



PENGARUH KINERJA ESG DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEI PERIODE 2020-2024

Azzahra Suci Rahmadani^{1*}, Dwila Maresti², & Syarifah Zuhra³

^{*1-3} Program Studi Akuntansi, Fakultas Ilmu Sosial dan Humaniora,
Universitas Mohammad Natsir Bukittinggi

*e-Mail: azahrasuci14@gmail.com, 17dwila.maresti@gmail.com, syarifahrara11@gmail.com

Submit Tgl: 24-Juli-2026

Diterima Tgl: 27-Juli-2026

Diterbitkan Tgl: 29-Juli-2026

Abstract: *The increasing implementation of Environmental, Social, and Governance (ESG) practices and the strengthening of sustainable finance regulations in Indonesia have encouraged companies to integrate sustainability into their business strategies. However, empirical evidence regarding the effect of ESG performance on financial performance remains inconclusive. This study aims to examine the effect of ESG performance and firm size on the financial performance of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period. The study employed a quantitative approach with an associative research design. The population consisted of 67 manufacturing companies, while the sample was selected using purposive sampling, resulting in 40 companies with 200 panel data observations. Secondary data were obtained from Refinitiv Eikon and the companies' financial statements. The research variables included ESG scores, Return on Assets (ROA), the natural logarithm of total assets, and leverage as a control variable. Data were analyzed using panel multiple linear regression with robust standard errors in STATA 17. The results indicate that ESG performance has a positive and significant effect on ROA, firm size has a negative and significant effect on ROA, while leverage has no significant effect on financial performance. Simultaneously, the research model has a significant effect on financial performance. In conclusion, stronger ESG practices contribute to improved profitability among manufacturing companies, whereas an increase in firm size does not necessarily lead to greater financial efficiency. Therefore, sustainability implementation should be accompanied by effective asset management.*

Keywords: *Environmental, Social, and Governance; Financial Performance; Firm Size; Manufacturing Companies; Return on Assets.*

Abstrak: Peningkatan implementasi *Environmental, Social, and Governance* (ESG) serta penguatan regulasi keuangan berkelanjutan di Indonesia mendorong perusahaan untuk mengintegrasikan aspek keberlanjutan ke dalam strategi bisnis, namun bukti empiris mengenai pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan masih menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh kinerja ESG dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020 hingga 2024. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif. Populasi penelitian terdiri atas 67 perusahaan manufaktur, sedangkan sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* sehingga diperoleh 40 perusahaan dengan 200 observasi data panel. Data sekunder diperoleh dari Refinitiv Eikon dan laporan keuangan perusahaan. Instrumen penelitian berupa skor ESG, *Return on Assets* (ROA), logaritma natural total aset, dan *leverage* sebagai variabel kontrol. Analisis data dilakukan menggunakan regresi linier berganda data panel dengan bantuan STATA 17 dan *robust standard error*. **Hasil penelitian** menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA, ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA, sedangkan *leverage* tidak berpengaruh signifikan. Secara simultan, model penelitian berpengaruh signifikan

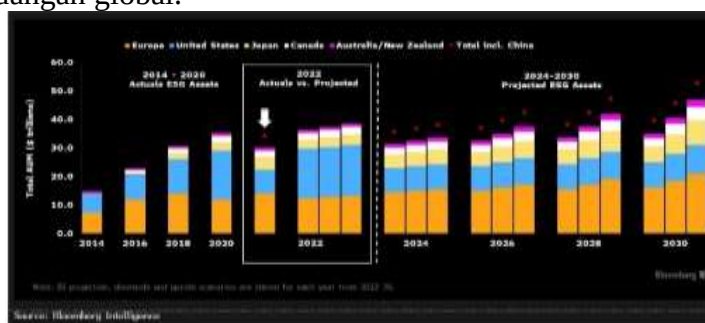
terhadap kinerja keuangan. **Kesimpulannya**, peningkatan praktik ESG berkontribusi terhadap peningkatan profitabilitas perusahaan manufaktur, sementara pertumbuhan ukuran perusahaan tidak selalu diikuti peningkatan efisiensi keuangan sehingga implementasi keberlanjutan perlu diimbangi dengan pengelolaan aset yang efektif.

Kata Kunci: *Environmental, Social, and Governance (ESG)*, Kinerja Keuangan, Perusahaan Manufaktur, Return on Assets (ROA), Ukuran Perusahaan.

Cara mengutip Rahmadani, A. S., Maresti, D., & Zuhra, S. (2026). Pengaruh Kinerja ESG dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2020-2024. *Surplus: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 5(1), 996–1015. <https://doi.org/10.71456/sur.v5i1.2365>

PENDAHULUAN

Paradigma bisnis global telah mengalami transformasi fundamental dari orientasi laba semata (*profit-oriented*) menuju pembangunan berkelanjutan (*sustainable development*) (Widia & Wibisono, 2024). Kinerja perusahaan tidak lagi hanya dievaluasi berdasarkan pencapaian finansial, tetapi juga melalui tanggung jawabnya terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik (*Environmental, Social, and Governance/ESG*). Fenomena ini tercermin dari proyeksi aset global berbasis ESG yang diprediksi mencapai 25% dari proyeksi aset global yang dikelola (AUM) sebesar US\$140 triliun pada tahun 2030 (Bloomberg, 2024) , menandakan bahwa investasi berkelanjutan telah menjadi arus utama dalam lanskap keuangan global.



Gambar 1.1 Bloomberg Intelligence:

Source: GSIA, Bloomberg Intelligence, 2021

Menanggapi pergeseran paradigma bisnis global menuju pembangunan berkelanjutan, Otoritas Jasa Keuangan (Sulteng, 2023) Indonesia secara proaktif telah membangun kerangka regulasi yang komprehensif, melalui POJK NO. 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan yang mewajibkan pelaporan *sustainability* bagi lembaga jasa keuangan, anemiten, dan perusahaan publik. Komitmen ini diperkuat dengan penerbitan Taksonomi untuk Keuangan Berkelanjutan Indonesia (TKBI) pada 2024 sebagai panduan klasifikasi aktivitas ekonomi yang mendukung target *Net Zero Emission (NZE)* Indonesia tahun 2060 atau lebih awal (Otoritas Jasa Keuangan, 2024). Dalam implementasinya, peluncuran IDX ESG Leaders oleh Bursa Efek Indonesia pada 2021 berfungsi sebagai katalisator pasar dan benchmark bagi perusahaan dengan praktik ESG unggulan. Kebijakan-kebijakan progresif ini telah memicu peningkatan signifikan dalam

transparansi dan kualitas pelaporan ESG (Anggraini & Rosmala, 2024).

