresentasikan variasi kualitas kelembagaan antar negara di kawasan ASEAN pada penelitian ini.

Dengan demikian, penggunaan *regulatory quality* sebagai bagian dari WGI bertujuan untuk menangkap perbedaan lingkungan regulatif antar negara, khususnya dalam konteks hubungan antara kebijakan publik dan praktik perusahaan.

Data yang digunakan dalam penyusunan WGI bersumber dari lebih dari 30 lembaga independen, termasuk organisasi internasional dan lembaga survei global seperti *Transparency International*, *Freedom House*, *Economist Intelligence Unit* dan *African Development Bank*. Dengan cakupan yang luas, WGI memungkinkan analisis perbandingan yang menyeluruh antar negara dalam hal kualitas tata kelola publik dan efektivitas pemerintahan.

Penggunaan WGI sebagai pengukuran moderasi didukung oleh berbagai penelitian, Luo et al. (2024) menemukan bahwa negara dengan tata kelola yang lebih baik memperkuat hubungan positif antara kinerja ESG dan kinerja

keuangan. Dimensi *regulatory quality* dan *control of corruption* meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan dan memperbesar keuntungan dari praktik ESG di tingkat perusahaan. Almustafa et al. (2023) menggunakan WGI untuk menilai kualitas tata kelola nasional di negara MENA dan menunjukkan bahwa kualitas tata kelola yang tinggi mampu mengurangi dampak negatif krisis terhadap risiko dan kinerja perusahaan. Sementara itu, Abozeid et al. (2025) menjelaskan bahwa kualitas institusi yang tinggi berhubungan positif dengan pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan karena menciptakan lingkungan bisnis yang stabil, transparan dan efisien. Penelitian Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025) juga memperkuat temuan tersebut dengan menunjukkan bahwa tata kelola yang kuat berperan dalam meningkatkan kinerja perusahaan, baik di negara berkembang maupun negara maju.

Secara keseluruhan, WGI merupakan alat pengukuran yang menyeluruh dan diakui secara internasional untuk menilai kualitas tata kelola pemerintahan suatu negara. Keenam dimensinya mencakup berbagai aspek penting seperti partisipasi masyarakat, stabilitas politik, efektivitas birokrasi, kualitas regulasi, supremasi hukum dan pengendalian korupsi. Melalui data yang disajikan dalam skala global dan sistematis, WGI dapat menjadi acuan penting dalam penelitian kebijakan publik, pembangunan ekonomi serta analisis hubungan antara tata kelola pemerintahan dan kinerja sektor publik maupun swasta.

2.5 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan salah satu variabel kontrol yang umum digunakan dalam penelitian tentang kinerja perusahaan. Variabel ini menggambarkan kapasitas ekonomi, sumber daya serta skala operasi suatu entitas bisnis. Dalam perspektif *stakeholder theory*, perusahaan dengan ukuran besar menghadapi tekanan yang lebih tinggi dari pemangku kepentingan untuk menjaga legitimasi sosial dan menjalankan tanggung jawab lingkungan serta tata kelola yang baik. Sementara dari perspektif *institutional theory*, perusahaan besar cenderung lebih patuh terhadap regulasi dan norma kelembagaan karena

keterlibatannya lebih luas dalam sistem ekonomi dan sosial (Dasilas dan Karanović, 2025).

Ukuran perusahaan sering diasosiasikan dengan kemampuan menghasilkan laba dan menarik kepercayaan investor. Behl et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran besar menunjukkan kinerja keuangan dan kinerja pasar yang lebih baik karena memiliki efisiensi operasional yang tinggi serta reputasi yang lebih kuat di mata publik. Reverte et al. (2016) juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, karena perusahaan besar dapat memanfaatkan skala ekonomi dan kemampuan manajerial yang lebih baik. Selain itu, penelitian Wang dan Sarkis (2013) mengonfirmasi bahwa perusahaan besar memiliki kemampuan lebih besar dalam menerapkan praktik keberlanjutan karena sumber daya yang dimiliki memungkinkan investasi pada kebijakan lingkungan dan sosial.

Beberapa penelitian terdahulu menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel penelitian. Pengukuran paling umum yang digunakan adalah logaritma *natural* dari total aset karena menggambarkan besaran perusahaan dan membantu menormalkan distribusi data (Behl et al., 2022; Dasilas dan Karanović, 2025). Reverte et al. (2016) menggunakan *total sales* untuk mencerminkan kapasitas pendapatan perusahaan dalam menilai hubungan antara ESG dan kinerja keuangan. Wang dan Sarkis (2013) dan Luo et al. (2024) menambahkan bahwa ukuran perusahaan juga dapat diukur melalui *market capitalization* menunjukkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Sementara Abozeid et al. (2025) menggunakan jumlah karyawan (*number of employees*) sebagai ukuran perusahaan untuk mengukur indikator kemampuan operasional. Variasi pengukuran menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat dinilai baik dari sisi sumber daya internal maupun dari persepsi eksternal pasar.

Oleh karena itu, ukuran perusahaan dipandang sebagai variabel kontrol yang penting karena memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar. Perusahaan dengan skala operasi besar lebih mampu memanfaatkan sumber daya untuk meningkatkan efisiensi dan mempertahankan legitimasi di hadapan *stakeholder*, sehingga memasukkan ukuran perusahaan dalam model penelitian

membantu memastikan hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan tidak bias akibat adanya perbedaan skala dan kapasitas ekonomi antar perusahaan.

2.6 *Leverage*

Leverage mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang dalam struktur modalnya. Variabel *leverage* penting dalam analisis kinerja perusahaan karena mencerminkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang dihadapi perusahaan. Berdasarkan *stakeholder theory*, perusahaan dengan *leverage* tinggi memiliki tekanan lebih besar dari kreditur dan pemegang saham untuk mempertahankan reputasi dan stabilitas keuangan, dikarenakan ketidakmampuan memenuhi kewajiban utang dapat menurunkan kepercayaan publik. Sementara dari perspektif *institutional theory*, struktur modal perusahaan mencerminkan adaptasi terhadap tekanan kelembagaan dan sistem regulasi, dimana tata kelola publik dan sistem hukum yang kuat mendorong penggunaan utang yang lebih efisien dan transparan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa *leverage* memiliki hubungan erat dengan kinerja keuangan dan kinerja pasar. Dasilas dan Karanović (2025) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, dikarenakan tingginya beban keuangan menurunkan profitabilitas perusahaan, tetapi secara moderat dapat memperkuat disiplin organisasi dan efisiensi. Waddock (1997) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung membatasi investasi sosial karena sebagian besar sumber daya dialokasikan untuk memenuhi kewajiban utang. Sebaliknya, Walsh (2003) menunjukkan bahwa *leverage* yang terkendali dapat meningkatkan kinerja jangka panjang karena mendorong perusahaan untuk menggunakan dana secara lebih efisien. Behl et al. (2022) juga menemukan bahwa struktur modal yang seimbang berpengaruh positif terhadap kinerja pasar yang diukur dengan Tobin's Q, dikarenakan investor menilai stabilitas keuangan sebagai cerminan dari kesehatan perusahaan.

Terdapat beberapa cara mengukur *leverage*, salah satunya adalah *Debt to Assets Ratio*, yaitu rasio antara total kewajiban terhadap total aset yang mencerminkan proporsi pendanaan dari utang (Dasilas dan Karanović, 2025; Behl et al., 2022). Sementara Reverte et al. (2016) menggunakan *Debt to Equity Ratio* untuk menilai keseimbangan antara modal sendiri dan dana pinjaman, sedangkan Abozeid et al. (2025) menggunakan *Long-term Debt to Total Capital Ratio* untuk melihat beban utang jangka panjang terhadap total modal perusahaan. Luo et al. (2024) menambahkan pengukuran *Interest Coverage Ratio* untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bunga dari laba operasional. Berbagai cara pengukuran ini menunjukkan bahwa *leverage* dapat diukur menggunakan berbagai sudut pandang, baik berdasarkan tingkat pembiayaan eksternal, struktur modal maupun kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya. Dengan menjadikan *leverage* sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini, merupakan upaya untuk mengendalikan pengaruh risiko finansial terhadap hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Hal ini penting karena perbedaan struktur modal antar perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan menghasilkan laba kemampuan menghasilkan laba serta persepsi pasar terhadap stabilitas perusahaan. Oleh karena itu, *leverage* membantu memperkuat validitas dalam menguji hubungan antara praktik keberlanjutan dan kinerja perusahaan.

2.7 Environmental, Social, and Governance di ASEAN

2.7.1 Indonesia

Di Indonesia, kerangka regulasi terkait praktik ESG berkembang melalui pendekatan keuangan berkelanjutan yang dipimpin oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Peraturan OJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan mewajibkan lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik untuk menyusun serta menyampaikan laporan berkelanjutan secara berkala. Regulasi ini menjadi dasar integrasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam sistem pelaporan perusahaan terbuka di Indonesia.

Sebagai kelanjutan kebijakan tersebut, OJK menerbitkan *Sustainable Finance Roadmap Phase II (2021-2025)* yang menekankan percepatan implementasi keuangan berkelanjutan, penguatan taksonomi hijau, serta peningkatan kualitas pengawasan dan transparansi. Dalam perkembangannya, regulator juga melakukan penyesuaian kebijakan dengan standar internasional seperti ISSB serta *IFRS Sustainability Disclosure Standards (IFRS S1 dan IFRS S2)*, guna meningkatkan kredibilitas dan keterbandingan pelaporan keberlanjutan perusahaan Indonesia di tingkat global.

Dalam konteks sektor energi, pemerintah Indonesia menetapkan sejumlah regulasi yang berorientasi pada transisi energi dan pengurangan emisi karbon. Peraturan Presiden Nomor 112 tahun 2022 tentang Percepatan Pengembangan Energi Terbarukan mengatur pembatasan pembangunan pembangkit listrik tenaga batubara baru, percepatan penghentian operasional pembangkit eksisting secara bertahap, serta pemberian insentif bagi pengembangan energi terbarukan seperti panas bumi. Kebijakan ini menunjukkan adanya tekanan regulatif terhadap perusahaan sektor energi untuk menyesuaikan model bisnisnya dengan agenda dekarbonisasi nasional.

Selain itu, Peraturan Menteri ESDM Nomor 16 tahun 2022 tentang Penyelenggaraan Nilai Ekonomi Karbon (NEK) mengatur mekanisme pengendalian emisi gas rumah kaca, termasuk penetapan batas atas emisi untuk subsektor pembangkit listrik berbasis fosil. Regulasi ini memperkenalkan instrumen pasar karbon sebagai bagian dari strategi pencapaian *Nationally Determined Contribution (NDC)*, yang secara langsung mempengaruhi struktur biaya dan strategi operasional perusahaan energi.

Sementara itu, sektor *basic materials*, yang mencakup industri pertambangan, semen, logam dasar, dan bahan kimia, memiliki peran signifikan dalam perekonomian Indonesia, baik dari sisi kontribusi ekspor maupun penerimaan negara. Namun sektor ini juga memiliki intensitas emisi dan dampak lingkungan yang relatif tinggi. Regulasi terkait reklamasi tambang, pengelolaan limbah B3, serta kewajiban pasca tambang menjadi bagian dari tekanan kelembagaan yang mempengaruhi praktik ESG pada perusahaan di sektor ini. Di sisi lain,

ketergantungan ekonomi nasional terhadap komoditas mineral dan batubara menciptakan dilema kebijakan antara target pertumbuhan ekonomi dan komitmen berkelanjutan.

