

PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE (ESG) SCORE TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN (Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2021–2024)

Diva Salsabila¹, Fitra Dharma²

dsalsabilaaa16@gmail.com¹, fitra.dharma@feb.unila.ac.id²

Universitas Lampung

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji secara empiris pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Score, baik secara gabungan maupun pada masing-masing dimensi pembentuknya (Environmental, Social, dan Governance), terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA). Fenomena yang melatarbelakangi penelitian ini adalah tren peningkatan rata-rata skor ESG perusahaan sampel dari 51,28 pada tahun 2021 menjadi 54,93 pada tahun 2024, yang justru berjalan berlawanan arah dengan rata-rata ROA yang menurun dari 8,37% menjadi 6,89% pada periode yang sama. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel dari 50 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2024, yang dipilih melalui teknik purposive sampling sehingga diperoleh 200 observasi. Data skor ESG bersumber dari basis data Refinitiv Eikon, sedangkan data keuangan bersumber dari laporan tahunan perusahaan. Analisis data menggunakan regresi data panel dengan Fixed Effect Model (FEM) dan cluster-robust standard errors melalui program STATA 17. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Score secara gabungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA (koefisien = $-0,19$; $p = 0,021$), sehingga hipotesis mengenai pengaruh positif ditolak. Sebaliknya, pada level dimensi, Environmental Score, Social Score, maupun Governance Score secara parsial tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA. Variabel kontrol Leverage secara konsisten berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA pada kedua model. Temuan ini mengindikasikan bahwa penerapan ESG di Indonesia masih berada pada fase investasi awal yang membebani profitabilitas jangka pendek, sehingga manfaat finansialnya diperkirakan baru akan terealisasi dalam jangka panjang.

Kata Kunci: ESG Score, Environmental, Social, Governance, Kinerja Keuangan, Return On Assets, Fixed Effect Model.

ABSTRACT

This study aims to empirically examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Score, both as a combined score and as its three constituent dimensions (Environmental, Social, and Governance), on corporate financial performance as proxied by Return on Assets (ROA). The study is motivated by an empirical phenomenon in which the average ESG score of the sample firms increased from 51.28 in 2021 to 54.93 in 2024, while average ROA moved in the opposite direction, declining from 8.37% to 6.89% over the same period. Using a quantitative approach, this study employs panel data from 50 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2021–2024, selected through purposive sampling, yielding 200 firm-year observations. ESG score data were obtained from the Refinitiv Eikon database, while financial data were obtained from firms' annual reports. Data were analyzed using panel data regression with a Fixed Effect Model (FEM) and cluster-robust standard errors in STATA 17. The results show that the combined ESG Score has a negative and significant effect on ROA (coefficient = -0.19 ; $p = 0.021$), rejecting the hypothesized positive relationship. In contrast, at the dimensional level, none of the Environmental, Social, or Governance scores individually exert a statistically significant effect on ROA. The control variable Leverage consistently shows a negative and significant effect on ROA in both models. These findings suggest that ESG implementation in Indonesia is still in an early investment phase that burdens short-term profitability, implying that its financial benefits may only materialize over a longer horizon.

Keywords: ESG Score, Environmental, Social, Governance, Financial Performance, Return On

Assets, Fixed Effect Model.

PENDAHULUAN

Pembangunan berkelanjutan telah menjadi arus utama dalam tata kelola bisnis global, di mana keberhasilan perusahaan tidak lagi semata-mata diukur dari pencapaian laba, melainkan juga dari kemampuannya mengintegrasikan aspek lingkungan dan sosial ke dalam strategi serta praktik operasionalnya (Alfiyahya et al., 2025). Kesadaran ini terlembagakan secara formal sejak Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB) melalui United Nations Global Compact menerbitkan laporan “Who Cares Wins” pada tahun 2004, yang memperkenalkan kerangka kerja Environmental, Social, and Governance (ESG) sebagai instrumen arus utama dalam penilaian investasi dan tata kelola korporasi global (United Nations Global Compact & UNEP Finance Initiative, 2004). Momentum ini diperkuat pada tahun 2006 ketika PBB meluncurkan Principles for Responsible Investment (PRI) untuk mendorong pengelola aset global agar secara aktif mengintegrasikan faktor ESG dalam pengambilan keputusan investasi (Narula et al., 2025), sehingga ESG bukan sekadar aktivitas sukarela melainkan keharusan strategis yang memengaruhi reputasi, manajemen risiko, dan aksesibilitas modal perusahaan di pasar internasional.

Di kawasan Asia Tenggara, perkembangan praktik pelaporan dan pengukuran ESG mengalami pertumbuhan yang signifikan namun tidak merata antarnegara. Penelitian komparatif terhadap emiten di Malaysia, Singapura, Thailand, dan Indonesia menemukan bahwa skor ESG Indonesia menunjukkan perbaikan yang konsisten dari tahun ke tahun didorong oleh penguatan regulasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK), namun skor ESG ASEAN secara keseluruhan masih belum terstandardisasi lintas negara dan terdapat kesenjangan pengungkapan yang nyata antarsektor maupun antarnegara (Adzrin et al., 2025). Data Refinitiv Eikon (2025) menunjukkan bahwa dimensi sosial (Social Score) emiten Indonesia konsisten menjadi yang tertinggi, mencapai 56,73 pada tahun 2024, sementara dimensi lingkungan (Environmental Score) tetap menjadi yang terendah meski naik dari 41,23 pada 2020 menjadi 48,13 pada 2024. Dari sisi kuantitas partisipasi, hanya 106 dari 943 emiten BEI yang mengungkapkan informasi ESG di Refinitiv Eikon pada tahun 2024, jauh tertinggal dibandingkan Malaysia yang mencatatkan 567 emiten pada periode yang sama, mencerminkan perbedaan tingkat kematangan regulasi, kesadaran investor, dan kapasitas kelembagaan antarnegara (Adzrin et al., 2025).

Menanggapi urgensi tersebut, OJK menerbitkan Peraturan OJK (POJK) No. 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik, yang mewajibkan penyusunan dan publikasi Laporan Keberlanjutan secara berkala (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Kebijakan ini diperkuat oleh Surat Edaran OJK No. 16/SEOJK.04/2021, yang menegaskan bahwa aktivitas keberlanjutan tidak dapat dipisahkan dari kegiatan operasional perusahaan dan bahwa keduanya saling memengaruhi kinerja perusahaan (Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan, 2021).

Untuk melihat keterkaitan antara tren ESG dan kinerja keuangan, Tabel 1 menyajikan perbandingan rata-rata skor ESG dan rata-rata Return on Assets (ROA) dari 50 perusahaan sampel penelitian selama periode 2021–2024 (200 observasi).

