



TESIS - DB255401

***Peran Mediasi ESG Disclosure dalam Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan: Studi pada Perusahaan Energi dan Basic Materials***

IRGI MAULANA PUTRA  
6031242005

DOSEN PEMBIMBING  
MUHAMMAD SAIFUL HAKIM, S.E., M.M., PH.D.  
NIP 198305052014041001

PROGRAM STUDI SAINS MANAJEMEN  
DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS  
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL  
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER  
SURABAYA  
2026





**TESIS - DB255401**

**Peran Mediasi ESG Disclosure dalam Pengaruh  
Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja  
Perusahaan: Studi pada Perusahaan Energi dan  
Basic Materials**

**IRGI MAULANA PUTRA  
6031242005**

**DOSEN PEMBIMBING  
MUHAMMAD SAIFUL HAKIM, S.E., M.M., PH.D.  
NIP 198305052014041001**

**PROGRAM STUDI SAINS MANAJEMEN  
DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS  
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL  
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER  
SURABAYA  
2026**





**THESIS - DB255401**

**The Mediating Role of ESG Disclosure in the  
Relationship between Ownership Structure and  
Firm Performance: Evidence from Energy and  
Basic Materials Companies**

**IRGI MAULANA PUTRA  
6031242005**

**SUPERVISOR  
MUHAMMAD SAIFUL HAKIM, S.E., M.M., PH.D.  
NIP 198305052014041001**

**MASTER OF SCIENCE MANAGEMENT STUDY PROGRAM  
DEPARTMENT OF BUSINESS MANAGEMENT  
FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS  
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER  
SURABAYA  
2026**



## LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Tesis disusun untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar

**Magister Sains Manajemen (M.SM.)**

di

**Institut Teknologi Sepuluh Nopember**

oleh

**Irgi Maulana Putra**

**NRP: 6031242005**

**Tanggal Ujian: 10 Juli, 2026**

Disetujui oleh:

**Pembimbing:**

1. Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D.  
NIP 198305052014041001

.....

**Penguji:**

1. Aang Kunaifi, S.E., M.SA. Ak  
NIP: 198707102015041003
2. Dr. Lissa Rosdiana Noer, S.T., M.MT.  
NIP: 198811182015042002

.....  
.....



**Kepala Departemen Manajemen Bisnis  
Dan Bisnis Kreatif dan Bisnis Digital**

**Berto Muliya Wibawa, S.Pi., M.M., Ph.D.**  
NIP: 198802252014041001



## THESIS APPROVAL FORM

This thesis was written to fulfill one of the requirements for obtaining a degree  
**Master of Science in Management (M.SM.)**

in

**Institut Teknologi Sepuluh Nopember**

by

**Irgi Maulana Putra**

**NRP: 6031242005**

Exam date: July 10<sup>th</sup>, 2026

Approved by:

**Supervisor:**

1. Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D  
NIP 198305052014041001

.....

**Examiner:**

1. Aang Kunaifi, S.E., M.SA. Ak  
NIP: 198707102015041003
2. Dr. Lissa Rosdiana Noer, S.T., M.MT.  
NIP: 198811182015042002

.....  
.....

Head of Department of Business Management  
Faculty of Creative Design and Digital Business



**Merta Mula Wibawa, S.Pi., M.M., Ph.D.**  
NIP: 198802252014041001



## PERNYATAAN ORISINALITAS

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama Mahasiswa / NRP : Irgi Maulana Putra / 6031242005  
Program Studi : S-2 Magister Sains Manajemen  
Dosen Pembimbing / NIP : Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D /  
198305052014041001

Dengan ini menyatakan bahwa Tesis dengan judul “Peran Mediasi ESG Disclosure dalam Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan: Studi pada Perusahaan Energi dan Basic Materials” adalah hasil karya sendiri, bersifat orisinal, dan ditulis dengan mengikuti kaidah penulisan ilmiah.

Bilamana dikemudian hari ditemukan ketidaksesuaian dengan pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku di Institut Teknologi Sepuluh Nopember.

Surabaya, 27 Juli 2026

Mengetahui,

Dosen Pembimbing



Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D

NIP. 198305052014041001

Mahasiswa



Irgi Maulana Putra

NRP. 6031242005



## STATEMENT OF ORIGINALITY

The undersigned:

Name / NRP : Irgi Maulana Putra / 6031242005  
Degree : S-2 Magister Sains Manajemen  
Supervisor / NIP : Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D /  
198305052014041001

I hereby declare that this thesis entitled “The Mediating Role of ESG Disclosure in the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Energy and Basic Materials Companies” is my own original work and has been written in accordance with the principles of academic writing.

Should any inconsistency with this declaration be discovered in the future, I am willing to accept any sanctions imposed in accordance with the applicable regulations of the Institut Teknologi Sepuluh Nopember.

Surabaya, 27 Juli 2026

Mengetahui,

Dosen Pembimbing



Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph.D

NIP. 198305052014041001

Mahasiswa



Irgi Maulana Putra

NRP. 6031242005



## **DISCLAIMER**

The thesis titled “The Mediating Role of ESG Disclosure in the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Energy and Basic Materials Companies” is an original work containing unpublished research document. Any kinds of referencing activities involving this research required prior approval from the thesis supervisor. Permission proposal is able to be sent via email to 6031242005@student.its.ac.id. Citations should instead reference the publications (e.g., conference papers or journal articles) derived from this thesis.



# **Peran Mediasi ESG Disclosure dalam Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan: Studi pada Perusahaan Energi dan Basic Materials**

Nama Mahasiswa : Irgi Maulana Putra

NRP : 6031242005

Pembimbing : Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph. D.

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap Tobin's Q sebagai *market-based firm performance* dengan mempertimbangkan peran ESG Disclosure Score sebagai variabel mediasi. Struktur kepemilikan diproksikan melalui Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration, sedangkan kinerja perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q. Penelitian ini berfokus pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan, laporan keuangan, dan data ESG Disclosure Score dari Bloomberg. Sampel penelitian terdiri dari 22 perusahaan selama periode 2020 sampai 2025, sehingga menghasilkan 132 observasi. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi data panel dan uji mediasi dengan metode bootstrap. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Institutional Ownership dan Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q sebagai *market-based firm performance*. Sebaliknya, Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q sebagai *market-based firm performance*. Namun, Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Selanjutnya, hasil uji mediasi menggunakan bootstrap dengan 5.000 replikasi menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak memediasi pengaruh Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan lebih dominan terjadi melalui mekanisme tata kelola langsung, bukan melalui peningkatan ESG Disclosure Score. Penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur corporate governance dan ESG di pasar negara berkembang, khususnya pada sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.

**Kata Kunci:** *ESG Disclosure Score, Foreign Ownership, Institutional Ownership, Kinerja Perusahaan, Ownership Concentration, Tobin's Q.*

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

# **The Mediating Role of ESG Disclosure in the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Energy and Basic Materials Companies**

Student's Name : Irgi Maulana Putra  
Student's ID : 6031242005  
Supervisor : Muhammad Saiful Hakim, S.E., M.M., Ph. D.

## **ABSTRACT**

This study examines the effect of ownership structure on firm performance by considering ESG Disclosure Score as a mediating variable. Ownership structure is proxied by Institutional Ownership, Foreign Ownership, and Ownership Concentration, while firm performance is measured using Tobin's Q. This study focuses on energy and Basic Materials companies listed on the Indonesia Stock Exchange. A quantitative approach is applied using secondary data obtained from annual reports, financial statements, and Bloomberg ESG Disclosure Score data. The sample consists of 22 companies during the 2020 to 2025 period, resulting in 132 firm-year observations. The data are analyzed using panel data regression and mediation testing with the bootstrap method. The results show that Institutional Ownership and Foreign Ownership have a positive and significant effect on firm performance. In contrast, Ownership Concentration has a negative and significant effect on firm performance. However, Institutional Ownership, Foreign Ownership, and Ownership Concentration do not have a significant effect on ESG Disclosure Score. The findings also indicate that ESG Disclosure Score does not significantly affect firm performance. Furthermore, the mediation test using 5,000 bootstrap replications shows that ESG Disclosure Score does not mediate the effect of Institutional Ownership, Foreign Ownership, and Ownership Concentration on firm performance. These findings suggest that ownership structure affects firm performance more through direct corporate governance mechanisms rather than through ESG disclosure. This study contributes to the corporate governance and ESG literature in emerging markets, particularly in the Indonesian energy and Basic Materials sectors.

**Keywords:** *ESG Disclosure Score, Firm Performance, Foreign Ownership, Institutional Ownership, Ownership Concentration, Tobin's Q.*

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## KATA PENGANTAR

Puji Syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penelitian yang berjudul “Peran Mediasi ESG Disclosure dalam Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan: Studi pada Perusahaan Energi dan Basic Materials” ini dapat terselesaikan dengan baik.

Pada kesempatan kali ini, perkenalkan penulis untuk menyampaikan apresiasi tertinggi dan ucapan terima kasih kepada pihak – pihak yang telah memberikan dukungan, bantuan, serta kontribusi dalam menyelesaikan tesis ini, antara lain:

1. Bapak Berto Mulia Wibawa selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis yang telah memberikan dukungan, arahan, serta memfasilitasi terciptanya lingkungan akademik yang kondusif sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis ini dengan baik.
2. Ibu Lissa Rosdiana Noer selaku Kepala Prodi Magister Sains Manajemen serta dosen penguji dan dosen wali yang telah meluangkan waktu untuk memberikan arahan, saran, serta bimbingan dalam menyelesaikan perkuliahan ini.
3. Bapak Muhammad Saiful Hakim selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu memberikan bimbingan, ilmu, dan arahan dalam menyelesaikan penelitian ini.
4. Bapak Aang Kunaifi selaku penguji yang telah meluangkan waktu untuk memberikan arahan dan saran dalam menyelesaikan penelitian ini.
5. Bapak/Ibu dosen beserta seluruh civitas akademika Program Studi Magister Sains Manajemen, Departemen Manajemen Bisnis, Institut Teknologi Sepuluh Nopember, yang telah memberikan ilmu, sarana, dan prasarana selama menempuh pendidikan hingga proses penyusunan Tesis.
6. Kedua orang tua yang selalu memberikan doa dan dukungan kepada penulis.
7. Seluruh rekan mahasiswa Magister Sains Manajemen Angkatan 2024 Genap yang selalu kebersamai setiap langkah selama masa perkuliahan berlangsung
8. Bintang Audia, Sajed Arois, Dafa Dzaki selaku teman sejati penulis yang selalu memberikan support pada setiap hari selama menjalani tesis.

Surabaya, 10 Juli 2026

Penulis,

Irgi Maulana Putra

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## DAFTAR ISI

|                                                                        |              |
|------------------------------------------------------------------------|--------------|
| <b>ABSTRAK.....</b>                                                    | <b>xii</b>   |
| <b>ABSTRACT .....</b>                                                  | <b>xiv</b>   |
| <b>KATA PENGANTAR .....</b>                                            | <b>xvi</b>   |
| <b>DAFTAR ISI .....</b>                                                | <b>xviii</b> |
| <b>DAFTAR GAMBAR .....</b>                                             | <b>xxii</b>  |
| <b>DAFTAR TABEL.....</b>                                               | <b>xxiv</b>  |
| <b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>                                         | <b>1</b>     |
| 1.1 Latar Belakang.....                                                | 1            |
| 1.2 Rumusan Masalah.....                                               | 4            |
| 1.3 Tujuan Penelitian .....                                            | 5            |
| 1.4 Manfaat Penelitian.....                                            | 5            |
| 1.4.1 Manfaat Teoritis .....                                           | 5            |
| 1.4.2 Manfaat Praktis.....                                             | 5            |
| 1.5 Batasan Penelitian .....                                           | 6            |
| 1.6 Sistematika Penulisan.....                                         | 6            |
| <b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA .....</b>                                    | <b>7</b>     |
| 2.1 <i>Environmental, Social, and Governance (ESG)</i> .....           | 7            |
| 2.1.1 <i>ESG Disclosure Score</i> .....                                | 8            |
| 2.2 <i>Stakeholder Theory</i> .....                                    | 9            |
| 2.3 <i>Agency Theory</i> .....                                         | 10           |
| 2.4 <i>Legitimacy Theory</i> .....                                     | 12           |
| 2.5 <i>Signaling Theory</i> .....                                      | 14           |
| 2.5 <i>Institutional Ownership</i> .....                               | 15           |
| 2.6 <i>Foreign Ownership</i> .....                                     | 15           |
| 2.7 <i>Ownership Concentration</i> .....                               | 16           |
| 2.8 <i>Firm Performance</i> .....                                      | 17           |
| 2.9 <i>Asset Utilization</i> .....                                     | 18           |
| 2.10 <i>Firm Size</i> .....                                            | 19           |
| 2.11 <i>Firm Age</i> .....                                             | 20           |
| 2.12 <i>Leverage</i> .....                                             | 20           |
| 2.13 <i>Net Working Capital</i> .....                                  | 21           |
| 2.14 <i>Peran Struktur Kepemilikan terhadap Firm Performance</i> ..... | 22           |

|               |                                                                |           |
|---------------|----------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.15          | Peran Struktur Kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score ..... | 24        |
| 2.16          | Peran ESG Disclosure Score terhadap Firm Performance .....     | 26        |
| 2.17          | Peran ESG Disclosure Score sebagai Variabel Mediasi .....      | 27        |
| 2.18          | Penelitian Terdahulu .....                                     | 29        |
| 2.19          | Kesenjangan Penelitian .....                                   | 39        |
| <b>BAB 3</b>  | <b>METODOLOGI PENELITIAN .....</b>                             | <b>41</b> |
| 3.1           | Diagram Alir Penelitian .....                                  | 41        |
| 3.2           | Tahap Pendahuluan .....                                        | 42        |
| 3.2.1         | Identifikasi Masalah .....                                     | 42        |
| 3.2.2         | Studi Literatur .....                                          | 42        |
| 3.3           | Desain Penelitian .....                                        | 42        |
| 3.4           | Populasi dan Sampel .....                                      | 43        |
| 3.4.1         | Populasi .....                                                 | 43        |
| 3.4.2         | Sampel .....                                                   | 44        |
| 3.5           | Variabel Penelitian .....                                      | 44        |
| 3.6           | Kerangka Penelitian .....                                      | 46        |
| 3.7           | Model Penelitian .....                                         | 48        |
| 3.8           | Teknik Pengumpulan Data .....                                  | 49        |
| 3.8.1         | Statistik Deskriptif .....                                     | 49        |
| 3.8.2         | Teknik Analisis Regresi Data .....                             | 50        |
| 3.8.3         | Metode Estimasi Regresi Panel .....                            | 50        |
| 3.8.4         | Pengujian Model Regresi Data Panel .....                       | 51        |
| 3.8.5         | Uji Asumsi Klasik .....                                        | 52        |
| 3.8.6         | Pengujian Hipotesis .....                                      | 54        |
| 3.8.7         | Uji Signifikansi Mediasi .....                                 | 55        |
| <b>BAB IV</b> | <b>HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>                              | <b>57</b> |
| 4.1           | Gambaran Umum .....                                            | 57        |
| 4.2           | Tahapan Pra-Analisis Data Panel .....                          | 60        |
| 4.3           | Analisis Statistik Deskriptif .....                            | 61        |
| 4.4           | Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel .....                 | 64        |
| 4.4.1         | Model Regresi Data Panel .....                                 | 64        |
| 4.5           | Uji Asumsi Klasik .....                                        | 65        |
| 4.5.1         | Hasil Uji Multikolinearitas .....                              | 65        |

|                                         |                                                                         |            |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.5.2                                   | Hasil Uji Heteroskedastisitas.....                                      | 67         |
| 4.5.3                                   | Hasil Uji Autokorelasi .....                                            | 69         |
| 4.5.4                                   | Hasil Uji Normalitas .....                                              | 70         |
| 4.6                                     | Analisis dan Interpretasi Hasil Regresi Data Panel .....                | 71         |
| 4.6.1                                   | Pengujian Hipotesis .....                                               | 71         |
| 4.6.2                                   | Analisis Hasil Uji Koefisien Determinasi ( <b>R<sup>2</sup></b> ) ..... | 77         |
| 4.7                                     | Hasil Uji Signifikansi Mediasi .....                                    | 79         |
| 4.8                                     | Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis.....                               | 80         |
| 4.8.1                                   | Pengaruh Institutional Ownership terhadap Kinerja Perusahaan .....      | 80         |
| 4.8.2                                   | Pengaruh Foreign Ownership terhadap Kinerja Perusahaan .....            | 81         |
| 4.8.3                                   | Pengaruh Ownership Concentration terhadap Kinerja Perusahaan ...        | 82         |
| 4.8.4                                   | Pengaruh Institutional Ownership terhadap ESG Disclosure Score..        | 83         |
| 4.8.5                                   | Pengaruh Foreign Ownership terhadap ESG Disclosure Score.....           | 84         |
| 4.8.6                                   | Pengaruh Ownership Concentration terhadap ESG Disclosure Score          | 85         |
| 4.8.7                                   | Pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Kinerja Perusahaan .....         | 85         |
| 4.8.8                                   | Peran ESG Disclosure Score sebagai Variabel Mediasi.....                | 86         |
| 4.9                                     | Implikasi Teoritis.....                                                 | 88         |
| 4.10                                    | Implikasi Manajerial.....                                               | 94         |
| <b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....</b> |                                                                         | <b>97</b>  |
| 5.1                                     | Kesimpulan.....                                                         | 97         |
| 5.2                                     | Saran .....                                                             | 98         |
| 5.2.1                                   | Saran bagi Perusahaan .....                                             | 98         |
| 5.2.2                                   | Saran bagi Investor .....                                               | 98         |
| 5.2.3                                   | Saran bagi Regulator dan Pemerintah .....                               | 99         |
| 5.2.4                                   | Saran bagi Peneliti Selanjutnya .....                                   | 99         |
| <b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>             |                                                                         | <b>101</b> |
| <b>LAMPIRAN .....</b>                   |                                                                         | <b>107</b> |
| <b>BIODATA PENULIS .....</b>            |                                                                         | <b>123</b> |



## DAFTAR GAMBAR

|                    |                                                    |    |
|--------------------|----------------------------------------------------|----|
| <b>Gambar 1. 1</b> | Indeks ESG Skor Sektor Energi di Indonesia .....   | 2  |
| <b>Gambar 1. 2</b> | Indeks ESG Skor Basic Materials di Indonesia ..... | 2  |
| <b>Gambar 3. 1</b> | Diagram Alir Penelitian .....                      | 41 |
| <b>Gambar 3. 2</b> | Kerangka Konseptual .....                          | 47 |
| <b>Gambar 4. 1</b> | Klasifikasi Perusahaan Tercatat di BEI.....        | 57 |

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## DAFTAR TABEL

|                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Tabel 1. 1</b> Overall ESG Score Ranking in the Asia-Pasific in 2025.....                                | 1  |
| <b>Tabel 2.1</b> Penelitian Terdahulu .....                                                                 | 29 |
| <b>Tabel 4. 1</b> Sektor, Sub-sektor, Industri, dan Sub-Industri .....                                      | 58 |
| <b>Tabel 4. 2</b> Daftar Perusahaan Energy dan Basic Materials di Indonesia sebagai Sampel Penelitian ..... | 59 |
| <b>Tabel 4. 3</b> Pemetaan Model Regresi Data Panel terhadap Hipotesis Penelitian ...                       | 60 |
| <b>Tabel 4. 4</b> Hasil Analisis Statistik Deskriptif.....                                                  | 61 |
| <b>Tabel 4. 5</b> Model Regresi Data Panel .....                                                            | 64 |
| <b>Tabel 4. 6</b> Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel Model 1 .....                              | 66 |
| <b>Tabel 4. 7</b> Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel Model 2 .....                              | 66 |
| <b>Tabel 4. 8</b> Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel pada Model 3.....                          | 67 |
| <b>Tabel 4. 9</b> Hasil Uji Heteroskedastitas.....                                                          | 68 |
| <b>Tabel 4. 10</b> Hasil Uji Autokorelasi .....                                                             | 69 |
| <b>Tabel 4. 11</b> Hasil Uji Normalitas .....                                                               | 70 |
| <b>Tabel 4. 12</b> Hasil Estimasi Regresi Panel Data.....                                                   | 71 |
| <b>Tabel 4. 13</b> Hasil Estimasi Fixed Effect Model 1 .....                                                | 72 |
| <b>Tabel 4. 14 Hasil Estimasi Fixed Effect Model 2</b> .....                                                | 74 |
| <b>Tabel 4. 15</b> Hasil Estimasi Fixed Effect Model 3 .....                                                | 75 |
| <b>Tabel 4. 16</b> Ringkasan Hasil Uji Koefisien Determinasi.....                                           | 77 |
| <b>Tabel 4. 17</b> Hasil Uji Signifikansi Mediasi.....                                                      | 79 |
| <b>Tabel 4. 18</b> Implikasi Teoritis.....                                                                  | 91 |
| <b>Tabel 4. 19</b> Implikasi Manajerial .....                                                               | 95 |



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

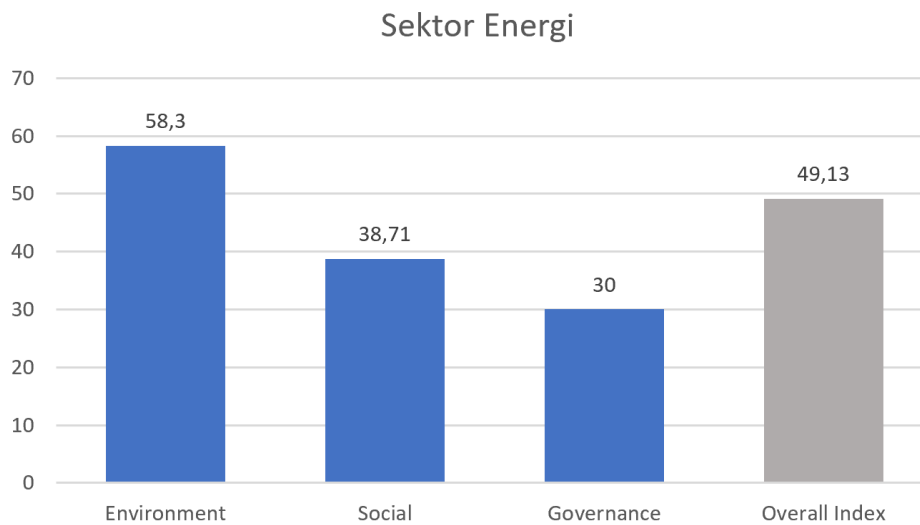
Transformasi paradigma bisnis era modern dipengaruhi oleh dinamika ekonomi global dan meningkatnya standar kesadaran lingkungan serta sosial. Hal ini mengharuskan perusahaan untuk bertransformasi dari orientasi yang murni finansial menuju tanggung jawab yang lebih luas, mencakup aspek *environmental*, *sosial*, dan *governance* (ESG) yang menjadi indikator performa utama yang memengaruhi kredibilitas dan kontribusi nyata perusahaan terhadap keberlanjutan global (Du et al., 2025). ESG merupakan penilaian keberlanjutan perusahaan yang mencakup aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai indikator penting dalam mengevaluasi kualitas pengelolaan perusahaan di luar kinerja keuangan tradisional. Aspek lingkungan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengelola dampak operasional terhadap lingkungan, aspek sosial mencerminkan tanggung jawab perusahaan terhadap karyawan, pelanggan, dan masyarakat, sedangkan aspek tata kelola menunjukkan efektivitas sistem pengawasan, transparansi, dan akuntabilitas perusahaan. Dalam beberapa tahun terakhir, ESG semakin mendapat perhatian dari investor, regulator, dan pemangku kepentingan karena dinilai mampu menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang, menciptakan nilai berkelanjutan, serta meningkatkan kepercayaan pasar (Gillan et al., 2021).

**Tabel 1. 1** ESG Disclosure Score Secara Keseluruhan di Asia-Pasifik Tahun 2025

| No | Country     | ESG Rating | Overall Score |
|----|-------------|------------|---------------|
| 1  | New Zealand | A          | 92.1          |
| 2  | Australia   | A          | 86.7          |
| 3  | Japan       | A          | 81.8          |
| 4  | South Korea | A          | 73.4          |
| 5  | Singapore   | B          | 69.4          |
| 6  | Israel      | B          | 66.5          |
| 7  | Brunei      | B          | 60.8          |
| 8  | Hong Kong   | C          | 56.5          |
| 9  | Malaysia    | C          | 55.1          |
| 10 | Indonesia   | C          | 46.5          |
| 11 | Thailand    | C          | 38            |

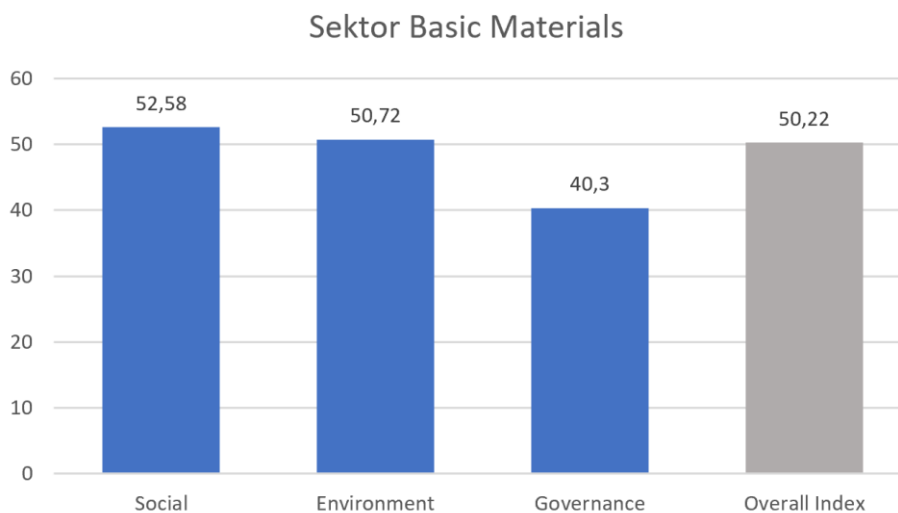
Berdasarkan Tabel 1.1, kondisi ini mengindikasikan bahwa tingkat adopsi ESG di Indonesia masih belum optimal. Hal ini sejalan dengan adanya agenda *Sustainable Development Goals* (SDGs) yang diorientasikan guna menyelaraskan antara kemajuan ekonomi, keadilan sosial, serta perlindungan ekosistem secara berkelanjutan. Dalam konteks ini, perusahaan memiliki peran penting untuk mendukung *SDGs* melalui penerapan praktik bisnis yang berorientasi pada

berkelanjutan. Meskipun ESG semakin menjadi perhatian global, tingkat implementasinya di Indonesia masih tergolong rendah.



**Gambar 1. 1** Indeks ESG Skor Sektor Energi di Indonesia  
Sumber: (Statista, 2026a)

Sebagaimana Gambar 1.1, berdasarkan data dari statista skor median pilar lingkungan (*environmental*) pada sektor energi mencapai 58,3 lebih tinggi dibandingkan pilar sosial (*social*) sebesar 38,71, dan tata kelola (*governance*) sebesar 30, dengan indeks keseluruhan 49,13 (Statista, 2026a). Temuan ini menunjukkan perusahaan sektor energi cenderung lebih fokus pada aspek lingkungan dibandingkan aspek sosial dan tata kelola.



**Gambar 1. 2** Indeks ESG Skor Basic Materials di Indonesia  
Sumber: (Statista, 2026)

Berdasarkan Gambar 1.2 dari *Statista*, skor median ESG pada sektor Basic Materials menunjukkan bahwa pilar sosial (*social*) memiliki nilai tertinggi sebesar 52,58, diikuti oleh pilar lingkungan (*environmental*) sebesar 50,72, sementara pilar tata kelola (*governance*) memiliki skor terendah sebesar 40,3, dengan indeks

keseluruhan sebesar 50,22 (Statista, 2026). Selain sektor energi, kondisi ESG pada sektor *Basic Materials* di Indonesia juga menunjukkan pola yang menarik dikarenakan sektor Basic Materials memiliki dampak terhadap lingkungan dan masyarakat, sehingga perusahaan cenderung lebih memprioritaskan aspek sosial dan lingkungan. Hal ini menyebabkan skor *social* dan *environmental* lebih tinggi, sementara aspek *governance* masih relatif rendah akibat kelemahan dalam transparansi, akuntabilitas, dan pengawasan perusahaan.

Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan Basic Materials cenderung lebih memperhatikan aspek sosial seperti hubungan dengan masyarakat dan tanggung jawab sosial perusahaan, serta aspek lingkungan. Namun demikian, aspek tata kelola masih relatif lemah yang menunjukkan adanya potensi permasalahan dalam transparansi, pengawasan, dan struktur manajemen perusahaan. Pada penelitian menggunakan perusahaan sektor *Energy* dan *Basic Materials* memiliki eksposur tinggi terhadap risiko lingkungantekanan regulasi tinggi, perhatian besar dari investor ESG, potensi konflik sosial, dan izin sosial beroperasi. Salah satu faktor yang mempengaruhi kondisi tersebut adanya regulasi terkait keberlanjutan yang relatif baru diterapkan. Pemerintah Indonesia melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan peraturan yang mewajibkan perusahaan mengintegrasikan aspek keberlanjutan dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan sejak tahun 2020. Meskipun regulasi ini bertujuan untuk mendorong praktik bisnis yang berkelanjutan, implementasinya masih menghadapi berbagai tantangan, baik dari sisi kesiapan perusahaan maupun tekanan dari pemangku kepentingan (Saripah et al., 2024).

Perkembangan literatur terbaru menunjukkan bahwa ESG tidak hanya berperan sebagai variabel independen, variabel mediasi juga dalam hubungan antara tata kelola perusahaan dengan kinerja keuangan perusahaan. Penelitian (Ahmad et al., 2026) menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola seperti struktur kepemilikan berpengaruh terhadap ESG Disclosure Score, yang kemudian berdampak pada keberlanjutan kinerja keuangan jangka panjang. Dengan kata lain, ESG menjadi mekanisme transmisi yang menjembatani hubungan antara *governance* dan *financial sustainability*. Hubungan tersebut dapat melalui beberapa pendekatan, *Agency Theory* memaparkan bahwa tata kelola yang baik mampu mengurangi konflik kepentingan dan mendorong implementasi ESG secara optimal (C. Zheng et al., 2025). *Stakeholder theory* menekankan bahwa perusahaan harus memenuhi kepentingan berbagai pemangku kepentingan melalui praktik ESG (Norisnita et al., 2025). *Legitimacy theory* menjelaskan pentingnya ESG pada sektor energi dan *Basic Materials*.

Dalam praktiknya, tekanan dari pemegang saham menjadi elemen krusial yang berdampak pada penerapan ESG yaitu struktur kepemilikan (*ownership structure*). Khususnya kepemilikan institusional dan kepemilikan asing, memiliki peran strategis dalam menentukan arah kebijakan perusahaan. Pemegang saham institusional memiliki kemampuan dalam monitoring dan pengawasan terhadap

manajemen perusahaan, sehingga dapat mendorong penerapan praktik ESG yang lebih baik. Di sisi lain, pemegang saham asing umumnya berasal dari negara dengan standar tata kelola yang lebih tinggi, sehingga cenderung menuntut transparansi dan implementasi ESG yang lebih ketat, sehingga mampu meningkatkan kinerja perusahaan (Zhang & Wu, 2024).

Penelitian ini memasukkan beberapa variabel kontrol yang secara teoritis dan empiris terbukti mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. *Firm Size* diukur dari natural total aset. *Firm Age* diukur dari tahun berdirinya perusahaan hingga tahun penelitian. *Leverage (total debt to total assets)* mencerminkan kewajiban perusahaan yang harus dipenuhi. *Net Working Capital to Total Assets* menjadi proksi likuiditas jangka pendek, sementara *Assets Utilization* untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan pendapatan. Penggunaan variabel kontrol ini bertujuan untuk meminimalkan bias dalam model penelitian serta memastikan bahwa hubungan antara variabel independen dan dependen dapat dianalisis secara lebih akurat, tanpa dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang juga berpotensi memengaruhi kinerja perusahaan.

Penelitian mengenai ESG masih memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, terdapat empirical gap, yaitu hasil penelitian tentang hubungan ESG dan firm performance masih belum konsisten. Kedua, terdapat mechanism gap, karena sebagian besar penelitian hanya menguji hubungan langsung ownership structure terhadap firm performance, tanpa menjelaskan mekanisme perantaranya. Ketiga, terdapat contextual gap, karena studi ESG banyak dilakukan di negara maju atau pasar besar seperti China, sedangkan konteks Indonesia masih relatif terbatas. Keempat, terdapat sectoral gap, karena sektor energi dan basic materials memiliki karakteristik ESG yang berbeda dari sektor lain. Kelima, terdapat methodological gap, karena penelitian ini menggunakan data panel 2020–2025 dan menguji jalur langsung serta tidak langsung melalui ESG.

Uraian di atas mendasari urgensi penelitian ini dalam mengevaluasi faktor-faktor penentu ESG Disclosure Score secara menyeluruh. Fokus utama lainnya adalah menguji peran mediasi ESG Disclosure Score dalam keterkaitan antara struktur kepemilikan dan kinerja entitas bisnis. Secara teoretis, kajian ini diharapkan dapat memperluas diskursus ESG, sementara secara praktis dapat menjadi referensi bagi pemangku kepentingan seperti perusahaan dan regulator untuk memperkuat praktik berkelanjutan di Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia?
2. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia?

3. Apakah pengaruh ESG Disclosure Score terhadap *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia?
4. Apakah *ESG Disclosure Score* berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan *ownership structure* dengan *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia?

### 1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
2. Untuk menganalisis pengaruh *ESG Disclosure Score* terhadap *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
3. Untuk menganalisis peran *ESG Disclosure Score* terhadap *firm performance* pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
4. Untuk menganalisis *ESG Disclosure Score* berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara *Ownership Structure* dengan kinerja perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.

### 1.4 Manfaat Penelitian

#### 1.4.1 Manfaat Teoritis

Dari sisi teoritis, studi ini diproyeksikan mampu memperkaya literatur terkait kebijakan struktur kepemilikan, khususnya pada dinamika pasar negara berkembang seperti Indonesia. Penelitian ini juga berupaya memperdalam wawasan mengenai fungsi *ESG Disclosure Score* dalam memediasi keterkaitan antara struktur kepemilikan dan performa finansial. Lebih lanjut, temuan ini diharapkan menjadi bukti empiris yang memperkuat relevansi *Agency Theory* dan *Stakeholder Theory*. Hasil akhir dari kajian ini dapat dijadikan landasan referensi bagi riset mendatang yang mengkaji determinan kinerja keuangan di berbagai sektor, termasuk energi dan *Basic Materials*.

#### 1.4.2 Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan memberikan pemahaman bagi manajemen perusahaan mengenai pentingnya kepemilikan perusahaan, seperti kepemilikan institusi, kepemilikan asing, dan konsentrasi kepemilikan, serta peran ESG Disclosure Score sebagai variabel mediasi. Bagi investor dan pemegang saham, hasil penelitian ini bisa digunakan sebagai acuan dalam menilai tingkat transparansi dan efektivitas pengawasan perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi. Penelitian ini juga diharapkan berkontribusi bagi dunia akademik sebagai referensi tambahan dan sumber pembelajaran bagi mahasiswa maupun dosen yang sedang meneliti atau mengajar topik keuangan perusahaan.

## 1.5 Batasan Penelitian

Untuk dapat mempertahankan pembahasan dalam penelitian ini, berikut merupakan batasan masalah pada penelitian ini:

1. Penelitian ini memusatkan pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan tidak mencakup sektor lain seperti manufaktur, perbankan, jasa keuangan, maupun infrastruktur.
2. Data dari penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari *annual report* yang memuat informasi sesuai kebutuhan penelitian.
3. Penelitian ini mencakup periode pengamatan dari tahun 2020-2025 dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam rentang waktu tersebut.
4. Data *ESG Disclosure Score* dari penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari Laporan *Bloomberg*.
5. Penelitian hanya menggunakan Tobin's Q sebagai proksi *firm performance*. Karena fokus penelitian adalah *market-based performance*.
6. Penelitian bergantung pada ketersediaan *ESG Disclosure Score Bloomberg*, sehingga potensi *survivorship bias* dan data *availability bias* perlu diakui.

## 1.6 Sistematika Penulisan

Dalam penyusunan tesis ini diperlukan sistematika penulisan yang jelas, yang diberlakukan sebagai berikut

- **BAB 1 PENDAHULUAN**

Bab ini memaparkan uraian mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, batasan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

- **BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini mengulas berbagai teori yang relevan dengan topik penelitian yang dibahas.

- **BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini menjelaskan rancangan penelitian, metode yang digunakan, teknik pengolahan data, serta pendekatan analisis data yang akan diterapkan dalam penelitian ini.

- **BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN**

Bab ini menguraikan proses pengumpulan dan pengolahan data, serta menyajikan hasil analisis berdasarkan data yang telah diperoleh.

- **BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini berisi simpulan dari hasil analisis yang telah dilakukan, serta menyampaikan saran atau rekomendasi yang berkaitan dengan penelitian selanjutnya.

## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 *Environmental, Social, and Governance (ESG)*

ESG tetap menjadi isu yang relevan dan banyak dibahas baik di tingkat nasional maupun dalam forum internasional. ESG merupakan suatu kerangka penilaian yang digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menerapkan prinsip-prinsip keberlanjutan dalam kegiatan operasional serta strategi bisnisnya. Konsep ESG berkembang sebagai respons atas keterbatasan indikator keuangan konvensional yang belum mampu mengakomodasi berbagai risiko non-keuangan, seperti perubahan iklim, ketimpangan sosial, serta lemahnya praktik tata kelola perusahaan (Gillan et al., 2021). ESG menjadi alat ukur penting dalam menilai kualitas secara perusahaan secara komprehensif.

Secara konseptual, *Environmental, Social, and Governance* didefinisikan sebagai integrasi faktor *environmental*, *social*, dan *governance* dalam proses pengambilan keputusan investasi (Berg et al., 2022). Indikator ESG mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengenali peluang sekaligus mengelola risiko yang berkaitan dengan aspek keberlanjutan. Hal ini menunjukkan bahwa ESG bukan hanya instrumen pelaporan administratif, tetapi merupakan bagian fundamental dari visi strategis perusahaan untuk mencapai stabilitas jangka panjang (Broadstock et al., 2021). Seluruh pemangku kepentingan, mulai dari masyarakat dan lingkungan hingga pemerintah dan tenaga kerja, merupakan subjek yang harus diperhatikan oleh perusahaan menurut *stakeholder theory*. Hal ini menegaskan bahwa orientasi perusahaan tidak boleh terbatas pada keuntungan bagi pemilik modal saja.

Selain itu ESG juga berkaitan dengan *legitimacy theory*, dimana perusahaan memperoleh legitimasi dari masyarakat dengan menunjukkan kepedulian terhadap isu lingkungan dan sosial melalui pengungkapan ESG. *ESG Disclosure Score* dapat meningkatkan reputasi perusahaan serta mengurangi tekanan eksternal dari regulator maupun ritel. Lebih lanjut, ESG juga memiliki peran penting dalam dunia investasi modern. Investor institusional semakin mempertimbangkan *ESG Disclosure Score* sebagai dasar pengambilan keputusan investasi karena ESG dinilai mampu mencerminkan risiko jangka panjang yang tidak tercermin dalam laporan keuangan konvensional (Gillan et al., 2021). Temuan ini konsisten dengan bukti bahwa perusahaan dengan *ESG Disclosure Score* yang kuat umumnya menunjukkan tingkat volatilitas yang lebih rendah serta daya tahan yang lebih baik dalam menghadapi krisis (Broadstock et al., 2021).