Meskipun kerangka regulasi keberlanjutan di Indonesia semakin berkembang, implementasi praktik ESG masih menghadapi sejumlah tantangan. Struktur energi nasional yang masih didominasi oleh bahan bakar fosil, serta ketergantungan ekonomi terhadap sektor pertambangan dan komoditas, menjadikan transisi menuju model bisnis rendah karbon tidak berlangsung secara seragam. Selain itu, praktik pelaporan keberlanjutan cenderung lebih kuat pada perusahaan besar, BUMN, dan perusahaan yang terdaftar di BEI, sementara perusahaan non terbuka atau anak perusahaan seringkali berada di luar pengawasan pelaporan publik. Kondisi ini berpotensi menciptakan kesenjangan antara regulasi formal dan praktik implementasi di lapangan.

Dengan demikian, Indonesia menunjukkan perkembangan regulasi ESG yang progresif, terutama pada sektor energi dan *basic materials*, namun efektivitas implementasinya masih sangat dipengaruhi oleh dinamika struktural ekonomi, kapasitas pengawasan, serta konsistensi penegakan regulasi.

2.7.2 Malaysia

Malaysia secara resmi mengangkat tema keberlanjutan korporasi ketika Bursa Malaysia mewajibkan perusahaan publik terdaftar untuk memasukkan *Sustainability Statement* dalam laporan tahunan sejak tahun 2016, sebagai bagian dari persyaratan pelaporan berkelanjutan. Kerangka pengungkapan ini kemudian dipertegas melalui panduan *Sustainability Reporting Guide* pada tahun 2022 untuk meningkatkan kualitas dan konsistensi pelaporan ESG sesuai standar global seperti GRI dan TCFD. Selain itu, Bank Negara Malaysia juga memperkenalkan *Climate Change and Principle-based Taxonomy* (CCPT) tahun 2021 yang bertujuan mengklasifikasikan aktivitas ekonomi berdasarkan kontribusinya terhadap mitigasi atau adaptasi perubahan iklim.

Dalam sektor energi, Malaysia menunjukkan komitmen terhadap transisi menuju energi bersih dengan memperkenalkan *National Energy Policy 2022-2040* yang ditetapkan tahun 2022 oleh Kementerian Ekonomi dan Kementerian Tenaga.

Kebijakan ini memberikan arah strategis bagi diversifikasi sumber energi, peningkatan efisiensi energi serta pengembangan infrastruktur tenaga surya dan hidrogen. Selain itu, *National Energy Transition Roadmap (NETR)* yang diperkenalkan tahun 2023 mempertegas langkah pemerintah untuk mempercepat dekarbonisasi sistem energi nasional melalui partisipasi sektor swasta dan pembiayaan hijau. Pemerintah juga memperkenalkan insentif investasi untuk proyek energi terbarukan seperti pembangkit listrik tenaga surya dan bioenergi.

Sektor *basic materials* di Malaysia mencakup pertambangan, logam, semen, dan industri kimia yang memiliki kontribusi penting terhadap ekspor dan pembangunan infrastruktur. Regulasi terkait pengelolaan limbah industri, perlindungan lingkungan, dan keselamatan kerja telah diperkuat, namun intensitas emisi dan penggunaan energi pada sektor ini tetap menjadi tantangan utama dalam implementasi ESG.

Meskipun kemajuan regulasi cukup signifikan, Malaysia menghadapi beberapa tantangan seperti, ketergantungan yang masih tinggi terhadap penggunaan batubara dan gas alam dalam bauran energi nasional. Selain itu terdapat kesenjangan dalam kepatuhan pelaporan antara perusahaan besar terdaftar dengan perusahaan kecil dan anak perusahaan yang belum diwajibkan mengungkapkan laporan keberlanjutan. Keterbatasan kapasitas sumber daya manusia serta rendahnya kesadaran di sektor industri juga memperlambat efektivitas implementasi kebijakan ESG.

2.7.3 Thailand

Thailand mulai memperkenalkan kebijakan resmi terkait ESG tahun 2019 melalui *Stock Exchange of Thailand (SET)* yang menerapkan mekanisme pelaporan keberlanjutan dengan pendekatan *comply or explain*, untuk perusahaan publik. Langkah ini kemudian diperkuat dengan diterbitkannya *Thailand Sustainability*

Investment (THIS) yang berfungsi sebagai indeks perusahaan dengan performa keberlanjutan terbaik di pasar modal. Pemerintah Thailand juga meluncurkan *Thailand Green Taxonomy* tahun 2023 untuk membantu sektor keuangan dalam mengidentifikasi aktivitas ekonomi hijau yang sesuai dengan standar keberlanjutan internasional. Kebijakan ini menjadi bagian dari upaya nasional untuk meningkatkan daya saing investasi berbasis ESG dan mendukung pencapaian target *Carbon Neutrality* 2050.

Thailand memperkenalkan *Power Development Plan* (PDP) 2024 yang menjadi peta jalan pengembangan sistem kelistrikan berkelanjutan di bawah koordinasi Kementerian Energi. Rencana ini memuat kebijakan untuk menurunkan proporsi batubara dalam bauran energi serta meningkatkan porsi energi terbarukan hingga lebih dari 30 persen di tahun 2037. Pemerintah juga memperluas skema *Feed-in Tarif* untuk energi surya dan biomassa serta memperkuat regulasi terkait sistem perdagangan karbon. Selain itu, *National Energy Plan 2022-2036* memberikan panduan strategis dalam integrasi kebijakan energi dengan tujuan pembangunan rendah karbon yang selaras dengan komitmen *Paris Agreement*. Keterbatasan infrastruktur jaringan listrik antar wilayah dan kapasitas teknologi di sektor swasta membuat realisasi target energi terbarukan berjalan lambat.

Sektor *basic materials* di Thailand, terutama industri semen, baja, dan petrokimia, merupakan penopang utama pembangunan infrastruktur dan ekspor manufaktur. Industri ini memiliki intensitas energi dan emisi yang tinggi, sehingga berada di bawah tekanan untuk mengadopsi praktik produksi yang lebih efisien dan ramah lingkungan.

Regulasi lingkungan di Thailand relatif berkembang, namun efektivitas implementasi sering kali dipengaruhi oleh kapasitas pengawasan dan kepatuhan perusahaan. Tingkat kepatuhan pelaporan ESG perusahaan juga belum seragam karena perbedaan kapasitas dan pemahaman dalam mengukur indikator keberlanjutan. Di sisi lain, tekanan dari investor global untuk transparansi dan akuntabilitas terus meningkat, mendorong otoritas pasar modal untuk memperkuat sistem pengawasan dan harmonisasi dengan standar internasional seperti ISSB dan IFRS *Sustainability Disclosure Standards*.

2.7.4 Filipina

Pemerintah Filipina mulai memperkenalkan kebijakan ESG secara formal melalui *Securities and Exchange Commission (SEC) Memorandum Circular No. 4 Series of 2019* yang mengatur *Sustainability Reporting Guidelines for Publicly Listed Companies*. Regulasi ini mewajibkan perusahaan publik mengungkapkan kinerja lingkungan, sosial dan tata kelola berdasarkan pedoman GRI. Seiring dengan meningkatnya komitmen terhadap pembangunan berkelanjutan, SEC mengumumkan tahun 2023 bahwa laporan keberlanjutan akan diwajibkan bagi seluruh perusahaan publik dimulai tahun 2026 dengan penyelarasan terhadap ISSB. Bank Sentral Filipina juga memperkenalkan *Sustainable Finance Framework* tahun 2020 untuk mendorong lembaga keuangan mengintegrasikan risiko lingkungan dan sosial dalam proses pembiayaan.

Kemudian, Filipina menetapkan *Renewable Energy Act No. 9513* yang menjadi dasar hukum pengembangan energi terbarukan sejak 2008 dan terus diperbaharui. Pemerintah memperkuat kebijakan ini melalui *Energy Transition Plan 2023-2030* yang menargetkan peningkatan pangsa energi terbarukan hingga 35 persen di tahun 2030. Selain itu, *Department of Energy (DOE)* memperkenalkan kebijakan *Green Energy Auction Program (GEAP)* tahun 2021 untuk mempercepat investasi swasta dalam energi surya dan angin. Pemerintah juga merancang *Nationally Determined Contribution (NDC)* sebagai komitmen untuk menurunkan emisi gas rumah kaca sebesar 75 persen di tahun 2030, dimana sektor energi menjadi penyumbang utama pengurangan emisi.

Namun, tingginya ketergantungan negara terhadap pembangkit listrik berbasis batubara masih menjadi penghalang dalam mencapai target energi hijau. Keterbatasan pendanaan, infrastruktur jaringan listrik serta koordinasi antar instansi membuat implementasi kebijakan berjalan lambat. Selain itu, kepatuhan pelaporan keberlanjutan masih terfokus pada perusahaan besar, sedangkan anak perusahaan swasta yang tidak terdaftar belum banyak terlibat dalam pelaporan ESG. Tantangan ini memperlihatkan perlunya penguatan tata kelola lintas sektor serta dukungan kebijakan fiskal yang lebih kuat untuk mendorong praktik keberlanjutan di Filipina.

Sektor *basic materials* di Filipina, terutama pertambangan nikel, tembaga, dan mineral lainnya, memiliki kontribusi penting terhadap ekspor nasional. Namun aktivitas pertambangan juga sering menimbulkan kontroversi terkait dampak lingkungan dan konflik sosial dengan masyarakat lokal. Regulasi pertambangan dan perlindungan lingkungan telah diperkuat dalam beberapa tahun terakhir, tetapi efektivitas penegakan hukum masih menjadi isu utama.

Berikut ini merupakan ringkasan dari perkembangan ESG di ASEAN disajikan pada Tabel 2.2 Kategori Regulasi dan Pelaporan ESG, Kualitas Institusi (WGI), dan Kematangan Energi Negara ASEAN, yang menjelaskan variasi tingkat implementasi keberlanjutan melalui penerapan ESG serta kematangan transisi pada sektor energi.

Tabel 2.2 Kategori Regulasi dan Pelaporan ESG, Kualitas Institusi, dan Kematangan Energi ASEAN

Negara	Regulasi dan Pelaporan ESG	Kualitas WGI	Kematangan Pasar Energi	Kategori Singkat
Malaysia	Maju (pelaporan wajib (<i>mandatory</i>) sejak 2016, memiliki panduan <i>Sustainability Reporting Guide</i> terbit tahun 2022, memperkenalkan <i>taxonomy</i> CCPT tahun 2021)	WGI 2023 memiliki nilai rata-rata 63,97 (dimensi <i>government effectiveness</i> dan <i>regulatory quality</i> stabil dan konsisten)	Dari transisi menuju maju (masih memiliki ketergantungan pada energi berbahan fosil)	Maju-Menengah
Thailand	Berkembang (pelaporan <i>comply or explain</i> melalui SET tahun 2019, memperkenalkan <i>Thailand Green Taxonomy</i> tahun 2023)	WGI 2023 memiliki nilai rata-rata 46,78 (belum memiliki konsistensi)	Transisi (PDP 2024, energi bersih meningkat tetapi lambat)	Berkembang-Menengah
Indonesia	Berkembang (pelaporan wajib (<i>mandatory</i>) melalui POJK 51 tahun 2017, memperkenalkan <i>Sustainable Finance Roadmap Phase II</i> (2021-2025))	WGI 2023 memiliki nilai rata-rata 49,17 (memiliki kemauan untuk mewujudkan tata kelola yang baik tetapi belum memiliki kestabilan)	Berkembang (ketergantungan pada energi fosil masih tinggi, PLTU dominan)	Berkembang
Filipina	Cukup berkembang (pelaporan wajib (<i>mandatory</i>) mulai 2026, sejauh ini masih <i>voluntary reporting</i>)	WGI 2023 memiliki nilai rata-rata 42,6 (tata kelola lebih lemah dibanding ke-3 negara lain)	Kurang menuju berkembang (ketergantungan pada energi fosil masih tinggi, infrastruktur masih lemah)	Rendah-Berkembang