Tabel 1 Rata-Rata ROA dan Skor ESG Perusahaan Sampel 2021–2024

Tahun	N	Rata-Rata ROA (%)	Rata-Rata ESG Score
2021	50	8,37	51,28
2022	50	8,18	53,74

Tahun	N	Rata-Rata ROA (%)	Rata-Rata ESG Score
2023	50	6,45	53,64
2024	50	6,89	54,93

Sumber: data diolah (2026)

Tabel 1 memperlihatkan bahwa rata-rata skor ESG dari 50 perusahaan sampel meningkat secara konsisten dari 51,28 pada tahun 2021 menjadi 54,93 pada tahun 2024, namun rata-rata ROA justru menurun dari 8,37% menjadi 6,89% pada periode yang sama, bahkan sempat menyentuh titik terendah 6,45% pada tahun 2023. Arah pergerakan yang berlawanan antara skor ESG dan kinerja keuangan ini menunjukkan bahwa hubungan ESG terhadap ROA pada perusahaan non-keuangan di BEI tidak sederhana, sehingga relevan untuk diuji secara empiris menggunakan model regresi data panel guna mengetahui apakah peningkatan ESG secara statistik benar-benar memengaruhi ROA setelah mengontrol variabel leverage, beserta dimensi (Environmental, Social, atau Governance) yang paling berkontribusi terhadap fenomena ini.

Hubungan antara ESG Score dan kinerja keuangan perusahaan hingga saat ini masih memicu perdebatan akademis yang belum tuntas. Di satu sisi, Shobhwani dan Lodha (2024) menemukan bahwa pengungkapan ESG secara keseluruhan memberikan kontribusi positif signifikan terhadap kinerja keuangan karena transparansi keberlanjutan memitigasi risiko reputasi sekaligus meminimalkan ketimpangan informasi di pasar modal. Sebaliknya, Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021) menemukan bukti empiris bahwa pada pasar berkembang (emerging markets), pengungkapan ESG justru berdampak negatif terhadap kinerja keuangan jangka pendek karena pemenuhan standar sosial dan lingkungan memerlukan alokasi belanja modal yang besar. Pada kelompok negara Emerging 7 (E7) yang meliputi Brazil, Rusia, India, Tiongkok, Indonesia, Meksiko, dan Turki, ESG Score justru terbukti menjadi satu-satunya faktor pembeda signifikan dalam mengklasifikasikan ROA perusahaan, sementara variabel keuangan konvensional lainnya tidak signifikan (Fettahoglu et al., 2025). Beberapa penelitian lain menemukan bahwa skor ESG berdampak negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan di Indonesia dan Asia Tenggara karena beban biaya kepatuhan, investasi sistem lingkungan, dan pelatihan SDM membebani profitabilitas jangka pendek (Kunaifi et al., 2026), sementara pada level dimensi, skor Environmental, Social, dan Governance secara parsial ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA pada sampel indeks LQ45 (Priadi & Wahyudi, 2026) maupun pada sampel manufaktur Indonesia secara umum (Mardiana & Hanani, 2025).

Penelitian ini penting dilakukan bukan hanya karena adanya research gap dalam literatur, tetapi juga karena implikasinya nyata bagi manajemen perusahaan dalam mengalokasikan anggaran keberlanjutan secara tepat, bagi investor dalam menilai relevansi skor ESG sebagai indikator kinerja keuangan, serta bagi regulator seperti OJK dan BEI dalam merancang kebijakan yang lebih tepat sasaran. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh ESG Score, baik secara gabungan maupun per dimensi (Environmental, Social, Governance), terhadap kinerja keuangan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Pemangku Kepentingan (Stakeholder Theory)

Menurut Freeman (1984), stakeholder theory menekankan bahwa perusahaan tidak hanya berfungsi bagi kepentingan pemegang saham, namun juga harus memberikan manfaat bagi berbagai pihak yang berkepentingan dalam aktivitas bisnisnya, seperti karyawan,

pelanggan, pemasok, masyarakat, dan pemerintah. Donaldson dan Preston (1995) mengklasifikasikan teori ini ke dalam tiga dimensi: deskriptif, instrumental, dan normatif, di mana dimensi instrumental menegaskan bahwa pengelolaan hubungan pemangku kepentingan yang baik akan menghasilkan kinerja keuangan yang lebih baik bagi perusahaan. Harrison dan Wicks (2013) menunjukkan bahwa penerapan stakeholder theory dapat memberikan keuntungan melalui reputasi positif, loyalitas pelanggan, dan peningkatan kepuasan karyawan yang berkontribusi pada keberhasilan jangka panjang perusahaan. Dalam penelitian ini, teori pemangku kepentingan digunakan sebagai landasan utama untuk menjelaskan bagaimana ESG Score memengaruhi kinerja keuangan perusahaan: ketika perusahaan menunjukkan kinerja ESG yang baik, hal tersebut membuktikan kemampuannya memenuhi harapan berbagai pemangku kepentingan secara bersamaan, yang secara logis diharapkan menghasilkan kinerja keuangan yang lebih baik.

Teori Legitimasi (Legitimacy Theory)

Teori legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan akan terus berupaya memastikan aktivitas operasionalnya dipersepsikan sesuai dengan norma, nilai, dan batasan sosial yang berlaku di lingkungan tempat perusahaan beroperasi (Suchman, 1995). Legitimasi dipandang sebagai sumber daya operasional yang esensial bagi keberlangsungan hidup perusahaan, karena tanpa pengakuan dari masyarakat dan pemangku kepentingan lainnya, perusahaan berisiko kehilangan dukungan sosial yang dapat mengancam kelangsungan usahanya (Deegan, 2002). Dowling dan Pfeffer (1975) menekankan bahwa legitimasi bersifat dinamis sehingga organisasi harus senantiasa menyelaraskan nilai-nilainya dengan norma sosial yang berlaku. Dalam penelitian ini, teori legitimasi digunakan sebagai landasan pelengkap untuk menjelaskan mengapa pengungkapan dan kinerja ESG relevan dengan kinerja keuangan perusahaan di Indonesia: tingginya skor ESG dapat dimaknai sebagai upaya perusahaan memperoleh dan mempertahankan legitimasi sosialnya di tengah penguatan regulasi keberlanjutan oleh OJK, yang diharapkan turut memengaruhi kepercayaan investor dan kinerja keuangan (Hummel & Schlick, 2016).