Dalam perkembangan terbaru, ESG juga bagian dari agenda global seperti *Sustainable Development Goals (SDGs)* dan kebijakan keberlanjutan di berbagai negara. Peningkatan perhatian terhadap ESG tercermin dari meningkatnya jumlah penelitian akademik dan implementasi praktik ESG di berbagai sektor industri sejak tahun 2020. Namun demikian, terdapat berbagai tantangan dalam penerapan ESG, salah satunya adalah perbedaan standar penilaian ESG antar lembaga yang dapat

menyebabkan inkonsistensi skor ESG. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun ESG semakin berkembang, masih diperlukan harmonisasi standar agar ESG dapat digunakan secara lebih efektif dalam pengambilan keputusan.

### **2.1.1 ESG Disclosure Score**

*ESG Disclosure Score* merupakan sebuah pengukuran standarisasi yang mengevaluasi kinerja dan kesadaran suatu perusahaan terhadap tiga faktor keberlanjutan *Environmental*, *Social*, dan *Governance* (Gillan et al., 2021). Secara spesifik, aspek *Environmental* mencakup kebijakan perusahaan mengenai perubahan iklim, emisi karbon, pengelolaan limbah, dan efisiensi energi. Aspek *Social* menilai hubungan ketenagakerjaan, keselamatan kerja, hak asasi manusia, serta keterlibatan dengan masyarakat lokal. Sementara aspek *Governance* berfokus pada struktur dewan komisaris, hak-hak pemegang saham, transparansi laporan, dan perilaku etis bisnis. Skor ini telah menjadi alat kritikal bagi investor untuk mengidentifikasi risiko dan peluang keberlanjutan yang tidak tercermin dalam laporan keuangan tradisional (Broadstock et al., 2021).

Peningkatan reputasi dan kepercayaan merek yang akhirnya berkontribusi pada kinerja perusahaan. Perusahaan dengan *ESG Disclosure Score* yang kuat dianggap lebih mampu mengantisipasi dan mengelola risiko jangka panjang (Alareeni & Hamdan, 2020). Perusahaan dengan *ESG Disclosure Score* yang kuat diasumsikan lebih mampu mengantisipasi dan mengelola risiko jangka panjang, seperti risiko regulasi terkait lingkungan, boikot konsumen, atau gangguan operasi akibat konflik sosial. ESG Score tidak hanya mencerminkan etika perusahaan, tetapi juga ketahanan bisnisnya di masa depan.

Meskipun popularitasnya meningkat, pengukuran *ESG Disclosure Score* dihadapkan pada tantangan signifikan terkait standarisasi dan konsistensi. Berbeda dengan akuntansi keuangan yang memiliki standar pelaporan yang seragam seperti PSAK atau IFRS, berbagai penyedia data ESG seperti *MSCI*, *Refinitiv*, dan *Sustainalytics* menggunakan metodologi, metrik, dan bobot yang berbeda – beda untuk menghitung skor. Kurangnya standar universal ini dapat mengakibatkan satu perusahaan menerima skor yang berbeda dari penyedia yang lain, sehingga menyulitkan perbandingan lintas perusahaan dan yurisdiksi (Berg et al., 2022). Kondisi ini menimbulkan kekhawatiran akan adanya “*greenwashing*”, dimana perusahaan dapat memilih untuk melaporkan hanya informasi positif yang sesuai dengan metodologi tertentu.

Investasi yang berkelanjutan mendorong investor institutional untuk secara aktif memasukkan *ESG Disclosure Score* ke dalam proses pengambilan keputusan investasi dan strategi *engagement* mereka. Bagi regulator di seluruh dunia, termasuk Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia yang telah menerbitkan “Roadmap Keberlanjutan” (Otoritas Jasa Keuangan, 2021). Perkembangan *ESG Disclosure Score* memicu inisiatif untuk menciptakan kerangka pelaporan keberlanjutan yang wajib. Inisiatif seperti *International Sustainability Standards Board* (ISSB) bertujuan untuk menciptakan dasar global yang komprehensif untuk

pelaporan keberlanjutan yang diharapkan dapat meningkatkan konsistensi dan keterbandingan data ESG di masa depan (IFRS Foundation, 2023).

## 2.2 *Stakeholder Theory*

Tanggung jawab sebuah entitas bisnis mencakup spektrum yang luas, melibatkan elemen internal dan eksternal seperti pemasok, pelanggan, karyawan, masyarakat, hingga lingkungan hidup. Konsep ini pertama kali dipopulerkan secara sistematis oleh (Freeman, 1984) yang menyatakan bahwa keberhasilan perusahaan sangat bergantung kepada kemampuannya dalam mengelola hubungan para *stakeholders*. (Freeman, 1984) menegaskan bahwa perusahaan harus menciptakan nilai (*value creation*) bagi seluruh *stakeholder*, bukan hanya bagi pemegang saham. fundamental: normatif, instrumental, dan deskriptif. Di dalam kerangka normatif, ditegaskan bahwa perusahaan memikul tanggung jawab moral untuk mempertimbangkan aspirasi semua pemangku kepentingan, yang mana hal ini merupakan perwujudan dari integritas dan etika dalam berbisnis. Pendekatan instrumental melihat pengelolaan *stakeholder* sebagai sarana untuk mencapai tujuan perusahaan, seperti peningkatan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

(Donaldson & Preston, 1995) menegaskan bahwa *stakeholder theory* memiliki dasar normatif yang kuat, di mana perusahaan memiliki kewajiban moral untuk memperhatikan kepentingan seluruh stakeholder. Mereka menyatakan bahwa “*the interest of all stakeholders have intrinsic value*” (Donaldson & Preston, 1995), yang berarti bahwa kepentingan *stakeholder* tidak boleh dipandang hanya sebagai alat untuk mencapai tujuan perusahaan, melainkan sebagai tujuan itu sendiri. Perspektif ini menempatkan *stakeholder* sebagai elemen penting dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan.

Dalam perkembangannya *stakeholder theory* memiliki tiga pendekatan utama, yaitu normatif, instrumental, dan deskriptif. Pendekatan normatif menekankan aspek etika dan tanggung jawab moral perusahaan terhadap *stakeholder*, sedangkan pendekatan instrumental memandang pengelolaan *stakeholder* sebagai sarana untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian yang menyatakan bahwa “*managing for stakeholders leads to improved firm performance*” (Freeman, 1984). Sementara itu, pendekatan deskriptif menjelaskan bagaimana perusahaan secara nyata mempertimbangkan stakeholder dalam aktivitas operasional dan kebijakan bisnisnya (Jones et al., 2018).

Berdasarkan *Stakeholder Theory* yang dikemukakan oleh (Freeman, 1984) keberhasilan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam memenuhi kepentingan seluruh stakeholder, seperti investor, kreditur, karyawan, pelanggan, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan. Dalam konteks penelitian ini, *ESG Disclosure Score* mencerminkan komitmen perusahaan dalam mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola secara bertanggung jawab serta mengomunikasikan informasi tersebut secara transparan kepada para

stakeholder. Penerapan praktik ESG yang baik dapat meningkatkan kepercayaan, reputasi, dan legitimasi perusahaan di mata stakeholder, sehingga mengurangi konflik kepentingan serta meningkatkan persepsi pasar terhadap prospek perusahaan. Kondisi tersebut pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q, karena investor cenderung memberikan valuasi yang lebih tinggi kepada perusahaan yang mampu menciptakan nilai berkelanjutan bagi seluruh pemangku kepentingan.

Selain itu, *Stakeholder Theory* juga menjelaskan bahwa efektivitas implementasi ESG dipengaruhi oleh mekanisme tata kelola perusahaan, salah satunya melalui struktur kepemilikan. *Institutional ownership* memiliki kemampuan monitoring yang lebih kuat sehingga dapat mendorong perusahaan untuk lebih memperhatikan kepentingan stakeholder dan menerapkan praktik ESG secara optimal. Foreign ownership membawa tuntutan standar internasional, termasuk perhatian yang lebih besar terhadap isu keberlanjutan dan transparansi, sehingga mendorong peningkatan kualitas kinerja dan pengungkapan ESG perusahaan. Sementara itu, ownership concentration memungkinkan pemegang saham utama melakukan pengawasan yang lebih efektif terhadap kebijakan manajemen dan memastikan bahwa keputusan yang diambil tidak hanya berorientasi pada keuntungan jangka pendek, tetapi juga pada penciptaan nilai jangka panjang bagi seluruh stakeholder. Dengan demikian, struktur kepemilikan perusahaan berpotensi memperkuat hubungan antara ESG dan nilai perusahaan, sehingga Stakeholder Theory menjadi landasan yang relevan dalam menjelaskan keterkaitan antara *ESG Disclosure Score*, institutional ownership, foreign ownership, ownership concentration, dan nilai perusahaan (*Tobin's Q*) dalam penelitian ini.

Dalam konteks bisnis modern, *stakeholder theory* semakin relevan dengan berkembangnya konsep keberlanjutan dan ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Penelitian menunjukkan bahwa "*firms with strong ESG Disclosure Score tend to have higher firm value*" (Fatemi et al., 2018). Selain itu, integrasi *ESG Score* dalam strategi perusahaan mencerminkan implementasi nyata dari *stakeholder theory* dalam menghadapi tuntutan global terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan (Gillan et al., 2021).

### **2.3 Agency Theory**

Teori keagenan menjadi dasar konseptual dalam menjelaskan adanya potensi konflik antara pemilik perusahaan dan pihak manajemen dalam proses pengelolaan perusahaan. Teori ini diperkenalkan oleh (Jensen, 1986) yang berpendapat bahwa ketika kepemilikan dan pengendalian perusahaan berada pada pihak yang berbeda, timbul posisi *agency problem* karena manajer tidak selalu bertindak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Perbedaan kepentingan menjadi pemicu utama konflik, dimana pemegang saham berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan, sementara manajer mungkin lebih fokus pada kepentingan pribadi seperti peningkatan kompensasi, perluasan usaha, serta kenyamanan kerja.

Masalah keagenan sering kali berakar pada munculnya informasi asimetris dan *moral hazard*. Hal ini terjadi lantaran pihak manajer memiliki pemahaman mendetail mengenai kondisi internal organisasi yang tidak dipaparkan secara transparan atau menyeluruh kepada pemegang saham, sehingga berpotensi melakukan tindakan oportunistik, seperti memperbesar skala perusahaan secara berlebihan (*empire building*) atau menghindari proyek berisiko meskipun menguntungkan (*risk aversion*). Untuk mengurangi potensi penyimpangan ini, perusahaan biasanya menerapkan mekanisme pengawasan (*monitoring*) dan pemberian insentif, seperti kompensasi berbasis kinerja (*performance-based compensation*), kepemilikan saham oleh manajer (*managerial ownership*) atau penggunaan utang sebagai alat disiplin finansial (Jensen, 1986). Penggunaan utang dapat menekan konflik keagenan karena kewajiban pembayaran bunga secara periodik mengurangi dana bebas (*free cash flow*) yang berisiko disalahgunakan.

Teori keagenan membahas konflik antara pemegang saham dan kreditur (*debt holders*). Pemegang saham cenderung mendorong manajer untuk mengambil proyek berisiko tinggi (*risk shifting*), karena potensi keuntungannya akan dinikmati oleh mereka, sedangkan risiko kegagalannya ditanggung kreditur. Kondisi ini disebut *asset substitution problem*. Untuk meminimalkan risiko tersebut, kreditur umumnya menetapkan klausul pembatasan (*covenants*) dalam kontrak utang, seperti larangan pembagian dividen yang berlebihan atau investasi pada proyek berisiko tinggi.

*Agency Theory* yang dikembangkan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling (1976) menjelaskan adanya konflik kepentingan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen (*agent*). Manajemen sebagai pihak yang mengelola perusahaan memiliki akses informasi yang lebih besar dibandingkan pemegang saham, sehingga berpotensi mengambil keputusan yang menguntungkan kepentingan pribadi dan tidak selalu sejalan dengan tujuan pemegang saham. Kondisi ini menimbulkan *agency cost*, seperti biaya pengawasan, biaya kontrak, dan potensi kerugian akibat perilaku oportunistik manajemen. Dalam konteks penelitian ini, *ESG Disclosure Score* dapat dipandang sebagai mekanisme yang mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Perusahaan yang memiliki *ESG Disclosure Score* yang baik serta mengungkapkan informasi ESG secara transparan akan memberikan sinyal mengenai kualitas tata kelola dan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, sehingga mengurangi ketidakpastian investor dan meningkatkan kepercayaan pasar. Dengan berkurangnya asimetri informasi dan *agency cost*, investor cenderung memberikan penilaian yang lebih tinggi terhadap perusahaan yang tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan (Tobin's Q).

Selain itu, *Agency Theory* juga menjelaskan peran penting *institutional ownership*, *foreign ownership*, dan *ownership concentration* sebagai mekanisme pengawasan (*monitoring mechanism*) untuk mengendalikan perilaku manajemen. Investor institusional umumnya memiliki sumber daya dan keahlian yang memadai

untuk melakukan monitoring terhadap keputusan manajerial sehingga dapat menekan tindakan oportunistik manajemen dan mendorong penerapan ESG yang lebih efektif. Demikian pula, investor asing sering kali membawa standar tata kelola yang lebih ketat serta menuntut tingkat transparansi yang lebih tinggi, termasuk dalam aspek ESG. Sementara itu, kepemilikan yang terkonsentrasi memungkinkan pemegang saham mayoritas melakukan pengawasan secara langsung terhadap manajemen sehingga mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan perusahaan. Oleh karena itu, *Agency Theory* menjadi landasan teoritis yang relevan untuk menjelaskan bagaimana institutional ownership, foreign ownership, dan ownership concentration dapat memengaruhi *ESG Disclosure Score*, serta nilai perusahaan (*Tobin's Q*) melalui pengurangan konflik keagenan dan peningkatan kualitas tata kelola perusahaan.

Secara empiris, *agency theory* telah banyak diuji dalam berbagai penelitian. (Jensen, 1986) menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan, seperti keberadaan dewan direksi independen dan komite audit, mampu secara efektif menekan permasalahan keagenan. Sementara itu, (Morck et al., 1988) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen dapat menyatukan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, meskipun pada tingkat kepemilikan yang terlalu tinggi justru dapat menimbulkan *entrenchment effect*, yaitu penguatan posisi manajer yang berlebihan. Meskipun teori ini sering dikritik karena terlalu menekankan aspek rasionalitas ekonomi dan mengabaikan faktor sosial serta psikologis dalam pengambilan keputusan, *agency theory* tetap menjadi kerangka konseptual utama dalam memahami perilaku keuangan korporat dan rancangan mekanisme tata kelola perusahaan.

## **2.4 Legitimacy Theory**

Teori legitimasi menjelaskan upaya perusahaan untuk memastikan bahwa seluruh aktivitas operasionalnya sesuai dengan nilai, norma sosial, dan harapan yang berlaku di masyarakat. Konsep ini dikemukakan oleh (Suchman, 1995) yang menyatakan bahwa Legitimacy dipandang sebagai sebuah asumsi publik bahwa perilaku sebuah organisasi bersifat normatif dan dapat diterima karena konsistensinya terhadap etika, moralitas, dan tatanan sosial yang menjadi landasan masyarakat. Perusahaan perlu menjaga kesesuaian antara aktivitas bisnisnya dengan ekspektasi masyarakat agar tetap memperoleh dukungan dan keberlangsungan operasional.

Perusahaan yang tidak memenuhi ekspektasi masyarakat berisiko kehilangan kepercayaan publik, menghadapi tekanan regulasi, atau bahkan kehilangan izin operasional (*social license to operate*). Perusahaan melakukan berbagai strategi untuk memperoleh dan mempertahankan legitimasi, seperti meningkatkan transparansi, melakukan pengungkapan informasi, serta mengadopsi praktik keberlanjutan.

Dalam kaitannya dengan ESG (*Environmental, Social, and Governance*), *legitimacy theory* menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan pengungkapan ESG sebagai sarana untuk menunjukkan mereka beroperasi dengan penuh tanggung jawab serta selaras dengan norma dan nilai sosial yang berlaku. Praktik ESG menjadi alat penting bagi perusahaan untuk merespons tekanan dari stakeholder, regulator, dan masyarakat, khususnya pada sektor yang memiliki dampak lingkungan tinggi seperti energi dan *Basic Materials*. Dengan meningkatkan ESG Disclosure Score, perusahaan berupaya memperkuat legitimasi sosialnya sehingga dapat menjaga keberlanjutan usaha dalam jangka panjang. Urgensi *legitimacy theory* dalam wacana keberlanjutan muncul akibat adanya pergeseran tuntutan masyarakat yang kini menitikberatkan pada tanggung jawab sosial serta lingkungan, selain aspek finansial. Hal ini mengharuskan perusahaan untuk beroperasi secara bertanggung jawab demi menjaga stabilitas ekosistem dan kesejahteraan sosial dalam jangka panjang. Merujuk pada definisi *World Commission on Environment and Development*, konsep *sustainability* menekankan pada upaya menjaga keseimbangan antara kebutuhan saat ini dengan hak-hak generasi mendatang. Perusahaan perlu mengintegrasikan prinsip keberlanjutan dalam operasionalnya sebagai bentuk respons terhadap ekspektasi sosial yang terus berkembang.

*Legitimacy Theory* menyatakan bahwa perusahaan berupaya memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat dengan memastikan bahwa aktivitas dan operasinya sesuai dengan nilai, norma, serta harapan sosial yang berlaku. Legitimasi merupakan sumber daya penting karena menentukan tingkat penerimaan publik terhadap keberadaan perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, *ESG Disclosure Score* merupakan sarana yang digunakan perusahaan untuk menunjukkan komitmennya terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab dan berkelanjutan. Melalui *ESG Disclosure Score* yang baik dan pengungkapan informasi ESG yang transparan, perusahaan dapat meyakinkan masyarakat, investor, regulator, dan stakeholder lainnya bahwa aktivitas bisnis yang dijalankan tidak hanya berorientasi pada keuntungan ekonomi, tetapi juga memperhatikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Dengan meningkatnya legitimasi yang diperoleh perusahaan, kepercayaan stakeholder akan semakin kuat sehingga dapat meningkatkan reputasi perusahaan dan mendorong peningkatan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Lebih lanjut, *Legitimacy Theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang menghadapi tekanan sosial, regulasi, dan tuntutan stakeholder yang semakin tinggi cenderung meningkatkan kualitas *ESG Disclosure Score* sebagai bentuk respons terhadap ekspektasi publik. Pengungkapan ESG yang komprehensif berfungsi sebagai alat komunikasi untuk menunjukkan bahwa perusahaan telah menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan secara memadai. Oleh karena itu, teori legitimasi menjadi landasan yang relevan untuk menjelaskan hubungan antara *ESG Disclosure Score* dan nilai perusahaan (*Tobin's Q*), di mana legitimasi yang

diperoleh dari praktik keberlanjutan yang baik dapat meningkatkan persepsi pasar dan menciptakan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Dalam perspektif *legitimacy theory*, *sustainability* bukan hanya merupakan pilihan strategis, tetapi menjadi kebutuhan bagi perusahaan untuk mempertahankan legitimasi sosialnya yang pada akhirnya mendukung keberlangsungan usaha serta meningkatkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang.

## 2.5 Signaling Theory

Signaling Theory pertama kali diperkenalkan oleh Michael Spence (1973) untuk menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih banyak (insider) dapat mengirimkan sinyal kepada pihak yang memiliki informasi lebih sedikit (outsider) guna mengurangi asimetri informasi. Dalam konteks perusahaan, manajemen sebagai pihak internal memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi, prospek, dan strategi perusahaan dibandingkan investor. Oleh karena itu, manajemen menyampaikan berbagai informasi melalui laporan keuangan, laporan tahunan, maupun laporan keberlanjutan sebagai sinyal yang dapat digunakan investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Menurut Signaling Theory, perusahaan yang memiliki kinerja dan prospek yang baik akan terdorong untuk memberikan sinyal positif kepada pasar agar memperoleh respons yang menguntungkan, seperti meningkatnya kepercayaan investor, turunnya biaya modal, dan meningkatnya nilai perusahaan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki kinerja kurang baik cenderung enggan mengungkapkan informasi secara luas karena informasi tersebut dapat menimbulkan persepsi negatif dari pasar (Spence, 1973).

Dalam perkembangan literatur, pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) dipandang sebagai salah satu bentuk sinyal positif yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, tata kelola yang baik, dan tanggung jawab sosial. Pengungkapan ESG yang lebih luas diharapkan dapat mengurangi ketidakpastian informasi, meningkatkan transparansi, serta memperkuat reputasi perusahaan di mata investor dan pemangku kepentingan. Dengan demikian, perusahaan yang mengungkapkan informasi ESG secara berkualitas diharapkan memperoleh respons positif dari pasar yang tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan (Connelly et al., 2011).

Dalam penelitian ini, Signaling Theory digunakan untuk menjelaskan hubungan antara ESG Disclosure Score dan kinerja perusahaan. Pengungkapan ESG dipandang sebagai sinyal yang diberikan perusahaan kepada investor mengenai kualitas pengelolaan perusahaan serta komitmennya terhadap keberlanjutan. Apabila investor menilai sinyal tersebut sebagai informasi yang kredibel dan bernilai, maka kepercayaan investor akan meningkat sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Sebaliknya, apabila pasar belum memberikan respons terhadap informasi ESG,

maka sinyal yang disampaikan perusahaan belum cukup kuat untuk memengaruhi penilaian investor terhadap kinerja perusahaan.

## **2.6 Institutional Ownership**

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) merujuk pada porsi saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, reksa dana, dan bank investasi yang mengelola dana dalam jumlah besar. Berbeda dengan investor individu, institusi memiliki kapasitas, keahlian, serta kekuatan pengaruh yang lebih besar dalam mengawasi dan mengendalikan keputusan manajemen. Penelitian oleh (Shleifer & Vishny, 1986) berargumen bahwa pemegang saham besar seperti institusi memiliki insentif untuk melakukan monitoring karena investasi mereka yang besar, sehingga dapat mendisiplinkan manajemen dan meningkatkan nilai perusahaan.

Sebagai pemegang saham besar, institusi memiliki kemampuan dan kapasitas untuk terlibat dalam monitoring aktif terhadap kinerja dan keputusan manajemen. Mekanisme ini dikenal sebagai hipotesis aktif *monitoring*. Investor institusi dapat menggunakan hak *voting* mereka dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) melakukan pertemuan langsung dengan dewan direksi atau bahkan menekan manajemen secara informal untuk mengadopsi kebijakan yang sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Studi terkini oleh (Gillan et al., 2021) menunjukkan bahwa investor institusi memiliki peran penting dalam memperkuat mekanisme tata kelola melalui peningkatan fungsi monitoring dan disiplin terhadap manajemen.

Selain itu, dalam perkembangan literatur terbaru, investor institusi juga berperan penting dalam mendorong penerapan praktik keberlanjutan (*sustainability*) perusahaan, termasuk aspek ESG. Penelitian oleh (Wicaksono et al., 2024) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki keterkaitan dengan praktik pengungkapan dan *ESG Disclosure Score* perusahaan, karena investor institusional umumnya memiliki tuntutan yang lebih besar terhadap transparansi dan akuntabilitas perusahaan.

Penting untuk dicatat bahwa investor institusional bukanlah kelompok yang homogen dan motivasi serta perilaku mereka dapat berbeda – beda. Penelitian lebih lanjut seperti (James A., 1983) membedakan antara institusi yang *pressure-sensitive* (seperti bank yang memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan) dan *pressure-resistant* (seperti dana pensiun yang independen). Heterogenitas ini menyiratkan bahwa dampak kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan tidak selalu berdampak positif dan linier, tetapi sangat bergantung pada jenis, dan karakteristik dari institusi tersebut.

## **2.7 Foreign Ownership**

Kepemilikan asing (*foreign ownership*) adalah proporsi saham perusahaan dimiliki oleh pihak luar negeri, baik individu, institusi, maupun perusahaan multinasional. Keberadaan investor asing umumnya dikaitkan dengan masuknya sumber daya yang lebih unggul, seperti teknologi, pengetahuan manajerial, serta

praktik bisnis yang lebih efisien. Dalam konteks ini, kepemilikan asing dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan, khususnya di negara berkembang, melalui transfer keahlian dan peningkatan kualitas pengelolaan perusahaan (Majumdar & Chhibber, 1999).

Konflik antara pemegang saham dan manajer dapat ditekan melalui mekanisme kontrol eksternal yang dibawa oleh kepemilikan asing. Dalam kerangka teori keagenan, struktur kepemilikan tersebut dinilai efektif dalam memastikan pengawasan yang lebih ketat terhadap kebijakan manajerial. Investor asing memiliki insentif yang kuat untuk *monitoring* karena nilai investasi yang besar dan tuntutan terhadap standar tata kelola yang lebih tinggi. Keberadaan investor asing dapat meningkatkan disiplin manajerial serta mendorong manajemen untuk bertindak lebih efisien dan transparan (Douma et al., 2006).

*Foreign Ownership* juga berkontribusi terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Investor asing umumnya memiliki kemampuan dalam melakukan evaluasi investasi secara lebih profesional dan berbasis informasi global, sehingga mampu mendorong perusahaan untuk meningkatkan efisiensi operasional serta memperkuat daya saing. Penelitian oleh (Ferreira & Matos, 2008) menunjukkan bahwa kepemilikan oleh investor global berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan serta kualitas pengambilan keputusan strategis.

Lebih lanjut, dalam konteks tata kelola perusahaan, investor asing juga berperan dalam mendorong praktik tata kelola yang lebih baik, termasuk peningkatan transparansi, akuntabilitas, serta perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Kehadiran investor asing seringkali menjadi tekanan eksternal bagi perusahaan untuk mengadopsi standar internasional dalam pelaporan dan pengelolaan perusahaan.

## **2.8 Ownership Concentration**

Konsentrasi Kepemilikan (*Ownership Concentration*) merupakan kondisi dimana sebagian besar saham perusahaan dimiliki oleh satu atau beberapa pemegang saham utama. Konsentrasi kepemilikan ini mencerminkan sejauh mana kontrol perusahaan terpusat pada pihak tertentu, baik individu, keluarga, institusi, maupun pemerintah. Semakin tinggi tingkat konsentrasi kepemilikan, maka semakin besar pula kekuatan pemegang saham utama dalam mempengaruhi keputusan strategis perusahaan.

Dalam perspektif teori keagenan (*agency theory*), konsentrasi kepemilikan memiliki peran penting dalam mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Konsentrasi kepemilikan dapat meningkatkan efektivitas pengawasan dan mendorong manajemen untuk bertindak lebih efisien serta selaras dengan kepentingan pemilik (Shleifer & Vishny, 1986). Selain itu, *ownership concentration* juga dikaitkan dengan peningkatan kinerja perusahaan. Pemegang saham besar cenderung lebih aktif dalam mengawasi serta terlibat dalam pengambilan keputusan strategis, sehingga dapat meningkatkan kualitas kebijakan

perusahaan. Penelitian oleh (La Porta et al., 1999) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi umum ditemukan di negara berkembang dan berperan dalam mengatasi kelemahan sistem perlindungan investor.

Namun, konsentrasi kepemilikan juga memiliki potensi dampak negatif. Dalam kondisi tertentu, pemegang saham mayoritas dapat menggunakan kekuasaannya untuk kepentingan pribadi dengan mengorbankan pemegang saham minoritas, fenomena ini dikenal sebagai *expropriation* atau *tunneling*. Hal ini menunjukkan, meskipun konsentrasi kepemilikan dapat mengurangi konflik antara manajer dan pemilik, tetapi juga dapat menimbulkan konflik baru antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (Claessens et al., 2000).

Lebih lanjut, dalam konteks tata kelola perusahaan modern, *ownership concentration* juga berperan dalam menentukan kualitas tata kelola dan transparansi perusahaan. Pemegang saham besar dapat mendorong peningkatan pengungkapan informasi dan akuntabilitas, namun di sisi lain juga berpotensi membatasi transparansi jika digunakan untuk mempertahankan kontrol. Pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan bergantung pada mekanisme tata kelola serta lingkungan institusional perusahaan.

## 2.9 *Firm Performance*

*Firm Performance* atau kinerja perusahaan merupakan standar evaluasi yang menunjukkan pencapaian target organisasi dari sisi keuangan maupun operasional. Indikator ini menggambarkan sejauh mana manajemen mampu mengoptimalkan sumber daya organisasi secara efektif dan efisien demi meningkatkan profitabilitas. Dalam praktiknya, performa tersebut sering kali menggunakan rasio keuangan seperti Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), dan Tobin's Q yang secara berurutan merepresentasikan tingkat laba, imbalan bagi investor, serta persepsi nilai pasar.

Tobin's Q dipilih sebagai indikator kinerja perusahaan karena tidak hanya mencerminkan kondisi keuangan historis, tetapi juga ekspektasi pasar terhadap kinerja masa depan perusahaan. Nilai Tobin's Q yang lebih tinggi menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian positif terhadap perusahaan, sehingga mencerminkan tingginya kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan.

Dalam perspektif *agency theory*, kinerja perusahaan yang tercermin melalui Tobin's Q menjadi indikator penting untuk menilai keberhasilan manajemen dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Mekanisme tata kelola perusahaan seperti kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan konsentrasi kepemilikan berperan dalam mengurangi konflik keagenan serta mendorong peningkatan nilai perusahaan. Dengan adanya pengawasan dari pemegang saham, manajemen diharapkan dapat mengambil keputusan yang mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan (Jensen, 1986).

Selain itu, dalam perspektif *stakeholder theory*, kinerja perusahaan tidak hanya diukur dari aspek keuangan, tetapi juga dari kemampuan perusahaan dalam

memenuhi kepentingan berbagai pemangku kepentingan, termasuk karyawan, pelanggan, masyarakat, dan lingkungan. Kinerja perusahaan mencakup dimensi yang lebih luas, yaitu kinerja keuangan dan non-keuangan termasuk aspek keberlanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan.

Seiring dengan perkembangan literatur, konsep kinerja perusahaan juga semakin dikaitkan dengan praktik *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Perusahaan yang memiliki ESG yang baik cenderung menunjukkan kinerja jangka panjang yang lebih stabil karena mampu mengelola risiko non-keuangan serta meningkatkan reputasi perusahaan. Penelitian oleh (Friede et al., 2015) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *ESG Disclosure Score* dan kinerja keuangan perusahaan yang mengindikasikan bahwa praktik keberlanjutan dapat menjadi faktor pendukung dalam meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, hubungan antara ESG dan Tobin's Q sebagai *market-based firm performance* tidak selalu konsisten, karena dipengaruhi oleh faktor industri, karakteristik perusahaan, serta kondisi pasar. Tobin's Q sebagai *market-based firm performance* menjadi variabel penting dalam penelitian untuk menguji bagaimana faktor – faktor seperti struktur kepemilikan dan ESG mempengaruhi nilai dan keberlanjutan perusahaan.

## **2.10 Asset Utilization**

Efisiensi aset menggambarkan kemampuan strategis sebuah korporasi dalam memaksimalkan penggunaan seluruh asetnya untuk meraih pendapatan. Indikator utama yang sering digunakan adalah *Total Asset Turnover* (TATO), sebuah metrik yang menghubungkan penggunaan aktiva dengan total penjualan yang diraih. Semakin besar nilai TATO, semakin efektif pula proses pengelolaan aset tersebut, sehingga memberikan kontribusi signifikan terhadap perbaikan kinerja keuangan dan margin keuntungan perusahaan.

Dalam konteks empiris terkini, efisiensi penggunaan aset terbukti menjadi faktor penting dalam peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa *Asset Utilization* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (Triana Sari, 2026). Selain itu studi lain menemukan bahwa *asset utilization* mampu memperkuat hubungan antara pertumbuhan aset dan kinerja perusahaan, sehingga perusahaan tidak hanya perlu meningkatkan aset tetapi juga mengoptimalkan penggunaan dari aset tersebut.

Selain itu, dalam perspektif empiris internasional, efisiensi pemanfaatan aset juga terbukti berperan penting dalam meningkatkan nilai dan kinerja perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa efisiensi aset yang tinggi berkorelasi positif dengan peningkatan nilai perusahaan dan kinerja pasar karena perusahaan mampu memaksimalkan output dari sumber daya yang dimiliki (Chen et al., 2019).

Temuan lain juga mengungkapkan bahwa *asset utilization* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, terutama pada negara berkembang, karena

efisiensi penggunaan aset dapat meningkatkan profitabilitas dan daya saing perusahaan secara keseluruhan (Ahmed S, 2019).

*Asset Utilization* tidak hanya berfungsi sebagai indikator efisiensi operasional perusahaan, tetapi juga relevan untuk digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. Hal ini karena *asset utilization* mampu mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki, sehingga dapat membantu mengisolasi pengaruh variabel utama terhadap kinerja perusahaan dan memastikan bahwa hasil analisis yang diperoleh lebih akurat serta tidak bias.

## 2.11 *Firm Size*

*Firm Size* merupakan variabel fundamental dalam penelitian keuangan korporat yang secara signifikan mempengaruhi berbagai aspek kebijakan perusahaan. Dalam literatur, ukuran perusahaan umumnya diukur melalui tiga pendekatan utama: total aset (Almeida et al., 2004), nilai penjualan (Beck & Demirguc-Kunt, 2006), dan kapitalisasi pasar (M. Zheng et al., 2018). Penelitian terbaru dalam *Journal of Financial Economics* mengembangkan metrik komposit yang mengintegrasikan ketiga ukuran tradisional ini menemukan bahwa pendekatan multidimensional memberikan hasil yang lebih robust dalam memprediksi kinerja perusahaan (Zhu, 2021). Perdebatan konseptual terus berlanjut mengenai apakah ukuran perusahaan sebaiknya diukur secara absolut atau relatif terhadap industri (Arrata et al., 2020).

Perusahaan besar menunjukkan karakteristik unik dalam kebijakan pendanaan, terutama dalam hal akses ke pasar modal eksternal. Penelitian dalam *Journal of Financial Economics* mengungkapkan bahwa perusahaan dengan aset lebih besar cenderung memiliki 15 – 20% lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil (Fu, 2009). Temuan ini konsisten dengan penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan kecil lebih bergantung pada pendanaan internal dengan rasio utang terhadap ekuitas 30% lebih rendah (Breuer, 2021).

Dimensi ukuran perusahaan memiliki pengaruh kompleks terhadap kinerja operasional. (Goddard et al., 2009) menemukan hubungan non linear berbentuk U-terbalik antara ukuran perusahaan dan profitabilitas dimana perusahaan menengah cenderung mencapai tingkat pengembalian aset (ROA) tertinggi (Goddard et al., 2009). Penelitian terbaru mengonfirmasi bahwa perusahaan besar memang memperoleh keuntungan dari *economics of scale*, tetapi sekaligus menghadapi biaya koordinasi dan birokrasi yang meningkat. Fenomena menarik ditemukan pada perusahaan teknologi dimana ukuran kecil justru memberikan keunggulan inovasi (Mao et al., 2021).

Penelitian lebih lanjut mengungkap bahwa kompleksitas operasional perusahaan besar membutuhkan komposisi dewan yang lebih beragam dengan proporsi direktur independen 50% lebih tinggi (Boone et al., 2007). Penelitian lebih lanjut memperingatkan tentang bahaya “*biroktisasi governance*” pada perusahaan besar yang dapat mengurangi fleksibilitas strategis (Schmidt & Fahlenbrach, 2017).

## 2.12 *Firm Age*

Keunggulan kompetitif berupa reputasi yang solid, jaringan bisnis yang luas, dan kematangan operasional sering kali dimiliki oleh perusahaan dengan usia yang lebih tua. Dalam studi ini, *firm age* digunakan untuk mengukur seberapa lama perusahaan telah berdiri di industri. Variabel tersebut tidak hanya sekadar angka, melainkan indikator penting yang menggambarkan stabilitas serta pengalaman kolektif perusahaan dalam menghadapi tantangan di dinamika pasar yang kompetitif. Namun, perusahaan yang lebih tua juga berpotensi menghadapi rigiditas organisasi dan penurunan inovasi yang dapat menghambat pertumbuhan perusahaan.

Dalam perspektif teori organisasi dan pembelajaran (*organizational learning theory*), perusahaan yang lebih tua cenderung memiliki pengalaman yang lebih banyak dalam mengelola operasional dan menghadapi berbagai kondisi pasar. Stabilitas dan pencapaian kinerja yang lebih tinggi sering kali ditemukan pada perusahaan yang telah lama berdiri dibandingkan dengan perusahaan muda. Hal ini dikarenakan faktor usia memberikan pengalaman berharga yang berkontribusi pada peningkatan efisiensi kerja, penyempurnaan proses pengambilan keputusan, serta pengurangan berbagai kendala ketidakpastian dalam dinamika bisnis (Coad et al., 2013). *Firm Age* juga berkaitan dengan reputasi perusahaan. Perusahaan yang telah lama berdiri biasanya memiliki tingkat kepercayaan yang lebih tinggi dari investor, kreditor, maupun pemangku kepentingan lainnya. Reputasi ini dapat mempermudah perusahaan dalam memperoleh akses pendanaan serta memperkuat posisi kompetitif di pasar.

Dalam beberapa kasus perusahaan yang lebih tua juga dapat menghadapi masalah inefisiensi akibat rigiditas organisasi dan kurangnya inovasi. Hal ini dikenal sebagai fenomena *organizational inertia*, di mana perusahaan cenderung mempertahankan cara kerja lama dan kurang adaptif terhadap perubahan lingkungan bisnis. Pengaruh *firm age* terhadap kinerja perusahaan dapat bersifat positif maupun negatif, tergantung pada kemampuan perusahaan dalam beradaptasi.

Dalam penelitian empiris, *firm age* umumnya digunakan sebagai variabel kontrol karena dapat memengaruhi kinerja perusahaan secara tidak langsung. *Firm Age* berperan sebagai variabel yang membantu mengontrol heterogenitas perusahaan dalam model penelitian, sehingga hubungan antara variabel independen dan dependen dapat diuji secara lebih valid.

## 2.13 *Leverage*

Penggunaan utang, yang sering disebut sebagai *leverage*, mengindikasikan sejauh mana perusahaan memanfaatkan pinjaman pihak ketiga untuk mendukung pembiayaan aset mereka. Keputusan ini sangat krusial karena menentukan efektivitas struktur modal perusahaan. Secara teknis, rasio ini dapat dikuantifikasi

melalui perbandingan utang terhadap modal (DER) maupun perbandingan utang terhadap total aset (DAR).

(Modigliani & H. Miller, 1958) dalam karya klasiknya di *American Economic Review* menjadi dasar teori struktur modal modern dengan menegaskan bahwa struktur modal tidak memiliki dampak terhadap nilai perusahaan selama kondisi pasar dianggap berada dalam keadaan sempurna. Namun, penelitian–penelitian selanjutnya mulai menyoroti keterbatasan asumsi pasar sempurna tersebut.

Risiko kebangkrutan menjadi faktor penyeimbang bagi manfaat perlindungan pajak yang diperoleh dari penggunaan modal asing, sebagaimana dijelaskan dalam *Trade-Off Theory*. Strategi penggunaan utang memang dapat mengoptimalkan valuasi korporasi, namun peningkatan risiko finansial yang signifikan akan terjadi apabila perusahaan tidak mampu mengontrol proporsi utang tersebut secara bijak. Hubungan antara *leverage* dan kinerja perusahaan bersifat kompleks dan non linear. Menurut *Journal of Banking & Finance* menemukan hubungan positif antara *leverage* moderat dengan efisiensi Perusahaan (Portela & Thanassoulis, 2010). Namun, penelitian dalam *Journal of Banking & Finance* memperingatkan bahwa *leverage* berlebihan dapat mengurangi kinerja selama krisis finansial (Buck & Schliephake, 2013).

Penggunaan utang yang tinggi meningkatkan risiko finansial perusahaan. *Journal of Finance* mengembangkan model *Z-score* untuk memprediksi kebangkrutan berdasarkan tingkat *leverage* (Edward I., 1968). Penelitian terbaru oleh (Campello et al., 2010) dalam *Journal of Finance* menunjukkan bahwa perusahaan dengan *leverage* tinggi cenderung mengurangi investasi selama krisis kredit (Harvey et al., 2010). Namun, penelitian Acharya dalam *Review of Financial Studies* menemukan bahwa beberapa perusahaan justru menggunakan *leverage* strategis untuk meningkatkan daya saing (Goldstein, 2021).