2.8 Pengembangan Hipotesis

2.8.1 Pengaruh ESG terhadap Kinerja Keuangan

Hubungan antara ESG dan kinerja keuangan dijelaskan dengan *stakeholder theory* dan *institutional theory* yang menekankan pentingnya legitimasi, dukungan sosial dan tekanan kelembagaan terhadap perilaku perusahaan. Berdasarkan *stakeholder theory* Freeman (1984), perusahaan tidak hanya bertanggung jawab terhadap pemegang saham tetapi juga terhadap pemangku kepentingan seperti pelanggan, karyawan, pemerintah dan masyarakat. Ketika perusahaan secara konsisten menerapkan praktik ESG, hal itu akan meningkatkan kepercayaan dan dukungan *stakeholder*, memperkuat reputasi dan menciptakan nilai ekonomi jangka panjang yang tercermin dalam peningkatan profitabilitas dan efisiensi operasional. Dari perspektif *institutional theory* (Meyer et al., 1977; DiMaggio dan Powell, 1983) implementasi ESG juga merupakan bentuk respon terhadap tekanan kelembagaan yang berasal dari norma sosial, regulasi dan kebijakan publik. Perusahaan di lingkungan tata kelola dan regulasi yang kuat akan lebih terdorong untuk menerapkan praktik keberlanjutan yang sesuai dengan ekspektasi institusional, sehingga meningkatkan legitimasi dan stabilitas finansial. Dalam konteks perusahaan sektor energi dan *basic materials* di ASEAN, tekanan tersebut semakin kuat dengan meningkatnya tuntutan terhadap transisi energi hijau dan kebijakan pemerintah yang mendukung praktik bisnis berkelanjutan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki skor ESG tinggi diharapkan mampu memperoleh manfaat finansial lebih dibandingkan perusahaan yang abai terhadap tanggung jawab lingkungan dan sosial.

Penelitian sebelumnya memperkuat hal ini, Ferrell et al. (2016) menggunakan ROA dan ROE untuk menilai dampak tata kelola yang baik terhadap kinerja keuangan dan menemukan hubungan positif yang signifikan. Eccles et al. (2015) membandingkan perusahaan berorientasi keberlanjutan dengan yang tidak dan menemukan bahwa perusahaan yang memiliki kebijakan ESG yang kuat menunjukkan kinerja finansial yang lebih tinggi dalam jangka panjang, diukur melalui ROA dan Tobin's Q. Behl et al. (2022) meneliti sektor energi dan menunjukkan bahwa skor ESG berhubungan positif dengan ROA serta NPM,

menandakan bahwa investasi pada keberlanjutan menghasilkan efisiensi operasional dan profitabilitas yang lebih tinggi, sedangkan Naeem et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan di pasar negara berkembang dengan skor ESG tinggi menunjukkan ROE dan ROA yang lebih stabil karena praktik keberlanjutan menurunkan risiko operasional. Berdasarkan bukti penelitian terdahulu, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi skor ESG perusahaan semakin besar kontribusinya terhadap peningkatan kinerja keuangan. Oleh karena itu, hipotesis pertama penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

2.8.2 Pengaruh ESG terhadap Kinerja Pasar

Dari perspektif *stakeholder theory*, penerapan ESG memberikan legitimasi sosial yang lebih tinggi dan memperkuat hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan eksternal, termasuk investor. Ketika perusahaan menunjukkan kepatuhan terhadap prinsip tanggung jawab sosial dan lingkungan, kepercayaan pasar meningkat karena perusahaan dianggap memiliki risiko lebih rendah dan memiliki strategi jangka panjang. Hal ini mendorong kenaikan nilai pasar karena investor lebih menghargai perusahaan yang beroperasi sesuai ekspektasi sosial dan regulasi. Sementara dalam *institutional theory*, bahwa praktik ESG yang baik mencerminkan kepatuhan terhadap tekanan kelembagaan seperti kebijakan lingkungan, standar pelaporan dan norma keberlanjutan. Perusahaan yang selaras dengan kerangka institusional akan memperoleh legitimasi yang lebih besar di publik dan regulator, yang akhirnya mempengaruhi persepsi pasar terhadap stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya mendukung hal ini, Krueger et al. (2024) menemukan bahwa pasar memberi reaksi positif terhadap pengumuman tanggung jawab sosial perusahaan dibuktikan dengan peningkatan harga saham yang signifikan dalam jangka pendek. Yoo dan Managi (2022) meneliti sektor energi dan menemukan bahwa skor ESG berhubungan positif dengan Tobin's Q dan *Price-to-Book Ratio*, menunjukkan bahwa pasar menghargai praktik keberlanjutan sebagai dampak jangka panjang. Behl et al. (2022) juga menunjukkan bahwa

pengungkapan ESG memperkuat persepsi positif investor dan meningkatkan *market capitalization* pada sektor energi, sedangkan Naeem et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan di pasar negara berkembang dengan skor ESG yang tinggi menunjukkan volatilitas harga saham yang lebih rendah dan stabilitas nilai pasar yang lebih tinggi. Dengan demikian, implementasi ESG yang baik memberikan dampak positif terhadap kinerja pasar melalui peningkatan legitimasi dan kepercayaan investor. Oleh karena itu, hipotesis penelitian kami berikutnya adalah sebagai berikut:

H2: ESG berpengaruh positif terhadap kinerja pasar.

2.8.3 WGI Memoderasi Pengaruh ESG Terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan tidak hanya ditentukan oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga oleh konteks kelembagaan dan regulasi eksternal di mana perusahaan beroperasi. Berdasarkan *institutional theory*, kualitas institusi dan kekuatan regulasi yang baik akan memperkuat efektivitas penerapan ESG karena perusahaan beroperasi dalam sistem yang mendukung transparansi, stabilitas hukum dan akuntabilitas. Lingkungan regulasi yang kuat memperkecil risiko pelanggaran, memperbaiki kepercayaan *stakeholder* dan memastikan bahwa praktik ESG dijalankan secara konsisten. Sementara itu, *stakeholder theory* menekankan bahwa dukungan dari regulator dan pemerintah meningkatkan legitimasi perusahaan di mata publik dan pemangku kepentingan, yang akhirnya berdampak pada peningkatan kinerja finansial.

Penelitian sebelumnya mendukung asumsi ini, Almustafa et al. (2023) menemukan bahwa negara dengan skor WGI yang tinggi menunjukkan hubungan positif yang lebih kuat antara ESG dan kinerja keuangan, diukur dengan ROA dan ROE. Luo et al. (2024) membuktikan bahwa *regulatory quality* dan *control of corruption* memperkuat pengaruh ESG terhadap Tobin's Q dan NPM, dikarenakan tata kelola publik yang kuat meningkatkan efektivitas penerapan kebijakan keberlanjutan. Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025) menunjukkan bahwa lingkungan regulasi yang stabil menciptakan sinergi antara tata kelola internal dan eksternal yang berdampak positif pada ROE dan ROI. Abozeid et al.

(2025) menambahkan bahwa kualitas institusi yang baik meningkatkan efisiensi perusahaan dan mendorong pertumbuhan keuangan berkelanjutan, terutama pada perusahaan sektor energi. Berdasarkan beberapa penelitian tersebut, kualitas institusi diyakini memperkuat hubungan antara ESG dan kinerja keuangan. Oleh karena itu, hipotesis penelitian ini berikutnya adalah sebagai berikut:

H3: *Worldwide Governance Indicators (WGI)* memperkuat pengaruh positif ESG terhadap kinerja keuangan.

2.8.4 WGI Memoderasi Pengaruh ESG Terhadap Kinerja Pasar

Dalam kerangka *stakeholder theory* dan *institutional theory*, kekuatan regulasi dan kualitas institusi berperan dalam menentukan seberapa besar pasar menghargai komitmen perusahaan terhadap praktik ESG. Menurut *stakeholder theory*, kejelasan dan ketegasan regulasi publik meningkatkan kepercayaan investor karena menunjukkan bahwa perusahaan beroperasi di bawah pengawasan dan sistem akuntabilitas yang baik. Investor lebih percaya pada perusahaan yang beroperasi di lingkungan institusional yang kuat karena dianggap lebih transparan dan stabil. Sementara itu, *institutional theory* menjelaskan bahwa tata kelola publik yang efektif dan regulasi yang berkualitas tinggi menciptakan kondisi pasar yang efisien, dimana informasi mengenai kinerja ESG diserap secara akurat oleh investor, sehingga memperkuat dampaknya terhadap nilai pasar.

Beberapa penelitian terdahulu mendukung hal ini, Luo et al. (2024) menunjukkan bahwa *regulatory quality* dan *political stability* meningkatkan efek positif ESG terhadap Tobin's Q dan *market value*, karena tata kelola publik yang kuat meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi keberlanjutan. Almustafa et al. (2023) juga menemukan bahwa negara dengan skor WGI tinggi memiliki pasar yang lebih stabil dan nilai saham yang lebih kuat selama periode krisis seperti Covid-19, yang menunjukkan peran kelembagaan dalam memperkuat pengaruh ESG terhadap nilai pasar. Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025) menemukan bahwa institusi yang kuat berperan dalam menciptakan pasar modal yang efisien dan mengurangi volatilitas harga saham, sehingga memperkuat hubungan antara praktik ESG dan *price-to-book ratio*. Abozeid et al. (2025)

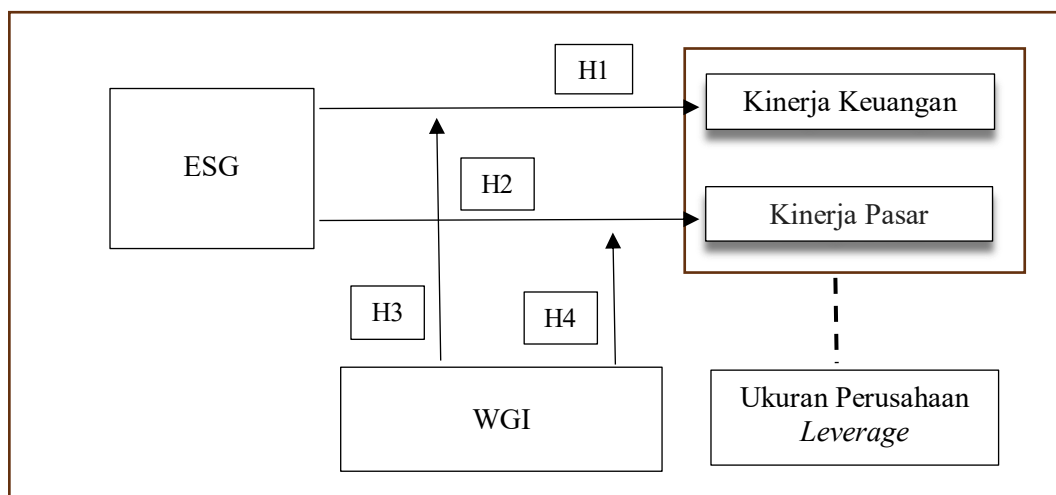
menegaskan bahwa kualitas institusi yang tinggi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan nilai pasar dan keberlanjutan perusahaan di kawasan Afrika Utara, terutama ketika perusahaan beroperasi dalam sektor energi yang padat regulasi. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya tersebut, maka hipotesis penelitian berikutnya adalah sebagai berikut:

H4: *Worldwide Governance Indicators (WGI)* memperkuat pengaruh positif ESG terhadap kinerja pasar.