Merujuk pada penelitian (Perdana, 2025), sektor manufaktur merupakan sektor dengan jumlah emiten terbesar di BEI, mencapai lebih dari 15% dari total emiten, dan terbukti secara statistik memiliki hubungan signifikan serta menjadi katalisator bagi pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Lebih lanjut, karakteristik fundamental perusahaan manufaktur yang kuat dengan kapitalisasi besar menjadikannya konteks ideal untuk menguji pengaruh kinerja ESG dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan.

Research Gap & Novelty Penelitian

Meskipun minat terhadap ESG meningkat pesat, temuan empiris di Indonesia memperlihatkan hasil yang terfragmentasi dan kontradiktif. Di satu sisi, penelitian, (Anggraini & Rosmala, 2024) membuktikan bahwa kinerja ESG mampu meningkatkan *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan IDX ESG Leaders dan pada industri berdampak lingkungan tinggi menunjukkan bahwa sistem ESG secara keseluruhan berdampak positif pada ROA dan ROE. Namun di sisi lain, (Oktrivina et al., 2024) menemukan bahwa implementasi ESG justru dapat menurunkan profitabilitas, terutama pada BUMN dan sektor yang memiliki dampak lingkungan tinggi, diduga karena tekanan biaya operasional dan investasi modal yang signifikan. Bahkan, studi (Jovita, 2023) menunjukkan hubungan yang tidak signifikan antara ESG dan struktur modal terhadap ROA.

Disparitas hasil yang lebar ini mengindikasikan bahwa antara ESG dan kinerja keuangan memiliki hubungan tidak bersifat langsung, melainkan faktor kontekstual spesifik perusahaan juga memengaruhi, di mana ukuran perusahaan diduga merupakan salah satu variabel independen kritis yang menentukan kekuatan dan arah hubungan tersebut (Fadhilah & Marsono, 2023). Berdasarkan teori, perusahaan besar memiliki "visibilitas" yang tinggi dan tekanan *stakeholder* yang lebih intens (*Legitimacy Theory*), sekaligus sumber daya yang lebih memadai untuk menginternalisasi biaya implementasi ESG (*Stakeholder Theory*) (Maharani, 2024).

Novelty penelitian ini terletak pada beberapa aspek. Pertama, periode unik pascapandemi COVID-19 (2021–2024), (Fadhilah & Marsono, 2023) menyatakan di mana kesadaran ESG mencapai puncak (ditandai peningkatan 22.14% *disclosure* laporan ESG global) sekaligus diiringi tekanan pemulihan ekonomi, menciptakan dinamika *trade-off* antara investasi keberlanjutan dan stabilitas finansial yang belum terjelajahi secara empiris (Putri Putri et al., 2025). Kedua, penelitian ini menguji interaksi antara kinerja ESG dan ukuran perusahaan dalam konteks pasar modal Indonesia, yang diharapkan dapat mengurai paradoks dan disparitas temuan sebelumnya. Ketiga, penelitian ini menggunakan data skor ESG dari *Refinitiv Eikon* yang mencakup periode lima tahun berturut-turut, memberikan analisis yang lebih komprehensif dibandingkan literatur sebelumnya yang berskala periode lebih pendek.

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) menganalisis pengaruh kinerja ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2024, (2) Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2024, (3) Untuk menganalisis pengaruh kinerja ESG dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap kinerja

keuangan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024.

Kajian literatur

Teori legitimasi (*Legitimacy Theory*) menjelaskan bahwa perusahaan harus beroperasi dalam batas-batas norma sosial untuk mempertahankan *social license to operate* (Dowling & Pfeffer, 1975). Teori ini dikembangkan oleh Dowling dan Pfeffer sebagai respons terhadap tuntutan akuntabilitas perusahaan di luar kinerja finansial. Pada intinya, legitimasi dipandang sebagai sumber daya kritis yang harus dikelola melalui strategi komunikasi dan kinerja non-keuangan. Berdasarkan Teori Legitimasi, praktik ESG yang kuat berfungsi sebagai sinyal komitmen perusahaan terhadap tanggung jawab sosial dan lingkungan, sehingga legitimasi kelembagaan di mata pemangku kepentingan mampu ditingkatkan serta berpotensi mengakselerasi kinerja keuangan.

Teori *stakeholder* dikemukakan oleh R. Edward Freeman pada tahun 1984 dalam bukunya yang berjudul *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Teori ini berargumen bahwa keberlanjutan korporasi tidak sekadar ditopang oleh pemegang saham, melainkan juga didukung oleh pemangku kepentingan yang beragam, mencakup karyawan, konsumen, masyarakat, pemasok dan lingkungan (Freeman, 2010). Perkembangan teori ini meliputi perluasan dari pendekatan instrumental yang melihat *stakeholders* sebagai alat mencapai keuntungan menuju pendekatan normatif yang menekankan kewajiban etis perusahaan terhadap semua pihak yang terdampak operasinya (Ellitan, 2009). Freeman kemudian menyempurnakan teori ini dengan konsep "*stakeholder salience*" (tingkat kepentingan *stakeholders*) berbasis kekuasaan, legitimasi, dan urgensi tuntutan, yang menjadi kerangka analitis dominan dalam studi tata kelola kontemporer.

Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Keuangan

Kinerja ESG berfungsi sebagai mekanisme *risk mitigation* yang secara material berdampak pada profitabilitas. Berdasarkan teori legitimasi, perusahaan dengan praktik lingkungan yang buruk berisiko menghadapi sanksi regulasi, protes komunitas, atau boikot konsumen yang mengganggu kontinuitas operasi dan meningkatkan biaya tak terduga (Rumansyah & Nainggolan, 2025). Sebaliknya, praktik ESG yang kuat mengurangi risiko reputasi dan litigasi melalui pemenuhan ekspektasi *stakeholder*, sekaligus menurunkan biaya modal melalui peningkatan kepercayaan investor (Safriani & Utomo, 2020). Penelitian pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia membuktikan bahwa *governance performance* secara signifikan meningkatkan ROA melalui pencegahan *agency cost* dan *financial fraud*, sedangkan *social performance* memperkuat loyalitas konsumen yang menstabilkan arus pendapatan.

Transformasi operasional berbasis ESG menciptakan efisiensi sumber daya yang langsung meningkatkan profitabilitas. Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa tekanan *stakeholder* eksternal (seperti aktivis lingkungan) dan internal (seperti dewan direksi) memaksa perusahaan mengadopsi inovasi *resource-efficient* seperti pengelolaan energi terbarukan, daur ulang limbah, dan optimasi rantai pasok berkelanjutan (Mizvi et al, 2025). Praktik ini tidak hanya memenuhi tuntutan legitimasi sosial, tetapi juga mengurangi pemborosan dan biaya input material dalam jangka menengah, faktor kritis dalam industri

manufaktur yang sensitif terhadap biaya. Studi empiris pada perusahaan manufaktur di Indonesia menunjukkan bahwa komitmen lingkungan meskipun memerlukan *short-term cost*, namun dalam jangka panjang berkontribusi pada efisiensi operasional yang meningkatkan margin laba (Rumansyah & Nainggolan, 2025).