#### **2.14 Net Working Capital**

*Net Working Capital* (NWC) atau sering disebut dengan modal bersih, merupakan indikator keuangan jangka pendek yang kritis bagi keberlangsungan hidup operasional suatu perusahaan. Secara definisi, NWC dihitung sebagai selisih antara aset lancar (*current assets*) perusahaan dan kewajiban lancar (*current liabilities*). NWC merupakan modal yang diinvestasikan dalam aset-aset jangka pendek setelah dikurangi pendanaan yang berasal dari kreditur jangka pendek. Positifnya nilai NWC mengindikasikan bahwa aset lancar (seperti kas, piutang, dan persediaan) dapat menutupi seluruh kewajiban lancar (seperti hutang dagang dan pinjaman jangka pendek) yang mencerminkan likuiditas dan kesehatan keuangan jangka pendek yang baik. Sebaliknya, NWC negatif dapat menjadi sinyal awal kesulitan keuangan.

Tingkat NWC suatu perusahaan tidak hanya sekadar menggambarkan likuiditas, tetapi juga efisiensi operasionalnya. Rasio yang terkait erat, seperti rasio

lancar (*current ratio*) dan rasio cepat (*quick ratio*) merupakan derivasi dari konsep NWC. Perusahaan dengan manajemen NWC yang efektif mampu meminimalkan investasi dalam aset lancar tanpa mengorbankan operasionalnya, sehingga membebaskan kas yang dapat digunakan untuk investasi yang produktif atau pembayaran dividen.

Setiap perusahaan dapat menerapkan kebijakan manajemen NWC yang berbeda, umumnya dikategorikan menjadi tiga diantaranya kebijakan agresif, moderat (*hedging*), dan konservatif. Kebijakan agresif dicirikan dengan tingkat NWC yang rendah, dimana perusahaan meminimalkan investasi dalam aset lancar dan banyak bergantung pada utang jangka pendek untuk pendanaan. Kebijakan ini berisiko tinggi (likuiditas rendah) namun berpotensi memberikan return yang lebih tinggi. Sebaliknya, kebijakan konservatif mempertahankan NWC yang tinggi dengan memiliki aset lancar yang besar dan sedikit utang jangka pendek, sehingga lebih aman namun kurang profitabel karena banyak dana menganggur. Pemilihan kebijakan yang optimal, seperti yang dijelaskan oleh (Gitman, 2009) merupakan *trade-off* antara risiko dan profitabilitas yang dipengaruhi oleh sifat industri, kondisi pasar, dan *risk appetite* manajemen.

Bagi para analis dan investor, tren NWC dari waktu ke waktu adalah diagnostik yang penting. Penurunan NWC yang konsisten dapat menjadi tanda bahwa perusahaan sedang menguras modal kerjanya untuk membiayai operasi atau ekspansi yang mungkin tidak berkelanjutan dalam jangka panjang. Di sisi lain, peningkatan NWC yang tajam juga perlu diteliti lebih lanjut, disebabkan oleh pertumbuhan penjualan yang sehat atau justru menumpuknya persediaan yang tidak laku dan piutang yang sulit ditagih. Analisis NWC yang mendalam melampaui angka agregat untuk memeriksa komponen – komponen penyusunnya, sangat penting untuk menilai kualitas laba, kesehatan keuangan jangka pendek, dan prospek keberlangsungan hidup perusahaan secara keseluruhan.

## **2.15 Peran Struktur Kepemilikan terhadap *Firm Performance***

Struktur kepemilikan merupakan salah satu mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Dalam perspektif Agency Theory, konflik keagenan muncul karena adanya pemisahan antara pemilik perusahaan dan pihak manajemen. Pemegang saham sebagai principal mengharapkan manajemen mengambil keputusan yang mampu meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan manajemen sebagai agent dapat memiliki kepentingan yang berbeda. Oleh karena itu, struktur kepemilikan dapat menjadi mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik keagenan dan mendorong peningkatan firm performance.

Institutional Ownership dipandang mampu meningkatkan kinerja perusahaan karena investor institusional memiliki sumber daya, kemampuan analisis, serta akses informasi yang lebih baik dibandingkan investor individu. Investor institusional juga memiliki kepentingan ekonomi yang besar terhadap

perusahaan, sehingga mereka cenderung melakukan monitoring terhadap keputusan manajerial. Pengawasan tersebut dapat menekan tindakan oportunistik manajemen, meningkatkan kualitas pengambilan keputusan, dan memperkuat kepercayaan pasar terhadap perusahaan. Dengan demikian, semakin tinggi kepemilikan institusional, semakin besar potensi peningkatan kinerja perusahaan.

Penelitian terdahulu mendukung argumentasi tersebut. (Dwiarti et al., 2022) menunjukkan bahwa *ownership structure* memiliki pengaruh terhadap firm performance dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa struktur kepemilikan tidak hanya menunjukkan distribusi saham, tetapi juga berperan sebagai mekanisme tata kelola yang menentukan efektivitas pengawasan terhadap manajemen. Dalam sektor energi dan Basic Materials, peran pengawasan tersebut menjadi semakin penting karena kedua sektor memiliki karakteristik padat modal, risiko operasional tinggi, dan sensitif terhadap tekanan pasar.

Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H1: Institutional Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

Selanjutnya, Foreign Ownership juga dapat berperan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Investor asing sering membawa standar tata kelola yang lebih tinggi, tuntutan transparansi yang lebih kuat, serta pengalaman investasi lintas negara. Keberadaan investor asing dapat mendorong perusahaan untuk memperbaiki praktik manajemen, meningkatkan efisiensi, serta menjaga akuntabilitas perusahaan. Dalam konteks Agency Theory, kepemilikan asing dapat memperkuat fungsi monitoring karena investor asing memiliki dorongan untuk mengurangi risiko informasi dan memastikan dana yang ditanamkan dikelola secara optimal.

Temuan dalam penelitian terdahulu juga menunjukkan arah yang sejalan. Kweh et al. atau Ting et al. (2016) menemukan bahwa kepemilikan asing berkaitan dengan peningkatan kinerja perusahaan, baik melalui ukuran berbasis pasar seperti Tobin's Q maupun ukuran profitabilitas seperti ROA. Hasil tersebut menunjukkan bahwa keterlibatan investor asing dapat memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H2: Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

Berbeda dengan Institutional Ownership dan Foreign Ownership, Ownership Concentration dapat memberikan pengaruh negatif terhadap firm performance. Konsentrasi kepemilikan memang dapat memperkuat kontrol terhadap manajemen. Namun, pada tingkat tertentu, kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi dapat menimbulkan konflik keagenan tipe kedua, yaitu konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali dapat memiliki kekuatan besar dalam menentukan keputusan perusahaan, sehingga keputusan yang diambil berpotensi lebih menguntungkan kelompok pengendali dibandingkan seluruh pemegang saham. Dalam konteks perusahaan sektor energi dan Basic Materials, keputusan investasi biasanya bersifat besar, jangka panjang, dan berisiko tinggi. Jika keputusan strategis terlalu didominasi oleh pemegang saham pengendali, maka pasar dapat menilai perusahaan memiliki risiko tata kelola yang lebih tinggi. Kondisi ini dapat menurunkan persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, Ownership Concentration diperkirakan berpengaruh negatif terhadap firm performance. Berdasarkan uraian teori tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H3: Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

## **2.16 Peran Struktur Kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score**

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score dapat dijelaskan melalui Stakeholder Theory dan Legitimacy Theory. Stakeholder Theory menjelaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada berbagai pemangku kepentingan seperti investor, karyawan, masyarakat, pemerintah, pelanggan, dan lingkungan. Oleh karena itu, ESG Disclosure Score dapat dipahami sebagai bentuk akuntabilitas perusahaan kepada stakeholder.

Sementara itu, Legitimacy Theory menjelaskan bahwa perusahaan perlu menjaga penerimaan sosial dari lingkungan tempat perusahaan beroperasi. Perusahaan yang memiliki dampak besar terhadap lingkungan dan masyarakat, seperti sektor energi dan Basic Materials, menghadapi tekanan legitimasi yang lebih tinggi. Pengungkapan ESG menjadi salah satu cara perusahaan menunjukkan bahwa kegiatan bisnisnya selaras dengan norma, harapan, dan tuntutan sosial.

Institutional Ownership diperkirakan dapat meningkatkan ESG Disclosure Score karena investor institusional memiliki perhatian terhadap risiko jangka panjang. Isu lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat memengaruhi reputasi, stabilitas operasional, dan keberlanjutan perusahaan. Oleh karena itu, investor institusional dapat menekan perusahaan untuk mengungkapkan informasi ESG

secara lebih luas dan transparan. Pengungkapan tersebut membantu investor menilai risiko non-keuangan yang tidak selalu terlihat dalam laporan keuangan.

Namun, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum sepenuhnya konsisten. Putri dan Aryani (2026) menemukan bahwa faktor kepemilikan memiliki peran dalam pembentukan praktik ESG Disclosure Score perusahaan. Akan tetapi, penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa pengaruh Institutional Ownership terhadap ESG Disclosure Score bersifat negatif, sedangkan Foreign Ownership berpengaruh positif. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap ESG masih perlu diuji kembali, khususnya pada konteks sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan dasar teori dan temuan terdahulu tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H4: Institutional Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

Selanjutnya, Foreign Ownership diperkirakan berpengaruh positif terhadap ESG Disclosure Score. Investor asing biasanya berasal dari pasar dengan standar transparansi dan keberlanjutan yang lebih tinggi. Mereka juga memiliki kebutuhan informasi yang lebih besar karena menghadapi risiko lintas negara dan asimetri informasi. Oleh karena itu, investor asing cenderung mendorong perusahaan untuk meningkatkan kualitas pelaporan ESG. Argumen ini didukung oleh penelitian Zhang dan Wu (2024), yang menemukan bahwa Foreign Ownership menjadi determinan positif bagi *ESG Disclosure Score* pada perusahaan A-Share di China. Studi tersebut menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan asing berkaitan dengan peningkatan performa keberlanjutan perusahaan. Temuan tersebut relevan untuk penelitian ini karena perusahaan sektor energi dan Basic Materials memiliki eksposur lingkungan dan sosial yang tinggi, sehingga tekanan investor asing dapat mendorong pengungkapan ESG yang lebih baik. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H5: Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia**

Sementara itu, Ownership Concentration diperkirakan berpengaruh negatif terhadap ESG Disclosure Score. Jika kepemilikan saham terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas, kebutuhan untuk mengungkapkan informasi secara luas kepada publik dapat menurun. Pemegang saham pengendali biasanya memiliki akses informasi yang lebih besar dibandingkan pemegang saham minoritas. Akibatnya, dorongan untuk meningkatkan transparansi publik, termasuk pengungkapan ESG, dapat menjadi lebih lemah.

Dari sudut pandang Agency Theory, konsentrasi kepemilikan dapat menimbulkan risiko dominasi pemegang saham pengendali. Dalam kondisi tertentu, pemegang saham mayoritas dapat lebih mengutamakan kepentingan ekonomi jangka pendek dibandingkan kepentingan keberlanjutan jangka panjang. Namun, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang beragam. Zhang (2025) menemukan bahwa Ownership Concentration tidak berpengaruh langsung terhadap ESG, tetapi dapat berperan sebagai variabel moderasi yang memengaruhi hubungan antara kinerja keuangan dan aktivitas ESG. Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan ESG masih terbuka untuk diuji lebih lanjut. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H6: Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

## **2.17 Peran ESG Disclosure Score terhadap Firm Performance**

Peran ESG Disclosure Score terhadap Firm Performance ESG Disclosure Score menunjukkan tingkat pengungkapan perusahaan terhadap aspek environmental, social, dan governance. Dalam perspektif Legitimacy Theory, pengungkapan ESG dapat digunakan perusahaan untuk memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat, regulator, investor, dan pemangku kepentingan lain. Perusahaan yang mampu menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan dapat memperoleh kepercayaan yang lebih tinggi dari pasar.

Selain itu, hubungan ESG Disclosure Score terhadap firm performance juga dapat dijelaskan melalui Stakeholder Theory. Perusahaan yang mampu memenuhi tuntutan stakeholder melalui pengungkapan ESG yang baik dapat mengurangi risiko konflik sosial, memperkuat reputasi, dan meningkatkan kepercayaan investor. Dalam jangka panjang, kondisi tersebut dapat mendukung peningkatan firm performance.

Pada sektor energi dan Basic Materials, ESG Disclosure Score menjadi penting karena kedua sektor memiliki dampak lingkungan dan sosial yang besar. Perusahaan dalam sektor ini berhadapan dengan risiko regulasi, tekanan masyarakat, izin sosial beroperasi, serta tuntutan investor terhadap keberlanjutan. Pengungkapan ESG yang baik dapat memperlihatkan bahwa perusahaan mampu mengelola risiko non-keuangan dan menjalankan bisnis secara bertanggung jawab. Jika pasar menilai ESG sebagai informasi yang relevan, maka ESG Disclosure Score dapat meningkatkan Tobin's Q.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa ESG dapat berperan penting dalam kinerja keuangan berkelanjutan. Ahmad et al. (2026) menemukan bahwa ESG Disclosure Score menjadi saluran penting yang menghubungkan mekanisme corporate governance dengan sustainable financial performance. Dalam studi tersebut, tata kelola yang kuat mendorong peningkatan ESG, dan peningkatan ESG

kemudian memperkuat kinerja keuangan jangka panjang. Temuan ini menjadi dasar bahwa ESG Disclosure Score dapat memiliki pengaruh positif terhadap firm performance. Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

**H7: ESG Disclosure Score berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.**

## **2.18 Peran ESG Disclosure Score sebagai Variabel Mediasi**

ESG Disclosure Score dapat berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara struktur kepemilikan dan firm performance. Peran mediasi ini menjelaskan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan tidak hanya terjadi secara langsung, tetapi juga dapat berlangsung melalui peningkatan kualitas pengungkapan ESG.

Secara teoritis, hubungan ini dapat dijelaskan melalui gabungan Agency Theory, Stakeholder Theory, dan Legitimacy Theory. Agency Theory menjelaskan bahwa struktur kepemilikan dapat memperkuat pengawasan terhadap manajemen. Institutional Ownership dan Foreign Ownership dapat menekan manajemen untuk menjalankan tata kelola yang lebih baik, termasuk dalam aspek keberlanjutan. Ownership Concentration, sebaliknya, dapat mengurangi transparansi jika pemegang saham pengendali lebih mengutamakan kepentingan internal dibandingkan kepentingan publik.

Stakeholder Theory menjelaskan bahwa tekanan dari pemegang saham dan pemangku kepentingan dapat mendorong perusahaan meningkatkan ESG Disclosure Score. Ketika perusahaan mengungkapkan ESG secara lebih baik, stakeholder dapat menilai bahwa perusahaan memiliki komitmen terhadap tanggung jawab lingkungan, sosial, dan tata kelola. Selanjutnya, Legitimacy Theory menjelaskan bahwa pengungkapan ESG dapat memperkuat legitimasi perusahaan, terutama pada sektor energi dan Basic Materials yang memiliki dampak besar terhadap lingkungan dan masyarakat.

Dalam alur mediasi, struktur kepemilikan berperan sebagai mekanisme tata kelola yang mendorong perusahaan meningkatkan pengungkapan ESG. ESG Disclosure Score kemudian berperan sebagai saluran yang dapat meningkatkan kepercayaan pasar, mengurangi risiko reputasi, dan memperkuat persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, ESG Disclosure Score berpotensi menjadi mekanisme perantara antara ownership structure dan firm performance. Dukungan empiris terhadap hubungan ini dapat dilihat dari penelitian Ahmad et al. (2026), yang menemukan bahwa ESG Disclosure Score berperan sebagai mediator dalam hubungan antara ownership, board structure, dan sustainable financial performance. Temuan tersebut menunjukkan bahwa ESG dapat menjadi jalur

penting yang menjelaskan bagaimana tata kelola perusahaan memengaruhi kinerja keuangan. H8: ESG Disclosure Score memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Secara operasional, H8 dapat dijabarkan ke dalam tiga jalur mediasi, yaitu:

1. Institutional Ownership → ESG Disclosure Score → Tobin's Q
2. Foreign Ownership → ESG Disclosure Score → Tobin's Q
- Ownership Concentration → ESG Disclosure Score → Tobin's Q

**H8:** ESG Disclosure Score berpengaruh sebagai variabel mediasi pada struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan sektor *Energy* dan *Basic Materials* di Indonesia.

## 2.19 Penelitian Terdahulu

**Tabel 2.1** Penelitian Terdahulu

| No | Penulis dan Judul                                                                                                                                                  | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Model Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                  | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | Aza Noorizqia<br>Augustha Putri , Y.<br>Anni Aryani<br><i>“Does Institutional and Foreign Ownership Pressure increase ESG? Evidence from the Emerging Economy”</i> | <p>Dependen:<br/>- ESG Performance</p> <p>Independen:<br/>- Institutional Ownership (IO)<br/>- Foreign Ownership (FO)</p> <p>Moderator: Tidak Ada<br/>Kontrol:<br/>- <i>Return on Assets</i> (ROA)<br/>- <i>Return on Equity</i> (ROE)<br/>- Foreign Board (FB)</p> <p>Sampel: 61<br/>Perusahaan Non-Keluangan di BEI<br/>Periode 2019-2023</p> <p>Metode:<br/>Regresi Data Panel</p> | <pre> graph LR     IO([Institutional Ownership]) --&gt; ESG([ESG Performance])     FO([Foreign Ownership]) --&gt; ESG     ROA([Return on Assets (ROA)]) -.-&gt; ESG     ROE([Return on Equity (ROE)]) -.-&gt; ESG     FB([Foreign Board (FB)]) -.-&gt; ESG </pre> | <p>Pengaruh signifikan terhadap ESG dalam studi ini ditunjukkan oleh kepemilikan asing dan keberadaan dewan internasional (positif), serta kepemilikan institusional (negatif). Sebaliknya, performa finansial yang diprosikan melalui ROA dan ROE terbukti tidak memiliki dampak yang kuat. Secara kolektif, model ini memberikan bukti bahwa faktor-faktor kepemilikan memegang peranan vital dalam pembentukan praktik ESG perusahaan, meskipun efektivitasnya tetap bersinggungan dengan berbagai elemen lain yang tidak dianalisis dalam kerangka penelitian ini (Putri &amp; Aryani, 2026).</p> |

| No | Penulis dan Judul                                                                                                                                                | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Model Penelitian                                                                                                                                                                                  | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2  | Hanan Ahmad Quldah<br><i>“ESG performance as a mediating factor in ownership, board structures, and sustainable financial performance among Jordanian banks”</i> | Dependens:<br>- Sustainable Financial Performance (Net Income Growth)<br>Independen:<br>- Ownership Structure<br>- Board Structure<br>Mediasi:<br>ESG Performance<br>Kontrol:<br>- ROA<br>- Bank Size<br>- Leverage<br>- R&D<br>- Capital Adequacy<br>- Non-performing loans<br>Sampel:<br>- 13 Bank di Yordania<br>Periode 2016 - 2023<br>Metode:<br>- Regresi Data Panel<br>- Uji Mediasi<br>- Uji Robustness | <pre> graph TD     OStr[OStr] -- H4 --&gt; ESG[ESG]     BStr[BStr] -- H3a &amp; b --&gt; ESG     OStr -- H1a --&gt; SFP[SFP]     BStr -- H1b --&gt; SFP     ESG -- H2 --&gt; SFP           </pre> | Peran ESG sebagai variabel mediasi ditemukan menjadi saluran utama bagi corporate governance untuk memengaruhi kinerja keuangan yang berkelanjutan. Secara sistematis, tata kelola yang solid mendorong peningkatan standar ESG perusahaan, di mana kemajuan pada aspek lingkungan dan sosial inilah yang kemudian secara signifikan mendorong stabilitas serta hasil keuangan jangka panjang (Ahmad et al., 2026). |

| No | Penulis dan Judul                                                                                                                                | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Model Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3  | Jiahua Zhang<br>“The dual impact of ownership concentration and financial performance on ESG activities: evidence from chinese listed companies” | <p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG Score</li> </ul> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Firm Performance</li> <li>- Ownership Concentration</li> </ul> <p>Kontrol:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Firm Size</li> <li>- Firm Age</li> <li>- Return on Assets (ROA)</li> <li>- Leverage (LEV)</li> <li>- Growth Rate (GR)</li> <li>- Book-to-market Ratio (BMR)</li> </ul> <p>Sampel:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Menggunakan perusahaan publik china periode 2009-2023</li> </ul> <p>Metode:</p> <p>Regresi Data Panel</p> | <pre> graph LR     FP([Firm Performance]) --&gt; ESG([ESG Score])     OC([Ownership Concentration]) -.-&gt; FP_ESG_Arrow     subgraph Controls         FS([Firm Size])         FA([Firm Age])         PCF([Price to Cashflow Ratio (PCF)])         ROA([Return on Assets (ROA)])         GR([Growth Rate (GR)])         BMR([Book-to-market Ratio (BMR)])     end     Controls -.-&gt; FP_ESG_Arrow   </pre> | <p>Temuan studi ini mengindikasikan adanya korelasi negatif antara pencapaian finansial dan performa ESG. Konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh langsung terhadap ESG, namun berperan sebagai variabel moderasi yang mampu mengurangi dampak negatif kinerja keuangan terhadap ESG. Kepemilikan yang terkonsentrasi membantu perusahaan tetap menjaga komitmen ESG meskipun kinerja keuangan menurun (Zhang, 2025).</p> |

| No | Penulis dan Judul                                                                                     | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Model Penelitian | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4  | Jianfeng Zhang dan Wang Wu<br>“ <i>The impact of foreign ownership on corporate ESG performance</i> ” | <p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Corporate ESG Performance</li> </ul> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Foreign Ownership</li> </ul> <p>Kontrol:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fixed Assets</li> <li>- Leverage</li> <li>- Growth Rate</li> <li>- Return on Assets</li> <li>- Operating Cash Flow</li> <li>- Enterprise Size</li> </ul> <p>Sampel:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Perusahaan A-Share China selama periode 2012 - 2022</li> </ul> <p>Metode:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Regresi Data Panel</li> </ul> |                  | <p>Temuan studi ini mengonfirmasi bahwa kepemilikan asing (foreign ownership) menjadi determinan positif yang signifikan bagi capaian ESG korporasi. Peningkatan porsi saham oleh investor internasional terbukti berkorelasi linear dengan perbaikan performa keberlanjutan perusahaan. Menariknya, dampak ini juga beroperasi melalui jalur mediasi, di mana atensi analis (analyst attention) berperan dalam memacu transparansi dan optimalisasi praktik ESG. Lebih lanjut, efektivitas kepemilikan asing ini ditemukan lebih dominan pada sektor swasta (non-SOE), sedangkan pada perusahaan pelat merah (SOE), pengaruhnya tidak memberikan dampak yang berarti (Zhang &amp; Wu, 2024).</p> |

| No | Penulis dan Judul                                                            | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Model Penelitian | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----|------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5  | Q. Kweh et al<br>“Ownership Structure and Firm Performance: The Role of R&D” | <p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- TOBIN’S Q</li> <li>- Return on Assets (ROA)</li> </ul> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Family Ownership</li> <li>- Government Ownership</li> <li>- Foreign Ownership</li> </ul> <p>Moderator:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- R&amp;D</li> </ul> <p>Kontrol:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Firm Size</li> <li>- Debt Ratio (DEBT)</li> </ul> <p>Sampel:</p> <p>201 Perusahaan Malaysia periode 2002-2011 (10 tahun)</p> <p>Metode:</p> <p>Analisis Regresi OLS (<i>Ordinary Least Squares</i>)</p> |                  | <p>Peningkatan performa perusahaan ditemukan berkaitan erat dengan keterlibatan pemegang saham asing dan keluarga, sebagaimana ditunjukkan dalam temuan penelitian ini, baik dari sisi pasar (Tobin’s Q) maupun profitabilitas (ROA), meskipun pengaruh kepemilikan keluarga tidak selalu signifikan pada ROA. Sebaliknya, kepemilikan pemerintah cenderung berdampak negatif terhadap kinerja, terutama pada ROA. Selain itu, R&amp;D berperan sebagai variabel moderasi, di mana R&amp;D memperkuat hubungan positif antara kepemilikan keluarga dan asing dengan kinerja perusahaan, tetapi justru memperlemah atau berdampak negatif pada perusahaan dengan kepemilikan pemerintah (Ting et al., 2016).</p> |

| No | Penulis dan Judul                                                                                                                                                    | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                   | Model Penelitian                                                                                                                                                                                                                                             | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6  | R. Dwiarti et al<br>“Corporate Governance, Ownership Structure, Agency Costs and Corporate Value (In the Banking Sector Listed on The IDX for the 2016-2019 Period)” | Dependens:<br>- Firm Performance (Price earning)<br>Independen:<br>- Independent Commisioner<br>- Institutional Ownership<br>Moderator:<br>- Assets Utilization<br>Kontrol:<br>- Firm Size<br>Sampel:<br>- 41 Perusahaan Bank<br>Periode 2016-2019<br>Metode:<br>- Regresi Linear Berganda | <pre> graph LR     IC([Independent Commisioner]) --&gt; FP([Firm Performance<br/>Tobins'Q dan ROA])     IO([Institutional Ownership]) --&gt; FP     AU([Asset Utilization]) -.-&gt;  Moderator  IC     FS([Firm Size]) -.-&gt;  Control  FP           </pre> | Hasil penelitian menjustifikasi bahwa komisaris independen dan kepemilikan institusional merupakan faktor determinan yang meningkatkan nilai perusahaan perbankan. Kehadiran asset utilization sebagai variabel pemoderasi menunjukkan bahwa semakin tinggi efisiensi operasional suatu bank, maka mekanisme tata kelola dan struktur kepemilikan yang ada akan bekerja secara lebih optimal dalam menaikkan nilai perusahaan. (Dwiarti et al., 2022). |

| No | Penulis dan Judul                                                                                                   | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Model Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7  | Jiayu Du a, Rui Zhu a<br>“Managers’ overconfidence, institutional investors’ shareholding, and corporate ESG Score” | Dependen:<br>- ESG Skor<br>Independen:<br>- Managerial Overconfidence<br>- Institutional Ownership<br>Moderator:<br>- Media Attention<br>Kontrol:<br>- Board size<br>- Cash flow<br>- Female directors<br>- ROA<br>- Firm size (total assets)<br>- Share balance<br>- Jumlah karyawan<br>- Ownership type (SOE vs non-SOE)<br>Sampel:<br>A-share China (non-keuangan) periode 2013-2022<br>Metode:<br>- Panel Data Regression | <pre> graph LR     MO[Managerial Overconfidence] --&gt; ESG[ESG Score]     IO[Institutional Ownership] --&gt; ESG     MA(Media Attention) -.-&gt;  Moderator  MO     MA -.-&gt;  Moderator  IO     C[Board Size, Cash Flow, Female Directors, ROA, Firm Size, Share Balance] -.-&gt; ESG           </pre> | Peningkatan ESG dipengaruhi secara positif oleh karakteristik manajer yang overconfident serta keterlibatan investor institusional sebagai fungsi monitoring. Kehadiran perhatian media juga ditemukan menjadi faktor penguat yang membuat pengaruh kepercayaan diri manajer terhadap isu keberlanjutan menjadi semakin solid seiring meningkatnya pengawasan publik. Namun, hasil penelitian ini memberikan catatan penting mengenai klasifikasi perusahaan; dampak positif tersebut hanya berlaku bagi perusahaan swasta (non-BUMN), sedangkan untuk kategori BUMN, faktor kepercayaan diri manajer tidak berkontribusi signifikan terhadap praktik ESG (Du et al., 2025). |

| No | Penulis dan Judul                                                                                                                                                                                                   | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Model Penelitian | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8  | Meilani Intan Pertiwi, Linda Agustina, Indah Fajarini Sri Wahyuningrum, Nur Arifah, & Ardhana Reswari Hasna Pratista (2026). <i>“Do Firm-Specific Characteristics Influence ESG Disclosure in Indonesian Firms”</i> | <p>Variabel Dependen :<br/>ESG Disclosure Score</p> <p>Variabel Independen :<br/>Firm Size<br/>Profitability<br/>Board Size<br/>Firm Age</p> <p>Sampel :<br/>263 Observasi Firm-Year Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024</p> <p>Metode:<br/>Regresi Berganda pada FEM.</p> |                  | <p>(1) Firm Size berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure. (2) Profitability berpengaruh negatif signifikan terhadap ESG Disclosure. (3) Board Size tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure. (4) Firm Age berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure. Nilai Adjusted R<sup>2</sup> = 0,9389, yang menunjukkan bahwa sekitar 93,89% variasi ESG Disclosure dapat dijelaskan oleh model penelitian</p> |
| 9  | Hakan Temiz. (2026). <i>ESG Disclosure, Foreign Ownership, and the Role of the Information and Governance Environment. Corporate</i>                                                                                | <p>Variabel Dependen:<br/>Foreign Ownership</p> <p>Variabel Independen:<br/>ESG Disclosure Score</p> <p>Variabel Moderasi:<br/>- SAAS<br/>- Governance Quality</p>                                                                                                                                                |                  | <p>ESG Disclosure berpengaruh positif signifikan terhadap Foreign Ownership. Selain itu, Country Information Environment (SAAS) dan Country Governance Environment terbukti memoderasi hubungan tersebut. Pengaruh positif</p>                                                                                                                                                                                                              |

| No | Penulis dan Judul                    | Variabel, Sampel, Metode                                                                                                                                                                                                                                                   | Model Penelitian | Hasil Penelitian                                                                                                                                                                                                                                           |
|----|--------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | Governance: An International Review. | <p>Variabel Kontrol:<br/> Firm Size<br/> Foreign Sales<br/> Leverage<br/> Tobins"Q<br/> ROA<br/> Board Size<br/> Board Independence</p> <p>Sampel :<br/> 12.858 Observasi dari<br/> 2.156 Perusahaan di<br/> 42 Negara</p> <p>Metode Analisis:<br/> Regresi Data Panel</p> |                  | ESG Disclosure terhadap Foreign Ownership menjadi lebih kuat pada negara dengan lingkungan informasi yang lemah dan kualitas tata kelola yang rendah. Hasil ini tetap konsisten pada berbagai uji robustnes, sehingga Hipotesis 1 dan Hipotesis 2 diterima |

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## 2.20 Kesenjangan Penelitian

Berdasarkan hasil kajian pustaka yang telah diuraikan, terdapat beberapa kesenjangan penelitian yang menjadi dasar penting bagi dilaksanakannya studi ini. Pertama, hubungan antara ESG Disclosure Score dan kinerja perusahaan masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Sejumlah penelitian mengungkapkan bahwa ESG Disclosure Score mampu meningkatkan kinerja perusahaan melalui perbaikan reputasi, peningkatan efisiensi operasional, serta bertambahnya kepercayaan dari investor. Hasil penelitian lain menunjukkan bahwa peran ESG kurang signifikan dan cenderung lemah, terutama dalam konteks perusahaan di negara berkembang. Ketidaksamaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara ESG Disclosure Score dan kinerja perusahaan masih belum memiliki kesimpulan yang pasti, sehingga perlu diteliti lebih lanjut dalam konteks dan kondisi yang berbeda.

Kedua, sebagian besar studi sebelumnya lebih menekankan pada pengaruh langsung struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, tanpa mengeksplorasi mekanisme yang mendasari hubungan tersebut. Secara teoretis, terutama jika dikaitkan dengan *agency theory* dan *stakeholder theory*, dampak struktur kepemilikan tidak hanya terjadi secara langsung, tetapi juga dapat disalurkan melalui peningkatan kualitas tata kelola serta implementasi praktik keberlanjutan. ESG berpeluang berperan sebagai variabel perantara yang menghubungkan kedua aspek tersebut, namun bukti empiris yang menguji peran mediasi ini masih tergolong terbatas.

Ketiga, penelitian yang mengintegrasikan struktur kepemilikan, ESG Disclosure Score, dan kinerja perusahaan dalam satu model penelitian yang komprehensif masih sangat terbatas. Sebagian penelitian hanya menguji hubungan dua variabel, seperti *ownership structure* atau *ESG Score*, tanpa menguji keterkaitan ketiganya secara simultan. Hal ini menyebabkan pemahaman mengenai hubungan yang lebih kompleks antar variabel tersebut masih belum optimal.

Keempat, penelitian empiris mengenai ESG dan struktur kepemilikan sejauh ini lebih banyak dilakukan di negara-negara maju yang memiliki tata kelola perusahaan yang sudah berkembang serta regulasi yang lebih kuat. Hal ini tentu berbeda dengan kondisi di negara berkembang seperti Indonesia, yang masih menghadapi tantangan dalam aspek kelembagaan, transparansi, dan penerapan ESG. Oleh sebab itu, hasil-hasil penelitian dari negara maju tidak selalu relevan atau dapat diberlakukan secara langsung pada konteks Indonesia. Kelima, penelitian yang secara spesifik mengkaji sektor Energy dan *Basic Materials* masih relatif terbatas, padahal sektor ini memiliki tingkat eksposur ESG yang tinggi karena aktivitas operasionalnya berdampak langsung terhadap lingkungan dan sosial. Temuan empiris menunjukkan adanya ketidakseimbangan implementasi ESG antar pilar, khususnya aspek *governance* yang masih relatif lemah. Hal ini menunjukkan perlunya penelitian yang lebih fokus pada sektor ini untuk memahami

bagaimana struktur kepemilikan dapat mendorong peningkatan ESG Disclosure Score dan kinerja perusahaan.

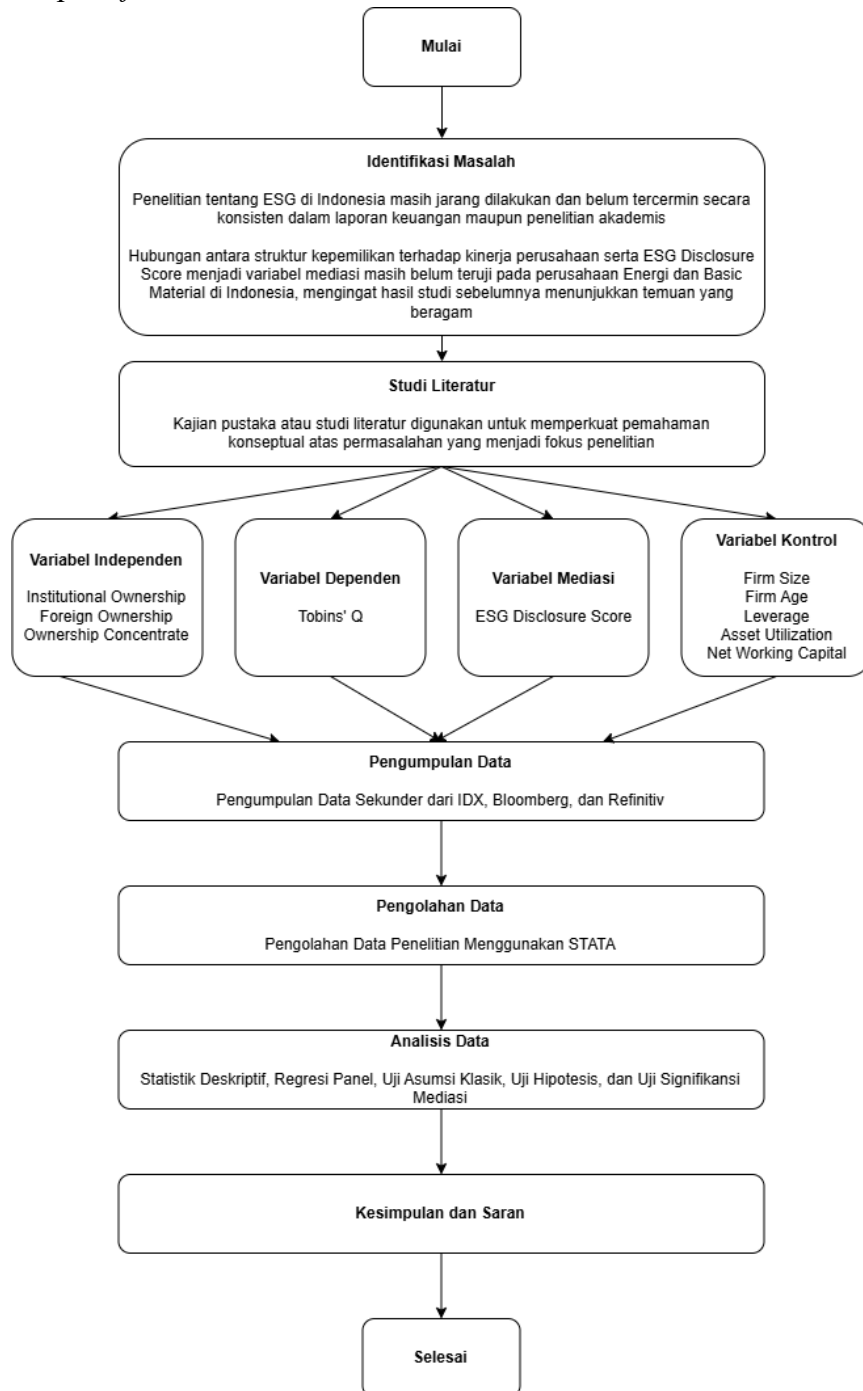
Berdasarkan berbagai kesenjangan yang telah diidentifikasi, penelitian ini diarahkan untuk mengisi kekosongan tersebut dengan merancang model yang menggabungkan struktur kepemilikan, *ESG Disclosure Score*, dan *firm performance*. Selain itu, studi ini juga menguji peran *ESG Disclosure Score* sebagai variabel mediasi dalam konteks perusahaan sektor Energy dan *Basic Materials* di Indonesia.

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1 Diagram Alir Penelitian

Berikut merupakan diagram alir dari penelitian yang berjudul “*The Mediating Role of ESG Disclosure Score in the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Energy and Basic Materials Companies*” terangkum pada *flowchart* berikut:



**Gambar 3. 1** Diagram Alir Penelitian

### **3.2 Tahap Pendahuluan**

Langkah pertama dalam penyusunan topik permasalahan penelitian merupakan tahap pendahuluan yang berisi identifikasi masalah dan studi literatur.

#### **3.2.1 Identifikasi Masalah**

Pada tahap ini dilakukan penelaahan terhadap fenomena dan isu penelitian yang menjadi dasar penyusunan tesis. Identifikasi masalah dilakukan dengan mengkaji berbagai penelitian terdahulu, kondisi empiris, serta perkembangan praktik bisnis terkait penerapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) di perusahaan. Tahap ini bertujuan untuk menemukan kesenjangan penelitian (*research gap*), khususnya terkait masih terbatasnya bukti empiris mengenai pengaruh ESG Performance dan ESG Disclosure Score terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q), serta peran struktur kepemilikan yang meliputi *institutional ownership*, *foreign ownership*, dan *ownership concentration* dalam memperkuat hubungan tersebut pada perusahaan sektor Energy dan *Basic Materials*. Hasil identifikasi masalah ini menjadi dasar dalam perumusan tujuan penelitian, pengembangan hipotesis, serta penentuan model penelitian yang digunakan.

#### **3.2.2 Studi Literatur**

Kajian pustaka atau studi literatur digunakan untuk memperkuat pemahaman konseptual atas permasalahan yang menjadi fokus penelitian tesis ini. Studi literatur dilakukan dengan menelaah teori-teori yang relevan, seperti *Stakeholder Theory*, *Agency Theory*, dan *Legitimacy Theory*, serta berbagai hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan *ESG Disclosure Score*, *institutional ownership*, *foreign ownership*, *ownership concentration*, dan nilai perusahaan (Tobin's Q). Selain itu, tahap ini bertujuan untuk memperoleh landasan teoritis yang kuat dalam menjelaskan hubungan antarvariabel, mengidentifikasi hasil penelitian yang masih belum konsisten, serta membangun kerangka konseptual dan hipotesis penelitian. Sumber literatur yang digunakan berasal dari jurnal internasional bereputasi, buku akademik, dan publikasi ilmiah lain yang relevan dengan topik penelitian.