Environmental, Social, Governance (ESG)

Konsep ESG merupakan kerangka evaluasi yang digunakan untuk mengukur kinerja keberlanjutan suatu perusahaan melalui tiga aspek: lingkungan, sosial, dan tata kelola (Narula et al., 2023). Sejak Elkington (1997) memperkenalkan kerangka Triple Bottom Line yang menegaskan bahwa keberhasilan tidak hanya diukur dari keuntungan (profit), tetapi juga dari kontribusi terhadap manusia (people) dan lingkungan (planet), gagasan ini melahirkan konsep ESG secara formal yang diperkenalkan PBB melalui laporan “Who Cares Wins” pada tahun 2004. Aspek environmental mengacu pada dampak aktivitas operasional terhadap ekosistem, mencakup pengelolaan emisi karbon, efisiensi energi dan air, manajemen limbah, serta mitigasi risiko perubahan iklim (Broadstock et al., 2021). Aspek social mencerminkan kualitas hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan manusiawi, mencakup pemenuhan hak tenaga kerja, keselamatan dan kesehatan kerja, kesetaraan gender, serta program pemberdayaan komunitas (Drempetic et al., 2020). Aspek governance meliputi sistem, struktur, dan mekanisme yang memastikan akuntabilitas, transparansi, dan pengambilan keputusan yang etis, mencakup independensi dewan direksi, kewajaran kompensasi eksekutif, dan perlindungan hak pemegang saham minoritas (Ferrero-Ferrero et al., 2021).

Penelitian ini menggunakan Refinitiv ESG Score, sistem penilaian yang dikembangkan oleh Refinitiv (sebelumnya Thomson Reuters Financial & Risk) untuk memberikan evaluasi kuantitatif komprehensif terhadap keberlanjutan perusahaan berdasarkan lebih dari 630 ukuran ESG yang dikelompokkan ke dalam tiga pilar utama, menghasilkan skor gabungan berkisar 0 hingga 100 (Berg et al., 2022). Refinitiv mengumpulkan data ESG dari berbagai sumber publik seperti laporan tahunan, laporan keberlanjutan, situs web perusahaan, dan

media (Del Vitto et al., 2023).

Kinerja Keuangan Perusahaan dan Leverage

Kinerja keuangan perusahaan merupakan cerminan efisiensi dan efektivitas pengelolaan sumber daya suatu entitas bisnis dalam menghasilkan nilai ekonomi bagi pemangku kepentingannya (Singh et al., 2025). Penelitian ini mengukur kinerja keuangan menggunakan Return on Assets (ROA) karena mencerminkan kinerja operasional aktual perusahaan secara lebih langsung dibandingkan ukuran berbasis pasar yang rentan terhadap bias sentimen investor jangka pendek (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Narula et al. (2025) dalam tinjauan komprehensif dua dekade literatur ESG mengonfirmasi bahwa kinerja ESG memiliki hubungan yang lebih konsisten dengan indikator kinerja berbasis akuntansi seperti ROA dibandingkan indikator berbasis pasar.

Leverage keuangan menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan, yang mencerminkan struktur modal serta tingkat risiko finansial yang dihadapi. Tingkat leverage yang tinggi umumnya meningkatkan beban bunga, menekan laba bersih, dan memperbesar risiko kebangkrutan (Arhinful & Radmehr, 2023). Dalam konteks ESG, perusahaan dengan utang tinggi cenderung memiliki keterbatasan sumber daya untuk mendanai program keberlanjutan, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap kinerja keuangan (Shawat et al., 2024). Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan leverage sebagai variabel kontrol agar estimasi pengaruh ESG terhadap ROA menjadi lebih akurat dan tidak bias.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan tinjauan teoritis dan empiris di atas, penelitian ini menguji pengaruh ESG Score secara gabungan (Model 1) serta ketiga dimensi pembentuknya secara terpisah (Model 2) terhadap ROA, dengan Leverage sebagai variabel kontrol.

Menurut Stakeholder Theory (Freeman, 1984), perusahaan yang mampu mengelola ekspektasi seluruh pemangku kepentingan secara efektif akan memperoleh manfaat berupa reputasi yang lebih kuat, loyalitas pelanggan yang lebih tinggi, risiko regulasi yang lebih rendah, serta akses sumber daya yang lebih baik, yang bermuara pada kinerja keuangan yang lebih unggul (Harrison & Wicks, 2013; Jones et al., 2008). Semakin tinggi skor ESG suatu perusahaan, semakin kuat sinyal yang dikirimkan kepada pasar bahwa perusahaan tersebut dikelola secara bertanggung jawab, transparan, dan berorientasi jangka panjang, yang meningkatkan kepercayaan investor institusional, menekan biaya modal, dan memperluas akses pasar (Alsayegh et al., 2020; Narula et al., 2025). Dalam konteks Indonesia, penguatan regulasi OJK melalui POJK No. 51/POJK.03/2017 dan SE OJK No. 16/SEOJK.04/2021 menegaskan bahwa aktivitas keberlanjutan berjalan bersamaan dengan kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis pertama:

H1: ESG Score berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dimensi environmental mencerminkan komitmen perusahaan dalam mengelola dampak operasionalnya terhadap lingkungan. Dari perspektif Stakeholder Theory, pengelolaan lingkungan yang baik memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan sekunder seperti masyarakat dan regulator, yang dapat menurunkan risiko litigasi lingkungan, biaya kepatuhan, dan potensi denda regulasi yang menekan profitabilitas (Gillan et al., 2021). Aydogmus et al. (2022) menemukan bahwa Environmental Score berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA dan Tobin's Q, sedangkan Naeem et al. (2022) mengonfirmasi dimensi lingkungan sebagai pendorong paling dominan terhadap kinerja keuangan pada pasar berkembang. Efisiensi penggunaan sumber daya dari praktik lingkungan yang baik dapat menekan biaya operasional, sehingga berkontribusi positif terhadap ROA (Alsayegh et al., 2020). Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis kedua:

H2: Environmental Score berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dimensi sosial merefleksikan kualitas hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan manusiawi. Berdasarkan dimensi instrumental Stakeholder Theory (Donaldson & Preston, 1995), pengelolaan hubungan sosial yang baik dengan karyawan dan masyarakat dapat meningkatkan produktivitas tenaga kerja, loyalitas konsumen, serta menurunkan risiko reputasi yang berdampak pada kinerja keuangan. Harrison dan Wicks (2013) menunjukkan bahwa penerapan kebijakan sosial yang baik berkontribusi pada peningkatan kepuasan karyawan dan loyalitas pelanggan yang mendukung keberhasilan finansial jangka panjang. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis ketiga:

H3: Social Score berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dimensi tata kelola mencerminkan kualitas sistem dan mekanisme yang memastikan akuntabilitas, transparansi, dan pengambilan keputusan yang etis. Berdasarkan Teori Legitimasi, tata kelola yang baik berfungsi sebagai sinyal kepada pasar bahwa perusahaan dikelola secara bertanggung jawab dan sesuai norma sosial, sehingga memperoleh legitimasi yang lebih tinggi dari investor dan regulator (Suchman, 1995). Tata kelola yang kuat juga mengurangi konflik keagenan, menekan biaya pengawasan, dan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan strategis (Biju et al., 2025). Temuan Aydogmus et al. (2022) menunjukkan bahwa Governance Score secara konsisten berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan di berbagai konteks pasar modal. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis keempat:

