



PENGARUH ENVIRONMENTAL MATURITY, FINANCIAL RISK, DAN GROWTH OPPORTUNITY TERHADAP FINANCIAL PERFORMANCE DAN FIRM VALUE

Eleonora Nathania Christi & Dwi Ratmono

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486841

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of environmental maturity, financial risk, and growth opportunity on firm performance and firm value in non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2021-2024. Firm performance as the first dependent variable is measured using Return on Assets (ROA), while firm value as the second dependent variable is measured using Price to Book Value (PBV). Environmental performance, firm size, leverage, and sales growth are the independent variables. Control variables, such as cash holdings, are included in this study to ensure a more comprehensive analysis. Data analysis is performed through multiple regression supported by descriptive statistical analysis and classical assumption tests.

This study uses a quantitative approach by analysing secondary data from 65 non-financial companies, which were reduced to 24 companies after outliers were removed. The total non-financial company data used as a sample consisted of 260 observations before outliers and 96 observations after outliers over four years (2021-2024). The results of the study show a positive effect of growth opportunity on financial performance and firm value. Financial risk has a negative effect on financial performance and no effect on firm value. Meanwhile, environmental maturity has no effect on financial performance and firm value.

Keywords: *Environmental Maturity, Financial Risk, Growth Opportunity, Financial Performance, Return on Asset, Firm Value, Price to Book Value, Environmental Performance, Firm Size, Leverage, Sales Growth, dan Cash Holding.*

1. PENDAHULUAN

Isu percepatan globalisasi dan degradasi lingkungan menghadapkan dunia pada berbagai permasalahan kompleks yang saling berkaitan, terutama pada fokus kelestarian dan keberlanjutan lingkungan (United Nations, 2015; UNEP, 2019; IPCC, 2021). Pasar modal cenderung memberikan reaksi negatif terhadap berita *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang buruk, namun tidak secara signifikan menanggapi berita positif (Kruger, 2015). Banyak investor lebih peka terhadap kegagalan tanggung jawab sosial yang berdampak pada keuangan daripada keberhasilan positif kinerja lingkungan (Lins *et al.*, 2017). Seluruh masalah tersebut memunculkan

lahirnya berbagai inisiatif dan kesadaran dalam bentuk laporan pembangunan berkelanjutan di tingkat internasional yang berhubungan dengan investasi perusahaan jangka panjang (Gray, 2010; Kolk, 2010; United Nations, 2015; KPMG, 2020).

Project SDGs merupakan rencana besar Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB) dalam menjawab isu kerusakan bumi dan pemberian perhatian khusus kepada lingkungan untuk partisipasi sosial yang sudah disepakati bersama pada tahun 2015 guna menindaklanjuti dan merespon *Millenium Development Goals* (MDGs) (United Nations, 2015; Sachs, 2015; UNDP, 2016). Gagasan SDGs dilakukan dengan cara menekankan keseimbangan antara aspek

sosial, lingkungan, dan ekonomi (Elkington, 1997). Laporan *Brundtland* merepresentasikan sosial, ekonomi, dan lingkungan harus dikelola secara seimbang untuk menjamin daya saing jangka panjang sekaligus keberlanjutan perusahaan (Khan *et al.*, 2025; Mishra & Pandey, 2025).

Tingkat kematangan perusahaan dalam mengelola praktik lingkungan, mendukung kinerja pada dimensi *environmental* dalam kerangka ESG (Abdi *et al.*, 2022). Menurut Khairredine dan kawan-kawan (2022), konsep “*The Trilogy of Sustainability*” menekankan lingkungan sebagai keharusan untuk menjadi integral dan visi misi dari sebuah perusahaan, bukan sekedar *add on topping* kewajiban administratif semata. *Financial performance* menegaskan bahwa perkembangan praktik keberlanjutan tidak segera berdampak pada profitabilitas karena adanya fenomena *time-lag effect* (Xu *et al.*, 2023; Flammer, 2021). Bagi para investor, fenomena tersebut terjadi karena keputusan pendanaan perusahaan selalu disertai konsekuensi risiko keuangan yang menyebabkan fenomena baru, yaitu *financial distress* (Dang *et al.*, 2023; Pham & Nguyen, 2024). *Investment opportunity set* menyatakan perusahaan dengan *high growth opportunity* cenderung memiliki proyek investasi bernilai positif sehingga pertumbuhan dipersepsikan sebagai produktivitas ekonomi riil (Biddle *et al.*, 2021; Chen & Zhang, 2023).