### **3.3 Desain Penelitian**

Fokus utama kajian ini adalah mengidentifikasi peran transparansi *ESG Disclosure Score* serta struktur kepemilikan dalam memengaruhi Tobin's Q sebagai *market-based firm performance*, khususnya pada sektor *Basic Materials* dan *Energy* di Indonesia. Variabel independen dalam penelitian ini mencakup berbagai dimensi *ownership structure*, yaitu *institutional ownership*, *foreign ownership*, dan *ownership concentration*, sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah *firm performance*. Penelitian ini mengintegrasikan *ESG Disclosure Score* sebagai variabel mediasi yang berfungsi untuk menjelaskan mekanisme tidak langsung antara *ownership structure* dan *firm performance*. Dengan memasukkan variabel mediasi tersebut, penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai jalur pengaruh yang terjadi.

Objek penelitian difokuskan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, khususnya pada sektor Energy dan *Basic Materials*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (*annual reports*) dan *Bloomberg Terminal*. Penggunaan data sekunder merupakan pendekatan yang lazim dalam penelitian keuangan dan pasar modal karena memungkinkan peneliti memperoleh informasi historis yang objektif, terstandarisasi, dapat diverifikasi, serta mencerminkan kondisi aktual perusahaan selama periode pengamatan. Data tersebut digunakan untuk mengukur variabel *ownership structure*, *ESG Disclosure Score*, dan *firm performance* sehingga menghasilkan analisis yang lebih reliabel dan mendukung pengujian hubungan kausal antarvariabel dalam penelitian.

Sebagai penelitian terapan, desain kajian ini tidak hanya berorientasi pada pengembangan teori serta memberikan implikasi praktis bagi dunia bisnis. Hasil penelitian diharapkan dapat menjadi acuan bagi perusahaan dalam mengoptimalkan struktur kepemilikan serta meningkatkan transparansi ESG guna mendukung kinerja berkelanjutan. Di samping itu, temuan penelitian ini juga diharapkan bermanfaat bagi investor sebagai dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, serta bagi regulator dalam mendorong implementasi prinsip ESG secara lebih luas di Indonesia.

### **3.4 Populasi dan Sampel**

#### **3.4.1 Populasi**

Populasi pada penelitian ini mencakup seluruh perusahaan *Energy* dan *Basic Materials* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2025. Populasi tersebut terdiri atas perusahaan *Energy* dan *Basic Materials* dengan total 22 perusahaan yang memberikan ESG skor pada laporan bloomberg station dalam periode tersebut.

Pemilihan periode 2020 - 2025 didasarkan pada beberapa pertimbangan, karena di tahun 2017 merupakan regulasi terkait keberlanjutan yang relatif baru diterapkan. Pemerintah Indonesia melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan peraturan yang mewajibkan perusahaan untuk mengintegrasikan aspek keberlanjutan dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan sejak tahun 2020 (POJK, 2017). Meskipun regulasi ini bertujuan untuk mendorong praktik bisnis yang berkelanjutan, implementasinya masih menghadapi berbagai tantangan, baik dari sisi kesiapan perusahaan maupun tekanan dari pemangku kepentingan tentang penerapan Tata Kelola Perusahaan Terbuka. Regulasi ini menekankan prinsip transparansi, tanggung jawab, independensi, dan kewajaran yang mendorong perusahaan untuk memperkuat mekanisme tata kelola perusahaan dalam berbagai aspek, penelitian ini turut memasukkan fase terjadinya pandemi *COVID-19* sejak tahun 2020, yang berpengaruh besar terhadap kondisi keuangan serta likuiditas perusahaan. Dalam situasi tersebut, struktur kepemilikan perusahaan yang kuat serta keterbukaan kinerja keberlanjutan melalui *ESG Disclosure Score* menjadi faktor penting perusahaan untuk menjaga kepercayaan investor. Dengan

memperpanjang periode observasi hingga tahun 2025, penelitian ini dapat menangkap dinamika yang terjadi pada fase pra-pandemi, masa krisis, serta periode pemulihan ekonomi pasca pandemi, sehingga memberikan gambaran longitudinal yang lebih komprehensif.

Dalam konteks penelitian ini, pengaruh mekanisme kepemilikan perusahaan yang terdiri atas *institutional ownership*, *foreign ownership*, dan *ownership concentration* akan dianalisis dengan mempertimbangkan *ESG Disclosure Score* sebagai variabel mediasi. Data *ESG Score* diperoleh dari basis data *bloomberg*, sehingga analisis tidak hanya menilai efektivitas struktur internal, tetapi juga mengintegrasikan aspek keberlanjutan yang menjadi fokus utama dalam praktik investasi global.

### 3.4.2 Sampel

Sampel adalah sebagian dari populasi yang dipilih untuk dianalisis dengan tujuan merepresentasikan karakteristik populasi secara keseluruhan. Dalam penelitian ini, penentuan sampel dilakukan dengan menggunakan kriteria dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan Sektor Energi dan *Basic Materials* yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020 - 2025.
2. Perusahaan Energy dan *Basic Materials* yang mempublikasikan *annual report* yang meliputi data struktur kepemilikan perusahaan dan keuangan perusahaan.
3. Perusahaan energi dan tambang yang memiliki *ESG Disclosure Score* yang dapat diakses melalui *Bloomberg Terminal* selama periode penelitian 2020 hingga 2025.

### 3.5 Variabel Penelitian

**Tabel 3. 1** Variabel Penelitian

| Variabel                       | Definisi Operasional                                                                 | Metode Pengukuran                                                                                                        | Sumber                 |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| <i>Institutional Ownership</i> | Persentase kepemilikan saham perusahaan yang berada di tangan lembaga institusional. | $\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Total Saham Beredar}}$ | (Putri & Aryani, 2026) |
| <i>Foreign Ownership</i>       | Persentase kepemilikan modal entitas luar negeri, baik individu                      | $\text{Foreign Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Asing}}{\text{Jumlah Total Saham Beredar}}$           | (Putri & Aryani, 2026) |

|                                |                                                                                                             |                                                                                                   |                        |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
|                                | maupun institusi                                                                                            |                                                                                                   |                        |
| <i>Ownership Concentration</i> | Tingkat pemusatan satu kepemilikan saham pada pemegang saham terbesar dalam perusahaan.                     | $\text{Ownership Concentrate Pemegang Saham Terbesar} = \frac{\text{Jumlah Total Saham Beredar}}$ | (Zhang, 2025)          |
| <i>Tobin's Q</i>               | Rasio yang menghitung nilai pasar suatu perusahaan dibandingkan dengan nilai penggantian asetnya.           | $Q = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Nilai Buku Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$         | (Zhang, 2025)          |
| <i>ESG Disclosure Score</i>    | Tingkat kinerja perusahaan pada dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dinilai secara menyeluruh. | $\text{ESG Disclosure Score (0 - 100) dari Bloomberg Terminal}$                                   | (Putri & Aryani, 2026) |
| <i>Asset Utilization</i>       | Kemampuan perusahaan dalam menggunakan aset untuk menghasilkan pendapatan.                                  | $\text{Asset Utilization} = \frac{\text{Total Sales}}{\text{Total Assets}}$                       | (Dwiarti et al., 2022) |
| <i>Firm Size</i>               | Skala perusahaan yang menunjukkan besar atau kecilnya entitas usaha berdasarkan                             | $\text{Firm Size} = \text{LN}(\text{Total Assets})$                                               | (Zhang, 2025)          |

|                            |                                                                                                                                                  |                                                      |                       |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------|
|                            | jumlah total aset yang dimiliki.                                                                                                                 |                                                      |                       |
| <i>Leverage</i>            | Indikator keuangan yang menunjukkan tingkat pemanfaatan utang dalam struktur modal perusahaan untuk mendanai aset serta kegiatan operasionalnya. | $Leverage = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$       | (Zhang, 2025)         |
| <i>Net Working Capital</i> | Selisih antara aset lancar (di luar kas) dengan total kewajiban jangka pendek perusahaan.                                                        | $NWC = \frac{Aset\ Lancar - Kewajiban}{Total\ Aset}$ | (Gillan et al., 2021) |
| <i>Firm Age</i>            | Lama berdirinya perusahaan sejak tahun berdiri hingga tahun penelitian.                                                                          | $Firm\ Age = Tahun\ Penelitian - Tahun\ Berdiri$     | (Zhang, 2025)         |

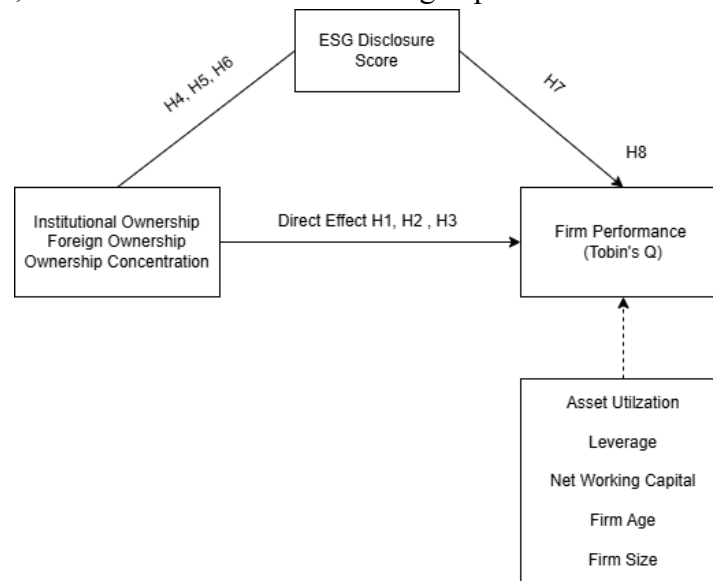
### 3.6 Kerangka Penelitian

Berdasarkan hasil analisis penelitian terdahulu, penulis merumuskan atau merancang model penelitian yang mengintegrasikan mekanisme *Ownership Structure, Environmental, Social, and Governance* (ESG). Fokus utama penelitian ini yaitu pada variabel dependen, yaitu *firm performance* atau kinerja keuangan perusahaan yang diasumsikan dipengaruhi oleh sejumlah variabel independen yang mempresentasikan *ownership structure*. Variabel - variabel tersebut meliputi *institutional ownership, foreign ownership, and ownership concentration*.

Penelitian ini menempatkan *ESG Disclosure Score* sebagai variabel mediasi yang berfungsi untuk menjelaskan keterkaitan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. *ESG Disclosure Score* dikategorikan sebagai variabel *intervening* karena struktur kepemilikan dapat memengaruhi kebijakan serta praktik

keberlanjutan perusahaan, yang kemudian berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Dengan demikian, *ESG Disclosure Score* berperan sebagai jalur tidak langsung (*indirect effect*) yang menghubungkan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan.

Untuk meminimalisir potensi bias dan meningkatkan ketepatan hasil analisis, penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol, seperti *Asset Utilization*, *Leverage*, *Net Working Capital (NWC)*, *Firm Age*, dan *Firm Size*. Penggunaan variabel kontrol ini penting untuk memastikan bahwa pengaruh yang diamati benar-benar berasal dari mekanisme struktur kepemilikan dan faktor keberlanjutan, bukan dari karakteristik keuangan perusahaan secara umum.



**Gambar 3. 2** Kerangka Konseptual

- **H1:** *Institutional Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
- **H2:** *Foreign Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
- **H3:** *Ownership Concentration* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
- **H4:** *Institutional Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
- **H5:** *Foreign Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia
- **H6:** *Ownership Concentration* berpengaruh negatif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.

- **H7:** ESG Disclosure Score berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan *Basic Materials* di Indonesia.
- **H8:** ESG Disclosure Score berpengaruh sebagai variabel mediasi pada struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan sektor *Energy* dan *Basic Materials* di Indonesia.

### 3.7 Model Penelitian

Penelitian ini berfokus pada analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan energi dan tambang yang melantai di BEI. Model analisis yang digunakan dikembangkan melalui adaptasi dari kerangka penelitian sebelumnya, sebagaimana dilakukan oleh (Ahmad et al., 2026) dengan pengembangan lebih lanjut melalui penambahan variabel mediasi *ESG Disclosure Score*.

*Ownership structure* dibagi menjadi empat komponen utama, yaitu *institutional ownership*, *foreign ownership*, and *ownership concentration*. Pembagian ini dimaksudkan untuk menganalisis secara terpisah pengaruh masing – masing struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat mengurangi potensi bias akibat interaksi antar variabel. Untuk memvaliditas hasil serta mengurangi potensi bias, penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol, yaitu *Asset Utilization*, *Firm Size*, *Leverage*, *Firm Age*, and *Net Working Capital*. Penambahan variabel kontrol ini bertujuan untuk mengisolasi pengaruh utama struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan.

Melalui model ini, diharapkan muncul pemahaman empiris baru dalam literatur struktur kepemilikan dan ESG. Di sisi praktis, penelitian ini menawarkan strategi bagi perusahaan *Energy* dan *Basic Materials* untuk menjaga likuiditas yang berkelanjutan dan transparan. Berikut adalah gambaran model penelitian yang menjadi landasan analisis ini:

Model 1:

$$TOBIN'S Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 FO_{i,t} + \beta_3 OC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

Model 2:

$$ESGD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 FO_{i,t} + \beta_3 OC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

Model 3:

$$TOBIN'S Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGD_{i,t} + \beta_2 IO_{i,t} + \beta_3 FO_{i,t} + \beta_4 OC_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

|                              |                                                                                          |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| $TOBIN'S Q_{i,t}$            | : Kinerja perusahaan yang diukur menggunakan rasio Tobin's Q pada perusahaan i periode t |
| $\beta_0$                    | : Konstanta                                                                              |
| $\beta_1, \beta'_1, \beta_2$ | : Koefisien regresi masing – masing variabel independen dan mediasi                      |
| $Controls_{i,t}$             | : Variabel kontrol penelitian pada perusahaan i periode t                                |
| $ESG_{i,t}$                  | : ESG Score perusahaan i pada periode t sebagai variabel mediasi                         |
| $\mu_i$                      | : Fixed Effect                                                                           |
| $\varepsilon_{i,t}$          | : <i>Error terms</i>                                                                     |
| $IO_{i,t}$                   | : Persentase kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan i periode t                |
| $FO_{i,t}$                   | : Persentase kepemilikan saham oleh investor asing pada perusahaan i periode t           |
| $OC_{i,t}$                   | : Tingkat konsentrasi kepemilikan saham pada pemegang saham terbesar                     |

### 3.8 Teknik Pengumpulan Data

#### 3.8.1 Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif adalah analisis dasar untuk pemeriksaan awal dalam penelitian keuangan empiris. Metode ini memberikan gambaran esensial terkait karakteristik distribusi data, kecenderungan sentral (*mean* dan *median*), dan dispersi (standar deviasi, *range*) yang menjadi dasar pengambilan keputusan dalam pemodelan ekonometrik. Dalam studi struktur kepemilikan perusahaan (*ownership structure*), analisis deskriptif sangat krusial karena mengungkap pola kelembagaan misalnya, variasi struktur kepemilikan antar perusahaan.

Karakteristik variabel penelitian, seperti struktur kepemilikan (*institutional, foreign, dan ownership concentration*), *ESG Disclosure Score*, serta kinerja perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q, dijelaskan melalui penggunaan statistik deskriptif. Pendekatan ini bertujuan untuk menyajikan profil data yang representatif mengenai variabel yang diuji dalam penelitian ini. Menurut penelitian terdahulu, analisis statistik deskriptif sangat penting untuk mengidentifikasi pola distribusi data serta mendeteksi adanya nilai ekstrem (*outlier*) yang dapat mempengaruhi hasil estimasi model regresi (Damodar N. & Dawn C., 2009). Selain itu, statistik deskriptif juga membantu dalam memahami variasi data antar perusahaan, khususnya dalam penelitian berbasis data panel.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa karakteristik variabel dalam studi keuangan perusahaan memiliki tingkat variasi yang cukup tinggi. Penelitian (Gillan et al., 2021) menunjukkan bahwa skor ESG perusahaan cenderung memiliki distribusi yang tidak merata antar perusahaan dan sektor

industri. Sementara itu, penelitian oleh (Shleifer & Vishny, 1986) serta (Douma et al., 2006) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan institusional dan asing, memiliki variasi yang signifikan antar perusahaan, yang mencerminkan perbedaan dalam mekanisme monitoring dan tata kelola perusahaan. Lebih lanjut, penelitian oleh (Claessens et al., 2000) mengungkapkan bahwa konsentrasi kepemilikan di negara berkembang cenderung tinggi dan tidak merata, sehingga dapat mempengaruhi distribusi data serta hubungan antara variabel kepemilikan dan kinerja perusahaan.

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan tinjauan komprehensif mengenai profil data penelitian melalui parameter sebaran dan nilai rata-rata variabel. Selain memvalidasi kelayakan data, tahapan ini merupakan prasyarat penting sebelum melakukan pengujian hipotesis dan analisis regresi data panel.

### 3.8.2 Teknik Analisis Regresi Data

Pemilihan metode ini didasarkan pada karakteristik data yang mencakup dimensi silang (*cross-section*) beberapa perusahaan terbuka di Indonesia dan dimensi waktu (*time series*) selama periode 2020 - 2025. Analisis data panel diaplikasikan, karena keunggulannya dalam mengontrol heterogenitas yang tidak teramati antar perusahaan serta mampu menghasilkan estimasi yang jauh lebih efisien dan akurat dibandingkan jika hanya menggunakan analisis *cross-section* atau *time-series* secara parsial.

Analisis regresi data panel merupakan metode statistik yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen *ownership structure* pada variabel dependen *firm performance*. Data panel menggabungkan dua dimensi pengamatan, yaitu dimensi silang yang mencakup berbagai perusahaan pada satu periode dan dimensi waktu yang mengamati perkembangan perusahaan dalam beberapa tahun (Wooldridge, 2020). Keunggulan utama teknik ini adalah kemampuannya mengontrol heterogenitas individu, menangkap dinamika perilaku perusahaan, serta meningkatkan derajat kebebasan (*degree of freedom*) dalam estimasi.

Dalam konteks penelitian ini, model data panel statis digunakan karena periode observasi (sepuluh tahun). Model ini akan mengestimasi pengaruh mekanisme ownership structure terhadap firm performance dengan mengontrol variabel *firm size*, *firm age*, *asset utilization*, *leverage*, dan *NWC*.

### 3.8.3 Metode Estimasi Regresi Panel

Penelitian ini menerapkan tiga pendekatan regresi untuk menganalisis data panel, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Setiap model memiliki pendekatan dan persamaan yang berbeda sebagai berikut:

#### 1. Common Effect Model

Model ini menyatukan observasi lintas individu dan runtun waktu ke dalam satu kesatuan tanpa mempertimbangkan heterogenitas

antarperusahaan maupun perubahan waktu. Berikut ini merupakan persamaan dari *Common Effect Model* (CEM):

$$TOBIN'S Q_{i,t} = \beta_0 + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + e_{i,t}$$

## 2. *Fixed Effect Model*

Model ini mampu mengidentifikasi serta membedakan nilai intersep bagi setiap perusahaan dalam sampel penelitian. Berikut ini merupakan persamaan dari *Fixed Effect Model* (FEM):

$$TOBIN'S Q_{i,t} = \beta_{i,t} + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + e_{i,t}$$

## 3. *Random Effect Model*

REM melakukan estimasi terhadap hubungan galat secara lintas sektoral dan deret waktu. Model ini memandang bahwa perbedaan titik potong (intersep) di antara perusahaan merupakan bagian dari komponen acak, yang mana perbedaan tersebut direpresentasikan melalui error terms masing-masing individu dalam sampel. Berikut ini adalah persamaan untuk *Random Effect Model* (REM):

$$TOBIN'S Q_{i,t} = \beta_0 + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \mu_i + e_{i,t}$$

Keterangan:

$TOBIN'S Q_{i,t}$  : nilai TOBIN'S Q pada perusahaan i dan tahun t

$\beta_0$  : *intercept* konstan model regresi

$\beta_k$  : koefisien untuk masing – masing variabel independen

$X_{kit}$  : variabel independen

$\mu_i$  : error terms untuk perusahaan I (menangkap perbedaan antar perusahaan)

$e_{i,t}$  : error terms untuk perusahaan i pada tahun t

$i$  : unit *cross-section* (perusahaan)

$t$  : unit *time-series* (tahun)

$k$  : jumlah variabel independen yang digunakan

### 3.8.4 Pengujian Model Regresi Data Panel

Penentuan model yang paling representatif dalam analisis data panel dilakukan melalui tiga tahapan seleksi statistik. Prosedur tersebut mencakup pengujian signifikansi melalui Uji Chow, Uji Hausman, serta Uji Lagrange Multiplier, yang masing-masing akan diuraikan secara mendetil sebagai berikut:

#### 1. Uji Chow

Prosedur ini diterapkan membandingkan efektivitas antara model Common Effect (CEM) dengan Fixed Effect (FEM). Dasar pengambilan keputusannya menggunakan hipotesis:

- $H_0$ : *common effect* lebih layak digunakan.
- $H_a$ : *fixed effect* lebih layak digunakan.

2. Uji Hausman

Setelah mempertimbangkan model *Fixed Effect*, pengujian selanjutnya adalah membandingkannya dengan *Random Effect* (REM). Uji Hausman berfungsi untuk memilih model mana yang paling konsisten melalui hipotesis:

- $H_0$ : *random effect* lebih tepat dipilih
- $H_a$ : *fixed effect* lebih tepat dipilih

3. Uji Lagrange Multiplier

Uji ini menjadi langkah alternatif untuk menentukan pilihan terbaik antara model *Common Effect* dan *Random Effect*. Biasanya dilakukan apabila terdapat keraguan dalam penentuan model melalui uji-uji sebelumnya.

Hipotesis yang diajukan adalah:

- $H_0$ : *common effect* lebih layak digunakan
- $H_a$ : *random effect* lebih layak digunakan

### 3.8.5 Uji Asumsi Klasik

Uji ini bertujuan untuk memastikan akurasi serta efisiensi model penelitian serta menghindari adanya bias dalam hasil analisis (Wooldridge, 2020). Berikut adalah beberapa jenis uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Uji Normalitas

Pengujian ini bertujuan memastikan bahwa galat atau residual dalam model regresi mengikuti distribusi normal. Dalam penelitian ini penetapan pengambilan keputusan didasarkan pada nilai  $p - value$ ; apabila  $p - value > 0,05$ , maka hipotesis nol ( $H_0$ ) diterima yang berarti residual terdistribusi normal. Sebaliknya jika  $p - value < 0.05$ , maka ( $H_0$ ) ditolak, sehingga residual tidak berdistribusi normal. Pada STATA, uji normalitas dapat dilakukan dengan tiga cara, yaitu:

a. *Shapiro-Wilk Test*

Uji *Shapiro-Wilk* merupakan metode yang banyak direkomendasikan untuk menilai normalitas data karena sangat efektif pada sampel berukuran kecil, khususnya antara 7 hingga 50 sampel atau responden. Uji ini memiliki keterbatasan karena tingkat keandalannya menurun ketika jumlah sampel melebihi 2.000, sehingga hasilnya menjadi kurang dapat dipercaya pada skala data yang sangat besar.

b. *Shapiro-Francia Test*

Uji Shapiro-Francia dikembangkan sebagai penyempurnaan dari Shapiro-Wilk untuk mengatasi keterbatasan pengujian sebelumnya,

terutama pada ukuran sampel besar. Metode ini tetap dapat diandalkan hingga sekitar 5.000 sampel, jauh melampaui batas efektivitas Shapiro-Wilk. Walaupun performanya pada sampel kecil tidak sekuat Uji Shapiro-Wilk, banyak peneliti tetap menyarankan penggunaan uji ini karena stabilitas dan ketetapannya ketika digunakan pada data berukuran besar

c. Skewness/Kurtosis Test

Uji Skewness/Kurtosis dianggap sebagai metode yang paling stabil dibandingkan dengan teknik uji normalitas lainnya karena mampu mengidentifikasi penyimpangan distribusi pada berbagai ukuran sampel, baik kecil maupun besar. Pada perangkat STATA, terdapat dua opsi pelaksanaan uji ini, yaitu dengan Royston Adjustment dan tanpa penyesuaian tersebut. Penyesuaian Royston umumnya direkomendasikan untuk jumlah sampel yang relatif kecil, sedangkan versi tanpa penyesuaian lebih sesuai digunakan pada sampel berukuran besar.

2. Uji Multikolinearitas

Pemeriksaan asumsi tersebut ditujukan untuk memitigasi potensi keterkaitan linear yang kuat di antara variabel-variabel prediktor dalam kerangka model yang digunakan. Apabila model yang terpilih merupakan Fixed Effect atau Random Effect, maka pengujian dilakukan dengan melihat nilai Tolerance dan Variance Inflation Factor (VIF) atau nilai toleransi pada model regresi. Kriteria pengambilan keputusan uji multikolinearitas menggunakan VIF sebagai berikut:

- Nilai  $VIF > 10$  atau nilai tolerance  $< 0,01$ , maka dinyatakan terjadi multikolinearitas.
- Nilai  $VIF < 10$  atau nilai tolerance  $> 0,01$ , maka dinyatakan tidak terjadi multikolinearitas.

Berbeda halnya apabila model yang terpilih adalah *Common Effect*, uji multikolinearitas pada STATA menggunakan pwcorr (pairwise correlation) untuk menampilkan korelasi antar pasangan variabel independen secara berpasangan, biasanya dengan opsi sig untuk melihat signifikansinya. Kriteria pengambilan keputusan uji multikolinearitas menggunakan pwcorr sebagai berikut:

- Jika koefisien korelasi masing-masing variabel bebas  $> 0,8$  maka terjadi multikolinearitas.
- Jika nilai koefisien korelasi masing-masing variabel bebas  $< 0,8$  maka terdapat indikasi multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Sesuai dengan pandangan (Stock & Watson, 2008) stabilitas varians sangat menentukan validitas sebuah model penelitian. Untuk mendeteksi gejala ketidaksamaan varians (heteroskedastisitas) tersebut, penelitian ini

menerapkan Uji Glejser guna memastikan bahwa model bersifat homoskedastis. Berikut ini adalah kriteria pengambilan keputusannya:

- Prob > lebih dari 0,05  $\rightarrow H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, di mana tidak terdapat heteroskedastisitas antar unit (varians error konstan) sehingga model dapat digunakan tanpa koreksi.
- Prob > kurang dari 0,05  $\rightarrow H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak, di mana terdapat heteroskedastisitas antar unit (varians error tidak konstan).

Dalam kondisi heteroskedastisitas, estimator CEM ataupun FEM tetap tidak bias, tetapi tidak efisien dan menghasilkan standard error yang tidak konsisten. Konsekuensinya adalah Uji T dan F menjadi tidak reliabel. Sama halnya dengan permasalahan autokorelasi, penelitian ini juga menggunakan robust atau cluster robust standard errors agar validitas inferensi statistik tetap terjaga meskipun asumsi varians konstan dilanggar. Apabila tidak diatasi, masalah ini dapat menyebabkan hasil estimasi menjadi tidak efisien dan mengganggu validitas uji statistik

#### 4. Uji Autokorelasi

Untuk melihat apakah terdapat hubungan antara observasi waktu yang berurutan. penelitian ini menggunakan Uji Wooldridge (Wooldridge, 2020) dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut; Hipotesis yang diuji adalah  $H_0$ ; tidak terdapat auto korelasi (dengan  $p - value > 0.05$ ) dan  $H_1$ ; terdapat autokorelasi (dengan  $p - value < 0,05$ ). Jika nilai  $p - value > 0.05$  maka  $H_0$  diterima, menandakan tidak adanya autokorelasi. Sebaliknya, jika  $p - value < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak dan autokorelasi terdeteksi dalam model. Oleh karena itu, penerapan robust atau cluster-robust standard errors pada penelitian ini bertujuan menghasilkan estimator kovarians yang tahan terhadap heteroskedastisitas dan korelasi intra-panel, sehingga interpretasi signifikansi koefisien dapat dilakukan secara lebih kredibel tanpa mengubah besaran koefisien estimasi yang dihasilkan model

### 3.8.6 Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis ini dilakukan dengan tiga pengujian sebagai berikut,

#### 1. Uji Statistik F

Uji F berfungsi sebagai instrumen untuk memverifikasi dampak kolektif variabel prediktor terhadap variabel terikat. Melalui pengujian ini, kelayakan model dapat dinilai berdasarkan kontribusi gabungan dari seluruh faktor independen yang diteliti. Pengujian ini bertujuan untuk mengevaluasi kelayakan model regresi secara keseluruhan. Kriteria keputusan didasarkan pada nilai signifikansi ( $p - value$ ) dengan kriteria berikut:

- Jika  $p - value < 0,05$ ,  $H_0$  ditolak
- Jika  $p - value > 0,05$ ,  $H_0$  diterima

#### 2. Uji Statistik T

Uji T berfungsi mengetahui sejauh mana variabel (X) memengaruhi variabel (Y) secara terpisah, digunakan uji statistik T. Fokus utama prosedur ini adalah mengidentifikasi signifikansi pengaruh tiap faktor prediktor dalam menjelaskan dinamika variabel yang diteliti

### 3. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Tingkat akurasi model memprediksi variabel dependen diukur melalui nilai ( $R^2$ ) yang bergerak 0 hingga 1. Kedekatan nilai ( $R^2$ ) dengan angka 1 menunjukkan keandalan model yang lebih tinggi, yang mengindikasikan bahwa sebagian besar perubahan pada variabel terikat merupakan kontribusi dari variabel bebas yang diteliti.

### 3.8.7 Uji Signifikansi Mediasi

Uji mediasi bertujuan untuk mengukur efektivitas variabel antara dalam menjembatani korelasi antara prediktor dan variabel respon. Analisis ini ditujukan untuk memverifikasi keberadaan *indirect effect* atau pengaruh tidak langsung yang bermakna secara statistik. Fokusnya adalah membuktikan apakah variabel independen memengaruhi variabel dependen melalui jalur mediasi, sehingga dapat dipastikan bahwa variabel antara tersebut memiliki fungsi intervensi yang signifikan. Pengujian ini tidak hanya didasarkan pada perubahan koefisien regresi sebagaimana dikemukakan oleh (Reuben M. & David A., 1986) tetapi juga diperkuat dengan pengujian statistik terhadap efek tidak langsung (*indirect effect*).

Efek mediasi diukur melalui perkalian koefisien antara variabel independen terhadap variabel mediasi (a) dan koefisien antara variabel mediasi terhadap variabel dependen (b), sehingga dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Indirect Effect} = a \times b$$

Untuk memastikan signifikansi dari efek tidak langsung tersebut, penelitian mengaplikasikan dua pendekatan, yaitu uji Sobel dan uji bootstrap:

#### 1. Uji Sobel

Uji Sobel diaplikasikan untuk mengevaluasi apakah peran variabel mediasi dalam menjembatani hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat memiliki tingkat signifikansi yang memadai secara statistik. Metode ini pertama kali diperkenalkan oleh (Michael E., 1982) Uji ini dilakukan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Z = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times S_a^2) + (a^2 \times S_b^2)}}$$

Keterangan:

- $a$  = koefisien regresi variabel independen terhadap variabel mediasi
- $b$  = koefisien regresi variabel mediasi terhadap variabel dependen
- $S_a$  = error koefisien  $a$
- $S_b$  = error koefisien  $b$

Uji Sobel memiliki keterbatasan karena mengasumsikan bahwa distribusi dari efek tidak langsung bersifat normal, sehingga hasilnya dapat menjadi kurang akurat terutama pada ukuran sampel kecil (Kristopher J. & Andrew F., 2004).

## 2. Uji Bootstrap

Selain uji Sobel, penelitian ini juga menggunakan metode bootstrap yang dianggap lebih *robust* dan tidak bergantung pada asumsi normalitas. Metode bootstrap dikembangkan dalam analisis mediasi modern oleh (Kristopher J. & Andrew F., 2004) sebagai alternatif yang lebih akurat dalam menguji efek tidak langsung. Metode *bootstrap* dilakukan dengan teknik resampling terhadap data penelitian dalam jumlah tertentu (misalnya 1.000 hingga 5.000 sampel) untuk memperoleh distribusi empiris dari efek tidak langsung (Preacher & Hayes, 2008). Kriteria pengujian dalam metode *bootstrap* adalah sebagai berikut:

- Jika interval kepercayaan (*confidence interval*) tidak melewati angka nol, maka efek mediasi dinyatakan signifikan
- Jika interval kepercayaan melewati angka nol, maka efek mediasi dinyatakan tidak signifikan

Metode bootstrap dinilai lebih akurat dibandingkan uji Sobel, karena tidak memerlukan asumsi normalitas serta memiliki kekuatan *statistic (power)* yang lebih tinggi dalam mendeteksi efek mediasi terutama dalam penelitian dengan jumlah sampel terbatas atau data yang tidak berdistribusi normal. (Andrew F., 2013).

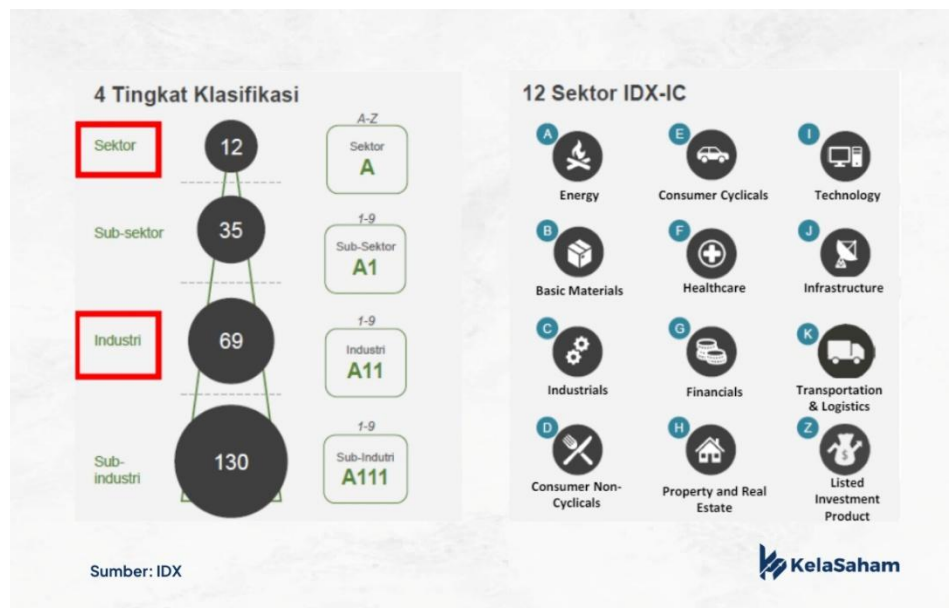
Dalam pengolahan data panel menggunakan Stata, prosedur bootstrap sebaiknya dilakukan dengan mempertimbangkan struktur cluster pada tingkat perusahaan (*firm level*), bukan hanya berdasarkan firm-year observation secara acak. Hal ini karena observasi dalam perusahaan yang sama pada periode waktu berbeda cenderung memiliki keterkaitan (*within-firm correlation*), sehingga asumsi independensi observasi menjadi tidak terpenuhi apabila bootstrap dilakukan secara biasa. Oleh sebab itu, pendekatan cluster bootstrap lebih tepat digunakan untuk menjaga struktur panel dan menghasilkan estimasi standard error yang lebih robust terhadap heteroskedastisitas maupun autokorelasi.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Gambaran Umum

Bursa Efek Indonesia (BEI) menggunakan sistem klasifikasi *IDX Industrial Classification* (IDX-C) untuk mengelompokkan Perusahaan yang tercatat di bursa. Penempatan perusahaan dalam sektor, sub-sektor, industri, dan sub-industri dilakukan berdasarkan tingkat eksposurnya terhadap pasar. Pada penelitian tesis ini, perusahaan sektor *Energy* dan *Basic Materials* yang tercatat di BEI berperan sebagai populasi penelitian.



**Gambar 4. 1** Klasifikasi Perusahaan Tercatat di BEI

Secara keseluruhan pada Gambar 4.1, IDX-IC membagi perusahaan ke dalam 12 sektor utama, yaitu *Energy*, *Basic Materials*, *Industrials*, *Consumer Non-Cyclicals*, *Consumer Cyclical*, *Healthcare*, *Financials*, *Property and Real Estate*, *Technology*, *Infrastructure*, *Transportation and Logistics*, serta *Listed Investment Product*. Pengelompokan ini bertujuan untuk mempermudah analisis dan pemetaan perusahaan di pasar modal berdasarkan kesamaan sektor usaha. Dalam penelitian ini, fokus utama berada pada sektor *Energy* dan *Basic Materials*. Sektor *Energy* mencakup perusahaan yang bergerak dalam kegiatan eksplorasi, produksi, pengolahan, dan distribusi sumber energi seperti minyak, gas, batubara, serta energi alternatif. Sementara itu, sektor *Basic Materials* mencakup perusahaan yang menyediakan bahan baku dasar seperti kimia, logam, pertambangan, semen, serta produk kehutanan dan kertas yang menjadi penopang berbagai sektor industri lainnya.

**Tabel 4. 1** Sektor, Sub-sektor, Industri, dan Sub-Industri

| Sektor          | Sub-Sektor             | Industri                             | Sub-Industri                         |
|-----------------|------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Energy          | Oil, Gas, & Coal       | Coal Production                      | Coal                                 |
|                 |                        | Integrated Oil & Gas                 | Integrated Oil & Gas                 |
|                 |                        | Oil & Gas Exploration and Production | Oil & Gas Exploration and Production |
|                 |                        | Oil & Gas Refining and Marketing     | Oil & Gas Refining and Marketing     |
|                 | Alternative Energy     | Alternative Energy                   | Renewable Energy                     |
| Basic Materials | Chemicals              | Commodity Chemicals                  | Basic Chemicals                      |
|                 | Construction Materials | Construction Materials               | Cement                               |
|                 | Metals & Mining        | Diversified Metals & Minerals        | Metal Mining                         |
|                 | Containers & Packaging | Metal, Glass & Plastic Packaging     | Packaging                            |
|                 | Paper & Forest Product | Forest Products                      | Pulp & Paper                         |

Berdasarkan Tabel 4.1, Bursa Efek Indonesia mencatat perusahaan yang bergerak pada sektor *Energy* dan *Basic Materials* dengan sistem klasifikasi IDX-IC yang terdiri dari beberapa tingkat, yaitu sektor, sub-sektor, industri, dan sub-industri.

Pada sektor *Energy*, cakupan usahanya meliputi kegiatan berbasis sumber daya energi seperti batu bara, minyak dan gas bumi, serta energi alternatif. Sub-sektor Oil, Gas, and Coal mencakup berbagai industri seperti Coal Production, Integrated Oil and Gas, Oil and Gas Exploration and Production, serta Oil and Gas Refining and Marketing. Selain itu, terdapat juga sub-sektor Alternative Energy yang mencakup pengembangan energi terbarukan.

Pada sektor *Basic Materials*, perusahaan dikelompokkan berdasarkan aktivitas penyediaan bahan baku industri. Sub-sektor Chemicals mencakup industri Commodity Chemicals dengan sub-industri Basic Chemicals. Sub-sektor Construction Materials mencakup industri Construction Materials dengan sub-industri Cement. Sub-sektor Metals and Mining mencakup Diversified Metals and Minerals dengan sub-industri Metal Mining. Selain itu terdapat Containers and Packaging yang mencakup Metal, Glass, and Plastic Packaging, serta Paper and

Forest Products yang mencakup Forest Products dengan sub-industri Pulp and Paper.

Pengelompokan ini menunjukkan bahwa sektor Basic Materials berperan sebagai penyedia utama bahan dasar bagi berbagai sektor industri lainnya. Berdasarkan data penelitian, BEI mencatat terdapat 184 perusahaan yang termasuk dalam sektor Energy dan Basic Materials. Dari jumlah tersebut, dilakukan proses seleksi berdasarkan kriteria tertentu sehingga diperoleh 22 perusahaan sebagai sampel penelitian. Sampel ini diharapkan dapat mewakili karakteristik populasi secara representatif. Penelitian ini kemudian digunakan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dengan *ESG Disclosure Score* sebagai variabel mediasi pada perusahaan sektor *Energy* dan *Basic Materials* di Indonesia selama periode 2020 hingga 2025.