H4: Governance Score berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menguji hipotesis dan menarik kesimpulan menggunakan data statistik dan numerik (Sugiyono, 2020). Jenis data yang digunakan adalah data panel, yaitu kombinasi antara data cross section (50 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia) dan time series (periode 2021–2024), sehingga total observasi berjumlah 200 (50 perusahaan × 4 tahun). Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari: (1) laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublikasikan melalui situs resmi BEI; (2) laporan keberlanjutan (sustainability report) perusahaan; dan (3) data skor ESG dari basis data Refinitiv Eikon untuk periode 2021–2024.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2021–2024, yaitu sebanyak 943 perusahaan. Sampel ditentukan menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan terdaftar di BEI secara konsisten pada 2021–2024; (2) memiliki skor ESG yang tersedia dalam basis data Refinitiv Eikon selama periode tersebut; dan (3) memiliki data keuangan yang lengkap terkait variabel penelitian. Rincian proses seleksi sampel disajikan pada Tabel 3.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan perusahaan yang diukur menggunakan Return on Assets (ROA), yaitu rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari total aset yang dimilikinya (Shobhwani & Lodha, 2024), dengan rumus:

$$\text{ROA} = (\text{Laba Bersih} / \text{Total Aset}) \times 100\%$$

Variabel independen adalah ESG Score gabungan (combined) serta tiga dimensi pembentuknya, yaitu Environmental Score, Social Score, dan Governance Score, yang diperoleh langsung dari basis data Refinitiv Eikon. Skor ini mencakup lebih dari 630 ukuran ESG yang telah melalui proses pembobotan dan normalisasi oleh Refinitiv sehingga dapat dibandingkan lintas sektor dan lintas periode, dengan rentang 0 hingga 100.

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah Leverage, yang diukur menggunakan Debt to Asset Ratio (DAR), yaitu perbandingan total utang terhadap total aset perusahaan (Alsayegh et al., 2020), dengan rumus:

$$\text{Leverage} = \text{Total Utang} / \text{Total Aset}$$

Teknik Analisis Data

Data dianalisis menggunakan statistik deskriptif dan regresi data panel dengan bantuan program aplikasi STATA 17. Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum dari setiap variabel penelitian, sehingga peneliti dapat mengidentifikasi outlier, kecenderungan distribusi, dan rentang variasi data sebelum dilakukan analisis lebih lanjut (Ghozali, 2018).

Untuk menghindari masalah multikolinearitas antara skor ESG gabungan dengan dimensi pembentuknya, penelitian ini menggunakan dua model regresi terpisah mengikuti pendekatan Aydogmus et al. (2022): Model 1 menguji pengaruh ESG Score gabungan, dan Model 2 menguji pengaruh masing-masing dimensi ESG secara individual, sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Model 2: } ROA_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

dengan ROA sebagai kinerja keuangan perusahaan, ESG sebagai skor ESG gabungan, E/S/G sebagai skor Environmental/Social/Governance, LEV sebagai leverage, α sebagai konstanta, β sebagai koefisien regresi, dan ε sebagai error term.

Karena hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa kedua model mengandung masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi secara bersamaan, penelitian ini menerapkan Cluster-Robust Standard Errors dengan opsi vce(cluster id) pada STATA 17. Metode ini mengizinkan adanya heteroskedastisitas dan korelasi serial di dalam observasi yang berasal dari unit yang sama (within cluster) tanpa mengubah nilai koefisien regresi, sehingga hanya menghasilkan standar error yang lebih robust (Cameron & Trivedi, 2010; Wooldridge, 2010). Pengujian hipotesis dilakukan melalui koefisien determinasi (R^2 within, mengingat basis estimasi FEM), Uji F (simultan), dan Uji t (parsial) pada taraf signifikansi $\alpha = 5\%$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan tahunan perusahaan yang dipublikasikan melalui situs resmi BEI serta data skor ESG dari basis data Refinitiv Eikon, yang diolah menggunakan STATA 17. Hasil statistik deskriptif atas 200 observasi disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ROA	200	7,46	7,20	-10,12	44,86
ESG Score	200	53,39	17,05	11,26	89,10
Environmental Score	200	49,56	22,26	6,38	92,52
Social Score	200	57,05	18,64	14,38	96,90
Governance Score	200	50,42	21,37	7,44	91,88
Leverage	200	0,50	0,69	0,04	9,94

Sumber: Output STATA 17, data diolah (2026)

Variabel ROA menunjukkan nilai rata-rata 7,46% dengan standar deviasi 7,20%. Nilai minimum -10,12% menunjukkan adanya perusahaan yang merugi selama periode pengamatan, sementara nilai maksimum 44,86% mencerminkan perusahaan dengan

profitabilitas sangat tinggi. Variabel ESG Score menunjukkan rata-rata 53,39 (skala 0–100) dengan standar deviasi 17,05, mengindikasikan heterogenitas signifikan antarperusahaan (rentang 11,26–89,10). Environmental Score memiliki rata-rata terendah di antara tiga dimensi (49,56), menggambarkan bahwa aspek lingkungan masih menjadi tantangan terbesar bagi perusahaan non-keuangan Indonesia, sedangkan Social Score menjadi dimensi dengan rata-rata tertinggi (57,05). Governance Score memiliki rata-rata 50,42, berada di antara nilai Environmental dan Social Score. Variabel kontrol Leverage memiliki rata-rata 0,50 dengan nilai maksimum 9,94, mengindikasikan adanya perusahaan dengan rasio utang terhadap aset yang sangat tinggi. Heterogenitas ini menjadi landasan empiris pentingnya penggunaan Fixed Effect Model dalam regresi data panel.

Pemilihan Model Estimasi

Pemilihan model estimasi data panel dilakukan melalui Uji Chow dan Uji Hausman. Hasil kedua pengujian untuk Model 1 dan Model 2 disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Uji Chow dan Uji Hausman

Pengujian Statistik Uji Model 1 Prob. Model 1 Statistik Uji Model 2 Prob. Model 2

Pengujian	Statistik Uji Model 1	Prob. Model 1	Statistik Uji Model 2	Prob. Model 2
Uji Chow	F(49,148) = 7,85	0,0000	F(49,146) = 7,74	0,0000
Uji Hausman	Chi2(2) = 22,03	0,0000	Chi2(4) = 24,63	0,0001

Sumber: Output STATA 17, data diolah (2026)

Hasil Uji Chow menunjukkan nilai probabilitas 0,0000 pada kedua model ($< 0,05$), sehingga H_0 ditolak dan Fixed Effect Model (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan Common Effect Model. Hasil ini mengindikasikan adanya heterogenitas karakteristik tetap (fixed) antarperusahaan dalam sampel (Basuki & Prawoto, 2016). Selanjutnya, Uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas 0,0000 pada Model 1 dan 0,0001 pada Model 2 ($< 0,05$), sehingga H_0 kembali ditolak dan FEM lebih tepat digunakan dibandingkan Random Effect Model. Hasil ini mengonfirmasi adanya korelasi signifikan antara efek individu perusahaan dengan variabel independen dalam model. Karena FEM terpilih secara konsisten melalui kedua tahap pengujian, Uji Lagrange Multiplier tidak diperlukan, dan FEM ditetapkan sebagai model estimasi dalam seluruh analisis regresi data panel penelitian ini.