Perspektif pasar menilai *environmental maturity* tidak selalu diartikan sebagai nilai ekonomi karena investor menilai aktivitas keberlanjutan hanya sebagai simbol legitimasi (*greenwashing phenomenon*) (Cho *et al.*, 2022; Hawn & Ioannou, 2024). Hal tersebut berhubungan dengan *debt irrelevance condition*, yaitu kondisi ketika struktur utang tidak menjadi determinan utama evaluasi karena investor lebih menitikberatkan pertumbuhan usaha daripada komposisi pendanaan (Boubaker *et*

al., 2022; Aghion *et al.*, 2023). Perusahaan penganut ekspansi memperoleh penilaian lebih tinggi karena pasar merespon potensi arus kas masa depan dibanding kondisi saat ini (*growth-driven valuation*) (Chen *et al.*, 2024; Pham *et al.*, 2024).

Penelitian terdahulu oleh Fan dan kawan-kawan (2023), efisiensi pembiayaan mendorong *green innovation*, sedangkan *financing constraints* membatasi inovasi hijau perusahaan. Performa lingkungan unggul memiliki akses eksternal keuangan yang lebih kondusif selama krisis pandemi (Wellalage *et al.*, 2022). Menurut (Shakil *et al.*, 2024), ketika perusahaan mengalokasikan sumber daya untuk praktik lingkungan namun tidak memperoleh sinyal positif berupa peningkatan profitabilitas jangka pendek, hal ini memicu *cash flow uncertainty* yang berkontribusi terhadap risiko gagal bayar dan *financial distress risk*. Tekanan investor terhadap *return* jangka pendek dapat memperketat akses pembiayaan eksternal sehingga perusahaan menghadapi *funding gap* yang meningkatkan *cost of capital* dan volatilitas struktur pendanaan (Boubaker *et al.*, 2025).

Perusahaan *high growth opportunity* memitigasi persepsi risiko karena pasar menilai kemampuan perusahaan dalam peluang investasi bernilai positif (Biddle *et al.*, 2021; Chen & Zhang, 2023). Penelitian sebelumnya oleh Smith & Jones (2024), mengemukakan perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi sering dipandang lebih adaptif oleh investor karena mencerminkan *real economic productivity*. Bukti empiris oleh Lee dan kawan-kawan (2023), menunjukkan perusahaan dengan *growth opportunity* kuat mampu menarik modal eksternal dengan biaya yang lebih kompetitif (membantu mengurangi tekanan pembiayaan jangka pendek). Literatur lainnya oleh (Wang & Wang, 2023; Ahmad & Takeda, 2024; García & Vera, 2025), menunjukkan bukti bahwa *growth opportunity* tidak otomatis

meningkatkan kinerja keuangan, apabila pertumbuhan tidak mendapat dukungan finansial dan fundamental yang kuat.

Penelitian ini memberikan empat aspek kebaruan yang signifikan. Pertama, pengujian kembali sensitivitas pengaruh *environmental maturity* terhadap *financial performance* dan *firm value* menggunakan *environmental performance score* dan *firm size score*. Kedua, mencari titik terang mengenai perspektif *financial risk* dengan menyoroti bagaimana utang perusahaan dapat mempengaruhi profitabilitas dan nama baik perusahaan. Ketiga, studi ini menganalisis *growth opportunity* yang bernilai positif bisa menjadi nilai yang tidak signifikan bahkan berpengaruh negatif. Terakhir, menjembatani kesenjangan empiris yang muncul antara idealisme teori dan realitas implementasi di Indonesia sebagai negara berkembang.

Penelitian terdahulu oleh Shmelev & Gilardi (2025), menjelaskan *environmental performance* meningkatkan profitabilitas karena efisiensi operasional dan pengurangan biaya energi serta limbah. Penelitian tersebut didukung oleh Cui (2025) yang menjelaskan kinerja ESG yang tinggi meningkatkan daya tarik investor dan memperbaiki performa keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan berdampak baik terhadap *environmental performance* karena perusahaan besar menghadapi tekanan legitimasi publik lebih tinggi (Clarkson *et al.*, 2008). Namun beberapa studi oleh (Kumar *et al.*, 2024; Sastroedjo *et al.*, 2025) menemukan ESG belum berdampak signifikan terhadap kinerja finansial di pasar berkembang. Hal ini dibuktikan dengan ulasan dari *Financial Times ESG critique* (2024) bahwa beberapa perusahaan menggunakan *sustainability* hanya simbolik sehingga tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Peneliti sebelumnya oleh Nguyen & Phan (2022) menjelaskan *leverage* tinggi meningkatkan probabilitas *financial distress*