Secara agregat, integrasi tiga pilar ESG menciptakan sinergi yang memperkuat profitabilitas melalui jalur langsung dan tidak langsung. Meta-analisis oleh (Friede et al., 2015) yang menganalisis lebih dari 2.000 studi empiris mengonfirmasi bahwa 63% penelitian menemukan hubungan positif antara kinerja ESG dan kinerja keuangan perusahaan. Proposisi ini konsisten dengan logika Teori Legitimasi bahwa pemenuhan kontrak sosial membuka akses sumber daya ekonomi, serta Teori *Stakeholder* bahwa manajemen hubungan multistakeholder menciptakan *competitive advantage* (Donaldson & Preston, 1995).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan

Teori Legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan besar memiliki visibilitas lebih tinggi di mata publik, regulator, dan *stakeholder*, sehingga tekanan untuk memenuhi kontrak sosial lebih intens. Ukuran perusahaan biasanya diukur dengan total aset atau penjualan menjadi sinyal kapabilitas institusional yang memperkuat legitimasi (Musana et al., 2023). Legitimasi ini diterjemahkan menjadi akses istimewa terhadap sumber daya kritis seperti pendanaan bank dengan suku bunga lebih rendah, kemudahan perizinan, dan dukungan pemerintah yang secara langsung mengurangi *cost of capital* dan meningkatkan efisiensi modal kerja (Musana et al., 2023).

Ukuran perusahaan memfasilitasi pencapaian *economies of scale* yang menjadi kunci profitabilitas industri manufaktur. Teori *Stakeholder* (Freeman, R. E., 1984) menekankan bahwa perusahaan besar memiliki kapasitas lebih besar untuk memenuhi tuntutan beragam stakeholder secara simultan. Skala produksi yang besar memungkinkan efisiensi biaya per unit melalui *bulk purchasing*, otomatisasi pabrik, dan spesialisasi tenaga kerja (Magfirah B & Fitri, 2019). Studi pada sektor manufaktur di ASEAN oleh (Gunawan & Wijaya, (2020) dalam Rohman et al., 2024) membuktikan perusahaan dengan total aset >Rp10 triliun memiliki operating margin 23% lebih tinggi daripada perusahaan kecil, karena kemampuan menekan *variable cost* dan alokasi biaya tetap yang lebih optimal.

Perusahaan besar memiliki sumber daya organisasional lebih memadai untuk membangun *governance structure* yang kuat serta aspek kunci dalam Teori Legitimasi dan *Stakeholder*. Penelitian (Zhao et al., 2024) menunjukkan perusahaan manufaktur berskala besar di pasar berkembang cenderung memiliki kapabilitas inovasi lebih tinggi (paten 45% lebih banyak daripada UKM), menghasilkan produk bernilai tambah tinggi yang mendorong margin laba. Mekanisme ini selaras dengan logika Teori *Stakeholder*: kepuasan *stakeholder* (misalnya: investor melalui inovasi, masyarakat melalui CSR) menciptakan *reputational capital* yang memperkuat daya saing (Majdi, 2023)

Secara agregat, ukuran perusahaan menciptakan keunggulan kompetitif sistematis yang meningkatkan ROA melalui tiga jalur utama: (1) *economies of scale* menurunkan *cost/unit*, (2) akses pendanaan memperbaiki struktur modal, dan (3) kapasitas inovasi memperluas *profit margin*. Meta-analisis oleh Nguyen & Tran (2024) dalam (Ihsani et al., 2023) pada 120 studi di Asia Tenggara mengonfirmasi korelasi positif signifikan ($r^2 = 0.38$)

antara log total assets dan ROA, terutama di sektor padat modal seperti manufaktur. Proposisi ini konsisten dengan Teori Legitimasi (Deegan, 2002) karena skala besar memfasilitasi pemenuhan ekspektasi sosial secara berkelanjutan, dan mengurangi risiko konflik regulasi. serta Teori *Stakeholder* karena sumber daya perusahaan besar memungkinkan manajemen hubungan *multistakeholder* yang lebih holistik.

METODE

Jenis Penelitian

Pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif diterapkan pada penelitian ini. Pendekatan kuantitatif dipilih karena penelitian bertujuan untuk menguji hubungan kausal antar variabel yang diukur dengan data numerik dan dianalisis menggunakan metode statistik. Desain asosiatif digunakan untuk mengetahui hubungan atau pengaruh antara dua variabel atau lebih, yang dalam penelitian ini adalah pengaruh kinerja ESG (X_1) dan ukuran perusahaan (X_2) terhadap kinerja keuangan (Y).

Pendekatan kuantitatif relevan untuk menjawab tujuan penelitian karena: (1) variabel penelitian dapat diukur secara objektif melalui data sekunder berupa skor ESG dan laporan keuangan; (2) hipotesis yang diajukan bersifat kausal dan dapat diuji menggunakan model statistik; (3) hasil penelitian diharapkan dapat digeneralisasikan pada populasi perusahaan manufaktur di BEI. Penelitian ini tergolong penelitian eksplanatori karena bertujuan menguji teori dan hipotesis untuk memperkuat atau menolak temuan penelitian sebelumnya.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian merupakan konsep yang dapat diukur dan menjadi objek pengamatan dalam penelitian. Terdapat tiga jenis variabel dalam penelitian ini:

1. Variabel Dependen (Y): Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah pencapaian kumulatif perusahaan dalam mengelola keuangan selama periode tertentu, yang merefleksikan tingkat kesehatan operasional serta kapasitas perusahaan dalam menciptakan nilai. Penelitian ini memproksikan kinerja keuangan dengan *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memanfaatkan total aset untuk menghasilkan laba bersih. ROA dihitung dengan rumus:

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

ROA dipilih karena mencerminkan efisiensi manajemen dalam mengelola sumber daya dan memungkinkan perbandingan antarperusahaan dengan skala berbeda (Brealey & Myers, 2020).

2. Variabel Independen (X)

A. Kinerja ESG (X_1)

Environmental, Social, and Governance (ESG) didefinisikan sebagai kerangka kerja yang mengevaluasi praktik keberlanjutan perusahaan melalui tiga aspek utama: lingkungan (pengelolaan energi, emisi, limbah), sosial (hubungan dengan karyawan, masyarakat, hak asasi manusia), dan tata kelola (transparansi, independensi dewan, kepatuhan). Skor ESG dari *Refinitiv Eikon* yang berkisar 0-100 digunakan sebagai alat ukur Kinerja ESG, di mana nilai lebih tinggi menunjukkan kinerja lebih baik.

