

# Analisis pengaruh kinerja ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan moderasi kekuatan CEO: Bukti empiris dari pasar Indonesia

Noor Endah Cahyawati\*, Nayaka Zaqy Hafidz Hidayat

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia

\*Corresponding Email addresses: [noor.endah@uui.ac.id](mailto:noor.endah@uui.ac.id)

## Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap kinerja keuangan perusahaan, dengan mempertimbangkan kekuatan *Chief Executive Officer* (CEO Power) sebagai variabel moderasi berdasarkan perspektif Stakeholder Theory dan Legitimacy Theory. Kinerja ESG diukur melalui skor lingkungan (ENS), sosial (SOS), dan tata kelola (GS) dari Refinitiv ESG database, sementara CEO Power diperkirakan melalui masa jabatan CEO. Kinerja keuangan diperkirakan menggunakan Tobin's Q dan dianalisis menggunakan regresi data panel dengan pendekatan Fixed Effect Model pada 85 observasi perusahaan publik di Indonesia selama 2015–2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja tata kelola dan skor ESG agregat berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, sedangkan kinerja lingkungan dan sosial tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Selain itu, CEO Power tidak terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan kinerja keuangan. Temuan ini menunjukkan bahwa tata kelola merupakan pilar ESG yang paling responsif terhadap penilaian pasar, sementara implementasi lingkungan dan sosial masih belum terintegrasi secara strategis. Penelitian ini memberikan kontribusi empiris dalam memperkuat pemahaman mengenai efektivitas ESG di pasar negara berkembang serta menegaskan bahwa kualitas governance memiliki peran dominan dalam membentuk persepsi investor terhadap nilai perusahaan.

**Kata kunci:** ESG, kinerja keuangan, CEO power, corporate governance, Tobin's Q

## PENDAHULUAN

Dalam beberapa dekade terakhir, isu keberlanjutan telah menjadi pusat perhatian dalam dunia bisnis dan investasi global. Kerangka *Environmental, Social, and Governance* (ESG) muncul sebagai standar evaluasi strategis yang tidak hanya menilai keberhasilan finansial, tetapi juga akuntabilitas lingkungan, kepedulian sosial, dan praktik tata kelola perusahaan yang transparan dan bertanggung jawab (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Di tengah dinamika global tersebut, negara-negara berkembang, termasuk Indonesia, mengalami transisi menuju adopsi ESG yang lebih terstruktur dan sistematis, meskipun dengan tantangan struktural seperti rendahnya tekanan regulasi, ketimpangan kualitas pengungkapan, dan keterbatasan kapasitas internal perusahaan (Ningwati et al., 2022).

Penelitian mengenai *Environmental, Social, and Governance* (ESG) telah banyak dilakukan di beberapa negara, namun demikian temuan empiris di negara berkembang seperti Indonesia masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Beberapa studi menemukan bahwa ESG dapat meningkatkan kinerja keuangan dan reputasi perusahaan (Velte, 2020; Behl et al., 2022), tetapi studi lain menyimpulkan bahwa hanya dimensi tertentu, seperti governance, yang berpengaruh, sementara dimensi lingkungan dan sosial sering kali tidak signifikan (Zahroh & Hersugondo, 2021; Khairunnisa & Widiastuty, 2023). Selain itu, sebagian besar penelitian sebelumnya tidak membedakan pengaruh masing-masing pilar ESG, sehingga sulit untuk mengidentifikasi dimensi mana yang paling relevan bagi pasar Indonesia. Research gap semakin terlihat karena peran kepemimpinan strategis, khususnya kekuatan CEO, jarang diintegrasikan dalam hubungan ESG–kinerja keuangan, padahal teori kepemimpinan strategis dan *upper echelons* menekankan pengaruh signifikan karakteristik eksekutif terhadap keputusan keberlanjutan. Dengan demikian, terdapat kebutuhan penelitian yang secara

simultan memisahkan pengaruh setiap dimensi ESG dan menguji dinamika kekuatan CEO sebagai variabel moderasi dalam konteks pasar negara berkembang.

Penelitian ini menawarkan kontribusi empiris yang signifikan dengan dua kebaruan utama. Pertama, penelitian ini secara eksplisit memisahkan dan menganalisis pengaruh masing-masing dimensi ESG (Environmental, Social, dan Governance) terhadap dua indikator utama kinerja keuangan, yaitu Return on Assets (ROA) dan Tobin's Q. Kedua, studi ini mengintegrasikan kekuatan Chief Executive Officer (CEO)—yang diproksi melalui masa jabatan—sebagai variabel moderasi untuk mengevaluasi apakah kepemimpinan strategis dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Pendekatan ini belum banyak dilakukan dalam konteks perusahaan publik di Indonesia.

Penelitian ini memberikan kontribusi dalam tiga aspek utama. Dari sisi teoritis, riset ini memperkaya literatur ESG dengan menggabungkan kerangka teori legitimasi, teori stakeholder, dan teori agensi dalam menjelaskan keterkaitan ESG, kekuatan CEO, dan kinerja perusahaan. Dari sisi praktis, temuan penelitian ini dapat digunakan oleh manajemen perusahaan sebagai dasar untuk mengalokasikan sumber daya keberlanjutan secara lebih strategis. Sementara dari sisi kebijakan, penelitian ini mendukung penguatan regulasi pengungkapan ESG dan tata kelola eksekutif yang seimbang, khususnya dalam konteks emerging markets seperti Indonesia.

Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya mengisi celah dalam literatur ESG di negara berkembang, tetapi juga memberikan wawasan aplikatif bagi perusahaan dan regulator dalam mendorong pencapaian kinerja keuangan yang berkelanjutan.

## TINJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Tinjauan Literatur

Penelitian ini mengintegrasikan teori legitimasi dan teori stakeholder untuk menjelaskan bagaimana kinerja ESG memengaruhi nilai perusahaan serta bagaimana kekuatan CEO memoderasi hubungan tersebut. Teori legitimasi berpendapat bahwa perusahaan mengadopsi praktik ESG untuk memperoleh legitimasi sosial, yang pada akhirnya dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan (Suchman, 1995; Deegan, 2002). Teori stakeholder melengkapi pandangan ini dengan menyatakan bahwa kinerja ESG yang baik mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menyeimbangkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan, yang berpotensi mengurangi konflik, menurunkan biaya modal, dan meningkatkan efisiensi operasional (Freeman, 1984; El Ghoul et al., 2011; Eccles et al., 2014).

Namun demikian, efektivitas inisiatif ESG dalam menciptakan nilai perusahaan dapat sangat dipengaruhi oleh dinamika kekuatan CEO. CEO yang memiliki kekuasaan besar dan berorientasi pada kepentingan stakeholder cenderung mampu memanfaatkan otoritasnya untuk mengimplementasikan praktik ESG yang substantif, sekaligus meningkatkan legitimasi organisasi. Hal ini dapat memperkuat pengaruh positif ESG terhadap nilai perusahaan (Jiraporn & Chintrakarn, 2013). Sebaliknya, kekuatan CEO yang berlebihan dapat menimbulkan fenomena “managerial entrenchment”, yaitu ketika CEO menggunakan praktik ESG secara simbolik untuk membangun citra positif semata, tanpa memberikan kontribusi nyata terhadap penciptaan nilai perusahaan (Cespa & Cestone, 2007; Menla Ali et al., 2024).

Meskipun kajian mengenai ESG dan nilai perusahaan terus berkembang, bukti empiris terkait peran moderasi kekuatan CEO dalam hubungan tersebut masih terbatas, terutama di pasar negara berkembang seperti Indonesia yang memiliki konteks kelembagaan berbeda dibandingkan negara maju (Ab Aziz et al., 2025). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan tersebut dengan mengkaji apakah kekuatan CEO memperkuat atau justru melemahkan pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik yang terdaftar di Indonesia.

### Pengembangan Hipotesis

Menurut *Legitimacy Theory*, perusahaan meningkatkan kinerja lingkungan untuk memperoleh sosial sehingga meningkatkan kepercayaan publik dan menurunkan risiko reputasi negatif. Dalam kerangka *Stakeholder Theory*, kinerja lingkungan dipandang sebagai bentuk pemenuhan ekspektasi stakeholder terhadap praktik bisnis berkelanjutan. Secara empiris, studi Buallay (2019) dan Zhu et al.

(2022) menunjukkan bahwa aktivitas lingkungan yang efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui efisiensi operasional, pengurangan biaya energi, serta perbaikan citra perusahaan. Oleh karena itu, peningkatan skor lingkungan berpotensi meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

H1: Kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, dimensi sosial mencerminkan upaya perusahaan memenuhi hak dan kepentingan karyawan, komunitas, dan pelanggan sehingga dapat meningkatkan hubungan jangka panjang dan kepercayaan stakeholder. *Legitimacy Theory* juga menyatakan bahwa investasi sosial membantu perusahaan memperoleh dukungan sosial yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasinya. Secara empiris, penelitian Melinda dan Wardhani (2020) serta Khairunnisa dan Widiastuty (2023) menemukan bahwa praktik sosial yang kuat mampu meningkatkan reputasi dan loyalitas stakeholder. Dengan demikian, komitmen sosial perusahaan diperkirakan memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan.

H2: Kinerja sosial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, tata kelola yang baik mencerminkan komitmen perusahaan untuk melindungi kepentingan stakeholder melalui transparansi, akuntabilitas, dan mekanisme pengawasan yang efektif. Governance yang kuat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi kekhawatiran atas potensi tindakan oportunistik manajemen. Sementara itu, *Legitimacy Theory* menjelaskan bahwa praktik tata kelola yang baik membantu perusahaan mempertahankan legitimasi di mata publik, regulator, dan pasar, sehingga memperkuat reputasi dan meminimalkan risiko sanksi atau ketidakpercayaan. Secara empiris, penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa governance merupakan dimensi ESG yang paling konsisten berhubungan positif dengan kinerja keuangan. Velté (2019) menemukan bahwa perusahaan dengan tata kelola kuat cenderung memiliki nilai pasar lebih tinggi, sementara Khairunnisa & Widiastuty (2023) menegaskan bahwa investor Indonesia semakin memperhatikan praktik tata kelola dalam menilai kualitas keberlanjutan perusahaan. Berdasarkan landasan teori dan bukti empiris tersebut, perusahaan dengan skor tata kelola yang lebih tinggi diperkirakan memiliki kinerja keuangan yang lebih baik.

H3: Kinerja tata kelola berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dalam kerangka *Stakeholder Theory*, skor ESG yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memenuhi ekspektasi pelanggan, pemerintah, komunitas, dan investor terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan. Upaya yang konsisten di ketiga dimensi — lingkungan, sosial, dan tata kelola — memperkuat kepercayaan stakeholder dan meningkatkan persepsi pasar atas kualitas manajemen risiko perusahaan. Menurut *Legitimacy Theory*, pengungkapan dan implementasi ESG secara agregat membantu perusahaan memperoleh legitimasi sosial, karena publik memandang perusahaan yang memperhatikan keberlanjutan sebagai organisasi yang bertanggung jawab dan layak dipercaya. Studi internasional oleh Behl et al. (2022) dan Yoo & Managi (2022) menemukan bahwa skor ESG agregat berpengaruh positif pada penilaian pasar. Penelitian regional seperti Maulana et al. (2023) juga menunjukkan bahwa pasar Asia Tenggara semakin menghargai komitmen ESG agregat. Oleh karena itu, skor ESG secara keseluruhan diperkirakan meningkatkan kinerja keuangan.