sehingga menurunkan profitabilitas perusahaan. Penelitian tersebut didukung oleh Huang & Ye (2023), menjelaskan tingkat risiko utang yang besar meningkatkan biaya modal dan menekan laba operasional. Bernini dan kawan-kawan (2023) meneliti bahwa utang dapat meningkatkan disiplin manajerial dan efisiensi penggunaan aset. Penggunaan *leverage* moderat dapat memperkuat *return* melalui *tax shield* (Orazalin & Mahmood, 2022).

Peluang pertumbuhan meningkatkan profitabilitas karena ekspansi pasar dan peningkatan penjualan (Cui, 2025). Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi lebih inovatif sehingga menghasilkan kinerja keuangan lebih baik (Shmelev & Gilardi, 2025). Namun pertumbuhan agresif meningkatkan biaya investasi sehingga menekan laba jangka pendek (Kumar *et al.*, 2024). Ekspansi yang terlalu cepat meningkatkan risiko *overinvestment* dan menurunkan efisiensi (Sastroedjo *et al.*, 2025). Menurut (Cui, 2025; Shmelev & Gilardi, 2025) perusahaan dengan *high opportunity sales growth* mempunyai valuasi lebih maksimal karena prospek arus kas masa depan. Sementara beberapa studi menemukan *growth opportunity* justru menurunkan nilai akibat risiko investasi berlebih (Rahman *et al.*, 2025). Kumar dan rekan-rekan penelitiannya (2024) menjelaskan pertumbuhan agresif meningkatkan ketidakpastian sehingga pasar memberi valuasi yang konservatif.

Studi ini digunakan untuk mencari titik terang dari gap penelitian terdahulu yang terdiri dari 3 topik masalah. Pertama, penelitian menguji sensitivitas sesungguhnya dari pengaruh *environmental maturity* terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan pada pasar berkembang di tengah ledakan *greenwashing phenomenon*. Kedua, penelitian mencari titik terang mengenai pengaruh beban biaya dan struktur pendanaan terhadap keuangan dan nilai

perusahaan. Terakhir, studi ini menganalisis pengaruh *growth opportunity* terhadap perusahaan. Studi ini diharapkan mampu mendorong inisiatif pemerintah dalam membantu menangani masalah lingkungan dan pendanaan karena berhubungan dengan kualitas perusahaan sekaligus penentuan kebijakan dan regulasi PROPER terhadap tata kelola perusahaan.

2. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

Institutional theory merespon tekanan institusional eksternal seperti tekanan *coercive*, *mimetic*, dan *normative* dalam proses operasionalnya (Ding & Wang, 2025). Tekanan institusional yang berasal dari regulator dan investor internasional memiliki pengaruh jaminan sangat besar dan signifikan terhadap kualitas pengungkapan keberlanjutan perusahaan di sebagian negara berkembang (Albitar *et al.*, 2020).

Legitimacy theory merupakan persepsi atau anggapan publik bahwa tindakan suatu organisasi sudah benar atau selaras dengan aturan di tengah masyarakat adalah inti dari teori legitimasi (Suchman, 1995). Teori legitimasi mengungkapkan bahwa tingkat perusahaan merupakan konsekuensi dari kepatuhannya terhadap tekanan dari komunitas eksternal dalam konteks sosial, regulasi, dan politik (Massoud *et al.*, 2018). Perusahaan harus memperhatikan kesenjangan legitimasi, yaitu kondisi dimana ada celah perbedaan pola pikir antara ekspektasi masyarakat terhadap *financial performance* dan *firm value* (Lindblom, 1994). *Sustainability reporting* dilakukan untuk mendapatkan penerimaan sosial dan kepercayaan publik (Chairunnisa *et al.*, 2024). Perusahaan menggunakan praktik simbolik keberlanjutan untuk memperoleh legitimasi tanpa perubahan

operasional yang substantif (Putri *et al.*, 2025).