2.9 Kerangka Pikir Penelitian

Berdasarkan penjelasan sebelumnya dan beberapa bukti berdasarkan penelitian sebelumnya, hubungan antara implementasi ESG, kinerja keuangan dan kinerja pasar dapat dijelaskan melalui kerangka penelitian. Kerangka ini juga memasukkan peran kekuatan regulasi dan kualitas institusi sebagai variabel moderasi serta karakteristik spesifik perusahaan sebagai variabel kontrol yang berguna dalam memberikan pemahaman lebih menyeluruh terhadap model penelitian, berikut ilustrasi kerangka berpikir penelitian:

Gambar 2.1 Kerangka Pikir Penelitian



2.10 Penelitian Terdahulu

Penelitian sebelumnya memiliki fungsi sebagai landasan untuk memahami temuan penelitian ini, sehingga dapat membantu peneliti untuk mengetahui hasil dan menjadi acuan dengan penelitian yang akan dilakukan. Hal ini dilakukan agar peneliti lebih mudah dalam melakukan penelitian ini. Tabel 2.3 menampilkan ringkasan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu berkaitan dengan ESG dan kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 2.3 Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu tentang ESG dan Kinerja Perusahaan

No.	Nama dan Tahun	Judul dan Jurnal	Variabel Penelitian	Teori yang digunakan	Hasil Penelitian
1.	Dasilas dan Karanović (2025)	<i>The Role of ESG in High-Pollution Industries: Implications for Market and Financial Performance</i> <i>The Journal of Risk Finance</i> (Q2)	Independen: <i>ESG Score</i> Dependen: <i>ROA, Tobin's Q</i> Kontrol: <i>Size, Debt Ratio, R&D</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i> <i>Shareholder Value Maximization Theory</i>	ESG berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan nilai pasar perusahaan, tetapi efeknya berbeda antar dimensi ESG.
2.	Abozeid et al. (2025)	<i>Institutional Quality and Sustainable Firm Growth: Evidence from North African Countries</i> <i>Sustainable Development</i> (Q1)	Independen: <i>Institutional Quality</i> Dependen: <i>Sustainable Firm Growth</i> Kontrol: <i>Firm Size, Debt, Tangibility, Risk, Non-Debt Tax Shields, Liquidity, Inflation, GDP Growth</i>	<i>Institutional Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i> <i>Dynamic Capabilities Theory</i>	Kualitas institusi memiliki hubungan berbentuk U dengan pertumbuhan berkelanjutan, menunjukkan pentingnya keseimbangan regulasi dan efisiensi.
3.	Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025)	<i>Short- and Long-Term Impact of Governance on Firm Performance in Emerging and Developed Economies: a Comparative Analysis</i> <i>International Journal of Disclosure and Governance</i> (Q1)	Independen: <i>Internal Corporate Governance</i> Dependen: <i>Firm Performance</i>	<i>Institutional Theory</i> <i>Stakeholder Theory</i> <i>Agency Theory</i>	Kualitas kelembagaan nasional meningkatkan transparansi ESG dan memperkuat kepercayaan pasar terhadap perusahaan.
4.	Krueger et al. (2024)	<i>The Effect of Mandatory ESG Disclosure Around the World</i> <i>Journal of Accounting Research</i> (Q1)	Independen: <i>Mandatory ESG Regulation</i> Dependen: <i>Stock Liquidity</i> Kontrol: <i>Firm Size, Leverage, ROA, Market-to-book ratio, Analyst</i>	<i>Institutional Theory</i> <i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Disclosure Theory</i>	Regulasi wajib ESG meningkatkan likuiditas saham dan nilai pasar, tetapi menurunkan profitabilitas jangka pendek akibat biaya kepatuhan.

No.	Nama dan Tahun	Judul dan Jurnal	Variabel Penelitian	Teori yang digunakan	Hasil Penelitian
			<i>Coverage, Index Return, Index Volatility</i> Moderasi: <i>Rule of Law and Government Effectiveness, Environmental Performances Index, Social Norms Index, Voluntary Disclosure, PRI</i> <i>Institutional Ownership</i>		
5.	Luo et al. (2024)	<i>The Moderating Role of Country Governance in the Link Between ESG and Financial Performance: a Study of Listed Companies in 58 Countries</i> (Q1)	Independen: <i>ESG</i> Dependen: <i>ROA, Tobin's Q</i> Kontrol: <i>Size, Leverage, Intensitas Aset Tetap, Kapitalisasi Pasar, Volatilitas Keuangan, GDP Perkapita, R&D, Budaya Nasional</i> Moderasi: <i>WGI</i>	<i>Institutional Theory</i> <i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i>	Kualitas tata kelola nasional memperkuat pengaruh ESG terhadap profitabilitas dan nilai pasar perusahaan lintas negara.
6.	Ramírez-Orellana et al. (2023)	<i>Is the Corporate Financial Strategy in the Oil and Gas Sector Affected by ESG Dimensions? Resources Policy</i> (Q1)	Independen: <i>ESG Index</i> Dependen: <i>Market Value</i> Mediasi: <i>ROA, ROE</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Agency Theory</i>	Pengungkapan ESG meningkatkan nilai perusahaan dan menurunkan risiko, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas langsung.
7.	Maji dan Lohia (2023)	<i>Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Firm Performance in India</i> (Q1)	Independen: <i>ESG</i> Dependen: <i>ROA, Tobin's Q, Market Capitalization</i> Kontrol: <i>Firm Size, Leverage, Industry Dummy, Pertumbuhan Penjualan</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Signaling Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i>	ESG berpengaruh positif pada perusahaan besar, namun netral hingga negatif pada perusahaan kecil, menunjukkan efek tergantung ukuran dan efisiensi.

No.	Nama dan Tahun	Judul dan Jurnal	Variabel Penelitian	Teori yang digunakan	Hasil Penelitian
8.	Almustafa et al. (2023)	<i>The Impact of COVID-19 on Firm Risk and Performance in MENA Countries: Does National Governance Quality Matter?</i> PLOS ONE (Q1)	Independen: <i>Covid-19 Dummy, Stringency Index</i> Dependen: <i>Firm Performance, Firm Risk</i> Moderasi: <i>WGI</i>	<i>Institutional Theory</i> <i>Behavioral Theory of The Firm</i> <i>Prospect Theory</i> <i>Twin Agency Theory</i>	Kualitas tata kelola nasional memperlemah dampak negatif krisis terhadap kinerja dan risiko perusahaan, menegaskan pentingnya stabilitas institusional.
9.	Rojo-Suárez dan Alonso-Conde (2023)	<i>Short-Run and Long-Run Effects of ESG Policies on Value Creation and the Cost of Equity of Firms Sustainability</i> (Q1)	Independen: <i>ESG</i> Dependen: <i>Firm Performance</i> Kontrol: <i>Firm Size, Leverage, Sales Growth, Firm Age, Capital Intensity</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i>	ESG berkontribusi positif pada nilai jangka panjang perusahaan namun tidak signifikan pada jangka pendek, menunjukkan peran keberlanjutan strategis.
10.	Alregab (2022)	<i>The Role of Environmental, Social, and Governance Performance on Attracting Foreign Ownership: Evidence from Saudi Arabia Sustainability</i> (Q1)	Independen: <i>ESG</i> Dependen: <i>Foreign Ownership</i> Kontrol: <i>Firm Size, Leverage, Firm age, ROE</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Signaling Theory</i>	Pilar <i>Governance</i> paling berpengaruh dalam menarik investasi asing, sedangkan dimensi <i>Environmental</i> dan <i>Social</i> tidak signifikan.
11.	Yoo dan Managi (2022)	<i>Disclosure or Action: Evaluating ESG Behavior Towards Financial Performance</i> <i>Finance Research Letters</i> (Q1)	Independen: <i>ESG Disclosure (Bloomberg), ESG Action (MSCI)</i> Dependen: <i>Profit, Tobin's Q</i> Kontrol: <i>Firm Size, ROA</i>	<i>Signaling Theory</i> <i>Stakeholder Theory</i> <i>Legitimacy Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i>	Pengaruh ESG terhadap kinerja muncul setelah dua tahun, menandakan adanya efek tertunda terhadap profitabilitas dan nilai pasar.
12.	Bătae et al. (2021)	<i>The Relationship Between Environmental, Social, and Financial Performance in the Banking Sector: a European Study</i> <i>Journal of Cleaner Production</i> (Q1)	Independen: <i>ESG</i> Dependen: <i>ROA, ROE, Stock Market Returns, Tobin's Q</i> Kontrol: <i>Firm Size, Leverage, CAR, Liquidity ratio, GDP Perkapita, GDP Growth</i>	<i>Stakeholder Theory</i> <i>Resource-Based View Theory</i> <i>Agency Theory</i> <i>Resources Dependence Theory</i>	Pilar <i>Environmental</i> memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas, <i>Social</i> negatif, dan <i>Governance</i> tidak signifikan, menunjukkan perbedaan efek antar dimensi ESG.

No.	Nama dan Tahun	Judul dan Jurnal	Variabel Penelitian	Teori yang digunakan	Hasil Penelitian
13.	Cottrill (1990)	<i>Corporate Social Responsibility and the Marketplace</i> <i>Journal of Business Ethics</i> (Q1)	Independen: <i>Industry Type, Competition Level, Market Share,</i> Dependen: <i>CSR</i> Kontrol: <i>Firm Size</i>	<i>Structure Conduct Performance Model</i> <i>Status Behavior Performance Model</i> <i>Competition CSR</i> <i>Trade Off Hypothesis</i>	CSR meningkatkan reputasi dan pangsa pasar, tetapi tidak berpengaruh langsung terhadap profitabilitas.

BAB III.

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis data sekunder bersifat panel, yaitu kombinasi antara data lintas perusahaan dan data waktu. Menurut Kothari (2011), data sekunder merupakan data yang telah dikumpulkan pihak lain dan dapat digunakan kembali dalam analisis ilmiah dengan tujuan berbeda. Pendekatan panel data dipilih karena dianggap mampu menangkap dinamika hubungan antar variabel dalam periode waktu berbeda (Wooldridge, 2010).

Data penelitian diperoleh dari beberapa sumber resmi, seperti skor ESG diambil dari LSEG *Refinitiv Eikon*, data keuangan dan pasar diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang dipublikasi lewat situs Osiris, sedangkan data kualitas institusi diambil dari WGI yang diterbitkan oleh *World Bank*.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

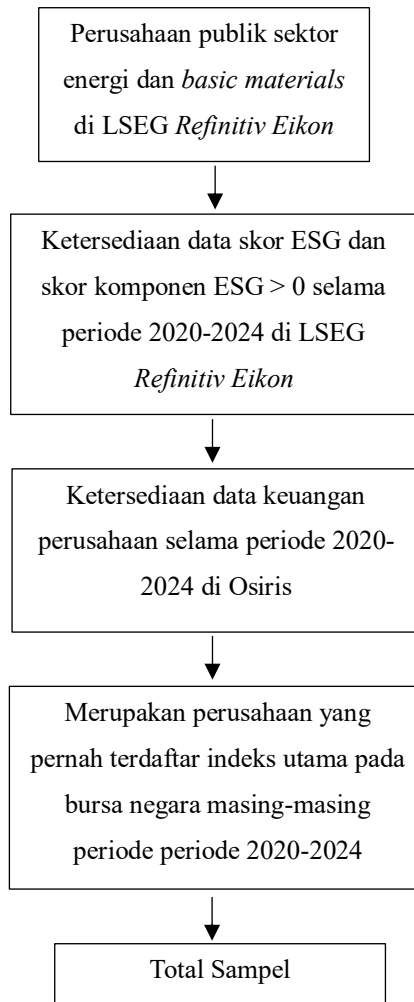
Populasi pada penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor energi dan *basic materials* yang terdaftar pada bursa efek masing-masing negara ASEAN. Sektor energi dan *basic materials* dipilih karena memiliki peran strategis dalam pembangunan ekonomi sekaligus merupakan fokus dalam transisi menuju praktik keberlanjutan. Menurut Kothari (2011), populasi penelitian merupakan keseluruhan unit analisis yang memiliki karakteristik tertentu dan relevan dengan tujuan penelitian. Dalam hal ini, unit analisis adalah perusahaan publik sektor energi dan *basic materials* yang memiliki data lengkap mengenai kinerja keuangan, kinerja pasar dan skor ESG.