H4: Skor ESG secara agregat berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, implementasi strategi lingkungan diperlukan untuk memenuhi kepentingan masyarakat, regulator, dan konsumen yang semakin menuntut praktik ramah lingkungan. Sementara *Legitimacy Theory* berpendapat bahwa perusahaan meningkatkan performa lingkungan untuk memperoleh validitas sosial, memperbaiki reputasi, dan mengurangi risiko citra negatif. Namun, efektivitas strategi lingkungan sangat dipengaruhi oleh komitmen dan kekuatan eksekutif puncak. CEO dengan kekuatan besar dapat memperkuat sinyal keberlanjutan melalui dukungan strategis dan alokasi sumber daya yang lebih tegas. Penelitian Javeed & Lefen (2019) dan Li et al. (2023) menunjukkan bahwa kepemimpinan kuat mempercepat implementasi strategi keberlanjutan dan meningkatkan efisiensi komunikasi sinyal ESG kepada investor. Karena itu, CEO

Power diperkirakan memperkuat hubungan antara kinerja lingkungan dan kinerja keuangan. H5: CEO Power memperkuat pengaruh kinerja lingkungan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Menurut *Stakeholder Theory*, perusahaan yang unggul dalam aspek sosial, seperti perlindungan pekerja, hubungan komunitas, serta praktik keberagaman, dianggap lebih mampu menciptakan hubungan jangka panjang yang bernilai dengan stakeholder, sehingga meningkatkan stabilitas pendapatan dan kinerja finansial. *Legitimacy Theory* menegaskan bahwa aktivitas sosial menguatkan persepsi masyarakat bahwa perusahaan beroperasi dengan nilai-nilai etis sehingga memperkuat legitimasi sosial. Namun, keberhasilan implementasi strategi sosial sangat bergantung pada kapasitas CEO dalam mendorong dan memprioritaskan program sosial tersebut. CEO yang memiliki kekuasaan tinggi dapat memastikan penerapan yang konsisten dan terintegrasi dengan strategi bisnis perusahaan. Temuan Amiraslani et al. (2024) menunjukkan bahwa kepemimpinan kuat meningkatkan efektivitas inisiatif sosial. Dengan demikian, CEO Power diperkirakan memperkuat hubungan kinerja sosial kinerja keuangan.

H6: CEO Power memperkuat pengaruh kinerja sosial terhadap kinerja keuangan perusahaan.

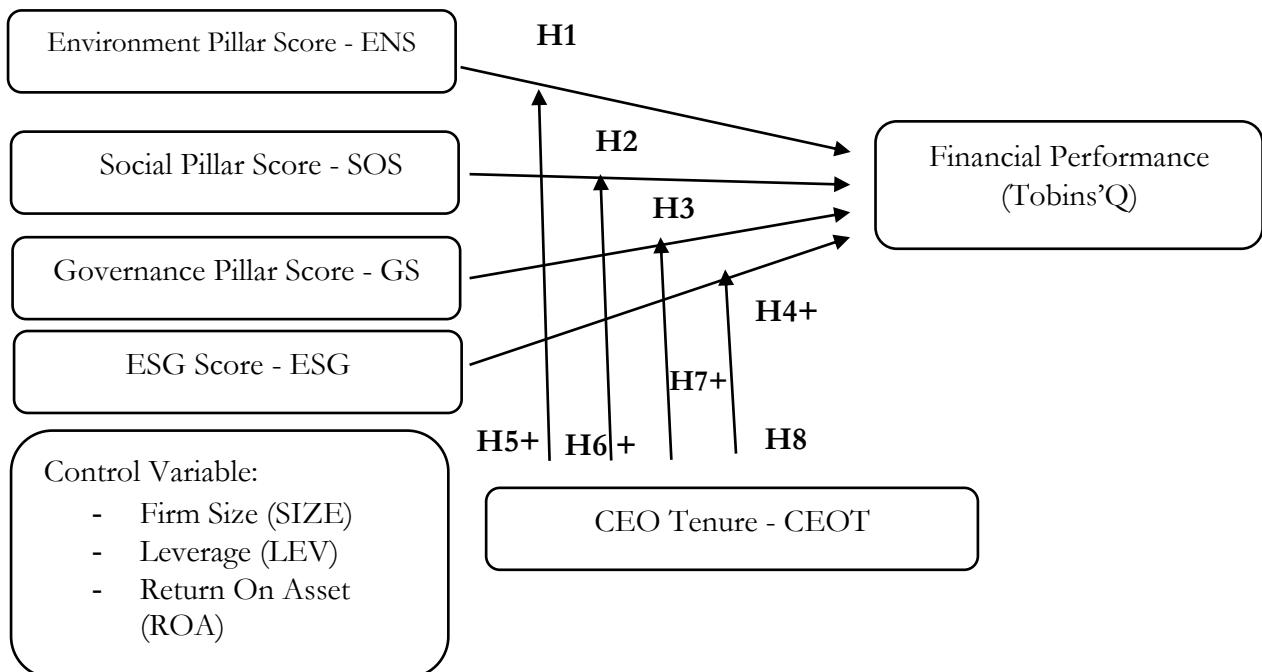
*Stakeholder Theory* menyatakan bahwa tata kelola yang baik merupakan mekanisme utama untuk memastikan keadilan dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan kredibilitas perusahaan. Sementara *Legitimacy Theory* menekankan bahwa governance yang kuat meningkatkan legitimasi institusional dan kepatuhan terhadap norma sosial serta regulasi. CEO dengan kekuatan besar dapat memainkan peran penting dalam memperkuat implementasi governance, seperti meningkatkan transparansi, memperbaiki kontrol internal, dan memastikan bahwa prosedur tata kelola dijalankan secara menyeluruh. Studi Maulana et al. (2023) dan Li et al. (2023) menunjukkan bahwa dukungan pemimpin eksekutif memperkuat dampak governance terhadap kinerja finansial. Karena itu, CEO Power diperkirakan memperkuat hubungan kinerja governance dengan kinerja keuangan.