B. Ukuran Perusahaan (X_2)

Ukuran perusahaan adalah skala yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan berdasarkan total aset, penjualan, atau kapitalisasi pasar . Logaritma natural total aset ($\ln$ Total Aset) digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan. Transformasi logaritmik bertujuan menormalisasi distribusi data dan mengurangi heteroskedastisitas (Miller & Plessow, 2013)

C. Variabel Kontrol : *Leverage*

Leverage mengukur proporsi pendanaan utang terhadap total modal perusahaan, mencerminkan risiko finansial dan ketergantungan pada sumber dana eksternal. *Leverage* dihitung dengan rasio total kewajiban terhadap total ekuitas.

Data Penelitian

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2024. Sektor manufaktur dipilih karena merupakan sektor dengan jumlah emiten terbesar di BEI dan memiliki dampak langsung terhadap aspek ESG (Perdana, 2025).

Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria:

- a) Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020-2024.
- b) Perusahaan yang memiliki skor kinerja ESG yang diperoleh dari Refinitiv Eikon.
- c) Perusahaan yang memiliki data lengkap mengenai variabel yang digunakan selama periode penelitian (kinerja keuangan, ukuran perusahaan, dan variabel kontrol *leverage*).

2. Jenis dan Sumber Data

Penelitian menggunakan data sekunder yang diperoleh dari: pertama Database Refinitiv Eikon untuk skor ESG, kedua Laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublikasikan di BEI untuk data ROA, total aset, dan *leverage*. Data sekunder dipilih karena telah terverifikasi, memungkinkan replikasi penelitian, dan efisien untuk pengujian hipotesis dengan jumlah observasi besar (Sekaran & Bougie, 2016)

Teknik Analisis Data

1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran karakteristik data sampel meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi setiap variabel. Analisis ini bertujuan memahami distribusi data sebelum pengujian hipotesis (Hair, 2014).

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum analisis regresi, dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan model memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) :

A. Uji Normalitas

Menguji apakah residual berdistribusi normal menggunakan uji *Shapiro-Wilk*, karena jumlah observasi < 2000. Jika nilai probabilitas > 0,05, residual dinyatakan normal (Gujarati & Porter, 2009)

B. Uji Multikolinearitas

Mendeteksi korelasi tinggi antar variabel independen melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Model dinyatakan bebas multikolinearitas jika $VIF < 10$ dan $tolerance > 0,10$ (Hair, 2014)

C. Uji Heteroskedastisitas

Menguji kesamaan varians residual menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey*. Jika nilai probabilitas $> 0,05$, tidak terjadi heteroskedastisitas. Jika terjadi pelanggaran, digunakan *robust standard error*.

D. Uji Autokorelasi

Mendeteksi korelasi antar residual menggunakan uji *Durbin-Watson*. Nilai D-W antara -2 hingga +2 menunjukkan tidak ada autokorelasi (Gujarati & Porter, 2009)

3. Analisis Regresi Berganda

Penelitian menggunakan analisis regresi linier berganda dengan data panel (kombinasi *time series* dan *cross section*). Data panel dipilih karena mampu menangkap heterogenitas individu perusahaan dan dinamika waktu secara simultan (Savitri et al., 2021)

Model regresi:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Keterangan:

Y = Kinerja Keuangan (ROA)

α = Konstanta

β_1 -3 = Koefisien Regresi

X1 = Kinerja ESG perusahaan i pada periode t

X2 = Ukuran perusahaan i pada periode t

X3 = Leverage perusahaan i pada periode t

e = Error term

Analisis dilakukan dengan *software* STATA versi 17 yang mampu mengestimasi model data panel (*Common Effect*, *Fixed Effect*, *Random Effect*) dan melakukan uji pemilihan model (Christopher F. Baum, 2006)

4. Uji Hipotesis

A. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Menguji apakah semua variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Jika $Prob > F < 0,05$, model layak digunakan.

B. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara individual. Hipotesis diterima jika nilai signifikansi $< 0,05$.

C. Uji Koefisien Determinasi (R²)

Mengukur proporsi variasi variabel dependen yang dijelaskan oleh model. Nilai R² berkisar 0-1; semakin mendekati 1, semakin baik kemampuan model menjelaskan data (Gujarati & Porter, 2009)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Kriteria *Purposive Sampling*

Kriteria	Jumlah
Seluruh Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Menurut Data <i>stream Revinitiv Eikon</i>	67
Dikurangi :	
Perusahaan Tanpa skor ESG berturut - turut 2020-2024 menurut <i>Revinitif Eikon</i>	24
Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap terkait total utang	3
Jumlah perusahaan yang diteliti tahun 2020-2024	40
x 5 tahun penelitian	200

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai mengenai karakteristik variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yang meliputi kinerja keuangan (ROA), kinerja ESG, ukuran perusahaan dan *leverage*. Analisis ini mencakup nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
roa	200	0.0726	0.078152	-0.19	0.45
esgs	200	53.92065	17.00999	16.42	88.51
size	200	31.58117	0.924263	29.268	33.79
lev	200	1.70025	8.573919	-3.9	117.14

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 2, nilai rata-rata Return on Assets (ROA) perusahaan sampel adalah 0,0726 atau 7,26%, dengan standar deviasi 0,0781 yang menunjukkan variabilitas kinerja keuangan yang cukup besar antar perusahaan. Nilai minimum ROA sebesar -0,19 mengindikasikan adanya perusahaan yang mengalami kerugian selama periode pengamatan, sementara nilai maksimum 0,45 menunjukkan perusahaan dengan profitabilitas sangat tinggi.

Kinerja ESG yang diprosikan dengan skor ESG dari *Refinitiv Eikon* memiliki nilai rata-rata 53,92 dari skala 0-100, dengan standar deviasi 17,01. Nilai minimum 16,42 dan maksimum 88,51 menunjukkan variasi yang signifikan dalam praktik ESG antar perusahaan manufaktur di Indonesia.

Ukuran perusahaan (*SIZE*) yang diukur dengan logaritma natural total aset memiliki rata-rata 31,58, setara dengan total aset sekitar Rp 51,7 triliun. Nilai minimum 29,27 dan maksimum 33,79 mengindikasikan bahwa sampel mencakup perusahaan dari skala menengah hingga sangat besar.

Variabel kontrol *leverage* (LEV) menunjukkan rata-rata 1,70 dengan standar deviasi yang sangat tinggi (8,57), mengindikasikan variasi struktur modal yang ekstrem antar perusahaan. Nilai minimum -3,90 menunjukkan ekuitas negatif pada beberapa perusahaan, sementara maksimum 117,14 mencerminkan tingkat utang yang sangat tinggi.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda, perlu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah residual dalam model regresi berdistribusi normal. Penelitian ini menggunakan uji *Shapiro-Wilk* karena jumlah observasi kurang dari 2000. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 3. Uji Normalitas

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res	200	0.97682	3.459	2.855	0.00215

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 3, nilai Prob>z sebesar 0,00215 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal. Namun demikian, pelanggaran asumsi normalitas tidak selalu menjadi masalah serius dalam analisis regresi dengan ukuran sampel yang cukup besar ($n=200$). Berdasarkan *Central Limit Theorem*, distribusi sampling dari koefisien regresi akan mendekati normal meskipun residual tidak berdistribusi normal, terutama dengan ukuran sampel yang besar (Gujarati, 2003). Selain itu, penelitian ini juga menggunakan *robust standard error* pada pengujian hipotesis yang memberikan estimasi yang konsisten meskipun terdapat pelanggaran asumsi normalitas. (Hidayat, 2013).