**Tabel 4. 2** Daftar Perusahaan *Energy* dan *Basic Materials* di Indonesia sebagai Sampel Penelitian

| No | Nama Perusahaan                    | Kode |
|----|------------------------------------|------|
| 1  | PT Alamtri Resources Indonesia Tbk | ADRO |
| 2  | PT AKR Corporindo Tbk              | AKRA |
| 3  | PT Aneka Tambang Tbk               | ANTM |
| 4  | PT Astra International Tbk         | ASII |
| 5  | PT Barito Pacific Tbk              | BRPT |
| 6  | PT Bumi Resources Tbk              | BUMI |
| 7  | PT Bayan Resources Tbk             | BYAN |
| 8  | PT Darma Henwa Tbk                 | DEWA |
| 9  | PT Harum Energy Tbk                | HRUM |
| 10 | PT Vale Indonesia Tbk              | INCO |
| 11 | PT Indika Energy Tbk               | INDY |
| 12 | PT Indah Kiat Pulp & Paper TBK     | INKP |
| 13 | PT Indocement Tungal Perkasa Tbk   | INTP |
| 14 | PT Indo Tambangraya Megah Tbk      | ITMG |
| 15 | PT Krakatau Steel (Persero) Tbk    | KRAS |
| 16 | PT Merdeka Copper Gold Tbk         | MDKA |
| 17 | PT Medco Energy Internasional Tbk  | MEDC |
| 18 | PT Bukit Asam Tbk                  | PTBA |
| 19 | PT Timah Tbk                       | TINS |
| 20 | PT Chandra Asri Pacific Tbk        | TPIA |
| 21 | PT United Tractors Tbk             | UNTR |
| 22 | PT Wijaya Karya Beton Tbk          | WTON |

Berdasarkan Tabel 4.2, sampel penelitian terdiri dari 22 perusahaan yang berasal dari sektor *Energy* dan *Basic Materials* di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan

yang terpilih mencakup berbagai bidang usaha seperti pertambangan batu bara, minyak dan gas, logam, kimia, semen, industri kertas, hingga konstruksi dan energi. Setiap perusahaan diidentifikasi menggunakan kode saham yang tercatat di BEI, sehingga memudahkan proses pengolahan dan analisis data dalam penelitian. Daftar perusahaan ini dipilih sebagai sampel berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan dalam penelitian. Kriteria tersebut digunakan untuk memastikan bahwa perusahaan yang dianalisis sesuai dengan fokus penelitian, yaitu sektor Energy dan Basic Materials. Dengan adanya penyaringan ini, sampel diharapkan dapat merepresentasikan kondisi populasi secara lebih akurat sehingga hasil penelitian dapat menggambarkan hubungan antar variabel yang dikaji secara lebih valid pada periode pengamatan.

#### 4.2 Tahapan Pra-Analisis Data Panel

Pengolahan data pada penelitian ini dilakukan menggunakan perangkat lunak STATA versi 18. Data yang digunakan tergolong sebagai data panel, yaitu gabungan antara *cross section* dan *time series*. Data *cross section* terdiri atas 23 perusahaan energi dan *basic materials* Indonesia yang terdaftar pada BEI sebagai objek penelitian, sedangkan data *time series* mencakup periode tinjauan selama enam tahun (2020 hingga 2025). Setiap model dirancang untuk menguji kelompok hipotesis tertentu, yang selanjutnya dirangkum secara sistematis dalam tabel model penelitian. Penelitian ini memiliki satu variabel dependen, sehingga akan ada empat model regresi data panel yang terangkum pada tabel di bawah:

**Tabel 4. 3** Pemetaan Model Regresi Data Panel terhadap Hipotesis Penelitian

| Regresi Data Panel | Model | Variabel Independen | Variabel Dependen | Hipotesis yang Dijawab |
|--------------------|-------|---------------------|-------------------|------------------------|
|                    | 1     | Ownership           | Tobins'Q          | H1, H2, H3             |
|                    | 2     | Ownership           | ESGD              | H4, H5, H6             |
|                    | 3     | ESGD, Ownership     | Tobins'Q          | H7, 58                 |

Analisis regresi data panel dalam penelitian ini diawali dengan proses pengelolaan data pada perangkat lunak STATA yang dilakukan secara sistematis melalui beberapa tahapan untuk memastikan data siap dan layak dianalisis. Adapun langkah-langkah pengelolaan data tersebut dijelaskan sebagai berikut:

- Memulai aplikasi STATA (Buka STATA > File > Log > Begin)
- Melakukan import file excel pada STATA (File > Import > *Excel Spreadsheet*)
- Import Excel (Browse File > Pilih Worksheet > Klik Import First Row as Variable Name > Klik OK)
- Melakukan peninjauan kembali terhadap data, pastikan tidak ada data variabel yang berwarna merah atau masih string atau text

Setelah proses pengelolaan data selesai dilakukan, tahap selanjutnya adalah pelaksanaan pra-analisis data yang mencakup:

- Melakukan transformasi data guna menyesuaikan karakteristik data dengan asumsi model, khususnya melalui transformasi logaritma natural pada beberapa variabel penelitian.
- Menghitung nilai merek
- Melakukan penyesuaian data untuk mengurangi pengaruh pencilan (*outlier*), memperkecil perbedaan rentang variabel, serta menangani permasalahan data tidak lengkap yang digunakan dalam analisis.
- Melakukan analisis statistik deskriptif untuk menggambarkan keseluruhan karakteristik data penelitian sebelum dilakukan pengujian lebih lanjut.

*Command:*

- Setup data panel (*declare dataset to be panel data*)

*Command:*

*xtset id Tahun*

Terlaksananya seluruh tahapan pra-analisis menandakan bahwa data penelitian telah melalui proses penyesuaian, pemeriksaan, dan pengolahan secara menyeluruh, sehingga seluruh variabel yang digunakan telah memenuhi persyaratan untuk dilanjutkan ke tahap analisis regresi data panel.

### 4.3 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan Gambaran mengenai data yang digunakan. Analisis ini membantu memberikan gambaran umum terhadap objek yang diteliti, seperti melihat pergerakan masing-masing variabel dalam sebuah penelitian. Statistik deskriptif didapatkan dengan menjalankan perintah *summarize* pada STATA guna memberikan gambaran dasar terkait jumlah observasi, rata-rata, median, standar deviasi, hingga nilai maksimum dan minimum data penelitian. Analisis ini juga membantu penulis dalam memahami distribusi masing-masing variabel sebelum dilakukan analisis dan pelaporan lebih lanjut.

**Tabel 4. 4** Hasil Analisis Statistik Deskriptif

| Variable                | Obs | Mean      | Std. dev. | Min    | Max    |
|-------------------------|-----|-----------|-----------|--------|--------|
| Tobin's Q               | 132 | 1,643302  | 2,044698  | 0,236  | 12,966 |
| Institutional Ownership | 132 | 0,4954848 | 0,2938825 | 0,0238 | 0,9191 |
| Foreign Ownership       | 132 | 0,3063667 | 0,2770793 | 0,01   | 0,8782 |
| Ownership Concentrate   | 132 | 0,5282985 | 0,1725306 | 0,0895 | 0,8    |

|                      |     |           |           |         |       |
|----------------------|-----|-----------|-----------|---------|-------|
| ESG Disclosure Score | 132 | 53,72     | 12,79     | 21,89   | 77,14 |
| Firm Size            | 132 | 31,51318  | 0,991     | 29,47   | 33,86 |
| Firm Age             | 132 | 37,77     | 13,52     | 8       | 68    |
| Asset Utilization    | 132 | 0,6530242 | 0,3342235 | 0,187   | 1,749 |
| Net Working Capital  | 132 | 0,158447  | 0,2142853 | -0,5435 | 1,561 |
| Leverage             | 132 | 0,2176828 | 0,1691706 | 0       | 0,65  |

Penelitian ini melibatkan sebanyak sebelas variabel yang dianalisis dengan jumlah keseluruhan observasi sebanyak 132 data, sebagaimana yang disajikan pada Tabel 4.4. Variabel Penelitian tersebut meliputi *Tobins'Q*, *Institutional Ownership*, *Foreign Ownership*, *Ownership Concentration*, *Asset Utilization*, *Firm Age*, *Firm Size*, *Leverage*, and *Net Working Capital*.

- **Tobin's Q**

Variabel Tobin's Q menunjukkan nilai rata-rata sebesar 1,643302 dengan standar deviasi 2,044698. Nilai terendah tercatat sebesar 0,236 sedangkan nilai tertinggi mencapai 12,966. Hasil ini menggambarkan bahwa nilai perusahaan pada sampel penelitian memiliki tingkat variasi yang cukup besar. Rata-rata Tobin's Q yang berada di atas angka satu mengindikasikan bahwa nilai pasar perusahaan umumnya lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya, meskipun variasi antar perusahaan tergolong tinggi.

- **Institutional Ownership**

Variabel Institutional Ownership memiliki nilai rata-rata 0,4954848 dengan standar deviasi 0,2938825. Nilai minimum sebesar 0,0238 dan nilai maksimum sebesar 0,9191. Data ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan institusional pada perusahaan sampel cukup beragam. Rata-rata yang mendekati 50% menunjukkan bahwa hampir separuh struktur kepemilikan perusahaan dikuasai oleh institusi, sehingga peran investor institusional dalam pengawasan perusahaan tergolong signifikan.

- **Foreign Ownership**

Variabel Foreign Ownership mencatat nilai rata-rata sebesar 0,306367 dengan standar deviasi 0,2770793. Nilai terendah berada pada 0,01 dan nilai tertinggi mencapai 0,8782. Hal ini mengindikasikan bahwa keterlibatan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan cukup bervariasi antar sampel. Secara umum, kepemilikan asing memiliki kontribusi sekitar 30% dari total saham perusahaan.

- **Ownership Concentration**

Variabel Ownership Concentration memiliki nilai rata-rata 0,5282985 dengan standar deviasi 0,1725306. Nilai minimum sebesar 0,0895 dan maksimum sebesar 0,8. Temuan ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan cenderung terkonsentrasi pada pemegang saham utama. Kondisi ini menandakan adanya dominasi pemegang saham mayoritas dalam pengendalian perusahaan.

- **Asset Utilization**

Variabel Asset Utilization memiliki rata-rata 0,6530242 dengan standar deviasi 0,3342235. Nilai minimum sebesar 0,187 dan maksimum 1,749. Hasil ini menunjukkan adanya perbedaan tingkat efisiensi penggunaan aset antar perusahaan. Rata-rata menunjukkan bahwa setiap satu unit aset menghasilkan sekitar 0,653-unit penjualan.

- **ESG Disclosure Score**

Variabel ESG Disclosure Score mencatat rata-rata sebesar 53,72 dengan standar deviasi 12,79. Nilai terendah sebesar 21,89 dan tertinggi 77,14. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG perusahaan berada pada kategori menengah dengan variasi yang cukup lebar antar perusahaan. Beberapa perusahaan sudah menerapkan pengungkapan yang cukup luas, sementara yang lain masih relatif terbatas.

- **Firm Age**

Variabel Firm Age mencatat rata-rata 37,77 dengan standar deviasi 13,52. Nilai minimum 8 dan maksimum 68. Hal ini menunjukkan bahwa umur perusahaan dalam sampel cukup bervariasi. Secara umum, perusahaan yang diteliti telah beroperasi dalam jangka waktu yang panjang.

- **Firm Size**

Variabel Firm Size memiliki rata-rata 31,51318 dengan standar deviasi 0,991. Nilai minimum sebesar 29,47 dan maksimum 33,86. Data ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan relatif homogen. Penyebaran data yang kecil mengindikasikan bahwa perusahaan dalam sampel memiliki skala yang tidak jauh berbeda satu sama lain.

- **Leverage**

Variabel Leverage menunjukkan nilai rata-rata 0,2176828 dengan standar deviasi 0,1691706. Nilai minimum sebesar 0 dan maksimum 0,65. Hasil ini mengindikasikan bahwa tingkat penggunaan utang pada perusahaan relatif rendah. Secara umum, perusahaan dalam sampel lebih banyak menggunakan modal sendiri dibandingkan pendanaan dari utang.

- **Net Working Capital**

Variabel Net Working Capital memiliki nilai rata-rata 0,158447 dengan standar deviasi 0,2142853. Nilai minimum sebesar -0,5435 dan maksimum 1,561. Hal ini menunjukkan kondisi likuiditas perusahaan yang cukup

beragam. Nilai rata-rata positif mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan masih memiliki aset lancar yang lebih besar dibandingkan kewajiban lancar, meskipun terdapat perusahaan dengan kondisi sebaliknya.

#### 4.4 Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel

Serangkaian pengujian ini bertujuan untuk memilih model panel terbaik yang akan digunakan dalam penelitian ini. Adapun pengujian tersebut terdiri dari *Uji Chow*, *Uji Hausman*, dan *Uji Lagrange Multiplier*. Ketiga pengujian tersebut dilakukan untuk memilih model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) (Damodar N. & Dawn C., 2009). Estimasi regresi data panel dilakukan tahapan analisis utama. Tahap ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

##### 4.4.1 Model Regresi Data Panel

**Tabel 4. 5** Model Regresi Data Panel

| Variabel<br>Dependen | Jenis Uji   | <i>p – value</i><br>(Prob > F /<br><i>Chi</i> <sup>2</sup> ) | Model<br>Terpilih | Model Akhir<br>Regresi Data<br>Panel |
|----------------------|-------------|--------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| TOBINSQ –<br>Model 1 | Uji Chow    | 0,0000                                                       | FEM               | <i>Fixed Effect<br/>Model</i> (FEM)  |
|                      | Uji Hausman | 0,0278                                                       | FEM               |                                      |
|                      | Uji LM      | 0,0000                                                       | REM               |                                      |
| ESGD –<br>Model 2    | Uji Chow    | 0,000                                                        | FEM               | <i>Fixed Effect<br/>Model</i> (FEM)  |
|                      | Uji Hausman | 0,000                                                        | FEM               |                                      |
|                      | Uji LM      | 0,000                                                        | REM               |                                      |
| TOBINSQ –<br>Model 3 | Uji Chow    | 0,0000                                                       | FEM               | <i>Fixed Effect<br/>Model</i> (FEM)  |
|                      | Uji Hausman | 0,00895                                                      | FEM               |                                      |
|                      | Uji LM      | 0,0000                                                       | REM               |                                      |

Berdasarkan Tabel 4.5 hasil pengujian model regresi data panel, setiap model memiliki hasil pemilihan model yang sama. Pada Model 1 dengan variabel dependen Tobin's Q, hasil uji Chow menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai tersebut berada di bawah tingkat signifikansi 0,05, sehingga model Fixed Effect lebih tepat dibandingkan Common Effect. Selanjutnya, hasil uji Hausman memperoleh nilai probabilitas sebesar 0,0278. Karena nilai tersebut juga lebih kecil dari 0,05, maka model yang dipilih adalah Fixed Effect Model. Meskipun uji Lagrange Multiplier menunjukkan bahwa Random Effect lebih baik daripada Common Effect, keputusan akhir tetap mengacu pada hasil uji Hausman. Dengan demikian, model akhir yang digunakan pada Model 1 adalah Fixed Effect Model (FEM).

Pada Model 2 dengan variabel dependen ESG Disclosure Score, hasil uji Chow menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa model Fixed Effect lebih sesuai dibandingkan Common Effect. Hasil tersebut diperkuat oleh uji Hausman yang juga memperoleh nilai probabilitas sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas berada di bawah 0,05, maka model Fixed Effect kembali menjadi model yang paling tepat. Walaupun uji LM mengarah pada Random Effect, hasil uji Hausman menunjukkan bahwa Fixed Effect lebih sesuai digunakan. Oleh karena itu, model akhir untuk Model 2 adalah Fixed Effect Model (FEM).

Sementara itu, pada Model 3, hasil uji Chow menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,00895, sehingga Fixed Effect lebih tepat dibandingkan Common Effect. Namun, hasil uji Hausman memperoleh nilai probabilitas sebesar 0,0895. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga Random Effect lebih tepat dibandingkan Fixed Effect. Selain itu, hasil uji LM juga menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000, yang berarti Fixed Effect lebih sesuai dibandingkan Common Effect. Berdasarkan hasil tersebut, model akhir yang digunakan pada Model 3 adalah Fixed Effect Model (FEM).

Secara keseluruhan, hasil pemilihan model menunjukkan bahwa Model 1, Model 2, dan Model 3 menggunakan Fixed Effect Model. Pemilihan model ini didasarkan pada hasil uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier, sehingga setiap persamaan regresi menggunakan pendekatan model panel yang sesuai dengan karakteristik datanya.

#### **4.5 Uji Asumsi Klasik**

Model regresi yang baik harus memenuhi sifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Untuk memastikan bahwa suatu model telah memenuhi sifat BLUE, perlu dilakukan serangkaian uji yang disebut uji asumsi klasik. Pada regresi data panel, terdapat empat uji asumsi klasik yang perlu dilakukan, yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Pengujian ini harus dilakukan pada model data panel dengan pendekatan

##### **4.5.1 Hasil Uji Multikolinearitas**

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan linier yang tinggi antara variabel independen dalam model regresi. Salah satu pendekatan yang digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas adalah menggunakan indikator Variance Inflation Factor (VIF) dan nilai tolerance. Idealnya VIF berada dibawah angka 10, sedangkan nilai tolerance ( $1/VIF$ ) yang menunjukkan indikasi baik bernilai lebih dari 0,1. Seluruh variabel penjelas dalam model, baik variabel independen maupun variabel kontrol, turut dianalisis dalam pengujian ini guna memasukkan kelayakan model regresi. Pada STATA pengujian ini dapat dilakukan dengan perintah *vif, uncentered* setelah menjalankan model regresi data panel yang terpilih.

Model 1, Model 2, dan Model 3 pada regresi data panel penelitian ini memiliki hasil uji multikolinearitas yang sejenis karena keempat model menggunakan spesifik variabel independen dan variabel kontrol yang sama, sehingga potensi hubungan linier antarvariabel penjelas yang diuji bersifat identik. Berdasarkan hasil uji yang dijabarkan pada tabel sebagai berikut

**Tabel 4. 6** Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel Model 1

| <b>Variabel</b>            | <b>VIF</b> | <b>1/VIF</b> |
|----------------------------|------------|--------------|
| Institutional Ownership    | 2.21       | 0.451572     |
| Foreign Ownership          | 3.21       | 0.311277     |
| Ownership<br>Concentration | 1.58       | 0.632795     |
| Firm Size                  | 1.45       | 0.687460     |
| Asset Utilization          | 1.38       | 0.722770     |
| Leverage                   | 1.61       | 0.622440     |
| Net Working Capital        | 1.30       | 0.771308     |
| Firm Age                   | 2.04       | 0.490237     |
| Mean VIF                   | 1.85       |              |

Berdasarkan Tabel 4.6, hasil uji multikolinearitas pada Model 1 menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai VIF di bawah 10. Nilai VIF tertinggi terdapat pada variabel Foreign Ownership sebesar 3,21, sedangkan nilai VIF terendah terdapat pada variabel Net Working Capital sebesar 1,30. Selain itu, seluruh nilai 1/VIF berada di atas 0,10, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan linear yang tinggi antarvariabel independen dalam model. Nilai Mean VIF sebesar 1,85 juga menunjukkan bahwa tingkat korelasi antarvariabel independen masih berada pada batas yang aman. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Model 1 tidak mengalami masalah multikolinearitas, sehingga seluruh variabel independen layak digunakan dalam analisis regresi data panel.

**Tabel 4. 7** Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel Model 2

| <b>Variabel</b>            | <b>VIF</b> | <b>1/VIF</b> |
|----------------------------|------------|--------------|
| Institutional Ownership    | 2.21       | 0.451572     |
| Foreign Ownership          | 3.21       | 0.311277     |
| Ownership<br>Concentration | 1.58       | 0.632795     |
| Firm Size                  | 1.45       | 0.687460     |
| Asset Utilization          | 1.38       | 0.722770     |
| Leverage                   | 1.61       | 0.622440     |
| Net Working Capital        | 1.30       | 0.771308     |
| Firm Age                   | 2.04       | 0.490237     |
| Mean VIF                   | 1.85       |              |

Berdasarkan Tabel 4.7 hasil uji multikolinearitas pada Model 2, seluruh variabel memiliki nilai VIF di bawah 10. Nilai VIF tertinggi terdapat pada variabel Foreign Ownership sebesar 3,21, sedangkan nilai VIF terendah terdapat pada variabel Net Working Capital sebesar 1,30. Selain itu, seluruh nilai 1/VIF berada di atas 0,10, sehingga tidak terdapat indikasi hubungan linear yang kuat antarvariabel independen. Nilai Mean VIF sebesar 1,85 juga menunjukkan bahwa tingkat korelasi antarvariabel dalam model masih rendah. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Model 2 tidak mengalami masalah multikolinearitas, sehingga variabel Institutional Ownership, Foreign Ownership, Ownership Concentration, Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age layak digunakan dalam analisis regresi data panel.

**Tabel 4. 8** Hasil Uji Multikolinearitas Regresi Data Panel pada Model 3

| Variabel                | VIF  | 1/VIF    |
|-------------------------|------|----------|
| Institutional Ownership | 2.35 | 0.426181 |
| Foreign Ownership       | 3.48 | 0.287527 |
| Ownership Concentration | 1.59 | 0.627444 |
| Firm Size               | 1.45 | 0.687415 |
| Asset Utilization       | 1.42 | 0.701769 |
| Leverage                | 1.62 | 0.618656 |
| Net Working Capital     | 1.30 | 0.769985 |
| Firm Age                | 2.06 | 0.486051 |
| Mean VIF                | 1.84 |          |

Berdasarkan Tabel 4.8 hasil uji multikolinearitas pada Model 3, seluruh variabel memiliki nilai VIF di bawah 10. Nilai VIF tertinggi terdapat pada variabel Foreign Ownership sebesar 3,48, sedangkan nilai VIF terendah terdapat pada variabel Net Working Capital sebesar 1,30. Selain itu, seluruh nilai 1/VIF berada di atas 0,10, sehingga tidak terdapat indikasi hubungan linear yang tinggi antarvariabel independen. Nilai Mean VIF sebesar 1,84 juga menunjukkan bahwa tingkat multikolinearitas dalam model masih rendah. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Model 3 tidak mengalami masalah multikolinearitas, sehingga variabel *Institutional Ownership*, *Foreign Ownership*, *Ownership Concentration*, *Firm Size*, *Asset Utilization*, *Leverage*, *Net Working Capital*, dan *Firm Age* layak digunakan dalam analisis regresi data panel.

#### 4.5.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Metode pengujian heteroskedastisitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Modified Wald Test for Groupwise Heteroskedasticity* yang didapatkan dengan menjelaskan perintah *xttest3* pada STATA yang secara khusus dirancang

untuk mendeteksi heteroskedastisitas pada model regresi data panel dengan efek tetap (*Fixed Effect*).

**Tabel 4. 9** Hasil Uji Heteroskedastitas

| Model Penelitian | Model Akhir              | P-Value (Prob > Chi2) | Keterangan                  |
|------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| <b>Model 1</b>   | Fixed Effect Model (FEM) | 0,0000                | Terjadi Heteroskedastisitas |
| <b>Model 2</b>   | Fixed Effect Model (FEM) | 0,0000                | Terjadi Heteroskedastisitas |
| <b>Model 3</b>   | Fixed Effect Model (REM) | 0,0000                | Terjadi Heteroskedastisitas |

Pada Tabel 4.9 Uji Heteroskedastisitas pada Model 1, Model 2, dan Model 3 terjadi heteroskedastisitas. Hasil estimasi Model 1 mengalami masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah tersebut, estimasi regresi dilakukan menggunakan Fixed Effect Model dengan robust standard error cluster id agar hasil estimasi menjadi lebih reliabel. Model 1 menggunakan *Fixed Effect Model* dengan robust cluster standard error menunjukkan bahwa model signifikan secara simultan dengan nilai Prob > F sebesar 0,0000. Secara parsial, variabel Institutional Ownership dan Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, sedangkan Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q. Sementara itu, variabel kontrol Firm Size, Audit Committee, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q.

Hasil estimasi Model 2 menggunakan Fixed Effect Model dengan robust standard error cluster id menunjukkan bahwa model signifikan secara simultan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai Prob > F sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari 0,05. Nilai within R-squared sebesar 0,7282 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model mampu menjelaskan variasi *ESG Disclosure Score* sebesar 72,82% dalam masing-masing perusahaan. Secara parsial, variabel *Institutional Ownership*, *Foreign Ownership*, dan *Ownership Concentration* tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score karena seluruh nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05. Variabel kontrol Firm Size, Audit Committee, Leverage, dan Net Working Capital juga tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Namun, Firm Age berpengaruh positif dan signifikan terhadap ESG Disclosure Score dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki tingkat pengungkapan ESG yang lebih tinggi.

#### 4.5.3 Hasil Uji Autokorelasi

Langkah selanjutnya dalam pengujian asumsi klasik adalah uji autokorelasi. Uji ini melihat apakah terdapat korelasi di antara residual pada periode waktu yang berbeda dalam model regresi data panel. Keberadaan autokorelasi dapat menyebabkan estimator menjadi tidak efisien dan menghasilkan standar error yang bias dan berpotensi menurunkan keandalan hasil pengujian hipotesis penelitian. Autokorelasi dapat diketahui dengan memberikan perintah xtserial di awal variabel pada STATA. Jika nilai  $Prob > F$  lebih besar dari 0,05 maka tidak terdapat autokorelasi, sebaliknya jika kurang dari 0,05 maka terjadi autokorelasi pada model.

Sejalan dengan Uji Heteroskedastisitas, pada penelitian ini pengujian autokorelasi juga hanya dilakukan pada model FEM yang terpilih sebagai model akhir.

**Tabel 4. 10** Hasil Uji Autokorelasi

| Model Penelitian | Model Akhir              | P-Value (Prob > F) | Keterangan           |
|------------------|--------------------------|--------------------|----------------------|
| Model 1          | Fixed Effect Model (FEM) | 0,0000             | Terjadi Autokorelasi |
| Model 2          | Fixed Effect Model (FEM) | 0,0000             | Terjadi Autokorelasi |
| Model 3          | Fixed Effect Model (REM) | 0,0000             | Terjadi Autokorelasi |

Hasil estimasi Model 1 menggunakan *Fixed Effect Model* dengan robust standard error cluster id menunjukkan bahwa model signifikan secara simultan. Hal ini terlihat dari nilai  $Prob > F$  sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, variabel independen dan variabel kontrol dalam model secara bersama-sama berpengaruh terhadap Tobin's Q. Secara parsial, Institutional Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q dengan nilai koefisien sebesar 6.634636 dan p-value sebesar 0.002. Foreign Ownership juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q dengan nilai koefisien sebesar 6.626129 dan p-value sebesar 0.005. Sebaliknya, Ownership Concentration berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q dengan nilai koefisien sebesar -5.189111 dan p-value sebesar 0.011. Sementara itu, variabel kontrol Firm Size, Audit Committee, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q.

Berdasarkan hasil uji autokorelasi Model 2 menggunakan Wooldridge Test, diperoleh nilai F sebesar 35.113 dengan probabilitas sebesar 0.0000. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05, sehingga  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, Model 2 mengalami masalah autokorelasi. Untuk mengatasi masalah tersebut, estimasi regresi dilakukan menggunakan Fixed Effect Model dengan robust standard error cluster id agar hasil pengujian menjadi lebih reliabel.

Berdasarkan hasil uji autokorelasi Model 3 menggunakan Wooldridge Test, diperoleh nilai F sebesar 977.382 dengan probabilitas sebesar 0.0000. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05, sehingga  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, Model 3 mengalami autokorelasi. Untuk mengatasi masalah tersebut, estimasi regresi dilakukan menggunakan Fixed Effect Model dengan robust standard error cluster id. Hasil estimasi Model 3 menunjukkan nilai Wald chi-square sebesar 10.80 dengan probabilitas sebesar 0.2895. Nilai tersebut lebih besar dari 0.05, sehingga model tidak signifikan secara simultan.

#### 4.5.4 Hasil Uji Normalitas

Uji Normalitas dalam regresi, termasuk regresi data panel, uji normalitas dilakukan terhadap residual model akhir karena asumsi normalitas berkaitan dengan distribusi galat (*error term*), bukan dengan distribusi variabel independen maupun dependennya. Gujarati dan Porter (2020) menjelaskan bahwa yang harus berdistribusi normal dalam suatu regresi adalah residual. Untuk itu penelitian ini menambahkan (*generate*) dan menggunakan variabel residual absolut (*abs\_res*) dari keenam model regresi akhir dalam menjalankan uji normalitas. Pelaksanaan uji normalitas pada penelitian ini menggunakan metode pengujian Shapiro-Wilk dengan menjalankan perintah *swilk* pada STATA. Perlu menjadi perhatian ketika nilai  $\text{Prob} > z$  lebih besar dari 0,05, maka data dapat dianggap berdistribusi normal dan sebaliknya nilai  $\text{Prob} > z$  lebih kecil dari 0,05 menandakan residual tidak terdistribusi normal (Rohman, 2024). Berikut ini merupakan rangkuman hasil uji normalitas pada penelitian:

**Tabel 4. 11 Hasil Uji Normalitas**

| Model Penelitian | P-value ( $\text{Prob} > z$ ) | Keterangan                 |
|------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Model 1          | 0.0000                        | Tidak Terdistribusi Normal |
| Model 2          | 0.36468                       | Terdistribusi Normal       |
| Model 3          | 0.0000                        | Tidak Terdistribusi Normal |

Berdasarkan Tabel 4.11 hasil uji normalitas residual menggunakan *Shapiro-Wilk Test* dan *Skewness/Kurtosis Test*, diketahui bahwa Model 1 memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0000 pada kedua pengujian. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, sehingga residual Model 1 tidak berdistribusi normal.

Pada Model 2, nilai probabilitas Shapiro-Wilk sebesar 0.36468 dan nilai probabilitas Skewness/Kurtosis sebesar 0.4435. Kedua nilai tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga residual Model 2 berdistribusi normal. Sementara itu, Model 3 menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0000 pada Shapiro-Wilk Test dan Skewness/Kurtosis Test. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, sehingga residual Model 3 tidak berdistribusi normal. Dengan demikian, hanya Model 2 yang

memenuhi asumsi normalitas, sedangkan Model 1 dan Model 3 tidak memenuhi asumsi normalitas. Karena Model 1 dan Model 3 sudah menggunakan robust standard error cluster id, hasil estimasi tetap dapat digunakan. Koreksi tersebut membantu menghasilkan standard error dan p-value yang lebih reliabel, terutama karena model kamu juga mengalami heteroskedastisitas dan autokorelasi.

#### 4.6 Analisis dan Interpretasi Hasil Regresi Data Panel

Analisis hasil regresi data panel penelitian dilakukan setelah model regresi terbaik ditetapkan melalui serangkaian pengujian pemilihan modal dan dipastikan terbebas dari seluruh permasalahan yang terdapat pada uji asumsi klasik. Tahapan ini digunakan untuk menginterpretasikan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen secara empiris. Evaluasi hasil estimasi dilakukan melalui tiga pengujian utama, yaitu Uji T untuk menilai pengaruh parsial masing-masing variabel independen, Uji F untuk menguji signifikansi model secara simultan, serta Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) yang digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

**Tabel 4. 12** Hasil Estimasi Regresi Panel Data

|          | <b>Tobins'Q</b> | <b>ESGD</b> | <b>Tobins'Q</b> |
|----------|-----------------|-------------|-----------------|
| IO       | 6.635***        | 6.216       | 6.397***        |
| FO       | 6.626***        | 10.775      | 6.215***        |
| OC       | -5.189**        | -11.808     | -4.738**        |
| FIRMSIZE | -0.499          | 3.498       | -0.632          |
| AU       | -0.236          | -5.592      | -0,022          |
| LEVERAGE | -0.350          | -15.875     | 0.256           |
| NWC      | -0.916          | -0.579      | -0.894          |
| FIRMAGE  | 0.062           | 3.419***    | -0.068          |
| ESGD     |                 |             | 0.038           |
| _cons    | 12.808          | -178.610*** | 19.627          |
| N.       | 132             | 132         | 132             |

##### 4.6.1 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) 1%, 5%, dan 10%, di mana masing-masing mencerminkan tingkat kepercayaan dalam pengambilan Keputusan statistik (). simbol Bintang (\*) pada hasil estimasi regresi data panel yang diilustrasikan pada tabel () digunakan sebagai penunjuk tingkat signifikansi statistik dari koefisien regresi berdasarkan nilai  $p - value$ . Interpretasinya sebagai berikut:

- \*\*\* ( $p < 0.01$ ) → Koefisien signifikan pada tingkat 1%, yang mengindikasikan dukungan bukti statistik paling kuat terhadap adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

- \*\*\* ( $p < 0.05$ ) → Koefisien signifikan pada tingkat 5%, yang dianggap sebagai ambang signifikansi konvensional dalam penelitian ilmiah dan mencerminkan bukti yang kuat.
- \*\*\* ( $p < 0.05$ ) → Koefisien signifikan pada tingkat 10%, yang dapat diinterpretasikan sebagai bukti statistik yang lebih lemah dibandingkan tingkat 5% dan 1% tetapi masih sering digunakan sebagai indikasi awal adanya hubungan.

#### 4.6.1.1 Interpretasi Hasil Regresi Data Panel Model 1 (Ownership - Tobin's Q)

**Tabel 4. 13** Hasil Estimasi Fixed Effect Model 1

| Variabel            | Koefisien | Robust Std. Error | T-stat | p-value |
|---------------------|-----------|-------------------|--------|---------|
| IO                  | 6.635     | 1.827             | 3.63   | 0.002   |
| FO                  | 6.626     | 2.101             | 3.15   | 0.005   |
| OC                  | -5.189    | 1.851             | -2.80  | 0.011   |
| Firm Size           | -0.499    | 0.909             | -0.55  | 0.589   |
| Asset Utilization   | -0.236    | 0.478             | -0.49  | 0.627   |
| Leverage            | -0.350    | 1.842             | -0.19  | 0.851   |
| Net Working Capital | -0.916    | 1.331             | -0.69  | 0.499   |
| Firm Age            | 0.062     | 0.069             | 0.89   | 0.382   |
| Konstanta           | 12.808    | 27.141            | 0.47   | 0.642   |

Hasil estimasi Model 1 menggunakan *Fixed Effect Model* dengan *robust standard error cluster id*. Model ini digunakan untuk menguji pengaruh *Institutional Ownership*, *Foreign Ownership*, dan *Ownership Concentration* terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.

Berdasarkan hasil regresi, nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai ini lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel independen dan variabel kontrol dalam Model 1 secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Nilai *R-squared within* sebesar 0,0773 menunjukkan bahwa variasi Tobin's Q dalam masing-masing perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel dalam model sebesar 7,73%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian.

Secara parsial, *Institutional Ownership* memiliki koefisien sebesar 6,635 dengan tingkat signifikansi 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa *Institutional Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, semakin tinggi kepemilikan institusional, maka kinerja perusahaan cenderung meningkat. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor institusional dapat berperan sebagai mekanisme pengawasan yang mendorong peningkatan nilai perusahaan.

Selanjutnya, Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 6,626 dan signifikan pada tingkat 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa Foreign Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, semakin besar kepemilikan asing, maka kinerja perusahaan cenderung meningkat. Hal ini dapat terjadi karena investor asing umumnya membawa tuntutan tata kelola yang lebih baik, transparansi yang lebih tinggi, dan pengawasan yang lebih ketat terhadap manajemen.

Sementara itu, Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -5,189 dan signifikan pada tingkat 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa Ownership Concentration berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka kinerja perusahaan cenderung menurun. Kondisi ini dapat terjadi apabila pemegang saham dominan memiliki kekuatan yang terlalu besar dalam pengambilan keputusan, sehingga berpotensi menimbulkan konflik kepentingan dengan pemegang saham minoritas. Variabel kontrol yang terdiri dari Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q karena seluruh nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

a. Analisis Hasil Uji F (Simultan)

Hasil estimasi menunjukkan nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel *IO*, *FO*, *OC*, *Firm Size*, *Asset Utilization*, *Leverage*, *Net Working Capital*, dan *Firm Age* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, Model 1 dinyatakan layak digunakan untuk menjelaskan kinerja perusahaan.

b. Analisis Hasil Uji T (Parsial)

Berdasarkan hasil uji T, Institutional Ownership memiliki koefisien sebesar 6,635 dengan nilai signifikansi 0,002. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, Institutional Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka kinerja perusahaan cenderung meningkat. Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 6,626 dengan nilai signifikansi 0,005. Nilai tersebut juga lebih kecil dari 0,05. Artinya, Foreign Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Semakin tinggi kepemilikan asing, maka nilai perusahaan cenderung meningkat. Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -5,189 dengan nilai signifikansi 0,011. Nilai ini lebih kecil dari 0,05. Artinya, Ownership Concentration berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Semakin tinggi konsentrasi kepemilikan, maka kinerja perusahaan cenderung menurun. Sementara itu, variabel kontrol Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q karena seluruh nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

#### 4.6.1.2 Interpretasi Hasil Regresi Data Panel Model 2 (Ownership-ESGD)

**Tabel 4. 14 Hasil Estimasi Fixed Effect Model 2**

| Variabel | Koefisien  | Robust Std. Error | t-stat | p-value |
|----------|------------|-------------------|--------|---------|
| IO       | 6.21563    | 14.52062          | 0.43   | 0.673   |
| FO       | 10.7747    | 19.17679          | 0.56   | 0.580   |
| OC       | -11.80754  | 23.88466          | -0.49  | 0.626   |
| FIRMSIZE | 3.498212   | 2.255053          | 1.55   | 0.136   |
| AU       | -5.591607  | 4.195146          | -1.33  | 0.197   |
| LEVERAGE | -15.87475  | 9.432121          | -1.68  | 0.107   |
| NWC      | -0.5780716 | 1.774928          | -0.33  | 0.748   |
| FIRMAGE  | 3.419251   | 0.532963          | 6.42   | 0.000   |
| _cons    | -178.6096  | 62.28306          | -2.87  | 0.009   |

Berdasarkan hasil regresi, nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel independen dan variabel kontrol dalam Model 2 secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Nilai R-squared within sebesar 0,7282 menunjukkan bahwa variabel dalam model mampu menjelaskan variasi ESG Disclosure Score dalam masing-masing perusahaan sebesar 72,82%. Sisanya sebesar 27,18% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

Secara parsial, Institutional Ownership memiliki koefisien sebesar 6,216 dengan p-value sebesar 0,673. Karena nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka Institutional Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Artinya, besar kecilnya kepemilikan institusional belum terbukti mampu mendorong peningkatan pengungkapan ESG.

Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 10,775 dengan p-value sebesar 0,580. Hasil ini menunjukkan bahwa Foreign Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, kepemilikan asing dalam model ini belum mampu menjelaskan variasi pengungkapan ESG perusahaan.

Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -11,808 dengan p-value sebesar 0,626. Hasil ini menunjukkan bahwa Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Artinya, konsentrasi kepemilikan belum terbukti menjadi faktor yang menentukan tinggi rendahnya pengungkapan ESG. Dari variabel kontrol, hanya Firm Age yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap ESG Disclosure Score dengan koefisien sebesar 3,419 dan signifikan pada tingkat 1%. Artinya, perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki pengungkapan ESG yang lebih tinggi. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang lebih tua biasanya memiliki pengalaman, sistem pelaporan,

dan tekanan legitimasi yang lebih besar untuk mengungkapkan informasi keberlanjutan.

a. Analisis Hasil Uji F (Simultan)

Hasil estimasi menunjukkan nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel IO, FO, OC, Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, Model 2 dinyatakan layak digunakan untuk menjelaskan ESG Disclosure Score.

b. Analisis Hasil Uji T (Parsial)

Berdasarkan hasil uji T, Institutional Ownership memiliki koefisien sebesar 6,216 dengan nilai signifikansi 0,673. Karena nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka Institutional Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 10,775 dengan nilai signifikansi 0,580. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Artinya, Foreign Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -11,808 dengan nilai signifikansi 0,626. Nilai tersebut juga lebih besar dari 0,05. Artinya, Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dari variabel kontrol, hanya Firm Age yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Firm Age memiliki koefisien sebesar 3,419 dengan nilai signifikansi 0,000. Artinya, perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki tingkat pengungkapan ESG yang lebih tinggi. Sementara itu, Firm Size, Asset Utilization, Leverage, dan Net Working Capital tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score.