Uji Asumsi Klasik

Setelah model estimasi terpilih, dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan model regresi memenuhi prasyarat BLUE (Best Linear Unbiased Estimator), meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Ringkasan hasil pengujian disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji	Statistik/Kriteria	Model 1	Model 2	Kesimpulan
Normalitas (Skewness/Kurtosis)	Prob > chi2	0,0935	0,4786	Residual berdistribusi normal
Multikolinearitas	VIF tertinggi	1,00	2,22	Tidak terjadi multikolinearitas (VIF < 10)
Heteroskedastisitas (Breusch-Pagan)	Prob > chi2	0,0096	0,0030	Terdapat heteroskedastisitas
Autokorelasi (Wooldridge)	Prob > F	0,0273	0,0276	Terdapat autokorelasi

Sumber: Output STATA 17, data diolah (2026)

Uji normalitas dengan Skewness/Kurtosis Test menunjukkan nilai Prob > chi2 sebesar 0,0935 pada Model 1 dan 0,4786 pada Model 2, keduanya melebihi 0,05, sehingga residual kedua model dinyatakan berdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan seluruh nilai VIF jauh di bawah ambang batas 10 (nilai tertinggi 2,22 pada Social Score Model 2), sehingga tidak ditemukan gejala multikolinearitas dan estimasi koefisien regresi dinyatakan stabil. Sebaliknya, uji heteroskedastisitas dengan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg Test menunjukkan nilai Prob > chi2 sebesar 0,0096 pada Model 1 dan 0,0030 pada Model 2 (< 0,05), yang mengindikasikan kedua model mengandung gejala heteroskedastisitas. Demikian pula, uji autokorelasi dengan Wooldridge Test menunjukkan nilai Prob > F sebesar 0,0273 pada Model 1 dan 0,0276 pada Model 2 (< 0,05), yang mengindikasikan adanya gejala autokorelasi pada residual kedua model. Ditemukannya heteroskedastisitas dan autokorelasi secara bersamaan mendorong penerapan Cluster-Robust Standard Errors berdasarkan identitas perusahaan (cluster id), yang mengoreksi standar error tanpa mengubah nilai koefisien regresi, sehingga inferensi uji t dan uji F tetap valid dan reliabel (Wooldridge, 2010; Petersen, 2009).

Hasil Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel Model 1 dan Model 2 dilakukan menggunakan Fixed Effect Model dengan cluster-robust standard errors. Hasil regresi Model 1, yang menguji pengaruh ESG Score gabungan terhadap ROA, disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Regresi Data Panel Model 1 (FEM, Cluster-Robust SE)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	P > t
ESG Score	-0,19	0,0828	-2,38	0,021
Leverage	-0,74	0,1018	-7,29	0,000
Konstanta	18,37	4,4383	4,14	0,000

Sumber: Output STATA 17, data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 7, persamaan regresi Model 1 adalah: $ROA_{it} = 18,37 - 0,19 ESG_{it} - 0,74 LEV_{it} + \epsilon_{it}$. Hasil menunjukkan bahwa ESG Score berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA dengan koefisien -0,19 dan $p = 0,021$ (< 0,05), yang berarti setiap peningkatan satu poin ESG Score cenderung menurunkan ROA sebesar 0,19 persen poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Variabel kontrol Leverage juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA (koefisien -0,74; $p = 0,000$), mengindikasikan bahwa semakin tinggi rasio utang terhadap aset, semakin rendah profitabilitas perusahaan.

Hasil regresi Model 2, yang menguji pengaruh masing-masing dimensi ESG secara individual, disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Regresi Data Panel Model 2 (FEM, Cluster-Robust SE)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	P > t
Environmental Score	-0,02	0,0616	-0,35	0,729
Social Score	-0,08	0,0640	-1,28	0,205
Governance Score	-0,08	0,0626	-1,43	0,159
Leverage	-0,70	0,0944	-7,73	0,000
Konstanta	18,10	4,4627	4,06	0,000

Sumber: Output STATA 17, data diolah (2026)

Persamaan regresi Model 2 adalah: $ROA_{it} = 18,10 - 0,02 E_{it} - 0,08 S_{it} - 0,08 G_{it} - 0,70 LEV_{it} + \epsilon_{it}$. Ketiga dimensi ESG yang diuji secara terpisah menunjukkan arah pengaruh yang konsisten negatif terhadap ROA, namun tidak satu pun signifikan secara statistik. Environmental Score memiliki koefisien -0,02 ($t = -0,35$; $p = 0,729$), Social Score memiliki koefisien -0,08 ($t = -1,28$; $p = 0,205$), dan Governance Score memiliki koefisien -0,08 ($t = -1,43$; $p = 0,159$); ketiganya jauh di atas ambang signifikansi 0,05. Variabel kontrol Leverage

tetap konsisten berpengaruh negatif dan signifikan (koefisien $-0,70$; $p = 0,000$), sejalan dengan hasil Model 1, yang menunjukkan bahwa temuan mengenai pengaruh negatif Leverage terhadap ROA bersifat robust terhadap perubahan spesifikasi model. Pola ini mengindikasikan bahwa efek negatif ESG terhadap ROA yang ditemukan pada Model 1 kemungkinan bersifat kumulatif, yakni baru muncul ketika ketiga dimensi digabungkan menjadi satu skor komposit, sementara pada tingkat dimensi individual pengaruh masing-masing komponen masih terlalu lemah untuk terdeteksi secara statistik dalam periode pengamatan empat tahun ini.

Pengujian Hipotesis

Kelayakan model regresi secara keseluruhan diuji melalui Uji F, sedangkan koefisien determinasi (R^2 within) digunakan untuk mengukur kemampuan model menjelaskan variasi ROA. Model 1 memperoleh statistik $F(2,49) = 26,58$ dengan $\text{Prob} > F = 0,0000$, dan Model 2 memperoleh $F(4,49) = 20,58$ dengan $\text{Prob} > F = 0,0000$, sehingga kedua model dinyatakan layak (fit) dan variabel independen secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi ROA secara signifikan (Ghozali, 2018). Nilai R^2 within pada Model 1 sebesar $0,0773$ dan Model 2 sebesar $0,0851$, mengonfirmasi bahwa dengan mengontrol efek tetap, variasi ROA antarwaktu dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar $7,73\%$ dan $8,51\%$. Nilai R^2 yang relatif rendah ini lazim ditemukan pada penelitian data panel yang melibatkan banyak unit cross-section dan variabel yang heterogen antarperusahaan, di mana fokus utama analisis bukan pada besarnya daya jelas model, melainkan pada arah dan signifikansi hubungan antarvariabel (Ozili, 2023; Kennedy, 2002).