Signal theory adalah pendekatan teoritis dominan yang digunakan dalam studi untuk mengungkapkan ESG dan selalu berdampingan dengan *stakeholders theory*, *legitimacy theory*, dan *agency theory* merupakan *signal theory* (Gesso & Lodhi, 2024). Penekanan teori sinyal terdapat pada ciri khas pengungkapan sukarela oleh perusahaan untuk mencapai tiga tujuan utama, yaitu mengurangi asimetri dalam penyampaian informasi, pemenuhan akuntabilitas kepada *stakeholders*, dan memberi sinyal legitimasi kepada masyarakat (An *et al.*, 2011). Transparansi keberlanjutan mengurangi asimetri informasi dan merefleksikan dedikasi perusahaan terhadap operasionalitas bisnis yang amanah sehingga meningkatkan reputasi perusahaan serta kepercayaan investor (Chong & Loh, 2023; Alfikri, 2024; Rohendi *et al.*, 2024).

Stakeholder theory mempresepikan perusahaan bukan hanya sekedar berintegritas kepada investor, tetapi juga seluruh *stakeholders* yang mempunyai urgensi dan ekspektasi secara eksplisit dan implisit terhadap seluruh aktivitas yang berjalan di perusahaan karena pihak-pihak tersebut merupakan aset tidak berwujud (Freeman, 1984). Fenomena tersebut mengindikasikan keterlibatan pemangku kepentingan yang berperan kuat dalam meningkatkan *financial performance* dan *firm value* (Ho *et al.*, 2024). Eksternalitas memberi dampak kuat yang menyebabkan tekanan terhadap perusahaan untuk mengurangi dampak eksternal merugikan, seperti polusi dan mengembangkan hal positif, seperti amal (Zhu *et al.*, 2016).

Trade-off theory menggambarkan situasi ketika perusahaan menetapkan *leverage* dengan mensinergikan manfaat pajak utang dan biaya kesulitan keuangan (Bernini *et al.*, 2023). *Leverage* yang tinggi meningkatkan risiko finansial dan membatasi

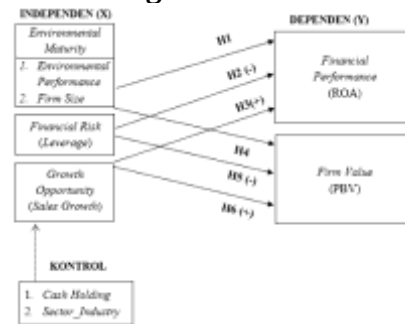
fleksibilitas pendanaan sehingga mengurangi investasi pada praktik lingkungan (Nguyen & Phan, 2022). Kondisi ini menyebabkan *company* dengan *high leverage* menunjukkan prevalensi *environmental performance* yang lebih rendah (Liu *et al.*, 2024). Tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan tekanan likuiditas sehingga perusahaan menunda investasi lingkungan (Orazalin & Mahmood, 2022). Akibatnya, perusahaan dengan utang lebih besar cenderung memiliki *environmental performance* lebih rendah dibanding perusahaan yang utangnya rendah (Huang & Ye, 2023).

Agency theory digunakan ketika terjadi konflik antara manajer dan pemegang saham yang menimbulkan *agency cost* mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (Bakri *et al.*, 2024). Penggunaan utang dipandang sebagai mekanisme disiplin karena kewajiban pembayaran bunga membatasi perilaku oportunistik manajer (Ahmed *et al.*, 2023). *Leverage* yang tinggi dapat menurunkan *agency cost* dengan meningkatkan pengawasan kreditur terhadap keputusan manajemen (Akbar *et al.*, 2025). Namun, tingkat utang berlebihan berpotensi untuk meningkatkan friksi baru antara pemegang saham dan kreditur (Faris, 2024). *Leverage* dapat mendorong praktik manajemen laba sebagai konsekuensi tekanan kontraktual dalam hubungan keagenan (Pasaribu, 2025).

Teori IOS menjelaskan bahwa FV dipengaruhi oleh peluang investasi masa depan yang tercermin dalam keputusan pendanaan dan investasi perusahaan (Putri *et al.*, 2024). Perusahaan dengan IOS tinggi cenderung menahan laba dan mengurangi dividen untuk membiayai proyek pertumbuhan (Rahman & Lee, 2023). IOS menunjukkan tren positif bagi pemodal karena mengindikasikan potensi arus kas jangka panjang (Khan *et al.*, 2025). Peluang investasi yang besar dapat meningkatkan risiko *overinvestment* akibat konflik

keagenan (Widodo *et al.*, 2024). Oleh karena itu, IOS mempengaruhi kebijakan *leverage* dan valuasi perusahaan melalui ekspektasi pertumbuhan di masa depan (Nguyen & Tran, 2023).