Penelitian fokus pada empat negara di ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina. Pemilihan keempat negara tersebut berdasarkan pada ketersediaan data ESG, sistem pelaporan keuangan yang relatif seragam serta kesamaan tingkat perkembangan pasar modal, yang kesemuanya memadai untuk tujuan analisis komparatif. Selain itu, keempat negara merupakan pusat aktivitas ekonomi sektor energi dan *basic materials* di Asia Tenggara dengan kontribusi terhadap emisi karbon dan investasi energi terbarukan. Ditambah, keempat negara memiliki variasi dalam hal perkembangan regulasi pada praktik ESG. Gujarati et al., (2009) menegaskan bahwa pemilihan populasi lintas negara yang memiliki struktur ekonomi sejenis tetapi memiliki konteks kelembagaan berbeda akan memperkaya analisis ekonometrika, terutama ketika menggunakan model data panel.

Sampel penelitian ditentukan menggunakan metode *purposive sampling*. Kothari (2011) menjelaskan bahwa *purposive sampling* adalah metode pengambilan sampel yang didasarkan pada pertimbangan tertentu dari peneliti terhadap karakteristik unit analisis yang dianggap paling sesuai dengan tujuan penelitian. Dalam hal ini, perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan sektor energi dan *basic materials* yang memenuhi kriteria sebagai berikut: (1) memiliki skor ESG pada basis data *LSEG Refinitiv Eikon* selama periode penelitian, (2) menerbitkan laporan keuangan tahunan secara konsisten, dan (3) perusahaan yang pernah terdaftar pada indeks utama di negara masing-masing.

Periode penelitian mencakup tahun 2020 sampai dengan tahun 2024. Rentang waktu tersebut dipilih untuk menangkap perubahan dinamika penerapan ESG setelah momentum global dan meningkatnya regulasi keberlanjutan di ASEAN.

Jumlah akhir sampel ditentukan berdasarkan ketersediaan data yang memenuhi kriteria tersebut, dimana setiap perusahaan menjadi satu unit penelitian yang diamati secara berulang sesuai periode penelitian. Brooks (2019) menyatakan bahwa dalam studi empiris dengan pendekatan panel data, keakuratan dan reliabilitas hasil lebih bergantung pada konsistensi data antar periode dibandingkan pada jumlah penelitian. Gambar 3.1 memberikan gambaran proses yang dilakukan dalam melakukan seleksi sampel penelitian:



Gambar 3.1 Alur Pemilihan Sampel Penelitian

3.3 Teknik Pengumpulan Data

Data dikumpulkan melalui metode dokumentasi dengan mengakses laporan keuangan dan basis data internasional. Teknik dokumentasi digunakan karena seluruh variabel penelitian diambil dari data yang telah dipublikasikan dan dapat diverifikasi (Kothari, 2011). Skor ESG diperoleh dari LSEG *Refinitiv Eikon*, data keuangan dan pasar dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang diperoleh melalui Osiris, sedangkan variabel kelembagaan bersumber dari *World Bank*.

Seluruh data dikompilasi dalam bentuk panel data untuk setiap perusahaan dan tahun penelitian. Pendekatan ini memungkinkan kontrol terhadap perbedaan karakteristik antar perusahaan dan waktu (Wooldridge, 2010). Proses

pengumpulan data dilakukan dengan memastikan konsistensi dan kelengkapan setiap variabel agar hasil estimasi memiliki validitas tinggi (Brooks, 2019).

3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

3.4.1 Variabel Dependen

Variabel dependen pada penelitian ini adalah kinerja keuangan dan kinerja pasar. Kedua variabel ini digunakan untuk menilai sejauh mana implementasi ESG mempengaruhi performa perusahaan sektor energi di ASEAN. Pemilihan kedua indikator didasarkan pada literatur empiris yang umum digunakan dalam penelitian kinerja perusahaan berbasis keberlanjutan.

3.4.1.1 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dari sumber daya yang dimiliki. Ukuran ini menggambarkan efisiensi operasional dan efektivitas manajerial dalam mengelola aset perusahaan. Pada penelitian ini, kinerja keuangan diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA), yang merupakan rasio antara laba bersih dengan total aset. Penggunaan ROA telah diterapkan dalam penelitian tentang kinerja perusahaan karena mampu menunjukkan sejauh mana aset digunakan secara produktif untuk menghasilkan laba.

Dasilas dan Karanović (2025) menggunakan ROA sebagai indikator kinerja keuangan untuk menilai pengaruh ESG di sektor energi dan lembaga keuangan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa praktik keberlanjutan yang baik berdampak positif terhadap profitabilitas. Reverte et al. (2016) menggunakan ROA untuk menilai efektivitas penerapan tanggung jawab sosial terhadap performa finansial dengan hasil bahwa pengelolaan keberlanjutan yang kuat meningkatkan efisiensi aset dan laba bersih. Oleh karena itu, ROA digunakan dalam penelitian ini karena dapat merepresentasikan profitabilitas internal

perusahaan secara menyeluruh dan memberikan ukuran yang objektif terhadap kinerja keuangan. Pengukuran ROA yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earnings Before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Total Assets}}$$

3.4.1.2 Kinerja Pasar

Kinerja pasar mencerminkan persepsi dan penilaian investor terhadap nilai perusahaan melalui harga sahamnya. Pengukuran ini menunjukkan bagaimana pasar menilai keberhasilan strategi perusahaan, termasuk penerapan kebijakan keberlanjutan. Pada penelitian ini, kinerja pasar diukur menggunakan Tobin's Q, yang merupakan perbandingan antara nilai pasar ekuitas ditambah nilai buku utang terhadap nilai buku total aset perusahaan (Chung dan Pruitt, 1994).

Penggunaan Tobin's Q diterapkan pada penelitian terdahulu tentang keuangan dan ESG karena menggambarkan ekspektasi pasar terhadap nilai masa depan perusahaan. Yoo dan Managi (2022) menemukan bahwa praktik ESG berpengaruh positif terhadap nilai pasar melalui peningkatan persepsi investor. Behl et al. (2022) juga menggunakan Tobin's Q untuk menilai kinerja pasar perusahaan energi dan menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi cenderung memiliki valuasi pasar yang lebih baik. Sementara itu, Dasilas dan Karanović (2025) menunjukkan bahwa Tobin's Q mampu menangkap efek jangka panjang kebijakan keberlanjutan terhadap persepsi pasar. Pengukuran Tobin's Q dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Cap} + \text{Preferen Stock} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

3.4.2 Variabel Independen

Variabel independen pada penelitian ini adalah *Environment, Social, and Governance (ESG)*, yang digunakan untuk menilai tingkat penerapan praktik

keberlanjutan pada perusahaan sektor energi dan *basic materials* di ASEAN. Pemilihan variabel ini didasarkan pada perannya dalam menggambarkan tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan, sosial dan tata kelola serta pada bukti empiris yang menunjukkan keterkaitannya dengan peningkatan kinerja dan nilai perusahaan.

Variabel ESG dalam penelitian ini diukur menggunakan skor ESG LSEG *Refinitiv Eikon* yang dipilih sebagai sumber data karena menyediakan pemeringkatan bagi 12.500 perusahaan di seluruh dunia. LSEG *Refinitiv Eikon* melakukan operasi pengumpulan konten ESG terbesar di dunia dengan lebih dari 630 pengukuran ESG yang hasilnya diperbaharui secara berkala secara mingguan sehingga dapat dipertimbangkan sebagai alat ukur ESG yang cukup ekstensif dan terkini. Skor ESG LSEG *Refinitiv Eikon* mengukur kinerja ESG perusahaan berdasarkan data-data yang dilaporkan dan dapat diverifikasi dalam domain publik seperti laporan tahunan perusahaan, *website* perusahaan, *website Non-Governmental Organisation* (NGO), pengajuan bursa saham, laporan *Corporate Social Responsibility* (CSR) dan sumber berita (*Refinitiv.com, 2025*). Rentang penilaian skor ESG perusahaan di LSEG *Refinitiv Eikon* dibagi menjadi empat kategori sebagai berikut:

Tabel 3.1 Rentang Skor ESG Perusahaan berdasarkan LSEG *Refinitiv Eikon*

Rentang Nilai	Deskripsi	
0 – 25	Kuartil Pertama	Nilai pada rentang ini mengindikasikan kinerja ESG perusahaan relatif buruk dan kurang transparan dalam pelaporan data ESG yang bersifat material kepada publik.
>25 – 50	Kuartil Kedua	Nilai pada rentang ini mengindikasikan kinerja ESG perusahaan cukup baik dan cukup transparan dalam pelaporan data ESG yang bersifat material kepada publik.
>50 – 70	Kuartil Ketiga	Nilai pada rentang ini mengindikasikan kinerja ESG perusahaan tergolong baik dan transparan diatas rata-rata dalam pelaporan data ESG yang bersifat material kepada publik.

Rentang Nilai	Deskripsi	
>75 – 100	Kuartil Keempat	Nilai pada rentang ini mengindikasikan kinerja ESG perusahaan tergolong sangat baik dan memiliki tingkat transparansi yang tinggi dalam pelaporan data ESG yang bersifat material kepada publik.

Sumber: *LSEG Refinitiv Eikon* (2025)

3.4.3 Variabel Pemoderasi

Variabel pemoderasi adalah variabel yang digunakan untuk menjelaskan kapan dan dalam kondisi bagaimana suatu hubungan antara variabel independen dan variabel dependen menjadi lebih kuat, lebih lemah atau berubah arah. Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah kekuatan regulasi dan kualitas institusi yang diukur dengan *Worldwide Governance Indicators* (WGI). Pemilihan WGI sebagai variabel pemoderasi didasarkan pada pertimbangan bahwa indikator ini mampu merepresentasikan kualitas tata kelola pemerintahan dan efektivitas institusi publik tingkat negara, yang diyakini berpengaruh memperkuat efektivitas penerapan praktik keberlanjutan.

Dalam sistem penilaiannya, dimensi WGI dinilai menggunakan skala antara -2,5 hingga +2,5. Nilai positif menunjukkan tata kelola yang kuat dan efektif, sedangkan nilai negatif menunjukkan kelemahan dalam sistem pemerintahan. Nilai +2,5 menandakan kualitas tata kelola yang sangat baik dengan ciri pemerintahan stabil, transparan dan efisien. Nilai 0 mencerminkan posisi rata-rata global yang berarti kualitas tata kelola negara tersebut berada di tingkat umum dunia. Sementara nilai -2,5 menggambarkan tata kelola yang sangat lemah, dengan kemungkinan adanya masalah tata kelola dan regulasi.

Penggunaan WGI pada penelitian ini merujuk pada beberapa penelitian terdahulu seperti Luo et al. (2024) menemukan bahwa *regulatory quality* dan *control of corruption* memperkuat hubungan positif antara praktik ESG dan profitabilitas perusahaan. Almustafa et al. (2023) menunjukkan bahwa kualitas tata kelola nasional yang tinggi mampu menekan dampak negatif krisis terhadap kinerja perusahaan di kawasan MENA. Selanjutnya, Abozeid et al. (2025) menemukan

bahwa kualitas institusi yang kuat berhubungan positif dengan pertumbuhan berkelanjutan karena menciptakan lingkungan bisnis yang stabil, transparan dan efisien. Hasil serupa juga diperoleh oleh Natto dan Mokoaleli-Mokoteli (2025) menyatakan bahwa tata kelola eksternal tingkat negara berkontribusi terhadap peningkatan transparansi dan akuntabilitas perusahaan.