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antar variabel independen dalam model regresi. Deteksi multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Variable	VIF	1/VIF
size	1.03	0.974733
lev	1.02	0.979325
esgs	1.01	0.992248
Mean VIF	1.02	

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 4, nilai VIF untuk semua variabel independen berada di bawah 10 dan nilai *tolerance* ($1/VIF$) di atas 0,10. Nilai VIF terbesar adalah 1,03 untuk variabel *SIZE*, sedangkan rata-rata VIF sebesar 1,02. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas dalam model regresi penelitian ini. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antar variabel independen tidak saling mengganggu sehingga estimasi koefisien regresi dapat dilakukan dengan baik.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual antar pengamatan. Penelitian ini menggunakan uji *Breusch-Pagan*.

Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

chi2(1)	=	26.35
Prob > chi2	=	0.000

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 5, nilai Prob > chi2 sebesar 0,0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi, yaitu *variance* residual tidak konstan antar pengamatan. Adanya heteroskedastisitas dapat menyebabkan estimasi *standard error* menjadi bias sehingga mempengaruhi pengujian hipotesis. Untuk mengatasi masalah ini, penelitian menggunakan robust standard error (*Huber-White sandwich estimator*) pada pengujian hipotesis, yang memberikan estimasi *standard error* yang konsisten meskipun terdapat heteroskedastisitas (Hidayat, 2013).

4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode sebelumnya. Penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Watson*. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 6. Uji Autokorelasi

	d-statistic		
Durbin Watson	(4,200)	=	1.165474

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 6, nilai Durbin-Watson sebesar 1,165474. Dengan jumlah variabel independen ($k=4$) dan jumlah observasi ($n=200$), nilai dL dan dU pada tabel Durbin-Watson dengan signifikansi 5% masing-masing adalah sekitar 1,70 dan 1,78. Nilai d (1,165) lebih kecil dari dL (1,70) sehingga berada pada daerah autokorelasi positif. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat masalah autokorelasi dalam model regresi. Autokorelasi dapat mengakibatkan estimasi *standard error* kurang berdaya guna. Namun demikian, penggunaan *robust standard error* juga dapat mengatasi masalah autokorelasi sampai batas tertentu.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi linier berganda menggunakan estimasi *robust standard error* untuk menjamin validitas hasil meskipun terdapat kendala heteroskedastisitas.

1. Hasil Uji Kelayakan Model (Uji f)

Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan layak atau fit. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan layak untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 7. Hasil Uji F

numb of obs	=	200
f (3, 196)	=	6.35
Prob > f	=	0.0004

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 7, nilai Prob > F sebesar 0,0004 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi layak digunakan dan setidaknya terdapat satu variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap ROA. Dengan kata lain, secara bersama-sama kinerja ESG, *leverage*, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia.

2. Hasil Uji R-Square (R²)

Koefisien determinasi (R²) digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

Tabel 8. Hasil Uji R-Square (R²)

R-squared	=	0.1384
Adj R-squared	=	0,1252

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 8, nilai *R-squared* sebesar 0,1384 menunjukkan bahwa variabel independen (ESG, *leverage*, dan ukuran perusahaan) secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi ROA sebesar 13,84%. Sebesar 86,16% dari varians sisanya dipengaruhi oleh variabel yang tidak diteliti dalam model ini. Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,1252 menunjukkan hasil yang konsisten setelah mempertimbangkan jumlah variabel independen dalam model. Meskipun nilai R² relatif kecil, hal ini umum terjadi dalam penelitian dengan data panel dan banyaknya faktor yang mempengaruhi profitabilitas perusahaan di luar variabel yang diteliti.

3. Hasil Uji Signifikansi Parameter (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Karena terdapat masalah heteroskedastisitas, penelitian ini menggunakan *robust standard error* untuk mendapatkan estimasi yang lebih akurat. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 9. Hasil Uji Signifikansi Parameter (Uji t) dengan Robust Standard Error

roa	Coefficient	Robust					
		std. err.	t	P>t	[95% conf. interval]		
esgs	0.0014058	0.000385	3.65	0.000	0.0006459	0.002166	<0,05
lev	-0.0006359	0.000579	-1.1	0.274	-0.001778	0.000506	
size	-0.019687	0.005879	-3.35	0.001	-0.031282	-0.00809	
_cons	0.619619	0.181858	3.41	0.001	0.2609691	0.978269	

Sumber: Output Stata 17 data diolah oleh penulis (2026)

Berdasarkan Tabel 9, hasil pengujian hipotesis dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

A. Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Keuangan (ROA)

Variabel kinerja ESG memiliki koefisien regresi positif sebesar 0,0014058 dengan nilai probabilitas 0,000 ($p < 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) yang menyatakan pengaruh positif kinerja ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur berhasil didukung oleh data. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kinerja ESG suatu perusahaan, semakin baik pula kinerja keuangannya. Meskipun

koefisiennya relatif kecil, signifikansi statistik menunjukkan bahwa hubungan ini konsisten secara empiris.

B. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan (ROA)

Variabel *size* memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,019687 dengan nilai probabilitas 0,001 ($p < 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Dengan demikian, hipotesis kedua (H2) yang menyatakan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan tidak berhasil didukung oleh data. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, justru semakin rendah profitabilitasnya. Hal ini mungkin disebabkan oleh inefisiensi yang sering terjadi pada perusahaan besar (*diseconomies of scale*) atau tantangan dalam mengelola kompleksitas operasional yang lebih tinggi.

C. Pengaruh Leverage terhadap Kinerja Keuangan (ROA)

Variabel kontrol leverage (LEV) memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,0006359 dengan nilai probabilitas 0,274 ($p > 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Dengan kata lain, tingkat utang perusahaan tidak terbukti mempengaruhi profitabilitas perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode penelitian.

Pembahasan

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan menggunakan uji statistik t, yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Analisis ini didasarkan pada nilai signifikansi yang diperoleh dari setiap variabel independen. Penjelasan hasil uji statistik t dapat dilihat pada Tabel 8 yang akan dijabarkan sebagai berikut :

Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Keuangan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA. Temuan ini memberikan bukti empiris bahwa praktik ESG yang baik dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Rosa & Noveria, 2025) yang menemukan bahwa skor ESG secara keseluruhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada industri yang sensitif terhadap lingkungan di Indonesia. Penelitian tersebut juga mengkonfirmasi bahwa aspek sosial memiliki pengaruh terkuat, diikuti oleh aspek lingkungan, sementara aspek tata kelola menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan.