#### 4.6.1.3 Interpretasi Hasil Regresi Data Panel Model 3

**Tabel 4. 15** Hasil Estimasi Fixed Effect Model 3

| Variabel | Koefisien  | Robust Std. Error | t-stat | p-value |
|----------|------------|-------------------|--------|---------|
| ESGD     | 0.0381778  | 0.0327548         | 1.17   | 0.257   |
| IO       | 6.397335   | 1.605233          | 3.99   | 0.001   |
| FO       | 6.214774   | 1.863631          | 3.33   | 0.003   |
| OC       | -4.738325  | 1.800005          | -2.63  | 0.016   |
| FIRMSIZE | -0.6320718 | 0.8539675         | -0.74  | 0.467   |
| AU       | -0.0223147 | 0.4138025         | -0.05  | 0.958   |
| LEVERAGE | 0.2563745  | 1.423979          | 0.18   | 0.859   |
| NWC      | -0.8940182 | 1.325427          | -0.67  | 0.507   |
| FIRMAGE  | -0.0684728 | 0.119143          | -0.57  | 0.572   |
| _cons    | 19.62695   | 23.94541          | 0.82   | 0.422   |

Model 3 digunakan untuk menguji pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Tobin's Q dengan tetap memasukkan variabel ownership dan variabel kontrol. Model ini juga digunakan untuk melihat apakah ESGD dapat berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara ownership dan kinerja perusahaan.

Hasil estimasi menggunakan Fixed Effect Model dengan robust standard error cluster id. Berdasarkan hasil regresi, nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai ini lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel dalam Model 3 secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Nilai R-squared within sebesar 0,0983 menunjukkan bahwa variabel dalam model mampu menjelaskan variasi Tobin's Q dalam masing-masing perusahaan sebesar 9,83%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

Secara parsial, ESG Disclosure Score memiliki koefisien sebesar 0,038 dengan p-value sebesar 0,257. Karena nilai p-value lebih besar dari 0,05, maka ESG Disclosure Score tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, peningkatan pengungkapan ESG belum terbukti secara statistik mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Pada Model 3, Institutional Ownership tetap berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q dengan koefisien sebesar 6,397 dan signifikan pada tingkat 1%.

Foreign Ownership juga tetap berpengaruh positif dan signifikan dengan koefisien sebesar 6,215 dan signifikan pada tingkat 1%. Sementara itu, Ownership Concentration tetap berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q dengan koefisien sebesar -4,738 dan signifikan pada tingkat 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa setelah ESG Disclosure Score dimasukkan ke dalam model, pengaruh Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration terhadap Tobin's Q tetap signifikan. Namun, ESGD sendiri tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, ESG Disclosure Score tidak terbukti menjadi variabel mediasi dalam hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Variabel kontrol yang terdiri dari Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age juga tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q pada Model 3.

a. Analisis Hasil Uji F (Simultan)

Hasil estimasi menunjukkan nilai Prob > F sebesar 0,0000. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, variabel ESGD, IO, FO, OC, Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, Model 3 dinyatakan layak digunakan dalam analisis regresi data panel.

b. Analisis Hasil Uji T (Parsial)

Berdasarkan hasil uji T, ESG Disclosure Score memiliki koefisien sebesar 0,038 dengan nilai signifikansi 0,257. Karena nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka ESGD tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, peningkatan ESG Disclosure Score belum terbukti secara statistik mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Institutional Ownership

memiliki koefisien sebesar 6,397 dengan nilai signifikansi 0,001. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, Institutional Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 6,215 dengan nilai signifikansi 0,003. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, Foreign Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -4,738 dengan nilai signifikansi 0,016. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Artinya, Ownership Concentration berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Sementara itu, variabel kontrol Firm Size, Asset Utilization, Leverage, Net Working Capital, dan Firm Age tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q karena seluruh nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

#### 4.6.2 Analisis Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien Determinasi atau  $R^2$  menggambarkan proporsi variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independennya dalam model regresi. Nilai  $R^2$  berada pada rentang 0 sampai 1, semakin tinggi nilai menunjukkan kemampuan penjelasan model yang lebih besar (Madany & Rais, 2022). Pada penelitian bidang ekonomi, keuangan, dan ilmu sosial, nilai  $R^2$  yang relatif rendah tetap dianggap wajar karena kompleksitas perilaku ekonomi yang dipengaruhi oleh banyak faktor di luar model (Damodar N. & Dawn C., 2009; Wooldridge, 2020) juga menjelaskan bahwa pada dasarnya tidak terdapat batas baku nilai  $R^2$  yang harus dicapai agar suatu model dinyatakan baik, selama model memiliki dasar teoritis yang kuat dan koefisien regresi signifikan secara statistik.

**Tabel 4. 16** Ringkasan Hasil Uji Koefisien Determinasi

| Model Penelitian | Variabel Dependen    | Variabel Independen     | <i>R - Squared</i> |
|------------------|----------------------|-------------------------|--------------------|
| Model 1          | Tobin's Q            | Institutional Ownership | 0,0733             |
|                  |                      | Foreign Ownership       | 0,0733             |
|                  |                      | Ownership Conecntration | 0,0733             |
| Model 2          | ESG Disclosure Score | Institutional Ownership | 0,7282             |
|                  |                      | Foreign Ownership       | 0,7282             |
|                  |                      | Ownership Concentration | 0,7282             |

|         |          |                      |        |
|---------|----------|----------------------|--------|
| Model 3 | Tobins'Q | ESG Disclosure Score | 0,0983 |
|---------|----------|----------------------|--------|

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel, nilai koefisien determinasi digunakan untuk melihat seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan variabel dependen pada masing-masing model penelitian. Dalam penelitian ini, nilai koefisien determinasi yang digunakan adalah R-squared within, karena model regresi yang digunakan pada hasil akhir adalah model panel dengan pendekatan Fixed Effect Model. Nilai R-squared within lebih sesuai digunakan karena mampu menunjukkan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi perubahan yang terjadi di dalam masing-masing perusahaan selama periode pengamatan.

Pada Model 1, variabel dependen yang digunakan adalah Tobin's Q, sedangkan variabel independen utama terdiri dari Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration, serta beberapa variabel kontrol. Hasil regresi menunjukkan nilai R-squared within sebesar 0,0773. Nilai ini berarti bahwa variabel independen dan variabel kontrol dalam Model 1 mampu menjelaskan variasi Tobin's Q sebesar 7,73%. Sementara itu, sisanya sebesar 92,27% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian. Meskipun nilai R-squared pada Model 1 tergolong rendah, hasil ini masih dapat dipahami karena kinerja perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q tidak hanya dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, tetapi juga oleh banyak faktor lain, seperti kondisi pasar, strategi perusahaan, kualitas manajemen, prospek industri, risiko bisnis, sentimen investor, dan kondisi ekonomi makro. Oleh karena itu, rendahnya nilai R-squared tidak secara langsung menunjukkan bahwa model tidak layak, terutama karena hasil uji simultan menunjukkan bahwa Model 1 tetap signifikan secara statistik.

Pada Model 2, variabel dependen yang digunakan adalah ESG Disclosure Score. Model ini digunakan untuk melihat sejauh mana variabel ownership dan variabel kontrol mampu menjelaskan tingkat pengungkapan ESG perusahaan. Hasil estimasi menunjukkan nilai R-squared within sebesar 0,7282. Artinya, variabel dalam Model 2 mampu menjelaskan variasi ESG Disclosure Score sebesar 72,82%, sedangkan sisanya sebesar 27,18% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Nilai ini menunjukkan bahwa Model 2 memiliki kemampuan penjelasan yang cukup kuat. Dengan kata lain, perubahan ESG Disclosure Score dalam masing-masing perusahaan selama periode pengamatan cukup besar dijelaskan oleh variabel-variabel yang dimasukkan dalam model. Hasil ini juga menunjukkan bahwa karakteristik internal perusahaan, termasuk struktur kepemilikan dan variabel kontrol tertentu, memiliki kontribusi yang cukup besar dalam menjelaskan tingkat pengungkapan ESG.

Selanjutnya, pada Model 3, variabel dependen yang digunakan kembali adalah Tobin's Q, dengan menambahkan ESG Disclosure Score sebagai variabel mediasi. Hasil regresi menunjukkan nilai R-squared within sebesar 0,0983. Nilai

ini berarti bahwa variabel independen, variabel mediasi, dan variabel kontrol dalam Model 3 mampu menjelaskan variasi Tobin's Q sebesar 9,83%. Sementara itu, sisanya sebesar 90,17% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Jika dibandingkan dengan Model 1, nilai R-squared pada Model 3 mengalami peningkatan dari 7,73% menjadi 9,83% setelah ESG Disclosure Score dimasukkan ke dalam model. Peningkatan ini menunjukkan bahwa penambahan ESGD memberikan tambahan kemampuan penjelasan terhadap variasi Tobin's Q, meskipun peningkatannya relatif kecil. Secara keseluruhan, nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa kemampuan penjelasan setiap model berbeda. Model 2 memiliki nilai R-squared tertinggi, yaitu 72,82%, sehingga model ini paling kuat dalam menjelaskan variasi variabel dependennya. Sementara itu, Model 1 dan Model 3 memiliki nilai R-squared yang lebih rendah karena Tobin's Q sebagai ukuran kinerja perusahaan sangat dipengaruhi oleh faktor pasar dan faktor eksternal lain yang tidak seluruhnya dapat dijelaskan oleh variabel ownership dan ESG Disclosure Score. Dengan demikian, hasil koefisien determinasi ini menunjukkan bahwa model penelitian tetap dapat digunakan, tetapi interpretasinya perlu dilakukan secara hati-hati dengan mempertimbangkan adanya faktor lain di luar model yang juga dapat memengaruhi kinerja perusahaan.

#### 4.7 Hasil Uji Signifikansi Mediasi

Uji signifikansi mediasi dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode bootstrap. Metode ini digunakan untuk menguji apakah ESG Disclosure Score mampu memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Pengujian dilakukan dengan menghitung efek tidak langsung melalui perkalian koefisien jalur a dan jalur b. Jalur a menunjukkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score, sedangkan jalur b menunjukkan pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Tobin's Q.

**Tabel 4. 17** Hasil Uji Signifikansi Mediasi

| <b>Jalur Mediasi</b> | <b>Indirect Effect</b> | <b>Bias-Corrected CI</b> | <b>Kesimpulan</b> |
|----------------------|------------------------|--------------------------|-------------------|
| IO → ESGD → TOBINSQ  | 0,2373                 | -1,4689 sampai 4,2116    | Tidak Signifikan  |
| FO → ESGD → TOBINSQ  | 0,4114                 | -1,3210 sampai 5,5670    | Tidak Signifikan  |
| OC → ESGD → TOBINSQ  | -0.4508                | -5,6060 sampai 0,7334    | Tidak Signifikan  |

Berdasarkan hasil uji signifikansi mediasi menggunakan metode bootstrap dengan 5000 replikasi, diperoleh bahwa seluruh jalur mediasi memiliki confidence interval yang melewati angka nol. Pada jalur Institutional Ownership terhadap

Tobin's Q melalui ESG Disclosure Score, nilai indirect effect sebesar 0,2373 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -1,4689 sampai 4,2116. Karena interval tersebut melewati angka nol, maka ESG Disclosure Score tidak terbukti memediasi pengaruh Institutional Ownership terhadap Tobin's Q. Selanjutnya, pada jalur Foreign Ownership terhadap Tobin's Q melalui ESG Disclosure Score, nilai indirect effect sebesar 0,4114 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -1,3210 sampai 5,5670. Hasil ini juga menunjukkan bahwa confidence interval melewati angka nol, sehingga ESG Disclosure Score tidak terbukti memediasi pengaruh Foreign Ownership terhadap Tobin's Q. Pada jalur Ownership Concentration terhadap Tobin's Q melalui ESG Disclosure Score, nilai indirect effect sebesar -0,4508 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -5,6060 sampai 0,7334. Karena interval tersebut juga melewati angka nol, maka ESG Disclosure Score tidak terbukti memediasi pengaruh Ownership Concentration terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, hasil bootstrap menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Hasil ini sejalan dengan hasil regresi sebelumnya, yaitu variabel ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score, dan ESG Disclosure Score juga tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q.

#### **4.8 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis**

Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini diperoleh melalui tiga model regresi data panel. Model 1 digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Model 2 digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score. Model 3 digunakan untuk menguji pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Tobin's Q sekaligus melihat peran ESGD sebagai variabel mediasi.

##### **4.8.1 Pengaruh Institutional Ownership terhadap Kinerja Perusahaan**

Hipotesis pertama menyatakan bahwa Institutional Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 1, Institutional Ownership memiliki koefisien sebesar 6,635 dengan tingkat signifikansi 1%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa Institutional Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Dengan demikian, H1 diterima.

Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan institusional, semakin tinggi pula kinerja perusahaan. Temuan ini sejalan dengan *agency theory* yang menjelaskan bahwa konflik keagenan muncul karena adanya pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan. Dalam kondisi tersebut,

pemegang saham institusional dapat berperan sebagai mekanisme pengawasan terhadap manajemen. Jensen dan Meckling menjelaskan bahwa struktur kepemilikan berkaitan erat dengan biaya keagenan dan masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan.

Secara teoritis, investor institusional memiliki kemampuan monitoring yang lebih kuat dibandingkan investor individu. Mereka memiliki akses informasi, sumber daya analitis, dan kapasitas pengawasan yang lebih besar juga menunjukkan bahwa investor institusional dapat menjalankan peran monitoring dalam mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer.

Pada konteks perusahaan sektor energi dan Basic Materials, peran pengawasan ini menjadi penting karena kedua sektor tersebut memiliki kebutuhan modal besar, risiko lingkungan tinggi, serta tekanan pasar yang kuat. Oleh karena itu, keberadaan investor institusional dapat meningkatkan kepercayaan pasar dan mendorong peningkatan Tobin's Q.

#### **4.8.2 Pengaruh Foreign Ownership terhadap Kinerja Perusahaan**

Hipotesis kedua menyatakan bahwa Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 1, Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 6,626 dengan tingkat signifikansi 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa Foreign Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, H2 diterima.

Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin besar kepemilikan asing, semakin tinggi pula kinerja perusahaan. Secara teori, kepemilikan asing dapat membawa standar tata kelola yang lebih baik, tuntutan transparansi yang lebih tinggi, serta praktik manajemen yang lebih efisien. Investor asing juga sering memiliki perhatian lebih besar terhadap akuntabilitas perusahaan karena mereka menghadapi jarak informasi dan risiko investasi lintas negara.

Temuan tersebut selaras dengan *Agency Theory* yang dikemukakan oleh (Jensen and Meckling, 1976). Teori ini menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dapat dikurangi melalui mekanisme pengawasan yang efektif. Kehadiran investor asing sebagai pemegang saham berfungsi sebagai mekanisme monitoring eksternal yang mampu menekan perilaku oportunistik manajemen, mengurangi agency cost, serta mendorong pengambilan keputusan yang lebih berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan pengawasan yang lebih ketat, manajemen terdorong untuk mengelola perusahaan secara lebih efisien sehingga berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q.

Di sisi lain, hasil penelitian ini juga dapat dijelaskan melalui *Signaling Theory* yang dikembangkan oleh Spence (1973). Masuknya investor asing memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, kualitas tata kelola yang memadai, dan risiko investasi yang relatif lebih

rendah. Sinyal tersebut meningkatkan kepercayaan investor sehingga permintaan terhadap saham perusahaan meningkat dan pada akhirnya berdampak pada kenaikan nilai pasar perusahaan yang tercermin dalam Tobin's Q.

Pada sektor energi dan Basic Materials, investor asing dapat memberikan sinyal positif kepada pasar karena kedua sektor ini sering berkaitan dengan investasi jangka panjang, risiko regulasi, dan kebutuhan teknologi. Keberadaan investor asing dapat dipandang sebagai indikator bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dan tata kelola yang lebih terpercaya. Hal ini dapat meningkatkan persepsi investor terhadap nilai perusahaan.

#### **4.8.3 Pengaruh Ownership Concentration terhadap Kinerja Perusahaan**

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 1, Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -5,189 dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa Ownership Concentration berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, H3 diterima.

Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi konsentrasi kepemilikan, semakin rendah kinerja perusahaan. Secara teoritis, hasil ini dapat dijelaskan melalui *agency theory*, yaitu konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Ketika kepemilikan terlalu terkonsentrasi, pemegang saham mayoritas memiliki kekuatan besar dalam menentukan arah kebijakan perusahaan. Kondisi ini dapat menimbulkan risiko pengambilan keputusan yang lebih menguntungkan kelompok pengendali dibandingkan kepentingan seluruh pemegang saham.

Melalui *Stakeholder Theory* yang dikemukakan oleh (Freeman, 1984). Teori ini menyatakan bahwa keberhasilan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham, tetapi juga oleh kemampuannya memenuhi kepentingan seluruh pemangku kepentingan (stakeholders), seperti investor, karyawan, kreditur, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan. Oleh karena itu, pengambilan keputusan perusahaan seharusnya mempertimbangkan kepentingan seluruh pihak yang berkepentingan agar dapat menciptakan nilai perusahaan yang berkelanjutan. Dalam konteks penelitian ini, konsentrasi kepemilikan yang terlalu tinggi dapat menyebabkan proses pengambilan keputusan lebih didominasi oleh pemegang saham pengendali. Kondisi tersebut berpotensi mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas maupun kelompok pemangku kepentingan lainnya. Ketidakseimbangan dalam memperhatikan kepentingan para stakeholder dapat mengurangi kepercayaan pasar terhadap kualitas tata kelola perusahaan, sehingga berdampak pada penurunan nilai perusahaan yang tercermin dalam Tobin's Q.

Temuan ini juga relevan dengan karakter sektor energi dan Basic Materials yang sering membutuhkan keputusan investasi besar dan jangka panjang. Jika

keputusan perusahaan terlalu didominasi oleh pemegang saham tertentu, maka keputusan strategis dapat lebih mencerminkan kepentingan pengendali daripada peningkatan nilai perusahaan secara menyeluruh. Akibatnya, pasar dapat menilai perusahaan dengan lebih hati-hati, sehingga Tobin's Q menurun.

#### **4.8.4 Pengaruh Institutional Ownership terhadap ESG Disclosure Score**

Hipotesis keempat menyatakan bahwa Institutional Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 2, Institutional Ownership memiliki koefisien sebesar 6,216 dengan nilai signifikansi 0,673. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Artinya, Institutional Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, H4 ditolak.

Secara teori, Institutional Ownership seharusnya dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan pengungkapan ESG. Hal ini selaras dengan *stakeholder theory*, yang memandang bahwa perusahaan perlu memperhatikan kepentingan berbagai pihak, bukan hanya pemegang saham. Freeman menjelaskan bahwa perusahaan perlu menciptakan nilai bagi berbagai stakeholder yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh aktivitas perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional belum cukup kuat untuk mendorong peningkatan ESG Disclosure Score. Hal ini dapat terjadi karena investor institusional dalam sampel penelitian lebih berfokus pada kinerja keuangan dan nilai pasar dibandingkan kualitas pengungkapan ESG. Selain itu, investor institusional juga mungkin belum memberikan tekanan yang cukup besar kepada perusahaan sektor energi dan Basic Materials untuk memperluas pengungkapan keberlanjutan.

Hasil penelitian ini belum mendukung Legitimacy Theory yang dikemukakan oleh Suchman (1995). Teori legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan berusaha memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat melalui berbagai aktivitas yang menunjukkan bahwa operasional perusahaan telah sesuai dengan norma, nilai, dan harapan sosial. Salah satu bentuk upaya memperoleh legitimasi tersebut adalah melalui pengungkapan informasi ESG yang mencerminkan komitmen perusahaan terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Dengan demikian, apabila investor institusional memberikan tekanan terhadap praktik keberlanjutan, perusahaan seharusnya terdorong untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG sebagai sarana memperoleh legitimasi publik.

Temuan ini dapat dipahami karena pengungkapan ESG tidak hanya dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. ESGD juga dapat dipengaruhi oleh regulasi, kesiapan sistem pelaporan, tekanan publik, reputasi perusahaan, serta komitmen internal manajemen. Dalam hasil regresi Model 2, Firm Age justru berpengaruh positif signifikan terhadap ESGD. Hal ini menunjukkan bahwa pengalaman dan

kematangan perusahaan lebih kuat dalam menjelaskan pengungkapan ESG dibandingkan Institutional Ownership.

#### **4.8.5 Pengaruh Foreign Ownership terhadap ESG Disclosure Score**

Hipotesis kelima menyatakan bahwa Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 2, Foreign Ownership memiliki koefisien sebesar 10,775 dengan nilai signifikansi 0,580. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, maka Foreign Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, H5 ditolak.

Secara teoritis, Foreign Ownership sering dikaitkan dengan peningkatan transparansi karena investor asing membutuhkan informasi yang lebih lengkap untuk menilai risiko perusahaan. Dalam perspektif legitimacy theory, pengungkapan ESG dapat digunakan perusahaan untuk memperoleh legitimasi dari lingkungan sosial dan pasar global. Suchman menjelaskan bahwa legitimasi berkaitan dengan persepsi bahwa tindakan organisasi sesuai dengan norma, nilai, dan harapan sosial. Melalui Stakeholder Theory yang dikemukakan oleh Freeman (1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan perlu memenuhi harapan berbagai kelompok pemangku kepentingan agar dapat mempertahankan keberlangsungan usahanya. Dalam penelitian ini, hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa tekanan dari investor asing belum menjadi faktor utama yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan pengungkapan ESG. Sebaliknya, perusahaan kemungkinan lebih merespons tuntutan dari stakeholder lain, seperti regulator, pemerintah, masyarakat, lembaga pemeringkat ESG, maupun organisasi internasional yang menetapkan standar pelaporan keberlanjutan.

Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat pengungkapan ESG pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal selain kepemilikan asing. Faktor-faktor tersebut dapat berupa komitmen manajemen terhadap keberlanjutan, kualitas tata kelola perusahaan, kesiapan sistem pelaporan, tekanan regulasi, serta karakteristik perusahaan. Hal ini juga tercermin dari hasil regresi Model 2 yang menunjukkan bahwa Firm Age merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, pengalaman operasional dan kematangan perusahaan tampaknya lebih berperan dalam mendorong pengungkapan ESG dibandingkan

Hasil penelitian ini berbeda dengan beberapa penelitian terdahulu yang menemukan bahwa Foreign Ownership mampu meningkatkan pengungkapan ESG karena perusahaan berupaya memperoleh legitimasi dari investor internasional dan meningkatkan reputasi di pasar global. Namun demikian, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Temiz (2026) yang menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan

asing terhadap ESG tidak selalu signifikan dan sangat bergantung pada kualitas tata kelola perusahaan, lingkungan informasi, serta karakteristik pasar tempat perusahaan beroperasi. Oleh karena itu, pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia, keberadaan investor asing belum dapat dianggap sebagai faktor utama yang mendorong peningkatan ESG Disclosure Score.

#### **4.8.6 Pengaruh Ownership Concentration terhadap ESG Disclosure Score**

Hipotesis keenam menyatakan bahwa Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap ESG Disclosure Score pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 2, Ownership Concentration memiliki koefisien sebesar -11,808 dengan nilai signifikansi 0,626. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Artinya, Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score. Dengan demikian, H6 ditolak. Arah koefisien yang negatif menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan cenderung menurunkan ESGD, tetapi pengaruh tersebut tidak cukup kuat secara statistik. Secara teoritis, pemegang saham dominan dapat memiliki dua kemungkinan peran. Pertama, mereka dapat mendorong pengawasan yang lebih efektif. Kedua, mereka dapat mengurangi kebutuhan pengungkapan publik karena informasi perusahaan lebih banyak dikendalikan oleh pemegang saham utama.

Dalam konteks agency theory, konsentrasi kepemilikan dapat memperbesar potensi konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Jika pemegang saham pengendali tidak memiliki tekanan kuat untuk melakukan transparansi ESG, maka pengungkapan ESG dapat menjadi kurang prioritas. Namun, karena hasil penelitian tidak signifikan, maka data penelitian ini belum cukup untuk menyimpulkan bahwa Ownership Concentration benar-benar menurunkan ESGD.

Hasil ini menunjukkan bahwa ESGD pada sektor energi dan Basic Materials tidak hanya ditentukan oleh struktur kepemilikan. Faktor lain seperti tekanan regulasi, eksposur lingkungan, umur perusahaan, standar pelaporan, dan strategi reputasi kemungkinan lebih menentukan tingkat pengungkapan ESG. Hal ini sejalan dengan temuan Model 2 yang menunjukkan bahwa Firm Age berpengaruh positif signifikan terhadap ESGD.

#### **4.8.7 Pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Kinerja Perusahaan**

Hipotesis ketujuh menyatakan bahwa ESG Disclosure Score berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi Model 3, ESG Disclosure Score memiliki koefisien sebesar 0,038 dengan nilai signifikansi 0,257. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Artinya, ESG Disclosure Score tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, H7 ditolak.

Secara teoritis, hasil penelitian ini belum mendukung Stakeholder Theory yang dikemukakan oleh Freeman (1984). Teori tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang mampu memenuhi kepentingan para pemangku kepentingan melalui praktik bisnis yang bertanggung jawab akan memperoleh dukungan yang lebih besar dari investor, pelanggan, karyawan, pemerintah, dan masyarakat. Pengungkapan ESG menjadi salah satu bentuk akuntabilitas perusahaan kepada para stakeholder yang diharapkan dapat meningkatkan reputasi, kepercayaan, dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Selain itu, hasil penelitian ini juga belum sepenuhnya mendukung Legitimacy Theory yang dikemukakan oleh Suchman (1995). Menurut teori ini, perusahaan melakukan pengungkapan ESG sebagai upaya memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat. Pengungkapan informasi mengenai aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola diharapkan mampu menunjukkan bahwa aktivitas perusahaan telah sesuai dengan norma dan harapan masyarakat sehingga meningkatkan citra perusahaan di mata investor. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa legitimasi yang diperoleh melalui pengungkapan ESG belum mampu diterjemahkan menjadi peningkatan nilai pasar perusahaan yang tercermin dalam Tobin's Q.

Temuan ini juga menunjukkan bahwa pengungkapan ESG belum tentu langsung diterjemahkan menjadi peningkatan nilai pasar. Beberapa penelitian internasional menemukan hubungan positif antara ESG dan firm value, terutama di pasar yang memiliki ekosistem ESG lebih matang. Misalnya, penelitian pada emerging markets menemukan bahwa profil ESG secara umum dapat berkaitan positif dengan valuasi perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada konteks sampel perusahaan energi dan Basic Materials di Indonesia, pengaruh ESGD terhadap Tobin's Q belum signifikan.

#### **4.8.8 Peran ESG Disclosure Score sebagai Variabel Mediasi**

Hipotesis kedelapan menyatakan bahwa ESG Disclosure Score memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Pengujian mediasi dilakukan menggunakan metode bootstrap dengan 5000 replikasi. Hasil bootstrap menunjukkan bahwa seluruh jalur mediasi memiliki confidence interval yang melewati angka nol. Dengan demikian, H8 ditolak. Pada jalur Institutional Ownership → ESGD → Tobin's Q, nilai indirect effect sebesar 0,2373 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -1,4689 sampai 4,2116. Karena interval tersebut melewati angka nol, maka ESGD tidak memediasi pengaruh Institutional Ownership terhadap Tobin's Q. Pada jalur Foreign Ownership → ESGD → Tobin's Q, nilai indirect effect sebesar 0,4114 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -1,3210 sampai 5,5670. Karena interval tersebut juga melewati angka nol, maka ESGD tidak memediasi pengaruh Foreign Ownership terhadap Tobin's Q.

Pada jalur Ownership Concentration → ESGD → Tobin's Q, nilai indirect effect sebesar -0,4508 dengan bias-corrected confidence interval sebesar -5,6060 sampai 0,7334. Karena interval tersebut melewati angka nol, maka ESGD tidak memediasi pengaruh Ownership Concentration terhadap Tobin's Q.

Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh ownership terhadap kinerja perusahaan lebih kuat terjadi melalui jalur langsung, bukan melalui ESG Disclosure Score. Hal ini terlihat dari Model 1 dan Model 3, di mana IO dan FO tetap berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, sedangkan OC tetap berpengaruh negatif signifikan. Namun, pada Model 2, ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap ESGD. Selain itu, pada Model 3, ESGD juga tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q.

Hasil penelitian ini belum mendukung Stakeholder Theory yang dikemukakan oleh Freeman (1984). Teori tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang mampu memenuhi harapan para pemangku kepentingan melalui praktik keberlanjutan dan pengungkapan ESG akan memperoleh dukungan yang lebih besar dari investor, pelanggan, pemerintah, maupun masyarakat. Dukungan tersebut pada akhirnya diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan ESG belum menjadi mekanisme yang mampu menghubungkan struktur kepemilikan dengan peningkatan nilai perusahaan. Dengan kata lain, keberadaan pemegang saham institusional, asing, maupun pemegang saham pengendali belum cukup mendorong perusahaan untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG yang kemudian diapresiasi oleh pasar.

Hasil penelitian ini juga belum mendukung Institutional Theory. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan terdorong untuk mengadopsi praktik dan pengungkapan ESG sebagai respons terhadap tekanan institusional yang berasal dari regulator, investor, pelanggan, maupun masyarakat. Dalam konteks struktur kepemilikan, investor institusional dan investor asing diharapkan menjadi sumber tekanan yang mendorong perusahaan meningkatkan kualitas pengungkapan ESG agar sesuai dengan norma dan ekspektasi yang berlaku. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh terhadap ESG Disclosure Score. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan pemegang saham belum mampu menciptakan tekanan institusional yang cukup kuat untuk mendorong peningkatan pengungkapan ESG. Kondisi tersebut menyebabkan ESG Disclosure Score tidak mampu menjadi mekanisme yang menghubungkan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Dengan demikian, tekanan institusional dalam perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia kemungkinan masih lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti regulasi pemerintah, tuntutan bursa efek, standar pelaporan keberlanjutan, atau karakteristik industri.

Temuan ini juga belum sepenuhnya mendukung Legitimacy Theory yang dikemukakan oleh Suchman (1995). Menurut teori tersebut, perusahaan

menggunakan pengungkapan ESG sebagai sarana memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat melalui penyampaian informasi mengenai tanggung jawab lingkungan, sosial, dan tata kelola. Apabila legitimasi tersebut berhasil diperoleh, maka kepercayaan investor akan meningkat dan pada akhirnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa legitimasi yang dibangun melalui pengungkapan ESG belum mampu menjadi jalur yang menjelaskan hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa legitimasi perusahaan di sektor energi dan Basic Materials kemungkinan masih lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti kinerja operasional, kepatuhan terhadap regulasi, maupun prospek industri.

#### **4.9 Implikasi Teoritis**

Hasil analisis empiris yang telah diuraikan sebelumnya memperlihatkan bahwa penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan kajian teoritis mengenai hubungan antara struktur kepemilikan, ESG Disclosure Score, dan kinerja perusahaan. Secara umum, temuan penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki peran penting dalam menjelaskan kinerja perusahaan, tetapi belum terbukti kuat dalam menjelaskan pengungkapan ESG maupun peran mediasi ESGD.

Pertama, hasil penelitian ini mendukung *agency theory*, terutama pada hubungan antara *Institutional Ownership* dan kinerja perusahaan. Temuan bahwa *Institutional Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q menunjukkan bahwa investor institusional dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan terhadap manajemen. Kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan karena pemegang saham institusional memiliki sumber daya, informasi, dan kemampuan analisis yang lebih baik dalam memantau keputusan manajerial. Dengan demikian, hasil ini memperkuat pandangan bahwa struktur kepemilikan dapat menjadi mekanisme tata kelola perusahaan yang berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Kedua, temuan mengenai *Foreign Ownership* juga memberikan dukungan terhadap perspektif tata kelola perusahaan. Pengaruh positif *Foreign Ownership* terhadap Tobin's Q menunjukkan bahwa investor asing dapat membawa tekanan positif terhadap peningkatan kualitas pengelolaan perusahaan. Investor asing umumnya memiliki ekspektasi tinggi terhadap transparansi, efisiensi, dan akuntabilitas perusahaan. Oleh karena itu, keberadaan kepemilikan asing dapat memperkuat mekanisme pengawasan dan mendorong perusahaan untuk meningkatkan kinerja.

Ketiga, hasil penelitian menunjukkan bahwa *Ownership Concentration* berpengaruh negatif terhadap Tobin's Q. Temuan ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan *agency theory* pada konteks konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi dapat

menimbulkan risiko dominasi pemegang saham pengendali dalam proses pengambilan keputusan. Dalam kondisi tertentu, keputusan yang diambil oleh pemegang saham dominan dapat lebih mengutamakan kepentingan kelompok tertentu dibandingkan peningkatan nilai perusahaan secara menyeluruh. Dengan demikian, hasil ini memperkuat argumen bahwa konsentrasi kepemilikan tidak selalu meningkatkan kinerja perusahaan.

Keempat, hasil penelitian ini belum mendukung secara kuat stakeholder theory dalam hubungan ownership terhadap ESG Disclosure Score. Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESGD. Artinya, keberadaan pemegang saham tertentu belum tentu mendorong perusahaan untuk meningkatkan pengungkapan ESG. Temuan ini menunjukkan bahwa tekanan dari struktur kepemilikan belum cukup kuat untuk menjadikan ESG sebagai prioritas pelaporan perusahaan. Dalam konteks ini, ESG Disclosure Score kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti umur perusahaan, regulasi, tekanan publik, reputasi, atau kesiapan sistem pelaporan internal.

Kelima, temuan bahwa Firm Age berpengaruh positif terhadap ESGD mendukung pandangan dalam legitimacy theory. Perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki kebutuhan yang lebih besar untuk menjaga legitimasi di mata publik. Perusahaan yang telah beroperasi lebih lama juga umumnya memiliki pengalaman lebih besar dalam menyusun laporan, menghadapi tekanan pemangku kepentingan, dan menyesuaikan diri dengan tuntutan transparansi. Oleh karena itu, umur perusahaan dapat menjadi faktor penting dalam meningkatkan pengungkapan ESG.

Keenam, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Temuan ini memberikan catatan penting terhadap signaling theory. Secara teoritis, pengungkapan ESG dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum cukup kuat untuk memengaruhi kinerja pasar perusahaan. Hal ini dapat terjadi apabila investor belum menjadikan ESG sebagai faktor utama dalam penilaian perusahaan, atau jika pengungkapan ESG belum dianggap mencerminkan kinerja keberlanjutan yang nyata.

Ketujuh, hasil uji mediasi *bootstrap* menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak memediasi hubungan antara ownership dan Tobin's Q. Implikasi teoritis dari temuan ini adalah bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan lebih kuat dijelaskan melalui mekanisme tata kelola langsung dibandingkan melalui mekanisme pengungkapan ESG. Dengan kata lain, ownership dapat memengaruhi kinerja perusahaan melalui pengawasan, kontrol, dan kualitas keputusan, tetapi tidak melalui peningkatan ESG Disclosure Score dalam model penelitian ini.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan menunjukkan bahwa hubungan antara ownership, ESGD, dan kinerja perusahaan tidak selalu bersifat linear dan tidak selalu membentuk jalur mediasi. Struktur kepemilikan terbukti penting dalam menjelaskan kinerja perusahaan, tetapi belum cukup kuat dalam mendorong pengungkapan ESG. Hasil ini memperluas pemahaman bahwa ESG Disclosure Score tidak selalu menjadi mekanisme yang menghubungkan kepemilikan dengan kinerja perusahaan, terutama ketika pasar belum sepenuhnya merespons informasi ESG sebagai faktor penentu nilai perusahaan.

**Tabel 4. 18** Implikasi Teoritis

| <b>Temuan Penelitian</b>                                                                                                                                                              | <b>Implikasi Teoritis</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <b>Kontribusi terhadap Literatur</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <b>Insight Riset Lanjutan</b>                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Institutional Ownership dan Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, sedangkan Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q. | Temuan ini memperkuat agency theory, bahwa struktur kepemilikan dapat menjadi mekanisme pengawasan terhadap manajemen. Kepemilikan institusional dan asing mampu menekan konflik keagenan karena pemilik memiliki insentif untuk memantau keputusan manajerial. Sebaliknya, konsentrasi kepemilikan yang terlalu tinggi dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. | Penelitian ini menambah bukti empiris bahwa struktur kepemilikan tidak selalu memberikan dampak yang sama terhadap kinerja perusahaan. IO dan FO mendukung peningkatan nilai perusahaan, sedangkan OC justru dapat menurunkan kinerja. Temuan ini memperluas literatur corporate governance pada sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. | Riset selanjutnya dapat memisahkan jenis investor institusional dan investor asing, misalnya institusi aktif dan pasif, asing strategis dan asing portofolio. Hal ini penting agar pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan lebih spesifik. |
| Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score.                                                   | Temuan ini menunjukkan bahwa stakeholder theory belum sepenuhnya terdukung. Secara teori, pemegang saham dapat menekan perusahaan untuk meningkatkan transparansi ESG.                                                                                                                                                                                                                           | Penelitian ini memberi kontribusi bahwa kepemilikan saham belum tentu menjadi determinan utama ESGD, khususnya pada sektor energi dan Basic Materials. Hasil ini                                                                                                                                                                                 | Riset lanjutan dapat memasukkan variabel tekanan regulasi, kualitas tata kelola, keberadaan sustainability committee, reputasi perusahaan, dan assurance laporan                                                                                                              |

| <b>Temuan Penelitian</b>                                                    | <b>Implikasi Teoritis</b>                                                                                                                                                                                                                                                                            | <b>Kontribusi terhadap Literatur</b>                                                                                                                                                                                                                                                          | <b>Insight Riset Lanjutan</b>                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                             | Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa tekanan dari struktur kepemilikan belum cukup kuat untuk mendorong pengungkapan ESG.                                                                                                                                                                       | memperkaya literatur ESG di pasar berkembang, karena pengungkapan ESG kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor regulasi, reputasi, umur perusahaan, dan kesiapan sistem pelaporan.                                                                                                           | keberlanjutan untuk menjelaskan ESG Disclosure Score secara lebih kuat.                                                                                                                         |
| Firm Age berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score.      | Temuan ini mendukung legitimacy theory. Perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki kebutuhan lebih besar untuk menjaga legitimasi, reputasi, dan hubungan dengan pemangku kepentingan. Pengalaman operasional juga membuat perusahaan lebih siap menyusun dan menyampaikan informasi ESG. | Penelitian ini menegaskan bahwa karakteristik historis perusahaan dapat menjelaskan pengungkapan ESG. Kontribusi ini penting karena literatur ESG sering berfokus pada struktur kepemilikan, padahal umur perusahaan juga dapat menjadi faktor penting dalam membentuk kualitas pengungkapan. | Riset selanjutnya dapat menguji apakah pengaruh Firm Age terhadap ESGD diperkuat oleh ukuran perusahaan, reputasi, kepatuhan regulasi, atau pengalaman dalam menerbitkan sustainability report. |
| ESG Disclosure Score tidak memediasi pengaruh ownership terhadap Tobin's Q. | Temuan ini menunjukkan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan lebih kuat dijelaskan                                                                                                                                                                                       | Penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur mediasi ESG dengan menunjukkan bahwa ESGD belum menjadi                                                                                                                                                                                   | Riset lanjutan dapat menguji mediator lain, seperti kualitas tata kelola, efisiensi investasi, biaya modal, risiko perusahaan,                                                                  |

| <b>Temuan Penelitian</b> | <b>Implikasi Teoritis</b>                                                                                                                                                                    | <b>Kontribusi terhadap Literatur</b>                                                                                                                                                                         | <b>Insight Riset Lanjutan</b>                                                                                                     |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                          | melalui mekanisme tata kelola langsung, bukan melalui ESGD. Ownership memengaruhi kinerja melalui pengawasan, kontrol, dan pengambilan keputusan, bukan melalui peningkatan pengungkapan ESG | jalur perantara yang signifikan dalam hubungan ownership dan kinerja perusahaan. Hasil ini penting karena tidak semua hubungan corporate governance terhadap firm value bekerja melalui kanal keberlanjutan. | atau reputasi perusahaan. Selain itu, mediasi ESG dapat diuji ulang dengan indikator ESG performance, bukan hanya ESG disclosure. |

#### **4.10 Implikasi Manajerial**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki peran penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan, khususnya melalui Institutional Ownership dan Foreign Ownership. Oleh karena itu, manajemen perusahaan sektor energi dan Basic Materials perlu memperhatikan komposisi kepemilikan saham sebagai bagian dari strategi tata kelola perusahaan. Investor institusional dan investor asing dapat menjadi mitra strategis karena keduanya mampu memberikan tekanan pengawasan yang lebih kuat terhadap manajemen. Pengawasan tersebut dapat mendorong perusahaan untuk mengambil keputusan yang lebih efisien, transparan, dan berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan.