Variabel moderasi WGI digunakan untuk menilai sejauh mana variasi kualitas tata kelola antar negara ASEAN mempengaruhi kekuatan hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Sehingga dapat disampaikan bahwa ketika kualitas institusi dan regulasi negara kuat maka hubungan antara praktik ESG dan kinerja perusahaan diharapkan lebih baik.

Pemilihan negara ASEAN sebagai fokus penelitian memberikan konteks empiris yang penting, dikarenakan negara di ASEAN memiliki tingkat variasi kelembagaan dan efektivitas regulasi, mulai dari negara dengan tata kelola yang baik seperti Malaysia, hingga negara dengan institusi lemah seperti Indonesia, Thailand dan Filipina.

3.4.4 Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (*Firm Size*) dan *leverage (Debt to Assets Ratio)*. Kedua variabel ini digunakan untuk mengendalikan pengaruh faktor internal perusahaan yang dapat mempengaruhi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Variabel kontrol penting untuk memastikan hasil estimasi lebih akurat dan tidak terdistorsi oleh karakteristik keuangan perusahaan.

3.4.4.1 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan mencerminkan skala ekonomi dan kapasitas sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan yang berukuran besar menunjukkan kemampuan lebih besar dalam mengelola aset, memperoleh pembiayaan dan menghadapi tekanan pasar dan kelembagaan. Beberapa penelitian seperti Behl et

al. (2022) dan Dasilas dan Karanović (2025) menggunakan pengukuran ini untuk menjelaskan perbedaan kinerja antar perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran yang digunakan untuk ukuran perusahaan adalah logaritma natural dari total aset (*Ln Total Assets*), dikarenakan agar data dapat terdistribusi lebih normal dan perbedaan skala antar perusahaan dapat dibandingkan lebih proporsional.

Berikut adalah pengukuran untuk ukuran perusahaan yang digunakan pada penelitian:

$$\text{SIZE} = \ln \text{Total Assets}$$

3.4.4.2 Leverage

Leverage menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan pembiayaan eksternal dalam struktur modalnya. Rasio ini penting karena mencerminkan tingkat risiko finansial dan stabilitas perusahaan. Beberapa penelitian terdahulu, seperti Reverte et al. (2016) dan Behl et al. (2022) menggunakan *Debt to Assets Ratio*, yaitu rasio antara total kewajiban terhadap total aset, sebagai pengukuran *leverage*. Rasio ini menggambarkan proporsi aset perusahaan yang dibiayai oleh utang dan mencerminkan keseimbangan antara struktur modal dan risiko keuangan perusahaan. Penelitian ini menggunakan pengukuran DR sebagai berikut:

$$\text{DR} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Secara ringkas definisi operasional dan pengukuran variabel disajikan pada Tabel 3.2 Adapun tabel terkait operasional dan pengukuran variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Nama Variabel	Definisi Variabel	Indikator/Pengukuran	Skala	Sumber Pendukung
Variabel Dependen (Y)				
Kinerja Keuangan	Menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari total aset yang dimiliki sebagai ukuran efisiensi operasional dan profitabilitas.	$ROA = \frac{\text{Earnings Before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Total Assets}}$	Rasio	Dasilas dan Karanović (2025)
Kinerja Pasar	Mencerminkan persepsi investor terhadap nilai perusahaan melalui perbandingan antara nilai pasar dan nilai buku aset perusahaan.	$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Cap} + \text{Preferen Stock} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$	Rasio	(Chung dan Pruitt, 1994); (Dasilas & Karanović, 2025)
Variabel Independen (X)				
<i>Environment, Social, and Governance</i> (ESG)	Mengukur kinerja keberlanjutan perusahaan berdasarkan tiga dimensi yaitu lingkungan, sosial, dan tata kelola.	Skor ESG berdasarkan LSEG <i>Refinitiv Eikon</i>	Indeks (0-100)	LSEG <i>Refinitiv Eikon</i> (2025); Dasilas dan Karanović (2025); Yoo dan Managi (2022)
Variabel Pemoderasi				
<i>Worldwide Governance Indicators</i> (WGI)	Menggambarkan kualitas tata kelola publik dan efektivitas institusi negara yang memengaruhi lingkungan bisnis dan penerapan keberlanjutan perusahaan.	Skor <i>Regulatory Quality</i> (RQ) Dengan skor berkisar antara -2,5 sampai +2,5	Indeks	<i>World Bank</i> (2025); Luo et al. (2024); Almustafa et al. (2023)
Variabel Kontrol				
Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>)	Menggambarkan skala ekonomi dan kapasitas sumber daya yang dimiliki perusahaan.	$SIZE = \ln \text{Total Assets}$	Rasio	Dasilas dan Karanović (2025); Behl et al. (2022)
<i>Leverage</i>	Menunjukkan sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh utang yang mencerminkan tingkat risiko keuangan.	$DR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$	Rasio	Abdul Razak et al. (2023); Behl et al. (2022); Reverte et al. (2016)

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data digunakan untuk menguji hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Analisis dilakukan menggunakan pendekatan statistik kuantitatif berbasis regresi data panel, dikarenakan data yang digunakan adalah kombinasi antara data lintas perusahaan dan data waktu. Pendekatan ini dipilih karena mampu menangkap variasi antar perusahaan sekaligus perubahan dalam periode waktu tertentu.

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data penelitian, seperti nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan deviasi standar dari masing-masing variabel. Statistik deskriptif membantu memahami kecenderungan distribusi data, variasi dan kestabilan antar periode untuk variabel penelitian. Menurut Kothari (2011), analisis deskriptif berfungsi untuk menyajikan data penelitian secara ringkas agar pola umum dan karakteristik utama dari sekumpulan data dapat dipahami secara sistematis. Brooks (2019) menjelaskan bahwa statistik deskriptif merupakan langkah awal dalam analisis ekonometrika untuk menilai keakuratan data, mendeteksi kemungkinan penyimpangan ekstrem dan memastikan kesiapan data sebelum dilakukan analisis inferensial atau regresi lebih lanjut.

3.5.2 Analisis Regresi Data Panel

Analisis data panel menggabungkan data *cross section* dan *time series*, sehingga memungkinkan untuk mengamati perubahan antar perusahaan dan antar waktu secara simultan. Dalam pengujian empiris, penelitian ini menggunakan pendekatan *one-period lag* pada variabel independen ESG. Penggunaan *lag* bertujuan untuk mengurangi potensi *reverse causality* dan *endogeneity*, serta mempertimbangkan bahwa dampak implementasi ESG terhadap kinerja perusahaan umumnya tidak terjadi secara langsung pada periode yang sama. Oleh karena itu, variabel ESG

diestimasi menggunakan nilai satu periode sebelumnya. Maka, pada penelitian ini estimasi model analisis regresi data panelnya adalah sebagai berikut:

3.5.2.1 Model Pengaruh ESG terhadap ROA

Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA). Model ini digunakan untuk menguji hipotesis pertama (**H1**), yaitu bahwa ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor energi di ASEAN dengan mempertimbangkan pengaruh ukuran perusahaan dan struktur modal. Model regresi yang digunakan diformulasikan sebagai berikut:

Model 1:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

3.5.2.2 Model Pengaruh ESG terhadap Tobin's Q

Model kedua digunakan untuk menguji pengaruh ESG terhadap kinerja pasar, yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Model ini digunakan untuk menguji hipotesis kedua (**H2**) yaitu bahwa ESG berpengaruh positif terhadap kinerja pasar perusahaan sektor energi di ASEAN. Model regresi yang digunakan diformulasikan sebagai berikut:

Model 2:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

3.5.3 Metode Estimasi Regresi Data Panel

Metode regresi data panel melakukan tiga model pendekatan yaitu, *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM) (Gujarati, 2009), sebagai berikut:

3.5.3.1 *Common Effect Model (CEM)*

Menurut Gujarati (2009) *Common Effect Model (CEM)* merupakan pendekatan yang paling sederhana dalam analisis data panel. Asumsi utama dari model ini adalah bahwa koefisien regresi adalah sama untuk semua unit *cross-section* dan *time series*, yang berarti model ini mengabaikan perbedaan antar individu atau entitas. CEM mirip dengan regresi OLS (*Ordinary Least Squares*) yang diterapkan pada data yang digabungkan (*pooled data*), yang mengintegrasikan dimensi *cross-section* dan *time series*.

3.5.3.2 *Fixed Effect Model (FEM)*

Menurut Gujarati (2009) *Fixed Effect Model (FEM)* merupakan perbedaan antar *cross section* dengan memungkinkan intersep yang berbeda untuk setiap unit. Asumsi dari FEM adalah bahwa intersep setiap unit berkorelasi dengan variabel independen. Model ini menghilangkan pengaruh variabel yang tetap sepanjang waktu tetapi bervariasi antar unit, dan model ini mengestimasi regresi data panel dengan menggunakan teknik penambahan variabel *dummy* melalui metode *Least Square Dummy Variable (LSDV)*.

3.5.3.3 *Random Effect Model (REM)*

Menurut Gujarati (2009), *Random Effect Model (REM)* merupakan perbedaan antar unit, namun dengan pendekatan yang berbeda dari FEM. Asumsi dari REM adalah bahwa intersep setiap unit bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen. Heterogenitas antar unit dimasukkan ke dalam komponen *error*. Metode yang tepat untuk mengakomodasi model REM ini adalah *Generalized Least Square (GLS)*, dengan asumsi bahwa komponen *error* bersifat homoskedastik dan tidak terdapat gejala korelasi *cross-sectional*.

3.5.4 Uji Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

Dalam *software* Stata 17 mempunyai beberapa alat uji yang dapat menyelesaikan dan menemukan metode dan model yang tepat dari ketiga model diatas. Pemilihan model terbaik dilakukan melalui serangkaian uji statistik, yaitu uji *Chow*, uji *Hausman* dan uji *Lagrange Multiplier* (LM) (Brooks, 2019), sebagai berikut:

3.5.4.1 Uji *Chow*

Uji *Chow* dilakukan untuk mengetahui model yang lebih tepat untuk digunakan pada penelitian sebagai metode estimasi dengan membandingkan antara model CEM dengan FEM.

Hipotesis dalam uji *Chow* adalah (Gujarati, 2009):

H0 : *Common Effect Model (CEM)*

H1 : *Fixed Effect Model (FEM)*

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

Jika *Prob Cross-section Chi-Square* > 0,05 : Terima H0

Jika *Prob Cross-section Chi-Square* < 0,05 : Tolak H0

3.5.4.2 Uji *Hausman*

Uji *Hausman* merupakan uji statistik yang digunakan untuk membandingkan FEM dan REM dalam analisis data panel. Hasil uji ini dilakukan untuk menentukan model mana yang lebih tepat dengan memeriksa keberadaan endogenitas dan konsistensi *estimators* (Brooks, 2019). Hipotesis dalam uji Hausman adalah (Gujarati, 2009):

H0: *Random Effect Model (REM)*

H1: *Fixed Effect Model (FEM)*

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

Jika $Prob\ Cross-section\ Random > 0,05$: Terima H_0

Jika $Prob\ Cross-section\ Random < 0,05$: Tolak H_0

3.5.4.3 Uji *Lagrange Multiplier (LM)*

Uji *Lagrange Multiplier (LM)* juga dikenal sebagai *Breusch-Pagan-Godfrey*, adalah uji statistik yang digunakan untuk mendeteksi heteroskedastisitas dalam model regresi. Uji LM dilakukan untuk mengetahui model yang lebih tepat untuk digunakan pada penelitian sebagai metode estimasi dengan membandingkan antara model CEM dan REM. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk menilai apakah REM lebih tepat untuk digunakan daripada model CEM dalam memperhitungkan potensi heteroskedastisitas pada residual (Brooks, 2019). Hipotesis dalam uji LM adalah (Gujarati, 2009):

H_0 : *Common Effect Model (CEM)*

H_1 : *Random Effect Model (REM)*

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

Jika $Prob\ Breusch-Pagan > 0,05$: Terima H_0

Jika $Prob\ Breusch-Pagan < 0,05$: Tolak H_0

3.5.5 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah serangkaian pengujian statistik yang dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi linier memenuhi syarat-syarat dasar dalam analisis regresi. Uji ini penting agar hasil estimasi model regresi linier bersifat *unbiased* (tidak bias), efisien, dan konsisten, sesuai dengan prinsip BLUE (*Best Linear Unbiased Estimation*) pada metode *Ordinary Least Squares (OLS)* (Gujarati, 2009). Uji asumsi klasik mencakup lima aspek utama yaitu normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, autokorelasi, dan linearitas.