Temuan ini juga konsisten dengan penelitian (Naeem et al 2022) yang menemukan bahwa kinerja ESG mempengaruhi kinerja keuangan pada industri yang sensitif terhadap lingkungan di pasar negara berkembang. Demikian pula, penelitian (Friede et al., 2015) dalam meta-analisis mereka terhadap lebih dari 2000 studi empiris menemukan bahwa sekitar 90% studi menunjukkan hubungan non-negatif antara ESG dan kinerja keuangan, dengan mayoritas menunjukkan hubungan positif.

Hasil penelitian ini dapat dijelaskan dengan menggunakan dua teori utama yang menjadi landasan penelitian, yaitu Teori *Stakeholder* dan Teori Legitimasi.

Teori *Stakeholder* yang dikemukakan oleh (Freeman, 1984) menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya beroperasi untuk kepentingan pemegang saham, tetapi juga harus

mempertimbangkan kepentingan seluruh pemangku kepentingan (*stakeholders*) seperti karyawan, konsumen, masyarakat, pemerintah, dan lingkungan. Dalam konteks ESG, kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik merupakan wujud nyata dari pemenuhan harapan dan tuntutan berbagai pemangku kepentingan. Ketika perusahaan mampu memenuhi ekspektasi tersebut, mereka akan mendapatkan dukungan dari pemangku kepentingan yang pada gilirannya meningkatkan kinerja keuangan .

(Donaldson & Preston, 1995) menegaskan bahwa teori *stakeholder* memiliki landasan normatif dan instrumental. Secara instrumental, memenuhi kepentingan *stakeholder* akan menghasilkan kinerja keuangan yang lebih baik karena perusahaan memperoleh legitimasi, kepercayaan, dan dukungan yang diperlukan untuk operasional yang berkelanjutan. Hasil penelitian ini memperkuat pandangan instrumental bahwa penerapan praktik ESG yang baik menjadi investasi strategis yang menghasilkan *return* finansial.

Teori Legitimasi juga memberikan penjelasan yang kuat atas temuan ini. (Deegan, 2002) menyatakan bahwa teori legitimasi berkaitan dengan aktivitas yang dilakukan perusahaan apakah sudah memenuhi norma, aturan, dan kaidah masyarakat. Perusahaan berusaha untuk memastikan bahwa operasi mereka berada dalam batas-batas norma yang berlaku di masyarakat. Pengungkapan lingkungan dan sosial merupakan informasi yang dibutuhkan sebagai bukti bahwa perusahaan peduli akan masalah lingkungan dan sosial .

Dalam penelitian (Lee & Raschke, 2023) ditemukan bahwa legitimasi pemangku kepentingan merupakan anteseden terhadap kinerja ESG dan kinerja keuangan. Perusahaan yang dipersepsikan *legitimate* oleh pemangku kepentingannya cenderung memiliki kinerja ESG dan finansial yang lebih baik . Hal ini karena legitimasi memberikan "lisensi untuk beroperasi" dari masyarakat yang sangat penting bagi kelangsungan usaha jangka panjang.

Lebih lanjut, penelitian (Husnaini et al., 2024) mendukung pandangan bahwa pengungkapan informasi lingkungan yang merupakan bagian dari ESG berfungsi sebagai sinyal kredibilitas bagi *stakeholder* bahwa tuntutan mereka terpenuhi. *Stakeholder* kemudian merespons informasi tersebut secara positif, yang dalam penelitian ini tercermin dalam peningkatan profitabilitas. Konsisten dengan studi (Safriani & Utomo, 2020) yang mengindikasikan bahwa komitmen terhadap ramah lingkungan dapat menjadi strategi untuk meningkatkan kinerja perusahaan, mendukung posisi teori *stakeholder* dan legitimasi.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini bertolak belakang dengan hipotesis awal yang diharapkan positif, namun memberikan wawasan penting tentang dinamika perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil yang kontradiktif dengan ekspektasi ini memerlukan penjelasan yang lebih mendalam. Dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2020-2024, beberapa faktor dapat menjelaskan hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan profitabilitas:

Pertama, fenomena *diseconomies of scale* terjadi ketika perusahaan menjadi terlalu besar. Meskipun secara teori perusahaan besar seharusnya dapat menikmati efisiensi skala ekonomi, dalam praktiknya kompleksitas manajerial yang tinggi justru dapat menimbulkan inefisiensi. Perusahaan besar sering menghadapi tantangan koordinasi, birokrasi yang

berlebihan, dan *agency problems* yang lebih akut, yang pada akhirnya menurunkan profitabilitas.

Kedua, perusahaan besar mungkin menghadapi biaya kepatuhan yang lebih tinggi terhadap regulasi, terutama terkait dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Sebagai perusahaan yang lebih terlihat dan diawasi publik, mereka mungkin mengalokasikan sumber daya yang signifikan untuk kegiatan CSR dan ESG yang dalam jangka pendek dapat membebani profitabilitas.

Ketiga, periode penelitian 2020-2024 mencakup masa pemulihan ekonomi pasca pandemi COVID-19. Perusahaan besar dengan operasional yang lebih kompleks mungkin mengalami kesulitan yang lebih besar dalam melakukan penyesuaian cepat terhadap perubahan lingkungan bisnis yang dinamis, sehingga profitabilitasnya terdampak lebih signifikan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian (Atan et al., 2018) yang dikutip dalam (Rosa & Noveria, 2025) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu berkorelasi positif dengan kinerja keuangan. Demikian pula, penelitian (Chen & Zhang, 2024) menunjukkan bahwa heterogenitas industri dapat menyebabkan konsekuensi ekonomi yang berbeda dari karakteristik perusahaan, termasuk ukuran.

Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Kinerja Keuangan

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa struktur modal bukanlah determinan utama profitabilitas perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian (2020-2024).

Ketidaksignifikanan *leverage* dapat dijelaskan oleh beberapa faktor. Pertama, dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia, keputusan pendanaan mungkin lebih ditentukan oleh faktor-faktor non-keuangan seperti hubungan perbankan, kepemilikan keluarga, atau afiliasi grup usaha, sehingga *leverage* tidak secara langsung mencerminkan efisiensi penggunaan utang. Kedua, perusahaan mungkin menggunakan utang untuk tujuan non-produktif atau investasi yang tidak segera memberikan *return*, sehingga pengaruhnya terhadap profitabilitas jangka pendek tidak terlihat.

Penelitian (Husnaini et al., 2024) menyoroti bahwa dalam konteks Indonesia, investor dan pemangku kepentingan mungkin lebih fokus pada informasi non-keuangan seperti pengungkapan lingkungan daripada indikator keuangan tradisional seperti *leverage*. Hal ini sejalan dengan temuan bahwa *leverage* tidak signifikan sementara ESG berpengaruh positif.