2.2. Kerangka Pemikiran



2.3. Hipotesis

Hipotesis pertama merujuk pada dua teori, yaitu *trade-off theory* dan *stakeholder theory*. Jangka panjang investasi lingkungan meningkatkan efisiensi sumber daya dan menurunkan risiko litigasi serta regulasi perusahaan (Porter & van der Linde, 1995). Perusahaan dengan kinerja ESG tinggi cenderung memperoleh stabilitas keuangan dan ketahanan terhadap risiko eksternal (Fristamara & Musmini, 2024). Kinerja lingkungan mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan transparansi sehingga memperbaiki kualitas keputusan ekonomi perusahaan (Bachtiar *et al.*, 2025). Penelitian terbaru menunjukkan praktik keberlanjutan mampu meningkatkan efisiensi operasional dan profitabilitas setelah perusahaan melewati fase penyesuaian biaya (Bahadır & Akarsu, 2024).

H₁: *Environmental Maturity* berpengaruh terhadap *Financial Performance*.

Hipotesis kedua berdasar pada dua teori, yaitu *trade-off theory* dan *agency theory*. Beban bunga yang tinggi mengurangi laba operasional sehingga profitabilitas perusahaan menurun (Titman & Wessels, 1988). Kewajiban pembayaran bunga memaksa manajemen menggunakan sumber daya secara lebih efisien sehingga meningkatkan kinerja (Jensen, 1986). Utang memberikan manfaat *tax shield* yang

meningkatkan nilai dan efisiensi perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Dengan demikian, *financial risk* dapat berdampak negatif maupun positif terhadap *financial performance* tergantung pada tingkat optimal struktur modal perusahaan (Kraus & Litzenberger, 1973).

H₂: *Financial Risk* berpengaruh Negatif terhadap *Financial Performance*.

Hipotesis ketiga berdasar pada dua teori, yaitu *signalling theory* dan *stakeholder theory*. Perusahaan bertumbuh sering menghadapi keterbatasan pendanaan internal sehingga meningkatkan biaya modal dan menekan profitabilitas jangka pendek (Brealey *et al.*, 2020). Dukungan *stakeholder* memperluas akses pendanaan dan memperbaiki reputasi perusahaan (Brogi & Lagasio, 2019). Namun, ekspektasi *stakeholder* yang tinggi meningkatkan tekanan kinerja sehingga dapat menurunkan profitabilitas apabila target tidak tercapai (Hill & Jones, 1992).

H₃: *Growth Opportunity* berpengaruh Positif terhadap *Financial Performance*.

Hipotesis keempat berdasar pada tiga teori, yaitu *signalling theory*, *legitimacy theory*, dan *stakeholder theory*. Perusahaan yang memiliki tingkat kematangan lingkungan tinggi lebih mudah memperoleh legitimasi publik dan mengurangi tekanan regulasi (Deegan, 2002). Informasi keberlanjutan mengurangi ketidakselarasan informasi antara manajemen dan investor (Connelly *et al.*, 2011). Apabila biaya implementasi terlalu tinggi, pasar dapat merespons negatif karena dianggap mengurangi efisiensi perusahaan (Busch & Lewandowski, 2018).

H₄: *Environmental Performance* berpengaruh terhadap *Firm Value*.

Peningkatan *financial risk* yang berlebihan menimbulkan biaya kebangkrutan dan *financial distress cost* yang menurunkan

nilai perusahaan (Kraus & Litzenberger, 1973). Risiko gagal bayar meningkatkan *required return* investor sehingga harga saham menurun (Vo & Nguyen, 2023). Tingkat utang tinggi juga meningkatkan probabilitas restrukturisasi dan mengurangi kepercayaan pasar (Nguyen *et al.*, 2024). Investor menilai penggunaan utang sebagai sinyal efisiensi pendanaan selama berada pada tingkat optimal (Le & Phan, 2024).

H₅: *Financial Risk* berpengaruh Negatif terhadap *Firm Value*.