Secara keseluruhan, implikasi manajerial dari penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu mengelola struktur kepemilikan, tata kelola, dan strategi ESG secara seimbang. Struktur kepemilikan yang sehat dapat meningkatkan kinerja perusahaan, tetapi pengungkapan ESG membutuhkan komitmen internal yang lebih kuat. Perusahaan perlu memastikan bahwa praktik ESG tidak hanya berhenti pada pelaporan, tetapi juga terintegrasi dengan strategi bisnis dan penciptaan nilai jangka panjang.

**Tabel 4. 19** Implikasi Manajerial

| <b>Temuan Penelitian</b>                                                                                                                                                             | <b>Implikasi Manajerial</b>                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>Implikasi Manajemen Perusahaan</b>                                                                                                                                                                                                                                                                      | <b>Implikasi Regulator/Pemerintah</b>                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Institutional Ownership dan Foreign Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, sedangkan Ownership Concentration berpengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q | Struktur kepemilikan perlu dikelola sebagai bagian dari strategi peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dan asing dapat menjadi mekanisme pengawasan yang mendorong kinerja perusahaan, sedangkan kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi dapat menurunkan kepercayaan pasar. | Manajemen perlu meningkatkan transparansi, kualitas tata kelola, dan komunikasi dengan investor institusional maupun investor asing. Perusahaan juga perlu menjaga perlindungan pemegang saham minoritas agar dominasi pemegang saham mayoritas tidak menimbulkan persepsi negatif di pasar.               | Regulator perlu memperkuat aturan perlindungan investor minoritas, keterbukaan informasi, dan tata kelola perusahaan terbuka. Hal ini penting untuk mencegah dominasi pemegang saham pengendali yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham lain. |
| Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap ESG Disclosure Score.                                                  | Pengungkapan ESG belum sepenuhnya dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Oleh karena itu, perusahaan tidak dapat hanya mengandalkan tekanan pemegang saham dalam meningkatkan kualitas ESG Disclosure Score.                                                                                   | Manajemen perlu membangun sistem ESG secara internal melalui kebijakan keberlanjutan, unit khusus ESG, pengumpulan data ESG yang rapi, dan penyusunan laporan keberlanjutan yang lebih berkualitas. ESG Disclosure Score perlu dijadikan bagian dari strategi perusahaan, bukan hanya kewajiban pelaporan. | Pemerintah dan regulator perlu memperkuat pedoman pelaporan ESG yang lebih jelas, konsisten, dan terukur. Regulasi juga perlu mendorong standardisasi pengungkapan ESG agar perusahaan tidak hanya mengungkapkan informasi secara formalitas.         |

| <b>Temuan Penelitian</b>                                                                                                                 | <b>Implikasi Manajerial</b>                                                                                                                                                                                                            | <b>Implikasi Manajemen Perusahaan</b>                                                                                                                                                                                                                                                   | <b>Implikasi Regulator/Pemerintah</b>                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Firm Age berpengaruh positif signifikan terhadap ESG Disclosure Score.                                                                   | Perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki pengalaman dan kesiapan lebih baik dalam mengungkapkan ESG. Hal ini menunjukkan bahwa pengalaman operasional dapat membantu perusahaan membangun sistem pelaporan keberlanjutan. | Perusahaan yang lebih muda perlu belajar dari praktik perusahaan yang lebih matang dalam menyusun laporan ESG. Manajemen perlu menyiapkan sistem pelaporan sejak awal agar perusahaan mampu memenuhi tuntutan keberlanjutan secara bertahap.                                            | Regulator dapat memberikan pendampingan, panduan teknis, atau pelatihan pelaporan ESG bagi perusahaan yang masih baru atau belum memiliki sistem pelaporan keberlanjutan yang memadai.                                                                                         |
| ESG Disclosure Score tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q dan tidak memediasi pengaruh ownership terhadap kinerja perusahaan. | Pengungkapan ESG belum otomatis meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Investor kemungkinan belum menjadikan ESGD sebagai faktor utama dalam menilai kinerja perusahaan, khususnya pada sektor energi dan Basic Materials.            | Manajemen perlu meningkatkan kualitas implementasi ESG, bukan hanya jumlah informasi yang diungkapkan. ESG harus diarahkan pada penciptaan nilai nyata, seperti efisiensi energi, pengurangan risiko lingkungan, keselamatan kerja, reputasi perusahaan, dan keberlanjutan operasional. | Pemerintah perlu mendorong agar pelaporan ESG tidak hanya bersifat administratif, tetapi juga mencerminkan praktik keberlanjutan yang nyata. Regulator dapat memperkuat pengawasan atas kualitas ESG disclosure dan mendorong integrasi ESG dalam penilaian risiko perusahaan. |

## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, pengaruh struktur kepemilikan terhadap ESG Disclosure Score, serta peran ESG Disclosure Score sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Institutional Ownership berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa investor institusional mampu menjalankan fungsi pengawasan yang lebih efektif sehingga mendorong peningkatan kinerja perusahaan. Foreign Ownership juga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Keberadaan investor asing mampu meningkatkan kualitas tata kelola, transparansi, dan kepercayaan pasar sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Sebaliknya, Ownership Concentration berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Konsentrasi kepemilikan yang tinggi berpotensi meningkatkan dominasi pemegang saham mayoritas sehingga dapat mengurangi efektivitas tata kelola dan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa Institutional Ownership, Foreign Ownership, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh terhadap ESG Disclosure Score. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tingkat pengungkapan ESG pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia belum ditentukan oleh struktur kepemilikan, tetapi kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor lain. Di antara variabel kontrol yang digunakan, hanya Firm Age yang terbukti berpengaruh terhadap ESG Disclosure Score, yang menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung memiliki pengalaman, sistem pelaporan, dan kebutuhan legitimasi yang lebih baik dalam mengungkapkan informasi ESG. Selanjutnya, ESG Disclosure Score tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa pengungkapan ESG belum menjadi faktor yang dipertimbangkan secara dominan oleh pasar dalam menilai kinerja perusahaan pada sektor energi dan Basic Materials di Indonesia. Hasil pengujian mediasi juga menunjukkan bahwa ESG Disclosure Score tidak mampu memediasi hubungan antara Institutional Ownership, Foreign Ownership, maupun Ownership Concentration terhadap kinerja perusahaan. Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Institutional Ownership dan Foreign Ownership berkontribusi dalam meningkatkan kinerja perusahaan, sedangkan Ownership Concentration cenderung menurunkan kinerja perusahaan. Namun, pengaruh tersebut tidak berlangsung melalui ESG Disclosure Score sehingga ESG Disclosure Score belum berperan sebagai mekanisme mediasi dalam

hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan pada perusahaan sektor energi dan Basic Materials di Indonesia.

## **5.2 Saran**

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat beberapa saran yang dapat diberikan kepada perusahaan, investor, regulator, dan peneliti selanjutnya.

### **5.2.1 Saran bagi Perusahaan**

Perusahaan sektor energi dan Basic Materials perlu memperhatikan struktur kepemilikan sebagai bagian dari strategi peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Institutional Ownership dan Foreign Ownership berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. Oleh karena itu, perusahaan perlu menjaga hubungan yang baik dengan investor institusional dan investor asing melalui transparansi informasi, peningkatan kualitas tata kelola, serta komunikasi yang konsisten mengenai strategi dan kinerja perusahaan. Perusahaan juga perlu berhati-hati terhadap struktur kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Ownership Concentration berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan perlu memperkuat perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, meningkatkan peran komisaris independen, dan memastikan bahwa keputusan strategis tidak hanya menguntungkan pemegang saham pengendali. Dalam aspek ESG, perusahaan perlu meningkatkan kualitas pengungkapan ESG secara lebih substansial. ESG Disclosure Score dalam penelitian ini belum terbukti meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pengungkapan ESG tidak cukup hanya dilakukan sebagai formalitas pelaporan. Perusahaan perlu memastikan bahwa ESG benar-benar terintegrasi dalam strategi bisnis, pengelolaan risiko, efisiensi energi, pengurangan dampak lingkungan, keselamatan kerja, dan hubungan dengan masyarakat. Perusahaan yang masih relatif muda juga perlu mulai membangun sistem pelaporan ESG sejak awal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Firm Age berpengaruh positif terhadap ESGD. Artinya, perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung lebih siap dalam mengungkapkan ESG. Perusahaan yang lebih muda dapat belajar dari praktik perusahaan yang lebih matang agar kualitas pelaporan keberlanjutan dapat meningkat secara bertahap.

### **5.2.2 Saran bagi Investor**

Investor perlu memperhatikan struktur kepemilikan sebagai salah satu indikator dalam menilai prospek perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan asing dapat menjadi sinyal positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, investor juga perlu memperhatikan tingkat konsentrasi kepemilikan, karena kepemilikan yang terlalu terpusat dapat menimbulkan risiko dominasi pemegang saham mayoritas. Investor juga sebaiknya tidak hanya melihat ESG Disclosure Score dari sisi jumlah informasi yang diungkapkan. ESGD perlu dinilai bersama dengan kualitas implementasi ESG di

perusahaan. Investor dapat memperhatikan apakah pengungkapan ESG benar-benar mencerminkan praktik keberlanjutan yang nyata atau hanya sebatas pemenuhan kewajiban pelaporan. Investor perlu memperhatikan struktur kepemilikan sebagai salah satu indikator dalam menilai prospek perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan asing dapat menjadi sinyal positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, investor juga perlu memperhatikan tingkat konsentrasi kepemilikan, karena kepemilikan yang terlalu terpusat dapat menimbulkan risiko dominasi pemegang saham mayoritas. Investor juga sebaiknya tidak hanya melihat ESG Disclosure Score dari sisi jumlah informasi yang diungkapkan. ESGD perlu dinilai bersama dengan kualitas implementasi ESG di perusahaan. Investor dapat memperhatikan apakah pengungkapan ESG benar-benar mencerminkan praktik keberlanjutan yang nyata atau hanya sebatas pemenuhan kewajiban pelaporan.

### **5.2.3 Saran bagi Regulator dan Pemerintah**

Regulator perlu memperkuat kebijakan mengenai perlindungan pemegang saham minoritas, khususnya pada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Perlindungan ini penting agar keputusan perusahaan tetap memperhatikan kepentingan seluruh pemegang saham. Regulator juga perlu memperkuat standar pengungkapan ESG yang lebih jelas, terukur, dan konsisten. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan belum mampu mendorong ESGD secara signifikan. Oleh karena itu, dorongan dari regulasi menjadi penting agar pengungkapan ESG tidak hanya bergantung pada tekanan investor. Pemerintah dan otoritas pasar modal juga dapat memberikan pedoman teknis, pelatihan, serta sistem evaluasi kualitas ESG disclosure bagi perusahaan. Langkah ini penting terutama bagi perusahaan yang belum memiliki sistem pelaporan ESG yang matang.

### **5.2.4 Saran bagi Peneliti Selanjutnya**

Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas objek penelitian pada sektor lain agar hasilnya dapat dibandingkan dengan sektor energi dan Basic Materials. Setiap sektor memiliki karakteristik risiko, tekanan lingkungan, dan pola kepemilikan yang berbeda, sehingga hasil penelitian dapat menjadi lebih komprehensif. Peneliti selanjutnya juga dapat menggunakan ukuran kinerja perusahaan lain, seperti ROA, ROE, atau market-to-book ratio. Penggunaan beberapa ukuran kinerja dapat memberikan hasil yang lebih luas dalam menjelaskan hubungan antara ownership, ESGD, dan kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat membedakan antara ESG disclosure dan ESG performance. Pengungkapan ESG belum tentu mencerminkan kualitas praktik ESG yang sebenarnya. Oleh karena itu, penggunaan indikator ESG performance dapat memberikan gambaran yang lebih mendalam mengenai dampak ESG terhadap nilai perusahaan. Penelitian berikutnya juga dapat mempertimbangkan metode yang

lebih kuat untuk menangani potensi endogenitas, seperti Instrumental Variable Two Stage Least Squares (IV 2SLS) atau Generalized Method of Moments (GMM). Metode tersebut dapat membantu menguji hubungan kausal dengan lebih baik, terutama karena struktur kepemilikan, ESGD, dan kinerja perusahaan berpotensi memiliki hubungan dua arah. Terakhir, peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang relevan, seperti kualitas tata kelola perusahaan, komite keberlanjutan, kualitas audit, risiko perusahaan, biaya modal, reputasi perusahaan, atau tekanan regulasi. Variabel-variabel tersebut dapat membantu menjelaskan mengapa ESGD belum terbukti menjadi mediator dalam hubungan antara ownership dan kinerja perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, H., Mohammad, Q., & Alqudah, Z. (2026). structures , and sustainable financial performance among Jordanian banks. *Economic Change and Restructuring*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s10644-026-09978-4>
- Ahmed S, A. (2019). CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM AN EMERGING MARKET. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 9(1), 20–27. <https://doi.org/10.22495/cgsrv5i4p2>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409–1428.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Andrew F., H. (2013). Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis - Model Numbers. In *the Guilford Press* (Vol. 46, Number 3). [www.guilford.com/ebooks](http://www.guilford.com/ebooks)
- Arrata, W., Nguyen, B., Rahmouni-Rousseau, I., & Vari, M. (2020). The scarcity effect of QE on repo rates: Evidence from the euro area. *Journal of Financial Economics*, 137(3), 837–856. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.04.009>
- Beck, T., & Demircuc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931–2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>
- 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>
- Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Breuer, M. (2021). How Does Financial-Reporting Regulation Affect Industry-Wide Resource Allocation? *Journal of Accounting Research*, 59(1), 59–110. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12345>
- 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(August 2020), 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Chen, Z., Harford, J., & Kamara, A. (2019). Operating leverage, profitability, and capitala structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(1), 369–392. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000595>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). East Asian corporations. Heroes or villains? In *World Bank Discussion Papers* (Vol. 58, Number 409).
- Damodar N., G., & Dawn C., P. (2009). Single-equation regression models. In *The McGraw-Hill Series Economics*.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. E. E. (1995). *The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts , Evidence , and Implications* Author ( s ): Thomas Donaldson and Lee E . Preston Source : *The Academy of Management Review* , Jan ., 1995 , Vol . 20 , No . 1 ( Jan ., 1995 ), pp . Published by : Academy .

- 20(1), 65–91.
- Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637–657. <https://doi.org/10.1002/smj.535>
- Du, J., Zhu, R., & Ye, Q. (2025). Managers' overconfidence, institutional investors' shareholding, and corporate ESG performance. *Finance Research Letters*, 72(December 2024), 106594. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106594>
- Dwiarti, R., Hazmi, S., Santosa, A., & Hudin, N. (2022). Corporate Governance, Ownership Structure, Agency Costs and Corporate Value (In the Banking Sector Listed on The IDX for the 2016-2019 Period). *Quality - Access to Success*, 23(189), 1–7. <https://doi.org/10.47750/QAS/23.189.01>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Edward I., A. (1968). Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy Author(s): *The Journal of Finance*, 34(2), 78–86.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Freeman, R. E. (1984). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *Journal of Chemical Technology and Biotechnology*, 77(6), 671–677. <https://doi.org/10.1002/jctb.619>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fu, F. (2009). Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 24–37. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.003>
- 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(September 2019), 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gitman, L. J. (2009). *Principles of Financial Management, 8th Edition*.
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2009). Sources of variation in firm profitability and growth. *Journal of Business Research*, 62(4), 495–508. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.10.007>
- James A., B. (1983). Ownership Structure and Voting Antitakeover Amendments. *European Journal of Applied Microbiology and Biotechnology*, 17(1), 57–63. <https://doi.org/10.1007/BF00510573>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Bankruptcy*, 76(2), 11–16. <https://doi.org/10.1017/cbo9780511609435.005>
- Jones, T. M., Harrison, J. S., & Felps, W. (2018). How Applying Instrumental

- Stakeholder Theory Can Provide Sustainable Compet...: Business Source. *Academy of Management Review*, 43(3), 371–391.
- Kristopher J., P., & Andrew F., H. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers*, 36(4), 717–731. <https://doi.org/10.1037/1082-989x.11.2.142.supp>
- La Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). American Finance Association Corporate Ownership around the World Author ( s ): Rafael La Porta , Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer Source : The Journal of Finance , Vol . 54 , No . 2 ( Apr . , 1999 ), pp . 471-517 Published by : Wiley for the. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Majumdar, S. K., & Chhibber, P. (1999). Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public Choice*, 98(3–4), 287–305. <https://doi.org/10.1023/a:1018355127454>
- Mao, J., Tang, S., Xiao, Z., & Zhi, Q. (2021). Industrial policy intensity, technological change, and productivity growth: Evidence from China. *Research Policy*, 50(7), 104287. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2021.104287>
- Michael E., S. (1982). Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. *Sociological Methodology*, 13(1982), 290–321.
- Modigliani, F., & H. Miller, M. (1958). Addison's anaemia. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48(3594), 261–297. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Norisnita, M., Permata Groda, S., Dwiridotjahjono, J., & Veronica Christy Rihidima, L. (2025). The ESG Disclosure in Mitigating Information Asymmetry Risk: The Role of Corporate Governance. *Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 7(1), 328. <https://doi.org/10.47065/ekuitas.v7i1.8031>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). Sustainable Finance Roadmap Phase II (2021 – 2025). *Otoritas Jasa Keuangan*, 1–21. [https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Roadmap-Kuangan-Berkelanjutan-Tahap-II-\(2021-2025\).aspx](https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Roadmap-Kuangan-Berkelanjutan-Tahap-II-(2021-2025).aspx)
- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2008). Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models. *Behavior Research Methods*, 40(3), 879–891. <https://doi.org/10.3758/BRM.40.3.879>
- Putri, A. N. A., & Aryani, Y. A. (2026). Does Institutional and Foreign Ownership Pressure Increase Esg Performance? Evidence From the Emerging Economy. *Business Performance Review*, 4(1), 56–67. <https://doi.org/10.22495/bprv4i1p5>
- Reuben M., B., & David A., K. (1986). *The Moderator-Mediator Variable in Social Psychology Research*.
- Saripah, D., Diantimala, Y., & Arfan, M. (2024). Apakah Pengungkapan ESG Penting Bagi Investor? *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 14(3), 605–622. <https://doi.org/10.22219/jrak.v14i3.33033>
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal*

- of *Financial Economics*, 124(2), 285–306.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.005>
- Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 135(3), 569–585.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2460-9>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control  
 Author ( s ): Andrei Shleifer and Robert W . Vishny Published by : The University of Chicago Press Stable URL :  
<https://www.jstor.org/stable/1833044> Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
- Statista. (2026a). *Median score of corporate sustainability index of the energy sector in Indonesia in 2023*. 1.
- Statista. (2026b). *Median score of corporate sustainability index of the mining sector in Indonesia in 2023 , by pillar*. 1.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2008). Heteroskedasticity-robust standard errors for fixed effects panel data regression. *Econometrica*, 76(1), 155–174.  
<https://doi.org/10.1111/j.0012-9682.2008.00821.x>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches Author ( s ): Mark C . Suchman Source: The Academy of Management Review , Vol . 20 , No . 3 ( Jul ., 1995 ), pp . 571-610 Published by: Academy of Management Stable URL : <https://www.jstor.org>. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., Lean, H. H., & Ng, J. H. (2016). Ownership structure and firm performance: The role of R&D. *Institutions and Economies*, 8(4), 1–21.
- Triana Sari, U. N. (2026). ASSET MANAGEMENT, CASH TURNOVER, AND LIQUIDITY ON FINANCIAL PERFORMANCE WITH CAPITAL STRUCTURE AS MEDIATION. *ASSET MANAGEMENT, CASH TURNOVER, AND LIQUIDITY ON FINANCIAL PERFORMANCE WITH CAPITAL STRUCTURE AS MEDIATION*, 9(1), 306–312.
- Wicaksono, A. P., Setiawan, D., Anni Aryani, Y., & Hartoko, S. (2024). The effect of ownership structure on water disclosure in Indonesian companies. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(1), 100185.  
<https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100185>
- Wooldridge, J. M. (2020). Econometrics Introductory. In *Cengage Learning*.
- Zhang, J. (2025). The dual impact of ownership concentration and financial performance on ESG activities: evidence from Chinese listed companies. *Electronic Commerce Research*, 26(2), 2345–2369.  
<https://doi.org/10.1007/s10660-025-09982-2>
- Zhang, J., & Wu, W. (2024). The impact of foreign ownership on corporate ESG performance. *Finance Research Letters*, 66(January), 105602.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105602>
- Zheng, C., Mannan Khan, M. A., Rahman, M. M., Moudud-Ul-Huq, S., & Rahman, M. S. (2025). ESG Performance and Financial Stability: A Bibliometric and Meta-Analysis. *SAGE Open*, 15(4), 1–24.  
<https://doi.org/10.1177/21582440251381772>
- Zheng, M., Liu, R., & Li, Y. (2018). Long memory in financial markets: A

heterogeneous agent model perspective. *International Review of Financial Analysis*, 58(April), 38–51. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.04.001>

Zhu, Q. (2021). Capital supply and corporate bond issuances: Evidence from mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 551–572. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.012>

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## LAMPIRAN

### Lampiran 1. Populasi dan Sampel Penelitian

| CROSS SECTION                       |      |       |    | IO     | FO     | OC     | MO         | ESGD  | Tobin's Q | Firm Size | Asset Utilization | Leverage | Net Working Capital | Firm Age |
|-------------------------------------|------|-------|----|--------|--------|--------|------------|-------|-----------|-----------|-------------------|----------|---------------------|----------|
|                                     |      | TAHUN | ID | X1     | X2     | X3     | X4         | M     | Y1        | K1        | K2                | K3       | K4                  | K5       |
| PT. Alamtri Resources Indonesia Tbk | ADRO | 2020  | 1  | 0,614  | 0,1725 | 0,44   | 0,124      | 34,62 | 0,929     | 32,13     | 0,397             | 0,23     | 0,092               | 16       |
|                                     |      | 2021  | 1  | 0,552  | 0,1666 | 0,44   | 0,124      | 46,23 | 1,103     | 32,32     | 0,526             | 0,21     | 0,195               | 17       |
|                                     |      | 2022  | 1  | 0,6025 | 0,1962 | 0,44   | 0,124      | 49,9  | 1,165     | 32,75     | 0,751             | 0,15     | 0,266               | 18       |
|                                     |      | 2023  | 1  | 0,5945 | 0,184  | 0,44   | 0,124      | 52,25 | 0,809     | 32,71     | 0,622             | 0,14     | 0,207               | 19       |
|                                     |      | 2024  | 1  | 0,5808 | 0,19   | 0,46   | 0,128      | 52,38 | 0,942     | 32,31     | 0,310             | 0,08     | 0,292               | 20       |
|                                     |      | 2025  | 1  | 0,5987 | 0,1076 | 0,48   | 0,1063     | 52,19 | 0,731     | 32,36     | 0,275             | 0,12     | 0,198               | 21       |
| PT. AKR Corporindo Tbk              | AKRA | 2020  | 2  | 0,7295 | 0,2071 | 0,596  | 0,0066     | 46    | 1,203     | 30,56     | 0,948             | 0,21     | 0,157               | 42       |
|                                     |      | 2021  | 2  | 0,6857 | 0,2699 | 0,596  | 0,0116     | 51,93 | 1,293     | 30,79     | 1,094             | 0,12     | 0,116               | 43       |
|                                     |      | 2022  | 2  | 0,69   | 0,2723 | 0,596  | 0,011      | 51,85 | 1,613     | 30,93     | 1,749             | 0,10     | 0,168               | 44       |
|                                     |      | 2023  | 2  | 0,7171 | 0,2408 | 0,6017 | 0,0174     | 54,08 | 1,589     | 31,04     | 1,391             | 0,14     | 0,185               | 45       |
|                                     |      | 2024  | 2  | 0,7256 | 0,2263 | 0,6361 | 0,0179     | 57,84 | 1,319     | 31,13     | 1,170             | 0,16     | 1,561               | 46       |
|                                     |      | 2025  | 2  | 0,7232 | 0,2277 | 0,6371 | 0,0215     | 54,93 | 1,265     | 31,23     | 1,259             | 0,57     | 0,205               | 47       |
| PT. Aneka Tambang Tbk               | ANTM | 2020  | 3  | 0,7751 | 0,0806 | 0,65   | 0,00000312 | 56,52 | 1,865     | 31,09     | 0,863             | 0,24     | 0,050               | 45       |
|                                     |      | 2021  | 3  | 0,7538 | 0,1202 | 0,65   | 0,00000312 | 61,03 | 2,01      | 31,12     | 1,168             | 0,18     | 0,157               | 46       |
|                                     |      | 2022  | 3  | 0,7336 | 0,1292 | 0,65   | 0,00000025 | 61,03 | 1,713     | 31,15     | 1,365             | 0,09     | 0,170               | 47       |
|                                     |      | 2023  | 3  | 0,7223 | 0,1408 | 0,65   | 0,00000077 | 61,68 | 1,241     | 31,39     | 0,958             | 0,06     | 0,268               | 48       |
|                                     |      | 2024  | 3  | 0,7472 | 0,1154 | 0,65   | 0,00000052 | 65,94 | 1,117     | 31,43     | 1,554             | 0,00     | 0,185               | 49       |
|                                     |      | 2025  | 3  | 0,7041 | 0,2065 | 0,65   | 0,00000052 | 66,55 | 1,74      | 31,59     | 1,61              | 0,08     | 0,254               | 50       |
|                                     | ASII | 2020  | 4  | 0,1046 | 0,869  | 0,50   | 0,0006     | 52,16 | 1,14      | 33,45     | 0,518             | 0,24     | 0,138               | 63       |
|                                     |      | 2021  | 4  | 0,1059 | 0,8665 | 0,50   | 0,000314   | 53,68 | 1,04      | 33,54     | 0,636             | 0,2      | 0,154               | 64       |

|                                   |      |      |   |        |        |        |          |       |        |       |        |       |        |    |
|-----------------------------------|------|------|---|--------|--------|--------|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----|
| PT. Astra<br>International<br>Tbk |      | 2022 | 4 | 0,0986 | 0,8714 | 0,50   | 0,000289 | 57,11 | 0,9686 | 33,66 | 0,729  | 0,17  | 0,147  | 65 |
|                                   |      | 2023 | 4 | 0,0936 | 0,870  | 0,50   | 0,000557 | 55,89 | 0,9513 | 33,73 | 0,711  | 0,21  | 0,092  | 66 |
|                                   |      | 2024 | 4 | 0,0878 | 0,860  | 0,50   | 0,000837 | 57,89 | 0,8454 | 33,79 | 0,697  | 0,21  | 0,092  | 67 |
|                                   |      | 2025 | 4 | 0,0882 | 0,8782 | 0,50   | 0,001145 | 57,02 | 0,9614 | 33,86 | 0,637  | 0,22  | 0,072  | 68 |
| PT. Barito<br>Pacific Tbk         | BRPT | 2020 | 5 | 0,2241 | 0,0541 | 0,7218 | 0,7218   | 28,25 | 1,733  | 32,32 | 0,304  | 0,37  | 0,1246 | 41 |
|                                   |      | 2021 | 5 | 0,0411 | 0,2379 | 0,7085 | 0,7085   | 35,51 | 1,415  | 32,51 | 0,341  | 0,34  | 0,2631 | 42 |
|                                   |      | 2022 | 5 | 0,0412 | 0,2348 | 0,7115 | 0,7115   | 36,18 | 1,322  | 32,6  | 0,320  | 0,43  | 0,227  | 43 |
|                                   |      | 2023 | 5 | 0,0314 | 0,2441 | 0,7119 | 0,7119   | 39,82 | 1,63   | 32,68 | 0,272  | 0,42  | 0,245  | 44 |
|                                   |      | 2024 | 5 | 0,0238 | 0,2401 | 0,7131 | 0,7132   | 44,72 | 1,342  | 32,77 | 0,227  | 0,44  | 0,196  | 45 |
|                                   |      | 2025 | 5 | 0,025  | 0,2434 | 0,7136 | 0,7137   | 44,72 | 1,7115 | 33,3  | 0,440  | 0,47  | 0,206  | 46 |
| PT. Bumi<br>Resources<br>Tbk      | BUMI | 2020 | 6 | 0,1562 | 0,4275 | 0,2178 | 0        | 51,38 | 1,063  | 31,51 | 0,231  | 0,42  | -0,263 | 47 |
|                                   |      | 2021 | 6 | 0,1524 | 0,3904 | 0,1999 | 0        | 54,11 | 0,930  | 31,73 | 0,239  | 0,32  | -0,498 | 48 |
|                                   |      | 2022 | 6 | 0,2071 | 0,7929 | 0,4578 | 0        | 56,22 | 1,2188 | 31,89 | 0,408  | 0,13  | -0,033 | 49 |
|                                   |      | 2023 | 6 | 0,0505 | 0,8266 | 0,4578 | 0        | 60,34 | 0,8269 | 31,8  | 0,400  | 0,12  | -0,034 | 50 |
|                                   |      | 2024 | 6 | 0,0599 | 0,8183 | 0,4578 | 0        | 66,78 | 1,0585 | 31,84 | 0,327  | 0,11  | 0,001  | 51 |
|                                   |      | 2025 | 6 | 0,1594 | 0,7727 | 0,4578 | 0        | 69,74 | 2,2483 | 31,88 | 0,338  | 0,07  | 0,035  | 52 |
| PT. Bayan<br>Resources<br>Tbk     | BYAN | 2020 | 7 | 0,1    | 0,0286 | 0,5403 | 0,5989   | 21,89 | 2,755  | 30,76 | 0,8613 | 0,25  | 0,3288 | 16 |
|                                   |      | 2021 | 7 | 0,1    | 0,033  | 0,5519 | 0,6148   | 44,32 | 2,853  | 31,18 | 1,1720 | 0     | 0,3967 | 17 |
|                                   |      | 2022 | 7 | 0,1    | 0,0348 | 0,6094 | 0,674    | 45,16 | 11,961 | 31,76 | 1,1922 | 0     | 0,1442 | 18 |
|                                   |      | 2023 | 7 | 0,1    | 0,0348 | 0,6106 | 0,6756   | 52,19 | 12,966 | 31,6  | 1,0398 | 0,12  | 0,1633 | 19 |
|                                   |      | 2024 | 7 | 0,1    | 0,0347 | 0,4017 | 0,4667   | 49,66 | 12,214 | 31,67 | 0,9786 | 0,096 | 0,1957 | 20 |
|                                   |      | 2025 | 7 | 0,1    | 0,0349 | 0,4022 | 0,4673   | 52,18 | 9,4407 | 31,67 | 1,0156 | 0     | 0,268  | 21 |
| PT. Darma<br>Henwa Tbk            | DEWA | 2020 | 8 | 0,16   | 0,316  | 0,17   | 0        | 29,01 | 0,6516 | 29,68 | 0,5506 | 0,19  | 0,075  | 27 |
|                                   |      | 2021 | 8 | 0,16   | 0,317  | 0,17   | 0        | 26,76 | 0,303  | 29,72 | 0,6044 | 0,18  | -0,115 | 28 |
|                                   |      | 2022 | 8 | 0,13   | 0,32   | 0,17   | 0        | 38,75 | 0,264  | 29,78 | 0,7596 | 0,13  | -0,163 | 29 |
|                                   |      | 2023 | 8 | 0,13   | 0,34   | 0,17   | 0        | 52,78 | 0,236  | 29,73 | 0,9060 | 0,08  | -0,174 | 30 |

|                                |      |      |    |        |        |        |          |       |        |       |        |         |        |    |
|--------------------------------|------|------|----|--------|--------|--------|----------|-------|--------|-------|--------|---------|--------|----|
|                                |      | 2024 | 8  | 0,13   | 0,34   | 0,17   | 0        | 54,98 | 0,48   | 29,81 | 0,6850 | 0,20    | -0,142 | 31 |
|                                |      | 2025 | 8  | 0,39   | 0,26   | 0,09   | 0        | 59,56 | 1,84   | 30,45 | 0,382  | 0,21    | 0,075  | 32 |
| PT. Harum Energy Tbk           | HRUM | 2020 | 9  | 0,9108 | 0,0185 | 0,7979 | 0,0001   | 24,89 | 1,233  | 29,58 | 0,3165 | 0,0047  | 0,4506 | 24 |
|                                |      | 2021 | 9  | 0,9191 | 0,0282 | 0,7979 | 0,0001   | 30,15 | 2,493  | 30,16 | 0,3844 | 0,11    | 0,191  | 25 |
|                                |      | 2022 | 9  | 0,8872 | 0,0323 | 0,7979 | 0,0001   | 31,48 | 1,3127 | 30,63 | 0,7073 | 0,0018  | 0,2296 | 26 |
|                                |      | 2023 | 9  | 0,8919 | 0,0399 | 0,7979 | 0,0001   | 35,88 | 0,9975 | 30,86 | 0,5667 | 0,1275  | 0,1074 | 27 |
|                                |      | 2024 | 9  | 0,8959 | 0,0273 | 0,7979 | 0,0002   | 39,13 | 0,6438 | 31,36 | 0,5032 | 0,12    | 0,1047 | 28 |
|                                |      | 2025 | 9  | 0,8773 | 0,011  | 0,7979 | 0,002    | 44,76 | 0,7077 | 31,69 | 0,3894 | 0,1796  | 0,05   | 29 |
| PT Vale Indonesia Tbk          | INCO | 2020 | 10 | 0,2852 | 0,6749 | 0,4379 | 0        | 57,23 | 1,6793 | 31,12 | 0,3304 | 0,00003 | 0,2312 | 52 |
|                                |      | 2021 | 10 | 0,2606 | 0,6866 | 0,4379 | 0        | 57,43 | 1,447  | 31,19 | 0,3855 | 0,0019  | 0,2702 | 53 |
|                                |      | 2022 | 10 | 0,2657 | 0,7097 | 0,4379 | 0        | 62,06 | 1,826  | 31,36 | 0,4437 | 0,0022  | 0,3065 | 54 |
|                                |      | 2023 | 10 | 0,2715 | 0,6859 | 0,4379 | 0,000002 | 65,05 | 1,074  | 31,44 | 0,4211 | 0,0029  | 0,279  | 55 |
|                                |      | 2024 | 10 | 0,423  | 0,5284 | 0,34   | 0,000015 | 64,79 | 0,883  | 31,57 | 0,2992 | 0,0025  | 0,2334 | 56 |
|                                |      | 2025 | 10 | 0,4329 | 0,5334 | 0,34   | 0,000004 | 67,14 | 1,16   | 31,64 | 0,2959 | 0,001   | 0,1157 | 57 |
| PT Indika Energy Tbk           | INDY | 2020 | 11 | 0,7107 | 0,0507 | 0,3779 | 0,0028   | 43,66 | 0,9347 | 31,53 | 0,5946 | 0,49    | 0,197  | 19 |
|                                |      | 2021 | 11 | 0,7089 | 0,0576 | 0,3779 | 0,0028   | 51,66 | 0,913  | 31,6  | 0,8314 | 0,39    | 0,259  | 20 |
|                                |      | 2022 | 11 | 0,7022 | 0,1226 | 0,3779 | 0,0027   | 53,22 | 0,879  | 31,67 | 1,206  | 0,31    | 0,229  | 21 |
|                                |      | 2023 | 11 | 0,6951 | 0,0996 | 0,3779 | 0,0027   | 61,65 | 0,713  | 31,5  | 0,972  | 0,35    | 0,161  | 22 |
|                                |      | 2024 | 11 | 0,7017 | 0,0641 | 0,3779 | 0,0027   | 64,21 | 0,705  | 31,5  | 0,826  | 0,36    | 0,230  | 23 |
|                                |      | 2025 | 11 | 0,744  | 0,046  | 0,3779 | 0,0034   | 64,21 | 0,779  | 31,53 | 0,692  | 0,3671  | 0,185  | 24 |
| PT Indah Kiat Pulp & Paper TBK | INKP | 2020 | 12 | 0,6595 | 0,2948 | 0,5325 | 0        | 45,74 | 0,9872 | 32,42 | 0,3515 | 0,43    | 0,2847 | 42 |
|                                |      | 2021 | 12 | 0,651  | 0,2871 | 0,5325 | 0,000041 | 44,91 | 0,804  | 32,48 | 0,3917 | 0,4     | 0,2714 | 43 |
|                                |      | 2022 | 12 | 0,6508 | 0,2935 | 0,5325 | 0,000041 | 49,02 | 0,733  | 32,65 | 0,415  | 0,35    | 0,3357 | 44 |
|                                |      | 2023 | 12 | 0,6622 | 0,2832 | 0,5554 | 0,000041 | 48,65 | 0,70   | 32,68 | 0,344  | 0,34    | 0,3458 | 45 |
|                                |      | 2024 | 12 | 0,684  | 0,252  | 0,5746 | 0,000041 | 55,85 | 0,651  | 32,88 | 0,271  | 0,39    | 0,3327 | 46 |
|                                |      | 2025 | 12 | 0,7261 | 0,2082 | 0,5831 | 0,000041 | 61,22 | 0,670  | 32,96 | 0,257  | 0,38    | 0,3127 | 47 |