PENUTUP

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2024. Berdasarkan analisis regresi linier berganda data panel terhadap 40 perusahaan dengan total 200 observasi, penelitian ini menghasilkan tiga temuan utama:

Pertama, kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA ($\beta = 0,0014$; $p < 0,05$). Temuan ini mengonfirmasi bahwa perusahaan manufaktur dengan komitmen tinggi pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola cenderung memiliki profitabilitas yang lebih baik. Secara teoritis, hasil ini memperkuat *Stakeholder Theory* (Freeman, 1984) yang menyatakan bahwa pemenuhan ekspektasi pemangku kepentingan melalui praktik ESG menciptakan nilai ekonomi jangka panjang, sekaligus mendukung *Legitimacy Theory* (Dowling & Pfeffer, 1975) bahwa legitimasi sosial yang diperoleh melalui praktik berkelanjutan berkontribusi pada kinerja finansial. Temuan ini konsisten dengan meta-analisis (Friede et al., 2015) dan penelitian (Anggraini & Rosmala, 2024) pada konteks Indonesia, sekaligus memperkaya literatur dengan bukti empiris dari pasar *emerging* pascapandemi.

Kedua, ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA ($\beta = -0,0197$; $p < 0,05$). Temuan ini menolak hipotesis awal dan mengindikasikan bahwa perusahaan berskala besar belum tentu lebih efisien dalam menghasilkan laba. Fenomena *diseconomies of scale*, kompleksitas manajerial, biaya kepatuhan regulasi yang lebih tinggi, serta tantangan pemulihan pascapandemi pada perusahaan besar menjadi faktor penjelas. Temuan ini memperkaya teori dengan menunjukkan bahwa dalam konteks Indonesia pasca-COVID-19, keunggulan skala ekonomi tidak otomatis terwujud, sehingga memerlukan kajian ulang atas asumsi teoritis hubungan positif ukuran perusahaan terhadap profitabilitas.

Ketiga, secara simultan kinerja ESG dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan ($F = 6,35$; $p < 0,05$) dengan kontribusi sebesar 12,52% (Adjusted R-squared). Variabel kontrol *leverage* tidak terbukti signifikan ($p = 0,274$), mengindikasikan bahwa struktur modal bukan determinan utama profitabilitas perusahaan manufaktur di Indonesia.

Keterbatasan Penelitian

Pada penelitian ini tidak luput dari keterbatasan yang dapat menjadi bahan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya:

- a. Variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan 13,84% variasi kinerja keuangan (ROA).
- b. Sampel penelitian terbatas pada perusahaan manufaktur yang memiliki skor ESG di *Refinitiv Eikon*, sehingga jumlah sampel mungkin belum merepresentasikan seluruh populasi sektor manufaktur di BEI.
- c. Periode penelitian 2020-2024 mencakup masa pandemi dan transisi pascapandemi yang memiliki dinamika ekonomi yang tidak stabil.

Implikasi Penelitian

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini menyajikan tiga kontribusi teoritis utama. Pertama, hasil positif ESG terhadap ROA memverifikasi *Stakeholder Theory* dan *Legitimacy Theory* dalam konteks pasar modal Indonesia, memperkuat argumen bahwa praktik keberlanjutan merupakan investasi strategis bukan sekadar biaya kepatuhan. Temuan ini konsisten dengan meta-analisis global (Friede et al., 2015) dan menunjukkan bahwa mekanisme penciptaan nilai

melalui ESG berlaku lintas konteks, termasuk *emerging market* dengan karakteristik kelembagaan yang berbeda. Kedua, temuan negatif ukuran perusahaan membuka peluang pengembangan teori baru terkait *boundary conditions* pengaruh skala terhadap profitabilitas. Hasil ini mengindikasikan bahwa hubungan ukuran-kinerja bersifat kontekstual dan mungkin mengikuti kurva U-terbalik, di mana setelah titik optimal, kompleksitas organisasi dan birokrasi justru menurunkan efisiensi. Fenomena *diseconomies of scale* ini relevan dengan *Agency Theory*, di mana konflik keagenan dan biaya pengawasan lebih akut pada perusahaan besar. Ketiga, tidak signifikannya *leverage* memberikan perspektif alternatif bahwa di pasar modal Indonesia, keputusan pendanaan mungkin lebih ditentukan oleh faktor non-keuangan seperti afiliasi grup usaha atau hubungan perbankan dibandingkan pertimbangan *trade-off* struktur modal. Hal ini membuka peluang riset lebih lanjut tentang peran modal sosial dan jaringan bisnis dalam keputusan pendanaan perusahaan di pasar *emerging*.

2. Implikasi Praktis / Manajerial

Bagi Manajemen Perusahaan: Manajemen sektor manufaktur harus menggeser paradigma pelaporan ESG dari pemenuhan regulasi bersifat sukarela (*voluntary compliance*) menjadi bagian dari strategi inti korporasi. Selain itu, mengingat besarnya ukuran perusahaan justru menekan profitabilitas, para eksekutif perusahaan skala besar perlu melakukan restrukturisasi biaya operasional, optimalisasi pemanfaatan aset tetap, dan penguatan kontrol internal agar pertumbuhan aset linear dengan pertumbuhan laba.

Bagi Investor dan Manajer Investasi: Investor tidak lagi dapat mengandalkan indikator keuangan tradisional atau besarnya ukuran aset suatu emiten sebagai jaminan profitabilitas. Skor ESG pada platform *Refinitiv* terbukti menjadi sinyal (*signaling device*) prediktif yang valid untuk menilai keberlanjutan profitabilitas (*sustainable earnings*) perusahaan manufaktur di Indonesia.

Bagi Regulator (Otoritas Jasa Keuangan & Bursa Efek Indonesia): Temuan ini mendukung urgensi penguatan kebijakan implementasi keuangan berkelanjutan seperti *Roadmap* Keuangan Berkelanjutan OJK. Regulasi yang lebih ketat dan standar pelaporan keberlanjutan yang seragam akan membantu menciptakan ekosistem pasar modal yang lebih transparan dan efisien.

DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini, P. wahyu, & Rosmala, S. tri darma. (2024). Pengaruh Environment Social Governance (ESG) Score Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Terindeks IDX ESG Leader Tahun 2020-2023. *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(5), 975–982. <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i5.888>
- Atan, Alam, Said, & Zamri. (2018). *The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies*. 29(2), 182–194.
- Chen, Y., & Zhang, Z. (2024). Industry Heterogeneity and the Economic Consequences of Corporate ESG Performance for Good or Bad: A Firm Value Perspective. *Sustainability (Switzerland)*, 16(15). <https://doi.org/10.3390/su16156506>
- Christopher F. Baum. (2006). *An Introduction to Modern Econometrics Using Stata - Christopher F. Baum - Google Books*.