Pasar menafsirkan peluang pertumbuhan tinggi sebagai indikator kemampuan perusahaan menghasilkan laba jangka panjang sehingga meningkatkan harga saham (Connelly *et al.*, 2011). Penelitian empiris terbaru menemukan perusahaan dengan rasio pertumbuhan tinggi memiliki *market-to-book value* lebih besar (Nguyen *et al.*, 2024). Namun perusahaan bertumbuh juga menghadapi ketidakpastian arus kas sehingga dapat menurunkan nilai jika proyek gagal terealisasi (Brealey *et al.*, 2020).

Dalam perspektif *signaling theory*, *growth opportunity* mencerminkan prospek arus kas masa depan dan menjadi sinyal positif bagi investor mengenai kualitas perusahaan (Spence, 1973). Penelitian terbaru menunjukkan perusahaan dengan pertumbuhan penjualan tinggi memiliki valuasi pasar lebih besar karena ekspektasi kinerja masa depan meningkat (Dang *et al.*, 2023). Investor juga merespons peluang pertumbuhan sebagai sinyal efektivitas strategi manajemen (Le & Phan, 2024). Namun sinyal pertumbuhan dapat direspons negatif apabila diikuti peningkatan risiko investasi (Myers, 1977).

H₆: *Growth Opportunity* berpengaruh Positif terhadap *Firm Value*.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Variabel Penelitian

Tabel 1: Pengukuran Variabel

VARIABEL	PENGUKURAN
Variabel Dependen	
<i>Financial Performance (ROA)</i>	<i>Net Income / Total Assets</i>
<i>Firm Value (PBV)</i>	<i>Market Price per Share / Book Value per Share</i>
Variabel Independen	
<i>Environmental Maturity</i>	
1. <i>Environmental Performance</i>	<i>(Climate Change + Natural Capital + Pollution Waste + Environmental Opportunities) / 13</i>
2. <i>Firm Size</i>	<i>Log Total Assets</i>
<i>Financial Risk (Leverage)</i>	<i>Total Liabilities / Total Assets</i>
<i>Growth Opportunity (Sales Growth)</i>	<i>((Net Sales t - Net Sales t-1) / Net Sales t-1)*100%</i>
Variabel Kontrol	
<i>Cash Holding</i>	<i>Cash Equivalent / Total Assets</i>
<i>Dummy Industry</i>	1= Perusahaan produksi <i>(basic materials, energy, consumer non-cyclicals, & industrials).</i> 0= Perusahaan non-produksi dan jasa <i>(consumer cyclicals & infrastructure).</i>

3.2. Sampel Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang sudah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), mencakup 7 sektor, yaitu *basic materials, energy, consumer cyclicals, consumer non-cyclicals, industrials, infrastructure, properties*, dan *real estate*, pada tahun 2021-2024. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber di web resmi IDX dan *Bloomberg*.

Terdapat 3 kriteria sampel penelitian. Pertama, perusahaan non-keuangan yang masuk dalam 7 sektor yang sudah ditentukan dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2021-2024. Kedua, Perusahaan yang tidak memiliki (menghilangkan laporan) atau meng-*update annual & financial report* lengkap pada tahun 2021-2024 di web Bursa Efek Indonesia. Terakhir, Perusahaan yang tidak memiliki data atau tidak termasuk dalam kriteria *environmental performance, large firm size, leverage*, dan *sales growth* lengkap pada tahun 2021-2024.

Penelitian ini mengumpulkan data dengan metode *document review* dan studi

pustaka. Dokumen yang tersedia berupa *soft copy* yang di download langsung dari *web.idx.com* dan *Bloomberg*. Data didukung dan diproses menggunakan pengumpulan cara pengolahan data dengan membaca buku, artikel, jurnal, dan sumber tambahan (seperti: *podcast you tube / spotify* dan *reels instagram*) sesuai topik pembahasan penelitian.

3.3. Data Analisis dan Uji Hipotesis

Pengujian dilakukan menggunakan aplikasi *Eviews* versi 12. Uji yang akan dilakukan, yaitu analisis statistik deskriptif, pemilihan regresi data panel, pengujian asumsi klasik, dan pengujian hipotesis. Uji yang dilakukan untuk menentukan pemilihan regresi yaitu uji Chow, Uji Hausman, dan Uji *Langrange Multiplier*.

Uji asumsi klasik terdiri dari 4 uji, yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Langkah selanjutnya adalah analisis linear berganda. Nilai yang dihasilkan akan diuji kebenarannya pada uji hipotesis yang terdiri dari 3 uji, yaitu uji F, Uji Koefisien Regresi,



dan Uji T. Oleh karena itu, terdapat 2 model yang mewakili 2 variabel yang akan diuji pengaruhnya.