H7: CEO Power memperkuat pengaruh kinerja tata kelola terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Skor ESG agregat mencerminkan komitmen perusahaan dalam memenuhi ekspektasi stakeholder terhadap keberlanjutan. Berdasarkan *Stakeholder Theory*, perusahaan yang melaksanakan praktik ESG secara konsisten meningkatkan hubungan dengan pelanggan, investor, dan komunitas, sehingga meningkatkan nilai jangka panjang. Dalam perspektif *Legitimacy Theory*, skor ESG yang tinggi membantu perusahaan memperoleh legitimasi publik karena dianggap sebagai organisasi yang bertanggung jawab dan sesuai dengan norma sosial. CEO yang memiliki pengaruh kuat dapat mempercepat implementasi ESG, meningkatkan kualitas pengungkapan, serta memastikan integrasi ESG dalam strategi bisnis. Behl et al. (2022) serta Yoo & Managi (2022) menemukan bahwa komitmen keberlanjutan lebih efektif ketika didukung oleh kepemimpinan yang kuat. Oleh karena itu, CEO Power diperkirakan memperkuat pengaruh ESG agregat terhadap kinerja keuangan. H8: CEO Power memperkuat pengaruh ESG secara agregat terhadap kinerja keuangan perusahaan.

## Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dalam penelitian ini menggambarkan hubungan antara kinerja Environmental, Social, and Governance (ESG) dengan kinerja keuangan perusahaan, dengan kekuatan CEO sebagai variabel moderasi. Setiap dimensi ESG—lingkungan, sosial, dan tata kelola—dihipotesiskan memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, kekuatan CEO diharapkan dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh tersebut. Kerangka ini merefleksikan integrasi antara teori stakeholder, teori legitimasi, dan teori agensi dalam menjelaskan bagaimana praktik keberlanjutan dan karakteristik kepemimpinan saling berinteraksi dalam memengaruhi hasil kinerja perusahaan, khususnya di Indonesia. Kerangka konseptual ini ditampilkan pada Gambar 1 berikut.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis data panel untuk menguji pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) serta kekuatan Chief Executive Officer (CEO) terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini bersifat eksplanatori, karena bertujuan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel independen dan dependen, serta menguji peran moderasi CEO dalam memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari sumber-sumber yang telah dipublikasikan, seperti laporan tahunan, laporan keberlanjutan (sustainability report), dan laporan keuangan perusahaan yang tersedia di situs resmi Bursa Efek Indonesia dan Refinitiv Thomson Reuters. Periode observasi yang digunakan adalah selama lima tahun, yaitu dari tahun 2015 hingga 2019.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel ditentukan dengan metode purposive sampling berdasarkan kriteria berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2015–2019.
2. Perusahaan yang memperoleh skor ESG dari database Refinitiv.
3. Perusahaan yang secara konsisten menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan lengkap selama periode pengamatan.
4. Perusahaan yang memiliki data lengkap terkait variabel keuangan dan karakteristik CEO.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sebanyak 17 perusahaan yang memenuhi kriteria dan digunakan sebagai sampel penelitian, dengan total observasi panel selama lima tahun sebanyak 85 observasi.

Periode yang dipilih yaitu tahun 2015–2019 dipertimbangkan untuk memastikan stabilitas data serta menghindari potensi distorsi akibat pandemi COVID-19 yang mulai berdampak pada pasar sejak tahun 2020. Rentang waktu lima tahun ini dinilai cukup representatif untuk menangkap tren longitudinal kinerja ESG dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Pengukuran seluruh variabel dalam penelitian ini dijelaskan secara rinci pada Tabel 2.

Tabel 2. Pengukuran Variabel

Variabel	Indikator	Sumber	Referensi
Skor Pilar Lingkungan (ENS)	Skor Pilar Lingkungan LSEG (0–100) dari basis data ESG Refinitiv, mengukur komitmen dan efektivitas perusahaan dalam mengurangi emisi lingkungan	Refinitiv Eikon	Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021).
Skor Pilar Sosial (SOS)	Skor Pilar Sosial LSEG (0–100) dari basis data ESG Refinitiv, mengukur efektivitas perusahaan dalam kepuasan kerja, keselamatan kerja, keberagaman, dan pengembangan karyawan	Refinitiv Eikon	Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021).
Skor Pilar Tata Kelola (GS)	Skor Pilar Tata Kelola LSEG (0–100) dari basis data ESG Refinitiv, mengukur komitmen perusahaan terhadap prinsip-prinsip tata kelola perusahaan terbaik	Refinitiv Eikon	Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021).
Skor ESG (ESG)	Skor ESG keseluruhan LSEG (0–100) dari basis data ESG Refinitiv. Skor komposit ini menggabungkan ketiga pilar (Lingkungan, Sosial, Tata Kelola) berdasarkan bobot kategori industri spesifik	Refinitiv Eikon	Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021).
Kekuatan CEO (CEO Power/CEOT)	Jumlah tahun CEO saat ini menjabat, diperoleh dari laporan tahunan dan pengungkapan tata kelola perusahaan	Laporan Tahunan	Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021).
Variabel Kontrol	Logaritma natural dari total aset (dalam juta rupiah)	Osiris	Khairunnisa & Widiastuty (2023)
	Total utang dibagi total aset	Osiris	Sitanggang & Ratmono (2019)
	Laba bersih dibagi total aset (ROA)	Osiris	Melinda & Wardhani (2020)
Kinerja Keuangan (Tobin's Q)	(Kapitalisasi pasar + nilai buku utang total) / nilai buku total aset	Osiris	Maulana, Wibowo, & Rachman (2023)

Pengujian dilakukan terhadap empat model regresi, baik secara langsung maupun dengan interaksi variabel moderasi. Model regresi umum yang digunakan adalah sebagai berikut:

Model 1:

$$TQ_i = \alpha + \beta_1 ENS + \beta_2 SOS + \beta_3 GS + \beta_4 ESG + \beta_5 ROA + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \epsilon_i$$