Dalam analisis data panel, pengujian dilakukan hanya kepada model *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) yang menerapkan metode *Ordinary Least Squares* (OLS). Sementara itu, untuk model *Random Effect Model* (REM), yang menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS) pengujian asumsi klasik tidak diperlukan (Gujarati, 2009; Badawi et al., 2022). GLS adalah OLS yang diterapkan pada variabel yang telah ditransformasikan dan memenuhi asumsi kuadrat terkecil yang standar.

3.5.5.1 Uji Normalitas

Menurut Gujarati (2009) uji normalitas dalam analisis regresi bertujuan untuk memastikan bahwa *error term (residual)* memiliki distribusi normal. Dalam konteks ini, uji *Jarque-Bera* digunakan untuk mengukur *skewness* (kemiringan) dan *kurtosis* (keruncingan) data, dan membandingkannya dengan distribusi normal. Salah satu pedoman praktis dalam uji normalitas adalah "*central limit theorem*". Teorema ini menyatakan bahwa jika jumlah sampel lebih dari 30, data cenderung berdistribusi normal. Oleh karena itu, uji normalitas sering kali lebih relevan untuk sampel kecil (kurang dari 30 observasi). Jika sampel berjumlah lebih dari 30, umumnya diasumsikan bahwa distribusi *sampling error term* sudah mendekati normal, sehingga uji normalitas formal mungkin tidak diperlukan.

3.5.5.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk memastikan apakah masing-masing variabel bebas dalam model regresi saling berhubungan. Model regresi dianggap baik jika antar variabel bebas tidak memiliki korelasi. Ketentuan nilai mengenai penentuan ada tidaknya multikolinieritas yaitu menggunakan nilai koefisien (Brooks, 2019). Dan uji multikolinieritas dapat terpenuhi jika terdapat nilai koefisien $< 0,85$.

3.5.5.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi mengacu pada masalah terdapatnya korelasi atau hubungan antara *error term* pada sebuah model regresi. Dengan kata lain, masalah terjadinya korelasi antara residual pada titik waktu yang berbeda. Autokorelasi menyebabkan pelanggaran pada asumsi independensi *error term*, yang diperlukan untuk estimasi yang bersifat BLUE (Wooldridge, 2010). Dimana deteksi autokorelasi dapat dilakukan dengan berbasis asumsi sebagai berikut:

H₀ : Tidak ada autokorelasi

H₁ : Ada autokorelasi

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

Jika *p-value* > 0,05 : Terima H₀

Jika *p-value* < 0,05 : Tolak H₀

3.5.5.4 Uji Heterokedastisitas

Heteroskedastisitas mengacu pada *variance* yang tidak sama dari *error term* pada sebuah model regresi. Jika terdapat masalah heteroskedastisitas, terdapat pelanggaran pada asumsi *variance* yang konstan di semua observasi. Hal ini dapat menyebabkan estimasi parameter tidak sesuai dengan konsep BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*) karena estimasi parameter bias dan tidak efisien (Brooks, 2019). Sebuah model regresi dapat dikatakan memiliki model yang baik, jika datanya bersifat homoskedastis. Pengujian heteroskedastisitas dapat menggunakan uji *Glejser* dengan melihat nilai signifikansi, dengan ketentuan hipotesis sebagai berikut (Wooldridge, 2010):

H₀ : Homoskedastisitas

H₁ : Heteroskedastisitas

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

Jika $p\text{-value} > 0,05$: Terima H_0

Jika $p\text{-value} < 0,05$: Tolak H_0

3.5.6 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis merupakan langkah dalam proses penelitian untuk mengetahui tanggapan terhadap keterdukungan atau ketidak terdukungan suatu hipotesis. Tujuan pengujian hipotesis yaitu untuk mengetahui apakah jawaban teoretis dalam suatu pernyataan hipotesis didukung oleh fakta-fakta yang dikumpulkan dan dianalisis selama proses pengujian data. Penelitian ini menggunakan variabel independen skor ESG, dan variabel dependen adalah kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan.

3.5.6.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Gujarati (2009) Koefisien determinasi (R^2) adalah ukuran statistik yang digunakan untuk menilai seberapa baik model regresi dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen. Nilai R^2 berkisar antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang mendekati 0 menunjukkan bahwa variabel-variabel independen hanya memiliki kemampuan yang terbatas dalam menjelaskan variabel dependen. Sebaliknya, nilai R^2 yang mendekati 1 menunjukkan bahwa variabel-variabel independen mampu memberikan hampir semua informasi yang diperlukan untuk memprediksi variabel dependen.

3.5.6.2 Uji F (Kelayakan Model)

Menurut Gujarati (2009) Uji F dilakukan untuk menguji kelayakan model penelitian secara simultan. Model penelitian dinyatakan layak digunakan apabila nilai probabilitas (*Sig.*) lebih kecil dari tingkat signifikansi ($\alpha=0,05$). Sebaliknya,

apabila nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha=0,05$), maka model penelitian dinyatakan tidak layak digunakan.

3.5.6.3 Uji t

Menurut (Gujarati, 2009) Uji t statistik digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah setiap variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Pengambilan keputusan dalam uji t dilakukan berdasarkan nilai probabilitas (*Sig.*). Jika nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi ($\alpha=0,05$), maka variabel independen dinyatakan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, jika nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha=0,05$), maka variabel independen dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.7 Pengujian *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Moderated Regression Analysis (MRA) adalah teknik analisis statistik yang digunakan untuk menilai efek moderasi, yaitu ketika suatu variabel ketiga (moderator) mempengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen. MRA sangat berguna dalam memahami bagaimana kondisi atau faktor tertentu dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara dua variabel lain dalam model regresi (Gujarati, 2009). Jika koefisien variabel interaksi signifikan, maka variabel moderator memoderasi hubungan antara independen dan dependen. Nilai positif atau negatif dari koefisien menunjukkan apakah moderasi memperkuat atau memperlemah hubungan antara independen dan dependen.

Dalam pengujian empiris, penelitian ini juga menggunakan pendekatan *one-period lag* pada variabel ESG dan variabel moderasi untuk mengurangi potensi *reverse causality* dan *endogeneity*, serta mempertimbangkan bahwa pengaruh implementasi ESG dan kualitas tata kelola pemerintahan terhadap kinerja

perusahaan umumnya tidak terjadi secara langsung pada periode yang sama. Oleh karena itu, variabel ESG, WGI, dan variabel interaksi diestimasi menggunakan nilai satu periode sebelumnya. Dalam penelitian ini, model MRA yang digunakan adalah sebagai berikut:

3.5.7.1 Model Moderasi WGI terhadap Hubungan ESG dan ROA

Model ketiga ini digunakan untuk menguji pengaruh moderasi WGI terhadap hubungan antara ESG dan kinerja keuangan (ROA). Model ini digunakan untuk menguji hipotesis ketiga (**H3**) yaitu bahwa WGI memperkuat pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor energi di ASEAN dengan mempertimbangkan pengaruh ukuran perusahaan dan struktur modal. Model regresi yang digunakan diformulasikan sebagai berikut:

Model 3:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 WGI_{c,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} \times WGI_{c,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

3.5.7.2 Model Moderasi WGI terhadap Hubungan ESG dan Tobin's Q

Model keempat ini digunakan untuk menguji pengaruh moderasi WGI terhadap hubungan antara ESG dan kinerja pasar (Tobin's Q). Model ini digunakan untuk menguji hipotesis keempat (**H4**) yaitu bahwa WGI memperkuat pengaruh ESG terhadap kinerja pasar perusahaan sektor energi di ASEAN dengan mempertimbangkan pengaruh ukuran perusahaan dan struktur modal. Model regresi yang digunakan diformulasikan sebagai berikut:

Model 4:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 WGI_{c,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} \times WGI_{c,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

BAB V.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan pada perusahaan sektor *environmentally sensitive industries* di kawasan ASEAN periode 2020-2024 terkait pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan dengan kualitas tata kelola pemerintahan sebagai variabel moderasi, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA). Hasil ini menunjukkan bahwa implementasi ESG belum mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan secara signifikan.
2. ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja pasar perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q. Temuan ini menunjukkan bahwa implementasi ESG belum menjadi faktor yang secara konsisten mempengaruhi penilaian pasar terhadap perusahaan.
3. Kualitas tata kelola pemerintahan yang diukur menggunakan *Worldwide Governance Indicators* (WGI) tidak mampu memoderasi pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas tata kelola pemerintahan belum memperkuat maupun memperlemah hubungan antara ESG dan profitabilitas perusahaan.
4. Kualitas tata kelola pemerintahan yang diukur menggunakan *Worldwide Governance Indicators* (WGI) tidak mampu memoderasi pengaruh ESG

terhadap kinerja pasar perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas tata kelola pemerintahan belum mempengaruhi hubungan antara ESG dan penilaian pasar terhadap perusahaan.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil penelitian, yaitu sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan maupun kinerja pasar perusahaan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa penelitian belum sepenuhnya mampu menangkap dampak jangka panjang implementasi ESG terhadap penciptaan nilai perusahaan. ESG merupakan strategi yang bersifat *gradual* dan berorientasi jangka panjang, sehingga pengaruhnya terhadap profitabilitas dan respon pasar kemungkinan memerlukan periode observasi yang lebih panjang dibandingkan rentang waktu penelitian ini.
2. Ketidaksignifikanan pengaruh ESG juga dapat dipengaruhi oleh penggunaan satu sumber pengukuran ESG, yaitu LSEG *Refinitiv Eikon*. Perbedaan metodologi penilaian antar lembaga pemeringkat ESG memungkinkan adanya variasi hasil pengukuran yang dapat mempengaruhi konsistensi hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian masih sangat dipengaruhi oleh pendekatan pengukuran ESG yang digunakan.
3. Hasil moderasi menunjukkan bahwa kualitas tata kelola negara belum mampu memperkuat hubungan ESG dan kinerja perusahaan secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan satu dimensi WGI, yaitu *Regulatory Quality* (RQ), belum sepenuhnya mampu merepresentasikan keseluruhan kualitas kelembagaan negara dalam menjelaskan efektivitas implementasi ESG di kawasan ASEAN.
4. Penelitian ini hanya menggunakan indikator ROA dan Tobin's Q untuk merepresentasikan kinerja perusahaan. Penggunaan indikator tersebut belum sepenuhnya mampu menangkap seluruh konsekuensi ekonomi dan pasar dari

implementasi ESG, terutama yang berkaitan dengan risiko perusahaan, efisiensi biaya modal, maupun keberlanjutan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

5. Penelitian ini berfokus pada perusahaan sektor *environmentally sensitive industries* di kawasan ASEAN, sehingga hasil penelitian masih sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri dan kondisi kelembagaan masing-masing negara. Perbedaan tingkat kematangan regulasi ESG, kualitas pelaporan keberlanjutan, serta karakteristik pasar modal antar negara ASEAN memungkinkan munculnya respon ESG yang tidak homogen dalam penelitian ini.