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 EP_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 CASH_{it} + \beta_6 Dum_Ind_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Model 1)

4.1. Sampel Data

Tabel 4: Tabel Jumlah Sampel setelah Outlier

No	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan non-keuangan yang masuk dalam 7 sektor yang sudah ditentukan dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2021-2024.	650
2.	Perusahaan yang tidak memiliki (menghilangkan laporan) atau meng-update <i>annual & financial report</i> lengkap pada tahun 2021-2024 di web Bursa Efek Indonesia.	(472)
3.	Perusahaan yang tidak memiliki data atau tidak termasuk dalam kriteria <i>environmental performance, large firm size, leverage</i> , dan <i>sales growth</i> lengkap pada tahun 2021-2024.	(113)
Jumlah perusahaan sampel		65
Jumlah sampel sebelum outlier (65 x 4)		260
Tidak lulus uji outlier		164
Total sampel penelitian (24 perusahaan x 4 periode)		96

Sumber: Data sekunder diolah tahun 2026

4.2. Uji Statistik Deskriptif

Tabel 5: Hasil Uji Statistik Deskriptif setelah Outlier

	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Deviation
ROA	96	4,1972	12,2100	4,5000	3,0561
PBV	96	0,7793	1,8800	0,0800	0,3786
EP	96	41,2855	71,7900	9,2400	16,7353
FS	96	30,8670	32,9400	28,3300	1,1009
LEV	96	0,4526	0,8200	0,0800	0,1707
SG	96	0,0772	0,5120	-0,2150	0,1372
CASH	96	0,0989	0,2800	0,0030	0,0723
DI	96	0,7916	1,0000	0,0000	0,4082

Sumber: Output Eviews 12, tahun 2026

4.3. Model Analisis Regresi dan Asumsi Klasik

Pemilihan model regresi data panel diuji dengan 3 uji. Probabilitas uji Chow memiliki signifikansi stagnan, sebesar 0,0000

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EP_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AG_{it} + \beta_5 CASH_{it} + \beta_6 Dum_Ind_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Model 2)

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

(sig.<0,05). Probabilitas uji Hausman memiliki signifikansi lebih kecil dari 5% (sig.<0,05), *Random Effect Model* sebagai model yang lebih tepat. Probabilitas uji LM memiliki signifikansi lebih kecil dari 5% (*p*-

value<0,05), *Random Effect Model* sebagai model yang terpilih.

Pada uji normalitas, persamaan pertama dengan variabel dependen (Y1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,408165>5% (berdistribusi secara normal). Persamaan kedua dengan variabel dependen (Y2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,313853>5%, yang artinya data berdistribusi secara normal. Uji autokorelasi menghasilkan nilai dW variabel Y1 (FP), yaitu sebesar 1,865423 (1,7180<1,8654<2,2820) dan nilai dW variabel Y2 (FV), yaitu sebesar 1,499860 (1,499860<1,7180<2,2820). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model 1 dan 2 memenuhi asumsi autokorelasi.

Uji multikolinearitas mengungkap nilai VIF untuk setiap variabel dalam model regresi, sebesar 1,063691 (EP), 1,025578 (FS), 1,195662 (LEV), 1,055790 (SG), dan 1,153907 (CASH), VIF < 10 tidak ada masalah multikolinearitas. Hasil uji heteroskedastisitas untuk model 1 dan 2 sebesar 0,1245 > 0,05 (model 1) dan 0,0592 > 0,05 (model 2). Hasil uji heteroskedastisitas model 1 dan 2 setelah *outlier* tidak mengalami gejala heteroskedastisitas atau lulus uji heteroskedastisitas.