Model 2:

$$\begin{aligned} TQ_i = \alpha + \beta_1 ENS + \beta_2 SOS + \beta_3 GS + \beta_4 ESG + \beta_5 ENS * CEOT_i + \beta_5 SOS * CEOT_i + \beta_5 GS \\ * CEOT_i + \beta_5 ESG * CEOT_i + \beta_5 ROA + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \epsilon_i \end{aligned}$$

Keterangan:

*TobinQ*= Kinerja Keuangan

*ESG*= Skor ESG Agregat,

*ENS, SOS, GOV*= Skor Pilar ESG,

*SIZE*= Ukuran perusahaan,

*LEV*= Leverage,

*ROA*= Return on Assets

$\epsilon$ = Error term.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan publik Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015 hingga 2019. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling berdasarkan kriteria: (1) perusahaan memiliki skor ESG dari Refinitiv, (2) perusahaan menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap selama periode observasi, serta (3) memiliki data CEO yang memadai untuk mengukur variabel moderasi. Tabel 1 berikut ini menunjukkan diskripsi statistik variabel penelitian:

Tabel 1. Analisis Diskripsi Statistik

	TQ	ENS	SOS	GS	ESG	CEOT	ROA	SIZE	LEV
Mean	2,37	5,09	7,12	5,99	6,03	4,81	7,99	1,79	0,46
Median	1,19	5,16	7,51	5,84	6,43	3,00	4,58	1,79	0,29
Maximum	1,08	8,39	9,56	9,26	8,53	2,70	4,52	2,11	3,10
Minimum	0,50	1,33	2,34	1,88	2,23	1,00	-5,79	1,40	0,01
Std. Dev.	2,40	2,10	1,67	1,93	1,60	5,56	9,78	2,03	0,56
Observations	85	85	85	85	85	85	85	85	85

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa Tobin's Q memiliki rata-rata 2,37, dengan variasi yang cukup tinggi ( $SD = 2,40$ ), mengindikasikan adanya perbedaan valuasi pasar yang signifikan antar perusahaan. Pada variabel ESG, kinerja lingkungan (ENS) memiliki rata-rata 50,92 dengan sebaran yang luas, menandakan ketimpangan praktik keberlanjutan lingkungan. Kinerja sosial (SOS) menunjukkan rata-rata tertinggi yaitu 71,15, mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan lebih menonjolkan aktivitas sosial dibandingkan aspek lingkungan dan tata kelola. Kinerja tata kelola (GS) memiliki rata-rata 59,90 dengan distribusi yang relatif stabil dibandingkan kedua pilar lainnya. Secara agregat, skor ESG berada pada rata-rata 60,35, mencerminkan tingkat keberlanjutan perusahaan yang moderat. Variabel moderasi CEO Tenure memiliki rata-rata 4,81 tahun, namun menunjukkan distribusi sangat tidak normal akibat beberapa CEO yang memiliki masa jabatan panjang. Untuk variabel kontrol, ROA memiliki rata-rata 7,99%, namun penyebarannya tinggi, menunjukkan adanya perusahaan dengan profitabilitas sangat tinggi maupun sangat rendah. Ukuran perusahaan (SIZE) relatif stabil, sedangkan Leverage (LEV) menunjukkan variasi besar antar perusahaan.

Secara keseluruhan, deskripsi statistik tersebut menggambarkan adanya heterogenitas yang kuat dalam penerapan ESG, karakteristik CEO, dan kinerja keuangan. Variasi ini menjadi dasar penting bagi analisis lebih lanjut mengenai hubungan ESG, CEO power, dan kinerja keuangan perusahaan.

### Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil analisis regresi penelitian dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Penelitian

<b>Variabel</b>	<b>MODEL 1</b>	<b>MODEL 2</b>
	<b>Coeff. (t-value)</b>	<b>Coeff. (t-value)</b>
ENS	-0.032 (0.210)	-0.002 (6,008)
SOS	0.021 (1.095)	-0.010 (-3,610)
GS	0.034 (0.005)	0.048 (0.000)
ESG	0.031 (0.004)	0.129 (0.271)
ENS * CEOT		0.004 (1,925)
SOS * CEOT		0.000 (6,821)
GS * CEOT		-0.002 (1,742)
ESG * CEOT		0.020 (1,699)
ROA	0.002 (2.350)	-0.733 (0.000)
SIZE	-0.765 (0.000)	0.106 (4,735)
LEV	0.137 (4.838)	-0.261 (0.001)

### Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Kinerja Keuangan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme legitimasi yang dijelaskan oleh *Legitimacy Theory* belum bekerja efektif dalam konteks Indonesia. Teori tersebut berasumsi bahwa perusahaan yang meningkatkan kinerja lingkungannya akan memperoleh penerimaan sosial, reputasi positif, dan penurunan risiko, sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Namun, ketidaksignifikanan ENS mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia belum menempatkan aspek lingkungan sebagai komponen utama dalam menilai prospek ekonomi perusahaan.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, peningkatan kinerja lingkungan seharusnya meningkatkan kepercayaan stakeholder, terutama konsumen dan pemerintah, karena dianggap sebagai bentuk kepedulian terhadap keberlanjutan. Namun, hasil ini konsisten dengan studi Zahroh & Hersugondo (2021) dan Khairunnisa & Widiastuty (2023) yang menemukan bahwa investor di Indonesia belum sepenuhnya mempertimbangkan aspek lingkungan dalam keputusan investasi. Sebaliknya, studi internasional seperti Buallay (2019) dan Zhu et al. (2022) menunjukkan bahwa dimensi lingkungan dapat meningkatkan nilai perusahaan di pasar maju. Dengan demikian, perbedaan ini menggambarkan bahwa konteks negara berkembang memiliki dinamika pasar yang berbeda, di mana insentif pasar terhadap praktik lingkungan masih rendah.

### Pengaruh Kinerja Sosial terhadap Kinerja Keuangan

Kinerja sosial perusahaan tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa aspek sosial seperti perlindungan hak karyawan, tanggung jawab terhadap komunitas, dan jaminan kesehatan serta keselamatan kerja belum dihargai optimal oleh pasar. Dengan kata lain, ekspektasi stakeholder terhadap dimensi sosial belum menjadi pertimbangan utama investor.