5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan yang telah diuraikan, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan periode observasi yang lebih panjang agar mampu menangkap dampak jangka panjang implementasi ESG terhadap kinerja keuangan maupun kinerja pasar perusahaan secara lebih komprehensif.
2. Penelitian berikutnya dapat menggunakan alternatif pengukuran ESG dari berbagai lembaga pemeringkat, seperti *MSCI*, *Bloomberg*, atau *Sustainalytics* untuk membandingkan konsistensi pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan dan memperoleh hasil yang lebih *robust*.
3. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan dimensi kelembagaan lain dalam *Worldwide Governance Indicators* (WGI), seperti *rule of law*, *government effectiveness*, atau *control of corruption*, agar pengaruh kualitas tata kelola negara terhadap hubungan ESG dan kinerja perusahaan dapat dianalisis secara lebih mendalam.
4. Penelitian berikutnya dapat menambahkan indikator kinerja perusahaan lain, seperti *Return on Equity* (ROE), *cost of capital*, *firm risk*, maupun *firm value* jangka panjang untuk memperoleh gambaran yang lebih luas mengenai dampak implementasi ESG terhadap perusahaan.

5. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas cakupan negara maupun sektor industri agar dapat membandingkan efektivitas implementasi ESG pada karakteristik kelembagaan dan tingkat perkembangan pasar yang berbeda, baik di kawasan ASEAN maupun di luar ASEAN.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Razak, L., Ibrahim, M. H., & Ng, A. (2023). Environment, social and governance (ESG) performance and CDS spreads: The role of country sustainability. *Journal of Risk Finance*, 24(5), 585–613. <https://doi.org/10.1108/JRF-10-2022-0278>
- Abozeid, H. O., Elamer, A. A., & Attia, E. F. (2025). Institutional Quality and Sustainable Firm Growth: Evidence From North African Countries. *Sustainable Development*, 33(3), 4380–4392. <https://doi.org/10.1002/sd.3339>
- Aini, R., & Yafiz, M. (2025). Islamic Financial Trust as a Moderating Force Between Development Pressures and Environmental Harm in the Age of Social Value Exchange. *Journal of Social Commerce*, 5(2), 233–250.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albitar, K., & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(3), 429–444. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Alexander, J.G. and Buchholz, R. A. (1978). Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal*, 21, 479–486. <https://doi.org/10.5465/255728>
- Alhawaj, A., Buallay, A., & Abdallah, W. (2023). Sustainability reporting and energy sectorial performance: developed and emerging economies. *International Journal of Energy Sector Management*, 17(4), 739–760. <https://doi.org/10.1108/IJESM-10-2020-0020>
- Almustafa, H., Nguyen, Q. K., Liu, J., & Dang, V. C. (2023). The impact of COVID-19 on firm risk and performance in MENA countries: Does national governance quality matter? *PLoS ONE*, 18(2 February), 1–24. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0281148>
- Alregab, H. (2022). The Role of Environmental, Social, and Governance Performance on Attracting Foreign Ownership: Evidence from Saudi Arabia. *Sustainability (Switzerland)*, 14(23). <https://doi.org/10.3390/su142315626>
- Anderson, J. C., & Frankle, A. W. (1980). Voluntary Social Reporting : Analysis An Iso- Beta Portfolio. *The Accounting Review*, 7, 467–479.
- Andersson, E., Hoque, M., Rahman, M. L., Uddin, G. S., & Jayasekera, R. (2022). ESG investment: What do we learn from its interaction with stock, currency and commodity markets? *International Journal of Finance and Economics*, 27(3), 3623–3639. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2341>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental,

- social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Badawi, A., Jacob, J., Kadarisman, S., Siahaan, A., Nuraini, A., Vikaliana, R., Taufik, U., & Rohana, H. (2022). *Riset Terapan Dengan Aplikasi Stata* (1st ed.). WIDINA MEDIA UTAMA.
- Bătae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L. (2021a). The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study. *Journal of Cleaner Production*, 290. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125791>
- Bătae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L. (2021b). The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study. *Journal of Cleaner Production*, 190. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125791>
- Becchetti, L., & Ciciretti, R. (2009). Corporate social responsibility and stock market performance. *Applied Financial Economics*, 19(16), 1283–1293. <https://doi.org/10.1080/09603100802584854>
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*. (Fourth Edi). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.13911>
- Cameron, A. & Miller, D. (2015). A Practitioner ' s Guide to Cluster-Robust Inference. *Journal of Human Resources*, 50, 317–372.
- Candio, P. (2024). The effect of ESG and CSR attitude on financial performance in Europe: A quantitative re-examination. *Journal of Environmental Management*, 354(February), 120390. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.120390>
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4 No. 4, 497–505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345(August), 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Chung;Pruitt. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Cojoianu, T. F., Ascu, F., Clark, G. L., Hoepner, A. G. F., & Wójcik, D. (2021). Does the fossil fuel divestment movement impact new oil and gas fundraising? *Journal of Economic Geography*, 21(1), 141–164. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbaa027>
- Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? . *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 76–93. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.076>

- Cottrill, M. T. (1990). Corporate social responsibility and the marketplace. *Journal of Business Ethics*, 9, 723–729. <https://doi.org/10.1007/bf00386355>
- Cowen, S. S., Ferreri, L. B., & Parker, L. D. (1987). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 12(2), 111–122. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(87\)90001-8](https://doi.org/10.1016/0361-3682(87)90001-8)
- Dasilas, A., & Karanović, G. (2025). The role of ESG in high-pollution industries: implications for market and financial performance. *Journal of Risk Finance*, 410–427. <https://doi.org/10.1108/JRF-08-2024-0249>
- Dimaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism And Collective Rationality In Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Eccles, R. G., Krzus, M. P., & Ribot, S. (2015). Meaning and Momentum in the Integrated Reporting Movement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 8–17. <https://doi.org/10.1111/jacf.12113>
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially Responsible Firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585–606. <http://ssrn.com/abstract=2464561> Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2464561>
- Freeman R. Edward. (1984). *Management A Stakeholder Approach*.
- Fu, C., Indiran, L., & Kohar, U. H. A. (2024). CEO Power and Environmental, Social, Governance (ESG): A Systematic Review. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 14(3), 597–616. <https://doi.org/10.6007/ijarbss/v14-i3/20307>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Gracia, O., & Siregar, S. V. (2021). Sustainability practices and the cost of debt: Evidence from ASEAN countries. *Journal of Cleaner Production*, 300, 126942. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126942>
- Gujarati, Damodar N., Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (Fifth Edit). McGraw-Hill.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (Fourth Edi). McGraw-Hill.
- J.P. Walsh, J. D. M. (2003). Misery Loves Companies : Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268–305.
- Kothari. (2011). A “missing” family of classical orthogonal polynomials. In *Journal of Physics A: Mathematical and Theoretical* (Vol. 44, Issue 8). <https://doi.org/10.1088/1751-8113/44/8/085201>
- Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y., & Zhong, R. (2024). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1795–1847. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12548>
- Kwak, S. G., & Kim, J. H. (2017). Central limit theorem: the cornerstone of modern statistics. *Korean Journal of Anesthesiology*, April(70 (2)), 144–156.
- Luo, Z., Li, Y., Nguyen, L. T., Jo, I., & Zhao, J. (2024). The Moderating Role of Country Governance in the Link between ESG and Financial Performance: A Study of Listed Companies in 58 Countries. *Sustainability (Switzerland)*, 16(13). <https://doi.org/10.3390/su16135410>

- Maji, S. G., & Lohia, P. (2023). Environmental, social and governance (ESG) performance and firm performance in India. *Society and Business Review*, 18(1), 175–194. <https://doi.org/10.1108/SBR-06-2022-0162>
- McMichael, H. (2015). *Bulletin of Indonesian Economic Studies The Lapindo mudflow disaster: environmental , infrastructure and economic impact. March*, 37–41. <https://doi.org/10.1080/00074910902836189>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200005\)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200005)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3)
- Meyer, J. W., Rowan, B., Meyer, J. W., & Rowan, B. (2021). “Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony”, *American Journal of Sociology*, 83, pp. 340-63. *Organizational Sociology*, 83(2), 493–516. <https://doi.org/10.4324/9781315247533-33>
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22(February), S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
- Natto, D., & Mokoaleli-Mokoteli, T. (2025). Short- and long-term impact of governance on firm performance in emerging and developed economies: a comparative analysis. *International Journal of Disclosure and Governance*, 22(3), 831–848. <https://doi.org/10.1057/s41310-024-00271-2>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). 57-orlitzky2003-Social & Financial performance-Meta Analysis.pdf. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Paleka, H., Karanović, G., & Štambuk, A. (2023). The Direct And Moderating Effect Of Sociodemographic Variables On Tax Compliance Behaviour. *South East European Journal of Economics and Business*, 18(2), 34–48. <https://doi.org/10.2478/jeb-2023-0017>
- Ramírez-Orellana, A., Martínez-Victoria, Mc. C., García-Amate, A., & Rojo-Ramírez, A. A. (2023). Is the corporate financial strategy in the oil and gas sector affected by ESG dimensions? *Resources Policy*, 81(January), 103303. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2023.103303>
- Reverte, C., Gómez-Melero, E., & Cegarra-Navarro, J. G. (2016). The influence of corporate social responsibility practices on organizational performance: Evidence from Eco-Responsible Spanish firms. *Journal of Cleaner Production*, 112(May), 2870–2884. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.09.128>
- Rojo-Suárez, J., & Alonso-Conde, A. B. (2023). Short-run and long-run effects of ESG policies on value creation and the cost of equity of firms. *Economic Analysis and Policy*, 77, 599–616. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.12.017>
- S.A. Waddock, S. B. G. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Manajemen Journal*, 18(4), 303–319.
- Sahut, J.-M., & Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG Impact on Market Performance of Firms: International Evidence. *Management International*, 19(2), 40–63. <https://doi.org/10.7202/1030386ar>
- Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2022). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European

- food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471–2489. <https://doi.org/10.1002/bse.3259>
- Seifert, B., Morris, S. A., Bartkus, B. R., & Bartkus, R. (2003). Comparing big givers and small givers: Correlates of corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 45(3), 195–211. <https://doi.org/10.1023/A:1024199411807>
- Sheldon, O. (1923). *The Philosophy of Management: Vol. 1st ed.* Pitman.
- Suttipun, M., & Yordudom, T. (2022). Impact of environmental, social and governance disclosures on market reaction: an evidence of Top50 companies listed from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3–4), 753–767. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0377>
- Turban, D.B. and Greening, D. W. (1996). Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness To Prospective Employees. *Academy of Management Journal*, 40(3), 658–672. <https://doi.org/10.2307/257057>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2013). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162(20), 1607–1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Wooldridge, J. M. (2010). Second Edition Second Edition. In *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Second Edi, Issue June). The MIT Press.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, 44(April), 102108. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102108>
- Zhang, X., Ma, L., & Zhang, M. (2024). Investor Perception of ESG Performance: Examining Investment Intentions in the Chinese Stock Market with Social Self-Efficacy Moderation. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm17040166>
- Zulhijriah, et al. (2009). *Juridical Analysis of the Impact of the Lapindo Mudflow in Sidoarjo on the Surrounding Environment from the Perspective of Law Number 32 of 2009 concerning Environmental Protection and Management Analisis Yuridis Dampak Lumpur Lapindo di Sidoarjo Terhadap. 32.*