- Deegan, C. (2002). *Introduction: the legitimising effect of social and environmental disclosures—theoretical foundation*.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Sociological Perspectives*, 18(1), 122–136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Ellitan. (2009). No Title طرق تدريس اللغة العربية. *Экономика Региона*, 19(19), 19.
- Fadhillah, R., & Marsono. (2023). 41617-95607-1-Sm. *Pengaruh Kinerja Komponen Environmental, Social, Dan Governance Terhadap Kinerja Keuangan*, 12(4), 1–11.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1751722>
- Freeman, R. E. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Blackwell Guide to Business Ethics*, 19–37. <https://doi.org/10.1002/9781405164771.ch0>
- 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>
- Gujarati, D. N. (2003). Basic Econometrics. In *McGraw-Hill Companies*.
- Gujarati, & Porter. (2009). Single-equation regression models. In *Introductory Econometrics: A Practical Approach*.
- Hair. (2014). *multivariate data analysis*.
- Hidayat, A. (n.d.). Uji Normalitas dengan STATA. 2013. <https://www.statistikian.com/2013/03/normalitas-pada-stata.html>
- Hidayatul Aisyah Nur Rohman, Nur Ainiyah, & M.Bahril Ilmidaviq. (2024). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap Financial Performance : Peran Struktur Kepemilikan sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Ekonomi, Akuntansi, Dan Pajak*, 1(3), 265–280. <https://doi.org/10.61132/jieap.v1i3.425>
- Husnaini, W., Cahyaningtyas, S. R., & Ramadhani, R. S. (2024). Pengungkapan Lingkungan: Sudut Pandang Investor. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 9(1), 262–276. <https://doi.org/10.29303/jaa.v9i1.477>
- Ihsani, A. N., Nidar, S. R., & Kurniawan, M. (2023). Does ESG Performance Affect Financial Performance? Evidence from Indonesia. *Wiga : Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 13(1), 46–61. <https://doi.org/10.30741/wiga.v13i1.968>
- Jovita, G. A. (2023). Impact of ESG Implementation on Financial Performance and Capital Structure. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis*, 5, 1480–1486. <https://doi.org/10.37034/infeb.v5i4.778>

- Lee, & Raschke. (2023). *Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: What about greenwashing temptations.* 155. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113393>
- Magfirah B, O. S., & Fitri, Y. (2019). Analisis Efisiensi Biaya Produksi Dengan Penggunaan Biaya Standar Dalam Meningkatkan Rasio Net Profit Margin (Studi Empiris Pada Umkm Dendeng Sapi Di Banda Aceh). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 4(2), 334–343. <https://doi.org/10.24815/jimeka.v4i2.12262>
- Maharani. (2024). *ANALISIS KINERJA KEUANGAN PADA PERUSAHAAN DENGAN SKOR ESG DALAM BURSA EFEK INDONESIA JURNAL*. 4(1), 9–15.
- Majdi, S. (2023). Stakeholder Power And Sustainability Disclosure: Stakeholder Salience Perspective. *The South East Asian Journal of Management*, 17(1), 28–48. <https://doi.org/10.21002/seam.v17i1.1280>
- Miller, R., & Plessow, F. (2013). *Transformation techniques for cross-sectional and longitudinal endocrine data: Application to salivary cortisol concentrations.* 38(16), 941–946. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0306453012003290?via%3Dihub>
- Mizvi et al. (2025). *Pengaruh praktik esg dan.* 8.
- Musana, A., Ringo, M. A. T. S., & Aji, P. R. P. (2023). The Effect Of Financial Performance On CSR Disclosure And Firm Performance (Corporate Reputation And The Moderating Role Of CEO Integrity). *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 4(6), 9443–9449. <http://journal.yrpiiku.com/index.php/msej>
- Naeem, Cankaya, & Recep. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
- Oktrivina, A., Ambarwati, S., & Rosdiana, E. (2024). Pengaruh ESG risk rating score, ukuran perusahaan, leverage, dan likuiditas terhadap kinerja keuangan perusahaan. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 6(3), 397–406. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v6i3.964>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2024). Taksonomi untuk Keuangan Berkelanjutan Indonesia. *Ojk*, 1–238. www.ojk.go.id
- Perdana, A. arye. (2025). Hubungan Sektor Manufaktur Terhadap IHSG Aga Arye Perdana. *Jurnal Ilmu Sosial Dan Humaniora (Isora)*, 3(1), 11–20. <https://stockbit.com/symbol/IHSG/chartbit>
- Putri Putri, Gita Desyana, & Haryono Haryono. (2025). Pengaruh Peringkat Risiko ESG dan Kinerja Keberlanjutan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi Dan Manajemen Bisnis*, 5(2), 421–435. <https://doi.org/10.55606/jaemb.v5i2.6381>

- Rosa, & Noveria. (2025). Do Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors Affect Firm Value in Indonesia's Environmentally Sensitive Industries? *Jurnal Manajemen Bisnis*, 12(2), 01–18. <https://doi.org/10.33096/jmb.v12i2.1164>
- Rumansyah, A., & Nainggolan. (2025). The Influenced of ESG Environmental Performance on Financial Performance: A Study of Indonesian Publicly Listed Companies. *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(6), 1894–1903. <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i6.1565>
- Safriani, & Utomo. (2020). Pengaruh Environmental, Social dan Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Bandung Conference Series: Accountancy*, 9(1), 300–306. <https://doi.org/10.29313/bcsa.v4i1.11584>
- Savitri, citra, Faddila, pramudita syifa, Iswari, rani hanif, Anam, C., & Syah, S. (2021). *STATISTIK MULTIVARIAT DALAM RISET*.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). AI for Business. *Cancer and Nutrition: The Hidden Power of Food, Lifestyle and Cookware*. <https://doi.org/10.59646/aib/450>
- Sulteng, L. B. (2023). *Mengukir masa depan yang berkelanjutan*. 2. [https://banksulteng.co.id/Laporan Keuangan Web/Laporan Keuangan Tahunan \(Annual Report\)/SR Bank Sulteng 2023.pdf](https://banksulteng.co.id/Laporan%20Keuangan%20Web/Laporan%20Keuangan%20Tahunan%20(Annual%20Report)/SR%20Bank%20Sulteng%202023.pdf)
- Wainwright, S. (n.d.). *Global ESG assets predicted to hit \$40 trillion by 2030, despite challenging environment, forecasts Bloomberg Intelligence*. Bloomberg.Com. <https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence/>
- Widia, E., & Wibisono, C. (2024). ESG Implementation in Modern Business Oriented Towards Sustainable Management. *International Journal of Environmental, Sustainability, and Social Science*, 5(3), 850–856. <https://doi.org/10.38142/ijesss.v5i3.1128>
- Zhao, X., Chen, Q. A., Yuan, X., Yu, Y., & Zhang, H. (2024). Study on the impact of digital transformation on the innovation potential based on evidence from Chinese listed companies. *Scientific Reports*, 14(1), 1–20. <https://doi.org/10.1038/s41598-024-56345-2>