Menurut *Stakeholder Theory*, perusahaan yang menunjukkan komitmen sosial melalui pengelolaan tenaga kerja, perlindungan konsumen, dan kontribusi komunitas seharusnya memperoleh dukungan jangka panjang yang berdampak positif bagi kinerja keuangan. Namun, tidak signifikannya variabel ini mengindikasikan bahwa pasar belum memberikan premium pada perusahaan yang memiliki skor sosial tinggi.

Dalam konteks legitimasi, *Legitimacy Theory* berpendapat bahwa aktivitas sosial dapat menjadi mekanisme penting bagi perusahaan untuk memperoleh persetujuan publik. Akan tetapi, hasil penelitian sejalan dengan penelitian di Indonesia oleh Melinda & Wardhani (2020) serta Amalia & Kusuma (2023), yang menunjukkan bahwa upaya sosial perusahaan sering kali bersifat “*compliance-oriented*” daripada strategis, sehingga tidak memberikan nilai tambah yang dapat dihitung secara ekonomi. Secara global, hasil ini juga berbeda dari temuan Velte (2019) dan Behl et al. (2022) yang menunjukkan bahwa di negara maju, dimensi sosial semakin dihargai oleh investor. Hal ini menunjukkan perlunya peningkatan kualitas dan kedalaman aktivitas sosial agar lebih menciptakan dampak ekonomi nyata.

### **Pengaruh Kinerja Tata Kelola terhadap Kinerja Keuangan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja tata kelola (governance score) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini konsisten dengan *Agency Theory* yang menyatakan bahwa mekanisme tata kelola yang kuat mampu mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan dan efisiensi operasional. Sistem tata kelola yang baik juga memastikan tersedianya proses pengawasan dan kontrol internal yang memadai, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengelolaan risiko yang lebih baik dan peningkatan akuntabilitas.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, governance yang kuat mencerminkan komitmen perusahaan terhadap transparansi, keadilan, serta perlindungan kepentingan stakeholder. Investor memandang tata kelola yang baik sebagai sinyal kredibel bahwa perusahaan memiliki struktur manajemen yang dapat dipercaya dan mampu mengelola sumber daya secara efektif. Hal ini menjelaskan mengapa pasar merespons positif perusahaan dengan skor tata kelola tinggi, sebagaimana tercermin dalam peningkatan Tobin's Q.

Temuan ini sejalan dengan bukti empiris dari Sitanggang & Ratmono (2019) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola lebih baik cenderung memiliki kinerja keuangan lebih tinggi. Velte (2019) dan Maulana et al. (2023) juga menemukan bahwa governance merupakan dimensi ESG yang paling konsisten berhubungan positif dengan nilai perusahaan di berbagai negara. Hasil penelitian terbaru seperti Khairunnisa & Widiastuty (2023) juga menunjukkan bahwa governance merupakan faktor yang paling diperhatikan investor di kawasan Asia Tenggara, terutama karena tata kelola dianggap lebih mudah diukur, lebih konsisten antarperusahaan, dan lebih erat kaitannya dengan manajemen risiko.

Oleh karena itu, temuan penelitian ini memperkuat pandangan bahwa tata kelola merupakan pilar ESG yang paling relevan dan paling diapresiasi pasar modal Indonesia. Governance memberikan sinyal kuat mengenai kualitas manajemen, kemampuan perusahaan menjaga keberlanjutan finansial, serta komitmen terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab. Situasi ini menjelaskan mengapa governance menjadi satu-satunya dimensi ESG yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

### **Pengaruh ESG secara Agregat terhadap Kinerja Keuangan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG secara agregat berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini mendukung pandangan *Legitimacy Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan memperoleh legitimasi sosial melalui praktik lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik. Ketika perusahaan menunjukkan komitmen keberlanjutan secara menyeluruh, publik dan pemangku kepentingan cenderung memberikan penerimaan sosial yang lebih kuat, yang pada akhirnya meningkatkan reputasi perusahaan. Legitimasi yang lebih besar ini kemudian berkontribusi pada peningkatan kepercayaan investor dan penilaian pasar yang lebih tinggi.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, skor ESG agregat mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi ekspektasi berbagai stakeholder, termasuk konsumen, pemerintah, masyarakat, dan investor institusional. Implementasi ESG secara konsisten dinilai sebagai upaya mengurangi risiko sosial dan lingkungan, meningkatkan kualitas tata kelola, dan menciptakan nilai jangka panjang bagi seluruh pemangku kepentingan. Oleh karena itu, keberhasilan perusahaan dalam membangun integrasi

ESG yang kuat menghasilkan persepsi positif dari pasar, yang tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan penelitian internasional seperti Buallay (2019), Velte (2019), Behl et al. (2022), dan Yoo & Managi (2022), yang semuanya menunjukkan bahwa ESG komprehensif berpengaruh positif terhadap kinerja pasar dan nilai perusahaan. Penelitian terbaru di kawasan Asia Tenggara (Maulana et al., 2023; Khairunnisa & Widiastuty, 2023) juga menemukan bahwa investor semakin memperhatikan skor ESG agregat sebagai indikator kualitas manajemen risiko dan keberlanjutan jangka panjang. Hal ini relevan khususnya pada pasar negara berkembang yang menuju integrasi standar keberlanjutan global.

Pengaruh signifikan ESG agregat dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia mulai mengadopsi pola penilaian yang serupa dengan pasar global, di mana ESG bukan hanya dipandang sebagai kewajiban kepatuhan, melainkan sebagai sinyal kredibel terhadap efektivitas manajemen risiko, kualitas tata kelola, dan prospek keberlanjutan perusahaan. Dengan demikian, skor ESG agregat memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai jangka panjang melalui praktik keberlanjutan yang kuat. Secara keseluruhan, temuan ini menegaskan bahwa integrasi ESG secara menyeluruh telah menjadi faktor penting bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai dan daya saing, serta menunjukkan bahwa pasar Indonesia semakin responsif terhadap informasi keberlanjutan yang berkualitas.