Ringkasan hasil pengujian hipotesis berdasarkan Uji t pada taraf signifikansi 5% disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Arah Hipotesis	Koefisien	$P > t $	Keputusan
H1: ESG Score $\rightarrow$ ROA	Positif	$-0,19$	$0,021$	Ditolak (signifikan, arah negatif)
H2: Environmental Score $\rightarrow$ ROA	Positif	$-0,02$	$0,729$	Ditolak (tidak signifikan)
H3: Social Score $\rightarrow$ ROA	Positif	$-0,08$	$0,205$	Ditolak (tidak signifikan)
H4: Governance Score $\rightarrow$ ROA	Positif	$-0,08$	$0,159$	Ditolak (tidak signifikan)

Sumber: data diolah (2026)

Hasil uji t pada Model 1 menunjukkan bahwa ESG Score berpengaruh signifikan terhadap ROA ($t = -2,38$; $p = 0,021$), namun arahnya negatif, berlawanan dengan arah hipotesis H1 yang menyatakan pengaruh positif, sehingga H1 ditolak. Pada Model 2, seluruh dimensi ESG—Environmental Score ($t = -0,35$; $p = 0,729$), Social Score ($t = -1,28$; $p = 0,205$), dan Governance Score ($t = -1,43$; $p = 0,159$)—tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H2, H3, dan H4 seluruhnya ditolak.

Pembahasan

Pengaruh ESG Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Hasil pengujian Model 1 menunjukkan bahwa ESG Score berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2021–2024, sehingga H1 ditolak. Hasil ini menjawab rumusan masalah pertama penelitian ini: ESG Score memang berpengaruh terhadap ROA, namun dengan arah yang berlawanan dari yang dihipotesiskan. Temuan ini sejalan dengan argumen Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021) yang membuktikan bahwa pada emerging markets, pengungkapan ESG berdampak negatif terhadap kinerja keuangan jangka pendek karena pemenuhan standar ESG memerlukan alokasi belanja modal

(capital expenditure) yang besar, mencakup investasi pada sistem manajemen lingkungan, pelatihan sumber daya manusia, dan perbaikan tata kelola, yang secara langsung menekan profitabilitas operasional apabila tidak disertai strategi mitigasi keuangan yang tepat. Fenomena ini diperparah oleh kondisi pasar modal Indonesia yang masih berada pada fase pertumbuhan adopsi ESG, di mana hanya 106 dari 943 emiten BEI yang mengungkapkan informasi ESG pada tahun 2024 (Refinitiv Eikon, 2025), mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan sampel masih berada dalam tahap investasi ESG awal, sehingga beban biaya pemenuhan ESG lebih mendominasi dibandingkan manfaat finansial yang diperoleh.

Dari perspektif Stakeholder Theory (Freeman, 1984), secara teoretis perusahaan yang mengelola kepentingan seluruh pemangku kepentingan dengan baik seharusnya memperoleh kinerja keuangan yang lebih unggul melalui reputasi yang lebih kuat, loyalitas pelanggan, dan akses modal yang lebih luas (Harrison & Wicks, 2013). Namun, temuan ini mengindikasikan bahwa dalam konteks pasar Indonesia, manfaat jangka panjang yang dijanjikan oleh dimensi instrumental Stakeholder Theory (Donaldson & Preston, 1995) belum dapat terealisasi dalam jangka pendek, terutama pada periode 2021–2024 yang merupakan fase pemulihan pascapandemi. Penerapan ESG di Indonesia masih lebih bersifat responsif terhadap tekanan regulasi OJK (POJK No. 51/POJK.03/2017 dan SE OJK No. 16/SEOJK.04/2021) daripada didorong oleh keyakinan bahwa ESG akan meningkatkan profitabilitas dalam jangka pendek. Temuan ini konsisten dengan hasil Anggraini dan Sari (2024) serta Aziizah dan Fanani (2025) yang menemukan hasil tidak signifikan atau negatif dari hubungan ESG-ROA di konteks Indonesia, serta memperkuat argumen Fettahoglu et al. (2025) mengenai kompleksitas peran ESG dalam membentuk kinerja keuangan di pasar modal Indonesia.

Pengaruh Environmental Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Hasil pengujian Model 2 menunjukkan bahwa Environmental Score tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H2 ditolak. Hasil ini dapat dipahami mengingat Environmental Score merupakan dimensi dengan nilai rata-rata terendah dalam sampel penelitian (49,56), mencerminkan bahwa mayoritas perusahaan non-keuangan Indonesia masih berada dalam tahap awal pengelolaan lingkungan. Investasi pada aspek lingkungan, seperti pengelolaan emisi karbon, efisiensi energi, dan manajemen limbah, membutuhkan alokasi modal jangka panjang yang besar, sementara manfaat keuangannya baru dapat dirasakan setelah beberapa tahun implementasi yang konsisten (Broadstock et al., 2021). Meskipun dari perspektif Stakeholder Theory pengelolaan lingkungan yang baik secara teoretis dapat menekan risiko litigasi dan biaya kepatuhan regulasi (Gillan et al., 2021), dampak tersebut belum cukup besar untuk termanifestasi secara signifikan pada ROA dalam rentang waktu empat tahun yang diteliti. Temuan ini sejalan dengan penelitian Inawati dan Rahmawati (2023) dan Priadi et al. (2025), namun berbeda dengan temuan Aydogmus et al. (2022) dan Naeem et al. (2022) pada pasar yang lebih matang, yang mengindikasikan adanya efek kontekstual yang kuat dari tingkat kematangan pasar terhadap relevansi kinerja lingkungan.

Pengaruh Social Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Hasil pengujian Model 2 menunjukkan bahwa Social Score tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H3 ditolak. Paradoks dari temuan ini adalah meskipun Social Score merupakan dimensi dengan nilai rata-rata tertinggi (57,05) dalam sampel, pengaruhnya terhadap ROA justru tidak signifikan. Dari dimensi instrumental Stakeholder Theory (Donaldson & Preston, 1995), pengelolaan hubungan sosial yang baik dengan karyawan dan komunitas secara teoretis meningkatkan produktivitas tenaga kerja dan loyalitas konsumen yang berdampak pada kinerja keuangan (Harrison & Wicks, 2013). Namun, konversi dari modal sosial menjadi keuntungan finansial yang terukur pada ROA membutuhkan waktu yang lebih panjang dari periode observasi empat tahun penelitian ini. Temuan ini konsisten dengan hasil Inawati dan Rahmawati (2023) serta Priadi et al. (2025) yang juga menemukan Social Score tidak signifikan terhadap ROA di BEI.