|                                            |      |      |    |        |        |        |          |       |       |       |        |        |         |    |
|--------------------------------------------|------|------|----|--------|--------|--------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|----|
| PT<br>Indocement<br>Tunggal<br>Perkasa Tbk | INTP | 2020 | 13 | 0,1147 | 0,8746 | 0,51   | 0        | 59,11 | 2,138 | 30,94 | 0,52   | 0,02   | 0,2956  | 35 |
|                                            |      | 2021 | 13 | 0,1438 | 0,8404 | 0,51   | 0        | 55,39 | 1,85  | 30,89 | 0,57   | 0,198  | 0,26    | 36 |
|                                            |      | 2022 | 13 | 0,093  | 0,8108 | 0,51   | 0        | 59,3  | 1,36  | 30,88 | 0,64   | 0,04   | 0,214   | 37 |
|                                            |      | 2023 | 13 | 0,1146 | 0,7978 | 0,51   | 0        | 60,25 | 1,18  | 31,02 | 0,61   | 0,09   | 0,0627  | 38 |
|                                            |      | 2024 | 13 | 0,0946 | 0,7909 | 0,51   | 0        | 62,34 | 0,98  | 31,05 | 0,61   | 0,08   | 0,1057  | 39 |
|                                            |      | 2025 | 13 | 0,0876 | 0,8291 | 0,534  | 0        | 60,66 | 0,91  | 31,09 | 0,56   | 0,0865 | 0,1611  | 40 |
| PT Indo<br>Tambangraya<br>Megah Tbk        | ITMG | 2020 | 14 | 0,0479 | 0,7899 | 0,6514 | 0,0012   | 60,15 | 1,197 | 30,42 | 1,023  | 0,06   | 0,1835  | 31 |
|                                            |      | 2021 | 14 | 0,0773 | 0,8092 | 0,6514 | 0,0012   | 64,34 | 1,215 | 30,8  | 1,246  | 0,03   | 0,3741  | 32 |
|                                            |      | 2022 | 14 | 0,0598 | 0,8219 | 0,6514 | 0,0012   | 69,37 | 1,337 | 31,35 | 1,377  | 0,02   | 0,5011  | 33 |
|                                            |      | 2023 | 14 | 0,0484 | 0,8073 | 0,6514 | 0,0012   | 75,6  | 1,044 | 31,15 | 1,085  | 0,02   | 0,4505  | 34 |
|                                            |      | 2024 | 14 | 0,0407 | 0,8217 | 0,6514 | 0,0012   | 75,79 | 0,973 | 31,29 | 0,96   | 0,03   | 0,4533  | 35 |
|                                            |      | 2025 | 14 | 0,046  | 0,7845 | 0,6514 | 0,0012   | 76,32 | 0,66  | 31,35 | 0,78   | 0,04   | 0,3953  | 36 |
| PT Krakatau<br>Steel<br>(Persero)<br>Tbk   | KRAS | 2020 | 15 | 0,8415 | 0,0381 | 0,8    | 0,000011 | 31,32 | 1,004 | 31,53 | 0,3883 | 0,65   | 0,0023  | 49 |
|                                            |      | 2021 | 15 | 0,8334 | 0,0351 | 0,8    | 0,0003   | 32,04 | 0,981 | 31,62 | 0,5713 | 0,64   | -0,1361 | 50 |
|                                            |      | 2022 | 15 | 0,8357 | 0,0368 | 0,8    | 0,000352 | 38,81 | 0,941 | 31,54 | 0,708  | 0,58   | -0,4196 | 51 |
|                                            |      | 2023 | 15 | 0,8327 | 0,0316 | 0,8    | 0,000014 | 43,31 | 0,877 | 31,41 | 0,5103 | 0,546  | -0,5231 | 52 |
|                                            |      | 2024 | 15 | 0,8327 | 0,0316 | 0,8    | 0,000004 | 48,73 | 0,906 | 31,48 | 0,3298 | 0,52   | -0,5435 | 53 |
|                                            |      | 2025 | 15 | 0,8376 | 0,029  | 0,8    | 0,000004 | 54,68 | 0,54  | 31,46 | 0,347  | 0,3944 | -0,0766 | 54 |
| PT Merdeka<br>Copper Gold<br>Tbk           | MDKA | 2020 | 16 | 0,6209 | 0,2205 | 0,0895 | 0,1913   | 29,74 | 4,502 | 30,2  | 0,3462 | 0,290  | 0,0076  | 8  |
|                                            |      | 2021 | 16 | 0,5924 | 0,2537 | 0,1829 | 0,0953   | 35,96 | 5,294 | 30,53 | 0,298  | 0,296  | 0,0892  | 9  |
|                                            |      | 2022 | 16 | 0,5719 | 0,289  | 0,1835 | 0,0798   | 47,69 | 2,389 | 31,73 | 0,2244 | 0,36   | 0,0751  | 10 |
|                                            |      | 2023 | 16 | 0,5651 | 0,2829 | 0,188  | 0,0063   | 50,91 | 1,663 | 31,97 | 0,3438 | 0,32   | 0,0599  | 11 |
|                                            |      | 2024 | 16 | 0,5894 | 0,2482 | 0,194  | 0,0103   | 60,03 | 1,289 | 32,06 | 0,4275 | 0,33   | 0,022   | 12 |
|                                            |      | 2025 | 16 | 0,583  | 0,2331 | 0,1937 | 0,0104   | 62,04 | 0,9   | 32,26 | 0,332  | 0,36   | 0,049   | 13 |
| PT Medco<br>Energy                         | MEDC | 2020 | 17 | 0,5877 | 0,3125 | 0,515  | 0,0067   | 59,38 | 1,008 | 32,05 | 0,1870 | 0,51   | 0,11    | 39 |
|                                            |      | 2021 | 17 | 0,6107 | 0,3117 | 0,515  | 0,013    | 69,13 | 0,955 | 32,03 | 0,2328 | 0,57   | 0,1223  | 40 |

|                             |      |      |    |        |        |        |          |       |        |       |        |       |        |    |
|-----------------------------|------|------|----|--------|--------|--------|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|----|
| Internasional Tbk           |      | 2022 | 17 | 0,6215 | 0,3038 | 0,515  | 0,0115   | 70,29 | 1,012  | 32,32 | 0,3336 | 0,48  | 0,0537 | 41 |
|                             |      | 2023 | 17 | 0,6174 | 0,3021 | 0,515  | 0,0133   | 73,15 | 1,007  | 32,38 | 0,3012 | 0,47  | 0,0167 | 42 |
|                             |      | 2024 | 17 | 0,5895 | 0,3344 | 0,515  | 0,0149   | 77,14 | 0,948  | 32,48 | 0,3027 | 0,45  | 0,0393 | 43 |
|                             |      | 2025 | 17 | 0,6169 | 0,3246 | 0,515  | 0,0145   | 74,05 | 0,71   | 32,57 | 0,2864 | 0,47  | 0,0291 | 44 |
| PT Bukit Asam Tbk           | PTBA | 2020 | 19 | 0,824  | 0,081  | 0,6593 | 0,000025 | 62,44 | 1,61   | 30,81 | 0,7202 | 0,04  | 0,1867 | 35 |
|                             |      | 2021 | 19 | 0,792  | 0,1006 | 0,6593 | 0,000035 | 62,85 | 1,196  | 31,22 | 0,8100 | 0,03  | 0,2965 | 36 |
|                             |      | 2022 | 19 | 0,7792 | 0,1152 | 0,6593 | 0,000035 | 63,99 | 1,302  | 31,45 | 0,9402 | 0,03  | 0,3027 | 37 |
|                             |      | 2023 | 19 | 0,7579 | 0,1057 | 0,6593 | 0,000035 | 70,63 | 1,17   | 31,29 | 0,9929 | 0,03  | 0,1336 | 38 |
|                             |      | 2024 | 19 | 0,766  | 0,1038 | 0,6593 | 0,000035 | 74,86 | 1,219  | 31,36 | 1,0234 | 0,05  | 0,078  | 39 |
|                             |      | 2025 | 19 | 0,7426 | 0,0945 | 0,6593 | 0,000027 | 76,46 | 0,6935 | 31,41 | 0,9712 | 0,09  | 0,0345 | 40 |
| PT Timah Tbk                | TINS | 2020 | 20 | 0,7805 | 0,0942 | 0,65   | 0        | 38,73 | 1,422  | 30,31 | 1,0481 | 0,48  | 0,0477 | 43 |
|                             |      | 2021 | 20 | 0,7527 | 0,0709 | 0,65   | 0        | 39,22 | 1,308  | 30,32 | 0,9943 | 0,35  | 0,1183 | 44 |
|                             |      | 2022 | 20 | 0,7525 | 0,072  | 0,65   | 0        | 45,43 | 1,128  | 30,2  | 0,9569 | 0,21  | 0,2363 | 45 |
|                             |      | 2023 | 20 | 0,741  | 0,0457 | 0,65   | 0        | 66,77 | 0,89   | 30,18 | 0,6529 | 0,271 | 0,1196 | 46 |
|                             |      | 2024 | 20 | 0,7572 | 0,0977 | 0,65   | 0        | 75,05 | 1,041  | 30,18 | 0,8482 | 0,15  | 0,2588 | 47 |
|                             |      | 2025 | 20 | 0,8033 | 0,076  | 0,65   | 0        | 76,25 | 1,8129 | 30,24 | 0,8468 | 0,115 | 0,2901 | 48 |
| PT Chandra Asri Pacific Tbk | TPIA | 2020 | 21 | 0,437  | 0,4086 | 0,4188 | 0,0017   | 29,69 | 3,43   | 31,56 | 0,5027 | 0,23  | 0,1776 | 32 |
|                             |      | 2021 | 21 | 0,508  | 0,4078 | 0,3463 | 0,0016   | 42,65 | 2,44   | 31,9  | 0,5168 | 0,22  | 0,3995 | 33 |
|                             |      | 2022 | 21 | 0,5063 | 0,4075 | 0,3463 | 0,0016   | 45,12 | 3,17   | 31,98 | 0,4837 | 0,30  | 0,3395 | 34 |
|                             |      | 2023 | 21 | 0,505  | 0,4104 | 0,3463 | 0,0016   | 52,31 | 5,56   | 32,09 | 0,3847 | 0,31  | 0,3598 | 35 |
|                             |      | 2024 | 21 | 0,4985 | 0,4469 | 0,3463 | 0,0017   | 61,77 | 7,45   | 31,15 | 0,3155 | 0,35  | 0,2934 | 36 |
|                             |      | 2025 | 21 | 0,4982 | 0,4471 | 0,3463 | 0,0017   | 66,54 | 3,44   | 32,94 | 0,5697 | 0,44  | 0,2637 | 37 |
| PT United Tractors Tbk      | UNTR | 2020 | 22 | 0,7393 | 0,2363 | 0,595  | 0,000035 | 39,26 | 1,12   | 32,23 | 0,6047 | 0,13  | 0,233  | 47 |
|                             |      | 2021 | 22 | 0,7176 | 0,2542 | 0,595  | 0,000035 | 45,2  | 0,82   | 32,35 | 0,7059 | 0,08  | 0,268  | 48 |
|                             |      | 2022 | 22 | 0,7182 | 0,2588 | 0,595  | 0,000035 | 44,09 | 0,6955 | 32,58 | 0,8799 | 0,02  | 0,2626 | 49 |
|                             |      | 2023 | 22 | 0,7042 | 0,2451 | 0,595  | 0,0001   | 51,43 | 0,656  | 32,67 | 0,8348 | 0,12  | 0,1274 | 50 |

|                                 |      |      |    |        |        |       |        |       |        |       |        |      |        |    |
|---------------------------------|------|------|----|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|------|--------|----|
|                                 |      | 2024 | 22 | 0,7149 | 0,2503 | 0,595 | 0,0001 | 49,17 | 0,6928 | 32,76 | 0,7932 | 0,12 | 0,1491 | 51 |
|                                 |      | 2025 | 22 | 0,7188 | 0,2533 | 0,595 | 0,0003 | 49,3  | 0,7005 | 31,81 | 0,7392 | 0,11 | 0,1066 | 52 |
| PT Wijaya<br>Karya Beton<br>Tbk | WTON | 2020 | 23 | 0,7656 | 0,0196 | 0,6   | 0,0086 | 49,74 | 0,7231 | 29,77 | 0,5645 | 0,33 | 0,0636 | 23 |
|                                 |      | 2021 | 23 | 0,742  | 0,0145 | 0,6   | 0,007  | 55,41 | 0,4018 | 29,82 | 0,4831 | 0,16 | 0,0622 | 24 |
|                                 |      | 2022 | 23 | 0,7355 | 0,015  | 0,6   | 0,0038 | 62,48 | 0,3278 | 29,88 | 0,6355 | 0,15 | 0,0716 | 25 |
|                                 |      | 2023 | 23 | 0,7278 | 0,01   | 0,6   | 0,0018 | 65,8  | 0,6482 | 29,66 | 0,5508 | 0,05 | 0,1564 | 26 |
|                                 |      | 2024 | 23 | 0,7248 | 0,01   | 0,600 | 0,002  | 69,73 | 0,5808 | 29,60 | 0,6805 | 0,07 | 0,1813 | 27 |
|                                 |      | 2025 | 23 | 0,7272 | 0,01   | 0,6   | 0,002  | 73,09 | 0,554  | 29,47 | 0,57   | 0,41 | 0,206  | 28 |

## Lampiran 2. Hasil Olah Data Regresi Data Panel pada STATA

### Analisis Statistik Data

```
. summarize IO FO OC ESGD TOBINSQ FIRMSIZE AU LEVERAGE NWC FIRMAGE
```

| Variable | Obs | Mean     | Std. dev. | Min    | Max    |
|----------|-----|----------|-----------|--------|--------|
| IO       | 132 | .4954848 | .2938825  | .0238  | .9191  |
| FO       | 132 | .3063667 | .2770793  | .01    | .8782  |
| OC       | 132 | .5282985 | .1725306  | .0895  | .8     |
| ESGD     | 132 | 53.72864 | 12.79673  | 21.89  | 77.14  |
| TOBINSQ  | 132 | 1.643302 | 2.044698  | .236   | 12.966 |
| FIRMSIZE | 132 | 31.51318 | .9913937  | 29.47  | 33.86  |
| AU       | 132 | .6530242 | .3342235  | .187   | 1.749  |
| LEVERAGE | 132 | .2176828 | .1691706  | 0      | .65    |
| NWC      | 132 | .158447  | .2142853  | -.5435 | 1.561  |
| FIRMAGE  | 132 | 37.77273 | 13.52611  | 8      | 68     |

### Analisis Korelasi Antar Variabel

|          | IO      | FO      | OC      | ESGD    | TOBINSQ | FIRMSIZE | LEVERAGE |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| IO       | 1.0000  |         |         |         |         |          |          |
| FO       | -0.7015 | 1.0000  |         |         |         |          |          |
| OC       | 0.3176  | -0.2537 | 1.0000  |         |         |          |          |
| ESGD     | -0.0486 | 0.3107  | -0.0274 | 1.0000  |         |          |          |
| TOBINSQ  | -0.2346 | -0.1166 | -0.1224 | -0.1228 | 1.0000  |          |          |
| FIRMSIZE | -0.1983 | 0.2829  | 0.0140  | 0.0345  | 0.0081  | 1.0000   |          |
| LEVERAGE | 0.2226  | -0.2709 | -0.0042 | -0.2203 | -0.1218 | 0.2622   | 1.0000   |
| FIRMAGE  | -0.1048 | 0.4118  | 0.3296  | 0.2271  | -0.2954 | 0.3754   | 0.0448   |
| NWC      | -0.0257 | 0.0960  | 0.1318  | 0.1274  | 0.1067  | 0.0576   | -0.3221  |
|          | FIRMAGE |         | NWC     |         |         |          |          |
| FIRMAGE  | 1.0000  |         |         |         |         |          |          |
| NWC      | -0.0916 |         | 1.0000  |         |         |          |          |

## Model 1. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan

### - Uji Chow Model 1

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      132
Group variable: id                    Number of groups =       22

R-squared:                             Obs per group:
  Within = 0.0773                      min =          6
  Between = 0.2983                     avg =         6.0
  Overall = 0.1876                     max =          6

corr(u_i, Xb) = -0.8809                F(8, 102)       =       1.07
                                      Prob > F         =     0.3915
```

| TOBINSQ  | Coefficient | Std. err. | t     | P> t  | [95% conf. interval] |                                   |
|----------|-------------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------------------------------|
| IO       | 6.634636    | 3.434089  | 1.93  | 0.056 | -.176864             | 13.44614                          |
| FO       | 6.626129    | 3.229117  | 2.05  | 0.043 | .2211909             | 13.03107                          |
| OC       | -5.189111   | 3.871533  | -1.34 | 0.183 | -12.86828            | 2.490056                          |
| FIRMSIZE | -4.985178   | .4080665  | -1.22 | 0.225 | -1.307916            | .3108802                          |
| AU       | -.23579     | .8605543  | -0.27 | 0.785 | -1.942695            | 1.471115                          |
| LEVERAGE | -.3496888   | 1.536777  | -0.23 | 0.820 | -3.397878            | 2.6985                            |
| NWC      | -.916122    | .773766   | -1.18 | 0.239 | -2.450883            | .6186391                          |
| FIRMAGE  | .0629667    | .0754103  | 0.82  | 0.412 | -.0875093            | .2116427                          |
| _cons    | 12.80802    | 11.26915  | 1.14  | 0.258 | -9.54429             | 35.16033                          |
| sigma_u  | 3.267291    |           |       |       |                      |                                   |
| sigma_e  | 1.1870535   |           |       |       |                      |                                   |
| rho      | .88339435   |           |       |       |                      | (fraction of variance due to u_i) |

```
F test that all u_i=0: F(21, 102) = 8.39      Prob > F = 0.0000
```

Uji Chow Model 1 Prob > F : 0,0000

## Uji Chow Model 2

```
. xtreg ESGD IO FO OC FIRMSIZE AU LEVERAGE NWC FIRMAGE, fe
```

|                                   |                  |   |               |
|-----------------------------------|------------------|---|---------------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs    | = | 132           |
| Group variable: id                | Number of groups | = | 22            |
| R-squared:                        | Obs per group:   |   |               |
| Within = <b>0.7282</b>            | min =            |   | <b>6</b>      |
| Between = <b>0.0478</b>           | avg =            |   | <b>6.0</b>    |
| Overall = <b>0.0597</b>           | max =            |   | <b>6</b>      |
|                                   | F(8, 102)        | = | <b>34.16</b>  |
| corr(u_i, Xb) = <b>-0.9679</b>    | Prob > F         | = | <b>0.0000</b> |

|          | ESGD | Coefficient | Std. err. | t     | P> t  | [95% conf. interval]              |
|----------|------|-------------|-----------|-------|-------|-----------------------------------|
| IO       |      | 6.215663    | 13.58646  | 0.46  | 0.648 | -20.73302 33.16434                |
| FO       |      | 10.7747     | 12.77552  | 0.84  | 0.401 | -14.56548 36.11488                |
| OC       |      | -11.80754   | 15.31714  | -0.77 | 0.443 | -42.18902 18.57393                |
| FIRMSIZE |      | 3.498212    | 1.614454  | 2.17  | 0.033 | .2959499 6.790474                 |
| AU       |      | -5.591607   | 3.404655  | -1.64 | 0.104 | -12.34472 1.161509                |
| LEVERAGE |      | -15.87475   | 6.080027  | -2.61 | 0.010 | -27.93446 -3.815049               |
| NWC      |      | -5.5789716  | 3.061289  | -0.19 | 0.850 | -6.651025 5.493082                |
| FIRMAGE  |      | 3.419251    | .2983496  | 11.46 | 0.000 | 2.827476 4.011026                 |
| _cons    |      | -178.6096   | 44.58472  | -4.01 | 0.000 | -267.0432 -90.17605               |
| sigma_u  |      | 47.423975   |           |       |       |                                   |
| sigma_e  |      | 4.6963999   |           |       |       |                                   |
| rho      |      | .99028629   |           |       |       | (fraction of variance due to u_i) |

F test that all u\_i=0: F(21, 102) = 31.64      Prob > F = **0.0000**

Uji Chow Model 2 Prob > F : 0.0000

## Uji Chow Model 3

|                                   |                  |   |               |
|-----------------------------------|------------------|---|---------------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs    | = | 132           |
| Group variable: id                | Number of groups | = | 22            |
| R-squared:                        | Obs per group:   |   |               |
| Within = <b>0.0983</b>            | min =            |   | <b>6</b>      |
| Between = <b>0.0642</b>           | avg =            |   | <b>6.0</b>    |
| Overall = <b>0.0332</b>           | max =            |   | <b>6</b>      |
|                                   | F(9, 101)        | = | <b>1.22</b>   |
| corr(u_i, Xb) = <b>-0.8063</b>    | Prob > F         | = | <b>0.2889</b> |

|          | TOBINSQ | Coefficient | Std. err. | t     | P> t  | [95% conf. interval]              |
|----------|---------|-------------|-----------|-------|-------|-----------------------------------|
| ESGD     |         | .0381778    | .0248618  | 1.54  | 0.128 | -.0111414 .087497                 |
| IO       |         | 6.397335    | 3.414952  | 1.87  | 0.064 | -.3770106 13.17168                |
| FO       |         | 6.214774    | 3.218998  | 1.93  | 0.056 | -.1708515 12.6004                 |
| OC       |         | -4.738325   | 3.857201  | -1.23 | 0.222 | -12.38997 2.913323                |
| FIRMSIZE |         | -.6320718   | .4146015  | -1.52 | 0.131 | -1.45453 .1903861                 |
| AU       |         | -.0223147   | .8661115  | -0.03 | 0.979 | -1.700447 1.695818                |
| LEVERAGE |         | .2563745    | 1.576839  | 0.16  | 0.871 | -2.871649 3.384398                |
| NWC      |         | -.8940182   | .7688005  | -1.16 | 0.248 | -2.419112 .6310753                |
| FIRMAGE  |         | -.0684728   | .1133071  | -0.60 | 0.547 | -.2932436 .156298                 |
| _cons    |         | 19.62695    | 12.04341  | 1.63  | 0.106 | -4.263944 43.51784                |
| sigma_u  |         | 2.9707119   |           |       |       |                                   |
| sigma_e  |         | 1.1792291   |           |       |       |                                   |
| rho      |         | .86387815   |           |       |       | (fraction of variance due to u_i) |

F test that all u\_i=0: F(21, 101) = 8.61      Prob > F = **0.0000**

Uji Chow Model 3 Prob > F : 0.0000

## Uji Hausman Model 1

|          | Coefficients |           |            |                     |
|----------|--------------|-----------|------------|---------------------|
|          | (b)          | (B)       | (b-B)      | sqrt(diag(V_b-V_B)) |
|          | fe1          | re1       | Difference | Std. err.           |
| IO       | 6.634636     | -1.507575 | 8.142211   | 3.036312            |
| FO       | 6.626129     | -1.157316 | 7.783445   | 2.741468            |
| OC       | -5.189111    | -.862717  | -4.326394  | 3.353316            |
| FIRMSIZE | -.4985178    | .0153173  | -.5138351  | .2953729            |
| AU       | -.23579      | .0809433  | -.3167333  | .5049183            |
| LEVERAGE | -.3496888    | -1.191178 | .8414897   | .6927597            |
| NWC      | -.916122     | -.243715  | -.672407   | .2043841            |
| FIRMAGE  | .0620667     | -.027547  | .0896137   | .0690103            |

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtreg**.  
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtreg**.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= **17.23**  
Prob > chi2 = **0.0278**

Uji Hausman Model 1 Prob > chi2 : 0.0278

## Uji Hausman Model 2

|          | Coefficients |            |                     |                                              |
|----------|--------------|------------|---------------------|----------------------------------------------|
|          | (b)<br>fe2   | (B)<br>re2 | (b-B)<br>Difference | $\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$<br>Std. err. |
| IO       | 6.215663     | 8.895381   | -2.679718           | 6.785119                                     |
| FO       | 10.7747      | -2.367746  | 13.14245            | 5.136059                                     |
| OC       | -11.80754    | -17.43381  | 5.626272            | 7.766745                                     |
| FIRMSIZE | 3.498212     | 7.305733   | -3.807521           | .                                            |
| AU       | -5.591607    | -2.604824  | -2.986783           | .                                            |
| LEVERAGE | -15.87475    | -28.09626  | 12.22151            | .                                            |
| NWC      | -.5789716    | 1.32594    | -1.904912           | .                                            |
| FIRMGAGE | 3.419251     | 1.036384   | 2.382867            | .1966981                                     |

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.  
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$   
= 129.63  
Prob >  $\chi^2$  = 0.0000  
(V\_b - V\_B is not positive definite)

Uji Hausman Model 2 Prob >  $\chi^2$  = 0.0000

## Uji Hausman Model 3

|          | Coefficients |            |                     |                                              |
|----------|--------------|------------|---------------------|----------------------------------------------|
|          | (b)<br>fe2   | (B)<br>re2 | (b-B)<br>Difference | $\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$<br>Std. err. |
| IO       | 6.215663     | 8.895381   | -2.679718           | 6.785119                                     |
| FO       | 10.7747      | -2.367746  | 13.14245            | 5.136059                                     |
| OC       | -11.80754    | -17.43381  | 5.626272            | 7.766745                                     |
| FIRMSIZE | 3.498212     | 7.305733   | -3.807521           | .                                            |
| AU       | -5.591607    | -2.604824  | -2.986783           | .                                            |
| LEVERAGE | -15.87475    | -28.09626  | 12.22151            | .                                            |
| NWC      | -.5789716    | 1.32594    | -1.904912           | .                                            |
| FIRMGAGE | 3.419251     | 1.036384   | 2.382867            | .1966981                                     |

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.  
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$   
= 129.63  
Prob >  $\chi^2$  = 0.0000  
(V\_b - V\_B is not positive definite)

Uji Hausman Model 3 Prob >  $\chi^2$  = 0.00

## Uji Lagrange Multiplier Model 1

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

TOBINSQ[id,t] =  $X_b + u[id] + e[id,t]$

Estimated results:

|         | Var      | SD = $\sqrt{\text{Var}}$ |
|---------|----------|--------------------------|
| TOBINSQ | 4.180792 | 2.044698                 |
| e       | 1.409096 | 1.187054                 |
| u       | 2.536631 | 1.59268                  |

Test: Var(u) = 0

$\chi^2(1) = 72.96$   
Prob >  $\chi^2$  = 0.0000

Prob >  $\chi^2$  = 0.000

## Uji Lagrange Multiplier Model 2

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

ESGD[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

Estimated results:

|      | Var      | SD = sqrt(Var) |
|------|----------|----------------|
| ESGD | 163.7564 | 12.79673       |
| e    | 22.05617 | 4.6964         |
| u    | 105.8865 | 10.29012       |

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 66.75  
Prob > chibar2 = 0.0000

Prob > chibar2 = 0.0000

## Uji Lagrange Multiplier Model 3

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

TOBINSQ[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

Estimated results:

|         | Var      | SD = sqrt(Var) |
|---------|----------|----------------|
| TOBINSQ | 4.180792 | 2.044698       |
| e       | 1.390581 | 1.179229       |
| u       | 2.746165 | 1.657156       |

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 72.40  
Prob > chibar2 = 0.0000

Prob > chibar2 = 0.0000

## Tahap Uji Multikolinearitas Model 1

. vif

| Variable | VIF  | 1/VIF    |
|----------|------|----------|
| FO       | 3.21 | 0.311277 |
| IO       | 2.21 | 0.451572 |
| FIRMAGE  | 2.04 | 0.490237 |
| LEVERAGE | 1.61 | 0.622440 |
| OC       | 1.58 | 0.632795 |
| FIRMSIZE | 1.45 | 0.687460 |
| AU       | 1.38 | 0.722770 |
| NWC      | 1.30 | 0.771308 |
| Mean VIF | 1.85 |          |

## Tahap Uji Multikolinearitas Model 2

. vif

| Variable | VIF  | 1/VIF    |
|----------|------|----------|
| FO       | 3.21 | 0.311277 |
| IO       | 2.21 | 0.451572 |
| FIRMAGE  | 2.04 | 0.490237 |
| LEVERAGE | 1.61 | 0.622440 |
| OC       | 1.58 | 0.632795 |
| FIRMSIZE | 1.45 | 0.687460 |
| AU       | 1.38 | 0.722770 |
| NWC      | 1.30 | 0.771308 |
| Mean VIF | 1.85 |          |

### Tahap Uji Multikolinearitas Model 3

```
. vif
```

| Variable | VIF  | 1/VIF    |
|----------|------|----------|
| FO       | 3.48 | 0.287527 |
| IO       | 2.35 | 0.426181 |
| FIRMAGE  | 2.06 | 0.486051 |
| LEVERAGE | 1.62 | 0.618656 |
| OC       | 1.59 | 0.627444 |
| FIRMSIZE | 1.45 | 0.687415 |
| AU       | 1.42 | 0.701769 |
| NWC      | 1.30 | 0.769985 |
| ESGD     | 1.27 | 0.788025 |
| Mean VIF | 1.84 |          |

### Tahap Uji Heteroskedastisitas Model 1

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (22) = 1387631.77  
Prob > chi2 = 0.0000

### Tahap Uji Heteroskedastisitas Model 2

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (22) = 2581.29  
Prob > chi2 = 0.0000

### Tahap Uji Heteroskedastisitas Model 3

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (22) = 550860.03  
Prob > chi2 = 0.0000

## Tahap Uji Autokorelasi Model 1

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 21) = **1013.448**  
Prob > F = **0.0000**

## Tahap Uji Autokorelasi Model 2

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 21) = **35.113**  
Prob > F = **0.0000**

## Tahap Uji Autokorelasi Model 3

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 21) = **977.382**  
Prob > F = **0.0000**

## Tahap Uji Normalitas Model 1

```
. swilk resid_m1
```

Shapiro-Wilk W test for normal data

| Variable | Obs | W       | V      | z     | Prob>z  |
|----------|-----|---------|--------|-------|---------|
| resid_m1 | 132 | 0.62969 | 38.633 | 8.228 | 0.00000 |

```
. sktest resid_m1
```

Skewness and kurtosis tests for normality

| Variable | Obs | Pr(skewness) | Pr(kurtosis) | Joint test<br>Adj chi2(2) | Prob>chi2 |
|----------|-----|--------------|--------------|---------------------------|-----------|
| resid_m1 | 132 | 0.0000       | 0.0000       | 49.73                     | 0.0000    |

## Tahap Uji Normalitas Model 2

```
. swilk resid_m2
```

Shapiro-Wilk W test for normal data

| Variable | Obs | W       | V     | z     | Prob>z  |
|----------|-----|---------|-------|-------|---------|
| resid_m2 | 132 | 0.98882 | 1.166 | 0.346 | 0.36468 |

```
. sktest resid_m2
```

Skewness and kurtosis tests for normality

| Variable | Obs | Pr(skewness) | Pr(kurtosis) | Joint test<br>Adj chi2(2) | Prob>chi2 |
|----------|-----|--------------|--------------|---------------------------|-----------|
| resid_m2 | 132 | 0.4577       | 0.3063       | 1.63                      | 0.4435    |

## Tahap Uji Normalitas Model 3

```
. swilk resid_m3
```

Shapiro-Wilk W test for normal data

| Variable | Obs | W       | V      | z     | Prob>z  |
|----------|-----|---------|--------|-------|---------|
| resid_m3 | 132 | 0.64750 | 36.774 | 8.117 | 0.00000 |

```
.
. sktest resid_m3
```

Skewness and kurtosis tests for normality

| Variable | Obs | Pr(skewness) | Pr(kurtosis) | Adj chi2(2) | Prob>chi2 |
|----------|-----|--------------|--------------|-------------|-----------|
| resid_m3 | 132 | 0.0000       | 0.0000       | 51.25       | 0.0000    |

## Tahap Regresi Akhir

### Model 1

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **id**

Number of obs = 132  
Number of groups = 22

R-squared:  
Within = 0.0773  
Between = 0.2983  
Overall = 0.1876

Obs per group:  
min = 6  
avg = 6.0  
max = 6

corr(u\_i, Xb) = -0.8809

F(8, 21) = 9.32  
Prob > F = 0.0000

(Std. err. adjusted for 22 clusters in id)

| TOBINSQ  | Coefficient | Robust<br>std. err.               | t     | P> t  | [95% conf. interval] |           |
|----------|-------------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------|-----------|
| IO       | 6.634636    | 1.827076                          | 3.63  | 0.002 | 2.835024             | 10.43425  |
| FO       | 6.626129    | 2.100731                          | 3.15  | 0.005 | 2.257419             | 10.99484  |
| OC       | -5.189111   | 1.851086                          | -2.80 | 0.011 | -9.038654            | -1.339568 |
| FIRMSIZE | -.4985178   | .9085546                          | -0.55 | 0.589 | -2.38796             | 1.390925  |
| AU       | -.23579     | .4781245                          | -0.49 | 0.627 | -1.230104            | .7585244  |
| LEVERAGE | -.3496888   | 1.842436                          | -0.19 | 0.851 | -4.181245            | 3.481867  |
| NWC      | -.916122    | 1.331251                          | -0.69 | 0.499 | -3.68461             | 1.852366  |
| FIRIMAGE | .0620667    | .069483                           | 0.89  | 0.382 | -.082431             | .2065644  |
| _cons    | 12.80802    | 27.14083                          | 0.47  | 0.642 | -43.63442            | 69.25046  |
| sigma_u  | 3.267291    |                                   |       |       |                      |           |
| sigma_e  | 1.1870535   |                                   |       |       |                      |           |
| rho      | .88339435   | (fraction of variance due to u_i) |       |       |                      |           |

## Model 2

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **id**

Number of obs = **132**  
Number of groups = **22**

R-squared:  
Within = **0.7282**  
Between = **0.0478**  
Overall = **0.0597**

Obs per group:  
min = **6**  
avg = **6.0**  
max = **6**

F(8, 21) = **13.85**  
Prob > F = **0.0000**

corr(u\_i, Xb) = **-0.9679**

(Std. err. adjusted for 22 clusters in **id**)

| ESGD     | Coefficient      | Robust<br>std. err.               | t            | P> t         | [95% conf. interval] |                  |
|----------|------------------|-----------------------------------|--------------|--------------|----------------------|------------------|
| IO       | <b>6.215663</b>  | <b>14.52062</b>                   | <b>0.43</b>  | <b>0.673</b> | <b>-23.98162</b>     | <b>36.41295</b>  |
| FO       | <b>10.7747</b>   | <b>19.17679</b>                   | <b>0.56</b>  | <b>0.580</b> | <b>-29.10561</b>     | <b>50.65502</b>  |
| OC       | <b>-11.80754</b> | <b>23.88466</b>                   | <b>-0.49</b> | <b>0.626</b> | <b>-61.4784</b>      | <b>37.86332</b>  |
| FIRMSIZE | <b>3.498212</b>  | <b>2.255053</b>                   | <b>1.55</b>  | <b>0.136</b> | <b>-1.191427</b>     | <b>8.187851</b>  |
| AU       | <b>-5.591607</b> | <b>4.195146</b>                   | <b>-1.33</b> | <b>0.197</b> | <b>-14.31589</b>     | <b>3.132676</b>  |
| LEVERAGE | <b>-15.87475</b> | <b>9.432121</b>                   | <b>-1.68</b> | <b>0.107</b> | <b>-35.48992</b>     | <b>3.740415</b>  |
| NWC      | <b>-.5789716</b> | <b>1.774928</b>                   | <b>-0.33</b> | <b>0.748</b> | <b>-4.270137</b>     | <b>3.112194</b>  |
| FIRMAGE  | <b>3.419251</b>  | <b>.532963</b>                    | <b>6.42</b>  | <b>0.000</b> | <b>2.310894</b>      | <b>4.527609</b>  |
| _cons    | <b>-178.6096</b> | <b>62.28306</b>                   | <b>-2.87</b> | <b>0.009</b> | <b>-308.1343</b>     | <b>-49.08491</b> |
| sigma_u  | <b>47.423975</b> |                                   |              |              |                      |                  |
| sigma_e  | <b>4.6963999</b> |                                   |              |              |                      |                  |
| rho      | <b>.99028829</b> | (fraction of variance due to u_i) |              |              |                      |                  |

## Model 3

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **id**

Number of obs = **132**  
Number of groups = **22**

R-squared:  
Within = **0.0983**  
Between = **0.0642**  
Overall = **0.0332**

Obs per group:  
min = **6**  
avg = **6.0**  
max = **6**

F(9, 21) = **12.55**  
Prob > F = **0.0000**

corr(u\_i, Xb) = **-0.8063**

(Std. err. adjusted for 22 clusters in **id**)

| TOBINSQ  | Coefficient      | Robust<br>std. err.               | t            | P> t         | [95% conf. interval] |                  |
|----------|------------------|-----------------------------------|--------------|--------------|----------------------|------------------|
| ESGD     | <b>.0381778</b>  | <b>.0327548</b>                   | <b>1.17</b>  | <b>0.257</b> | <b>-.0299395</b>     | <b>.1062951</b>  |
| IO       | <b>6.397335</b>  | <b>1.605233</b>                   | <b>3.99</b>  | <b>0.001</b> | <b>3.05907</b>       | <b>9.7356</b>    |
| FO       | <b>6.214774</b>  | <b>1.863631</b>                   | <b>3.33</b>  | <b>0.003</b> | <b>2.339142</b>      | <b>10.09041</b>  |
| OC       | <b>-4.738325</b> | <b>1.800005</b>                   | <b>-2.63</b> | <b>0.016</b> | <b>-8.481641</b>     | <b>-.9950092</b> |
| FIRMSIZE | <b>-.6320718</b> | <b>.8539675</b>                   | <b>-0.74</b> | <b>0.467</b> | <b>-2.407995</b>     | <b>1.143851</b>  |
| AU       | <b>-.0223147</b> | <b>.4138025</b>                   | <b>-0.05</b> | <b>0.958</b> | <b>-.8828642</b>     | <b>.8382348</b>  |
| LEVERAGE | <b>.2563745</b>  | <b>1.423979</b>                   | <b>0.18</b>  | <b>0.859</b> | <b>-2.704952</b>     | <b>3.217701</b>  |
| NWC      | <b>-.8940182</b> | <b>1.325427</b>                   | <b>-0.67</b> | <b>0.507</b> | <b>-3.650395</b>     | <b>1.862359</b>  |
| FIRMAGE  | <b>-.0684728</b> | <b>.119143</b>                    | <b>-0.57</b> | <b>0.572</b> | <b>-.3162443</b>     | <b>.1792987</b>  |
| _cons    | <b>19.62695</b>  | <b>23.94541</b>                   | <b>0.82</b>  | <b>0.422</b> | <b>-30.17026</b>     | <b>69.42416</b>  |
| sigma_u  | <b>2.9707119</b> |                                   |              |              |                      |                  |
| sigma_e  | <b>1.1792291</b> |                                   |              |              |                      |                  |
| rho      | <b>.86387815</b> | (fraction of variance due to u_i) |              |              |                      |                  |

### Lampiran 5. Hasil Regresi Data Panel Penelitian

|          | (1)<br>TOBINSQ             | (2)<br>ESGD                    | (3)<br>TOBINSQ             |
|----------|----------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| IO       | <b>6.635***</b><br>(1.827) | <b>6.216</b><br>(14.521)       | <b>6.397***</b><br>(1.605) |
| FO       | <b>6.626***</b><br>(2.101) | <b>10.775</b><br>(19.177)      | <b>6.215***</b><br>(1.864) |
| OC       | <b>-5.189**</b><br>(1.851) | <b>-11.808</b><br>(23.885)     | <b>-4.738**</b><br>(1.800) |
| FIRMSIZE | <b>-0.499</b><br>(0.909)   | <b>3.498</b><br>(2.255)        | <b>-0.632</b><br>(0.854)   |
| AU       | <b>-0.236</b><br>(0.478)   | <b>-5.592</b><br>(4.195)       | <b>-0.022</b><br>(0.414)   |
| LEVERAGE | <b>-0.350</b><br>(1.842)   | <b>-15.875</b><br>(9.432)      | <b>0.256</b><br>(1.424)    |
| NWC      | <b>-0.916</b><br>(1.331)   | <b>-0.579</b><br>(1.775)       | <b>-0.894</b><br>(1.325)   |
| FIRIMAGE | <b>0.062</b><br>(0.069)    | <b>3.419***</b><br>(0.533)     | <b>-0.068</b><br>(0.119)   |
| ESGD     |                            |                                | <b>0.038</b><br>(0.033)    |
| _cons    | <b>12.808</b><br>(27.141)  | <b>-178.610***</b><br>(62.283) | <b>19.627</b><br>(23.945)  |
| N        | <b>132</b>                 | <b>132</b>                     | <b>132</b>                 |

Standard errors in parentheses

\* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

*Halaman ini sengaja dikosongkan*

## BIODATA PENULIS



Penulis memiliki nama lengkap Irgi Maulana Putra, lahir di Surabaya tanggal 3 Februari 2003. Sampai saat ini, penulis telah menempuh jenjang pendidikan formal mulai dari SD Islam Sabilillah, SMP Negeri 1 Sidoarjo, SMA Negeri 1 Sidoarjo, dan melanjutkan pendidikan ke jenjang Sarjana Terapan di Departemen Teknik Mesin Industri, Fakultas Vokasi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya. Setelah menamatkan pendidikan D-4 pada tahun 2024, penulis menerima beasiswa Fresh Graduate ITS sehingga langsung melanjutkan studi Pascasarjana pada Program Studi Magister Sains Manajemen, Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya. Bagi pembaca yang ingin menghubungi penulis, dapat melalui alamat email [irgimaulana14@gmail.com](mailto:irgimaulana14@gmail.com)