### **Moderasi CEO Power terhadap Hubungan ESG dan Kinerja Keuangan**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa CEO Power tidak memoderasi pengaruh kinerja lingkungan, sosial, tata kelola, maupun skor ESG agregat terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini memberikan kontribusi penting terhadap literatur modern mengenai keberlanjutan, khususnya di pasar negara berkembang. Ketidaksignifikansiannya efek moderasi tersebut mengindikasikan bahwa kekuatan eksekutif puncak belum menjadi faktor penentu efektivitas implementasi ESG dalam menciptakan nilai perusahaan di Indonesia.

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, CEO yang memiliki kekuasaan besar seharusnya mampu mendorong implementasi ESG sebagai strategi pemenuhan harapan stakeholder. Dukungan CEO dapat meningkatkan koordinasi internal, memperkuat orientasi keberlanjutan, dan mempercepat respons perusahaan terhadap kebutuhan karyawan, pelanggan, masyarakat, dan pemerintah. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa mekanisme tersebut belum berfungsi kuat di Indonesia. Hal ini konsisten dengan temuan Amiraslani et al. (2024) yang menyatakan bahwa keterlibatan CEO dalam agenda keberlanjutan tidak selalu berdampak signifikan pada nilai perusahaan, terutama ketika struktur organisasi belum mengintegrasikan ESG sebagai strategi inti.

Dari perspektif *Legitimacy Theory*, CEO Power seharusnya mampu memperkuat sinyal legitimasi yang dihasilkan praktik ESG. CEO yang lebih kuat dapat mengalokasikan sumber daya untuk program keberlanjutan, memperbaiki kualitas pengungkapan ESG, dan mempromosikan komitmen keberlanjutan melalui komunikasi strategis. Namun, ketidaksignifikansiannya efek moderasi ini mengindikasikan bahwa legitimasi publik terhadap ESG di Indonesia lebih ditentukan oleh kepatuhan institusional dan regulasi (misalnya POJK 51/2017), bukan oleh karakteristik CEO secara individual. Penelitian Mansouri et al. (2022) dan Qureshi et al. (2022) menegaskan bahwa di pasar negara berkembang, legitimasi sering kali lebih bergantung pada pelaporan formal dan tekanan institusional, bukan pada dukungan eksekutif puncak.

Penelitian terbaru juga menunjukkan bahwa pasar negara berkembang umumnya tidak memberikan premium terhadap variasi karakteristik CEO dalam isu keberlanjutan. Misalnya, Li, Zhang & Zhou (2023) menemukan bahwa CEO Power tidak memperkuat hubungan ESG terhadap kinerja keuangan di perusahaan Asia karena investor lebih menekankan bukti kinerja keuangan langsung daripada komitmen keberlanjutan yang didorong individu. Temuan serupa juga dilaporkan oleh Nguyen & Tran (2024) yang menunjukkan bahwa CEO Power baru berperan signifikan dalam keberlanjutan apabila perusahaan berada pada lingkungan kelembagaan dengan tata kelola yang sangat kuat—suatu kondisi yang belum merata di Indonesia.

Selain itu, dalam banyak perusahaan Indonesia, inisiatif keberlanjutan cenderung dikelola oleh departemen khusus seperti CSR atau unit sustainability, bukan langsung oleh CEO. Hal ini memperlemah pengaruh CEO Power terhadap pelaksanaan ESG. Studi Tanda & Trihermanto (2022) menunjukkan bahwa ESG di Indonesia masih dipandang sebagai kewajiban pelaporan, bukan sebagai strategi nilai tambah yang melibatkan kepemimpinan puncak. Akibatnya, tingkat kekuasaan CEO tidak cukup menentukan untuk memperkuat hubungan ESG–kinerja keuangan.

Dalam kerangka legitimasi, ketidaksignifikanan moderasi CEO Power mencerminkan bahwa investor Indonesia belum cukup sensitif terhadap variasi kualitas dukungan CEO terhadap ESG. Penelitian Rahman, Haron & Azizah (2023) menemukan bahwa pasar Indonesia lebih responsif terhadap faktor fundamental keuangan seperti profitabilitas dan ukuran perusahaan dibandingkan atribut keberlanjutan. Akibatnya, bahkan ketika CEO memiliki kekuasaan besar, hal tersebut tidak diterjemahkan oleh pasar sebagai sinyal strategis yang meningkatkan nilai perusahaan.

Secara keseluruhan, temuan penelitian ini menegaskan bahwa implementasi ESG di Indonesia masih berada pada fase perkembangan institusional dan belum sepenuhnya menjadi strategi utama perusahaan. Dalam konteks seperti ini, legitimasi dan hubungan dengan stakeholder lebih ditentukan oleh faktor struktural—seperti kewajiban pelaporan, tekanan publik eksternal, dan reputasi perusahaan—daripada oleh atribusi individu seperti CEO Power. Dengan demikian, konsisten dengan literatur mutakhir, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peran CEO sebagai penguat hubungan ESG–kinerja keuangan tidak bersifat universal dan sangat bergantung pada kematangan ekosistem keberlanjutan di suatu negara.

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola serta skor ESG agregat terhadap kinerja keuangan perusahaan publik di Indonesia dengan CEO Power sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dimensi tata kelola dan skor ESG agregat berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, menegaskan bahwa praktik tata kelola yang baik dan integrasi ESG secara menyeluruh merupakan sinyal keberlanjutan yang kuat dan diapresiasi oleh pasar. Sebaliknya, dimensi lingkungan dan sosial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa kedua dimensi tersebut belum menjadi fokus utama investor dalam menilai prospek ekonomi perusahaan. Temuan lainnya memperlihatkan bahwa CEO Power tidak memoderasi hubungan antara ESG dan kinerja keuangan, menunjukkan bahwa masa jabatan CEO belum mencerminkan kapabilitas strategis yang relevan dalam memperkuat efektivitas implementasi ESG di Indonesia. Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa governance merupakan pilar ESG yang paling substansial dalam meningkatkan nilai perusahaan, sementara peran kepemimpinan puncak dalam isu keberlanjutan masih memerlukan kajian lebih lanjut.