Pengaruh Governance Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Hasil pengujian Model 2 menunjukkan bahwa Governance Score tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H4 ditolak. Hasil ini cukup mengejutkan mengingat Governance Score secara teoretis dianggap sebagai dimensi ESG yang paling langsung terkait dengan kinerja keuangan melalui pengurangan konflik keagenan, peningkatan transparansi, dan efisiensi pengambilan keputusan strategis (Biju et al., 2025; Aydogmus et al., 2022). Dari perspektif Teori Legitimasi (Suchman, 1995), tata kelola yang baik seharusnya berfungsi sebagai sinyal kepada investor bahwa perusahaan dikelola secara bertanggung jawab, sehingga memperoleh legitimasi yang lebih tinggi dan biaya modal yang lebih rendah. Namun, ketidaksignifikanan Governance Score dalam penelitian ini kemungkinan besar disebabkan oleh kualitas implementasi tata kelola di Indonesia yang masih sangat heterogen—banyak perusahaan memiliki skor tata kelola relatif tinggi dalam laporan formal namun belum sepenuhnya mengimplementasikannya dalam praktik operasional sehari-hari (Adzrin et al., 2025)—serta investor di pasar modal Indonesia yang belum secara konsisten mengintegrasikan kualitas tata kelola ke dalam valuasi dan keputusan alokasi modal. Temuan ini sejalan dengan hasil Inawati dan Rahmawati (2023) serta Devianti (2025) di konteks pasar Indonesia.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh ESG Score secara gabungan maupun pada masing-masing dimensinya (Environmental, Social, dan Governance Score) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diprosikan dengan ROA, menggunakan data panel dari 50 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2021–2024. Berdasarkan hasil analisis regresi data panel dengan Fixed Effect Model dan Cluster-Robust Standard Errors, diperoleh dua kesimpulan utama. Pertama, ESG Score secara gabungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA, sehingga H1 ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan non-keuangan di BEI periode 2021–2024, peningkatan kinerja ESG justru berkaitan dengan penurunan profitabilitas jangka pendek, mencerminkan kondisi bahwa perusahaan masih berada pada fase investasi awal penerapan ESG di mana biaya pemenuhan ESG mendominasi dibandingkan manfaat keuangannya. Kedua, secara parsial, Environmental Score, Social Score, dan Governance Score ketiganya tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H2, H3, dan H4 seluruhnya ditolak, mengonfirmasi bahwa pada tingkat disagregasi dimensi ESG, belum terdapat bukti empiris yang cukup kuat untuk menyimpulkan bahwa salah satu dimensi ESG secara spesifik mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan non-keuangan Indonesia dalam jangka pendek.

Secara keseluruhan, temuan ini berkontribusi pada literatur akademis dengan menegaskan adanya efek kontekstual yang kuat di pasar modal Indonesia: hubungan antara ESG dan kinerja keuangan tidak bersifat linier sederhana dan dipengaruhi oleh tingkat kematangan pasar, fase adopsi ESG, dan kapasitas institusional. Hasil penelitian ini memperkuat argumen Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021) serta Fettahoglu et al. (2025) yang menunjukkan bahwa di emerging markets, investasi ESG cenderung baru memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan dalam jangka panjang, setelah melewati fase break-even dari investasi awal yang besar.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, periode pengamatan hanya mencakup empat tahun (2021–2024), sehingga belum sepenuhnya mampu menangkap pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan yang bersifat jangka panjang, mengingat manfaat finansial dari investasi keberlanjutan pada umumnya baru terealisasi setelah melewati fase break-even yang membutuhkan waktu lebih dari empat tahun. Kedua, sampel penelitian yang

berjumlah 50 perusahaan non-keuangan cenderung didominasi oleh perusahaan besar berkapitalisasi pasar tinggi, karena ketersediaan skor ESG dari LSEG/Refinitiv umumnya lebih lengkap untuk emiten besar, sehingga hasil penelitian ini belum tentu dapat digeneralisasi pada perusahaan berskala kecil dan menengah di BEI. Ketiga, penelitian ini hanya menggunakan ROA sebagai proksi kinerja keuangan berbasis akuntansi, sehingga belum menggambarkan penilaian pasar terhadap kinerja ESG perusahaan yang umumnya lebih tercermin melalui indikator berbasis pasar seperti Tobin's Q atau return saham. Keempat, model penelitian ini hanya melibatkan Leverage sebagai variabel kontrol, sedangkan faktor lain yang berpotensi memengaruhi hubungan ESG dan kinerja keuangan, seperti ukuran perusahaan, jenis industri, dan struktur kepemilikan, belum dimasukkan ke dalam model. Kelima, penggunaan Cluster-Robust Standard Errors telah membantu mengatasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi pada data panel, namun pendekatan ini tidak serta-merta menghilangkan seluruh risiko bias yang bersumber dari faktor tidak teramati pada masing-masing perusahaan yang bersifat berubah seiring waktu.

Saran

Bagi manajemen perusahaan, temuan negatif antara ESG dan ROA jangka pendek hendaknya tidak dimaknai sebagai sinyal untuk mengurangi investasi ESG, melainkan sebagai pengingat pentingnya strategi implementasi ESG yang terintegrasi dengan model bisnis inti perusahaan. Manajemen perlu merancang roadmap ESG jangka panjang yang memperhitungkan payback period dari setiap investasi keberlanjutan, serta mengomunikasikan nilai strategis ESG kepada investor secara konsisten agar biaya modal dapat ditekan seiring peningkatan reputasi ESG. Bagi regulator, khususnya OJK dan BEI, hasil penelitian ini dapat menjadi dasar pertimbangan untuk memperkuat ekosistem pendukung implementasi ESG, termasuk pengembangan insentif fiskal bagi perusahaan yang berinvestasi dalam pengelolaan lingkungan dan sosial, serta peningkatan standar pelaporan ESG yang lebih terukur dan dapat diverifikasi agar investor dapat lebih andal mengintegrasikan informasi ESG dalam keputusan alokasi modal. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan periode observasi menjadi lebih dari lima tahun agar dapat menangkap efek ESG jangka panjang yang kemungkinan bersifat positif, mempertimbangkan variabel moderasi seperti ukuran perusahaan, jenis industri, atau tingkat kepemilikan institusional, serta menggunakan data ESG yang lebih luas dan merata lintas sektor agar generalisasi hasil dapat ditingkatkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adzrin, R., Ahmad, R., Imran, W., Aminurrashid, D., Sarman, S. R., & Abu, Z. (2025). Comparative Analysis of ESG Performance among ASEAN Firms. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, IX(2454), 3717–3730. <https://doi.org/10.47772/IJRISS.2025.910000306>
- Alfiyahya, S., & Sari, R. P. (2025). Pengaruh Kualitas Pengungkapan Sustainable Development Goals dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi*, 17(3), 360–371.
- Alsayegh, M. F., Rahman, R. A., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability (Switzerland)*, 12(9). <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Anggraini, D., & Sari, R. (2024). Pengaruh Environment Social Governance (ESG) Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan yang Terindeks IDX ESG Leader Tahun 2020–2023. (Sinta 3).
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The Impact of Financial Leverage on the Financial Performance of the Firms Listed on the Tokyo Stock Exchange. *SAGE Open*, 13(4), 1–22. <https://doi.org/10.1177/21582440231204099>
- 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>
- Aziizah, N., & Fanani, Z. (2025). Pengaruh Kinerja ESG terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di ISSI. (Sinta 2).

- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.).
- Basuki, A., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews*. PT RajaGrafindo Persada.
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Biju, A. V. N., Geetha, S., Prasad, S., Sasidharan, A., & Jayachandran, A. (2025). ESG-Firm Performance Nexus: Evidence From an Emerging Economy. *Business Strategy and the Environment*, 34(3), 3469–3496. <https://doi.org/10.1002/bse.4152>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). *Microeconometrics Using Stata*. Stata Press.
- Deegan, C. (2002). Introduction: 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>
- Del Vitto, A., Marazzina, D., & Stocco, D. (2023). ESG ratings explainability through machine learning techniques. *Annals of Operations Research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-023-05514-z>
- Devianti, I. P. (2025). Pengaruh Environment, Social, dan Governance (ESG) terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di ESG Leaders Indonesia Periode 2017–2022.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. *The Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Elkington, J. (1997). Enter the triple bottom line. *The Triple Bottom Line: Does It All Add Up*, 1(1986), 1–16. <https://doi.org/10.4324/9781849773348>
- Ferrero-Ferrero, I., León, R., & Muñoz-Torres, M. J. (2021). Sustainability materiality matrices in doubt: may prioritizations of aspects overestimate environmental performance? *Journal of Environmental Planning and Management*, 64(3), 432–463. <https://doi.org/10.1080/09640568.2020.1766427>
- Fettahoglu, S., Allak, S., & Ozcan Turkan, B. (2025). ESG Scores and Corporate Performance in Emerging Markets: Evidence from E7 Countries. *Sustainability (Switzerland)*, 17(19), 1–23. <https://doi.org/10.3390/su17198936>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97–124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>

- Hummel, K., & Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure – Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 455–476. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001>
- Inawati, W., & Rahmawati, D. (2023). Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Non-Kuangan di Bursa Efek Indonesia.
- Jones, T. M., Wicks, A. C., & Freeman, R. E. (2008). Stakeholder Theory: The State of the Art. In *The Blackwell Guide to Business Ethics* (pp. 19–37). <https://doi.org/10.1002/9781405164771.ch0>
- Kennedy, P. (2002). *A Guide to Econometrics* (5th ed.). MIT Press.
- Kunaifi, A., Oktari, V., & Soewarno, N. (2026). ESG disclosure and firm sustainable growth nexus in Indonesia's emerging markets: does working capital management matter? *Asian Review of Accounting*, 34(2), 438–453. <https://doi.org/10.1108/ARA-03-2025-0068>
- Mardiana, & Hanani, T. (2025). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on Corporate Financial Performance in Indonesia: Based on the Perspective of Innovation. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IIJSE)*, 8(3), 2565–2582.
- 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, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Matta, R. (2023). ESG scores and firm performance – evidence from emerging market. *International Review of Economics and Finance*, 89, 1170–1184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.024>
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Paltrinieri, A. (2025). ESG investing & firm performance: Retrospections of past & reflections of future. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(1), 1096–1121. <https://doi.org/10.1002/csr.2982>
- Oktrivina, A., et al. (2025). Pengaruh ESG Score terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di BEI.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 51/POJK.03/2017 Tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan Bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan Nomor 16/SEOJK.04/2021 Tentang Bentuk dan Isi Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik. ojk.go.id
- Ozili, P. K. (2023). The acceptable R-square in empirical modelling for social science research. In *Social Research Methodology and Publishing Results* (pp. 134–143).
- Petersen, M. A. (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Priadi, F. R., & Wahyudi, H. D. (2026). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Score Terhadap Return on Assets (ROA) dengan Moderasi Ukuran Perusahaan: Studi pada Perusahaan Indeks LQ45 Periode 2019–2024. *Indonesian Journal of Digital Business*, 6, 3233–3253.
- Priyantoko, M. A. D., Maryanti, E., Rahmadini, E. R., & Aprilia, A. D. (2025). The Role of Profitability in Moderating the Effect of Leverage, Company Size and Investment Decisions on Firm Value. *Proceeding of International Conference on Social Science and Humanity*, 2(1), 1005–1017. <https://doi.org/10.61796/icossh.v2i1.392>
- Refinitiv Eikon. (2025). ESG Score Database.
- Refinitiv. (2022). Refinitiv ESG Scores Methodology.
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 13(2), 1–16. <https://doi.org/10.3390/su13020767>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Shawat, R. S., Zamel, A., Otake, T., Sabry, S., & Badawy, H. (2024). How Firm Size Shapes the ESG and Financial Performance Nexus: Insights from The MENA Region. *Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice*, 1–15. <https://doi.org/10.5171/2024.145355>

- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2024). Effect of ESG Performance on Financial Performance: Evidence from Indian Companies. *IIMS Journal of Management Science*.
- Singh, A., Verma, S., & Shome, S. (2025). ESG-CFP relationship: exploring the moderating role of financial slack. *International Journal of Emerging Markets*, 469–498. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0536>
- Sormin, S. H., Miharja, I. S., & Wisudanto, W. (2023). Analisis Gender Diversity Terhadap Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan Dengan Environmental, Social, Governance (ESG) Sebagai Variabel Moderating. *Sebatik*, 27(2), 499–508. <https://doi.org/10.46984/sebatik.v27i2.2380>
- StataCorp. (2023). *Longitudinal-Data/Panel-Data Reference Manual*. StataCorp LLC.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Sugiyono. (2020). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- United Nations Global Compact & UNEP Finance Initiative. (2004). *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2nd ed.). MIT Press.
- Yudhanto, W., & Simamora, A. J. (2023). Environmental, Social, and Governance Risk on Firm Performance: The Mediating Role of Firm Risk. *Binus Business Review*, 14(2), 223–234. <https://doi.org/10.21512/bbr.v14i2.8935>