Temuan penelitian ini memiliki implikasi penting bagi perusahaan, investor, regulator, maupun akademisi. Bagi manajemen perusahaan, hasil ini menegaskan bahwa tata kelola yang kuat merupakan faktor kunci dalam menciptakan nilai dan memperoleh kepercayaan pasar. Perusahaan perlu memperkuat praktik transparansi, pengawasan internal, serta akuntabilitas agar komitmen keberlanjutan tidak hanya bersifat simbolik, tetapi benar-benar berdampak pada reputasi dan nilai ekonomi. Implikasi bagi pengembangan praktik ESG menunjukkan bahwa dimensi lingkungan dan sosial belum memberikan kontribusi signifikan karena belum terintegrasi dalam strategi bisnis utama dan masih cenderung dilaksanakan sebagai kepatuhan administratif. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengembangkan strategi ESG yang lebih berbasis nilai dan berorientasi jangka panjang untuk memperkuat legitimasi dan hubungan dengan stakeholder.

Bagi investor, hasil ini mendorong perlunya penilaian yang lebih kritis terhadap kualitas implementasi ESG dan tata kelola, bukan hanya mengandalkan laporan formal. Sementara itu, bagi regulator dan Bursa Efek Indonesia, temuan ini menunjukkan urgensi penyempurnaan standar pelaporan ESG yang lebih terukur, komparatif, dan substantif sehingga informasi keberlanjutan dapat digunakan secara lebih efektif oleh pasar. Secara akademik, penelitian ini memberikan kontribusi dengan memperkuat bukti empiris bahwa governance merupakan pilar ESG paling kuat dalam meningkatkan nilai perusahaan, serta bahwa pengaruh CEO Power dalam konteks pasar negara

berkembang tidak selalu signifikan. Temuan ini membuka peluang untuk penelitian lebih lanjut terkait faktor kepemimpinan dan dinamika institusional yang memengaruhi efektivitas praktik keberlanjutan.

## REFERENSI

- Ab Aziz, N. S., Haron, H., & Rahman, A. (2025). Corporate sustainability and firm valuation in emerging markets: Evidence from ASEAN. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. (Early view).
- Amiraslani, H., Hesarzadeh, R., & Zandi, G. (2024). CEO power and corporate sustainability performance: Evidence from emerging markets. *International Review of Economics & Finance*, 89, 431–446. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.018>
- Behl, A., Ferreira, F. A. F., & Pereira, L. F. (2022). Assessing sustainable business practices in the ESG framework: A multi-criteria decision analysis. *Journal of Cleaner Production*, 341, 130833. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.130833>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Cespa, G., & Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), 741–771.
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures—A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social, and governance (ESG) scores and financial performance: The moderating role of institutional context. *Journal of Cleaner Production*, 314, 128132. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128132>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2011). Corporate environmental responsibility and cost of capital. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure. *Sustainability*, 11(1), 248. <https://doi.org/10.3390/su11010248>
- Khairunnisa, A., & Widiastuty, H. (2023). ESG performance dan kinerja keuangan di Asia Tenggara. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 14(2), 210–225. <https://doi.org/10.18202/jamal.2023.08.7023>
- Li, Z., Zhang, H., & Zhou, Y. (2023). Does CEO power enhance the value relevance of ESG performance? Evidence from Asian emerging markets. *Finance Research Letters*, 55, 104–132.
- Maulana, A., Wibowo, L. A., & Rachman, M. A. (2023). ESG implementation and financial performance: Empirical evidence from ASEAN public companies. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 25(1), 34–46. <https://doi.org/10.9744/jmk.25.1.34-46>

- Melinda, R. D., & Wardhani, R. (2020). The effect of ESG disclosure on financial performance with moderating role of board gender diversity. *Asian Journal of Business and Accounting*, 13(1), 1–28.
- Menla Ali, F., et al. (2024). Managerial entrenchment and ESG practices: Evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 58, 101003.
- Nguyen, T., & Tran, Q. (2024). CEO characteristics, ESG performance, and firm value in emerging markets. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 16(1), 87–103.
- Ningwati, E., Fauzi, H., & Wahyudi, S. (2022). ESG adoption and corporate performance in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(6), 345–355.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan OJK No. 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi LJK, emiten, dan perusahaan publik*. Jakarta: OJK.
- Qureshi, M. A., Hassan, M., & Khan, M. K. (2022). Institutional pressures, ESG disclosure, and firm performance: Evidence from emerging economies. *Environmental Science and Pollution Research*, 29, 70325–70340.
- Rahman, A., Haron, H., & Azizah, N. (2023). Market reactions to sustainability information in Indonesia: Does ESG matter? *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 27(1), 55–70.
- Sitanggang, D. A., & Ratmono, D. (2019). Good corporate governance dan dampaknya terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 16(2), 123–136.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Tanda, A., & Trihermanto, B. (2022). Sustainability reporting and ESG practices in Indonesia: Trends and challenges. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 26(3), 421–435.
- Velte, P. (2019). ESG performance and analyst forecast accuracy: International evidence. *Review of Managerial Science*, 13, 1005–1040.
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Relationship between ESG performance and financial performance of Japanese firms. *Sustainable Production and Consumption*, 30, 305–317.
- Zahroh, Z., & Hersugondo, H. (2021). ESG performance and firm value: Evidence from Indonesian public companies. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 13(2), 85–96.
- Zhu, Q., Liu, J., & Lai, K. (2022). Environmental performance and financial outcomes: Evidence from Asia-Pacific firms. *Journal of Cleaner Production*, 335, 130235.