Probabilitas F atau *p-value* model 1 sebesar 0,000016, model persamaan 1 membuktikan adanya pengaruh kolektif dari variabel EP, FS, LEV, dan SG terhadap variabel terikat, yaitu ROA. Hasil pengujian menunjukkan probabilitas F model 2 sebesar 0,002411, secara statistik < 0,05 seluruh variabel bebas yang terdiri dari EP, FS, LEV, dan SG secara kolektif memiliki pengaruh

signifikan terhadap variabel terikat PBV pada persamaan model 2.

$$ROA = 5,299155 + 0,008016 EP + 0,030354 FS - 8,144248 LEVERAGE + 6,664614 SG + 8,093994 CASH$$

$$PBV = 3,201808 - 0,001189 EP - 0,085104 FS + 0,050701 LEVERAGE + 0,348294 SG + 2,057715 CASH$$

Nilai *adjusted R-Squared* model 1 sebesar 0,169456 atau sebesar 16,94%. Sedangkan sisanya (83,06%), dijelaskan oleh variabel atau faktor lainnya yang tidak termasuk dalam penelitian ini. Sementara model 2 nilai *adjusted R-Squared* sebesar 0,002224 atau sebesar 0,22%. Sedangkan sisanya (99,78%), dijelaskan oleh variabel atau faktor lainnya.

Tabel 6: Uji Hipotesis Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.299155	10.87783	0.487152	0.6273
EP	0.008016	0.020493	0.391188	0.6966
FS	0.030354	0.355749	0.085325	0.9322
LEV	-8.144248	2.272280	-3.584175	0.0005
SG	6.664614	1.504672	4.429281	0.0000
CASH	8.093994	4.762973	1.699358	0.0927

Tabel 7: Uji Hipotesis Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.201808	1.695573	1.888333	0.0622
EP	-0.001189	0.002512	-0.473266	0.6372
FS	-0.085104	0.055502	-1.533347	0.1287
LEV	0.050701	0.315755	0.160570	0.8728
SG	0.348294	0.141611	2.459507	0.0158
CASH	2.057715	0.565566	3.638325	0.0005

Tabel 8: Tabel Hasil Hipotesis

n = 96						
Hipotesis		<i>F-statistic</i>	<i>R-squared</i>	Koefisien Regresi	<i>p-value</i>	Kesimpulan
H1	<i>Environmental Maturity</i> berpengaruh positif			0,008016	0,6966	Ditolak



	terhadap <i>Financial Performance</i> .			0,030354	0,9322	
H2	<i>Financial Risk</i> berpengaruh negatif terhadap <i>Financial Performance</i> .	6,946865	0,278466	-8,144248	0,0005	Diterima pada $\alpha = 1\%$.
H3	<i>Growth Opportunity</i> berpengaruh positif terhadap <i>Financial Performance</i> .			6,664614	0,0000	Diterima pada $\alpha = 1\%$.
H4	<i>Environmental Maturity</i> berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> .			-0,001189	0,6372	Ditolak
H5	<i>Financial Risk</i> berpengaruh negatif terhadap <i>Firm Value</i> .			-0,085104	0,1287	
H6	<i>Growth Opportunity</i> berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> .	4,028039	0,182860	0,050701	0,8728	Ditolak
				0,348294	0,0158	Diterima pada $\alpha = 5\%$.

Environmental Maturity tidak berpengaruh terhadap Financial Performance

Kondisi dimana *environmental maturity* yang tidak memiliki pengaruh terhadap *financial performance* sesuai dengan *institutional theory* dan *trade-off theory*. Perusahaan besar di Indonesia baru memulai untuk meningkatkan *environmental score* melebihi dari tingkat optimal (tahap awal dari kehidupan perusahaan dengan perhatian khusus pada lingkungan), sehingga kondisi ini memicu biaya tambahan dan waktu (Hart & Ahuja, 1996). Biaya tambahan, terdiri dari *compliance cost*, *green technology*, *reporting cost*, dan *monitoring cost* (Clarkson *et al.*, 2008).

Perusahaan selalu mempertimbangkan dan menentukan tingkat aktifitas operasional lingkungan melalui pertimbangan besar kecilnya biaya yang harus dikeluarkan, urgensi, dan tekanan eksternal (Bansal & Roth, 2000). Pertimbangan dan setiap tindakan untuk meningkatkan kinerja lingkungan, tidak meningkatkan *financial performance* karena tambahan biaya dapat

menetralkan manfaat ekonominya (Baron, 2001; Williams & Siegel, 2001). Praktik kinerja lingkungan dinilai sebagai investasi awal yang bermodal besar dan meningkatkan biaya pengeluaran (King & Lenox, 2002). Pernyataan ini konsisten dengan hasil temuan terdahulu, seperti (Baron, 2001; Wagner *et al.*, 2002; Wu, 2024; Xie *et al.*, 2022; Lee & Min, 2024). Penelitian mereka menjelaskan bahwa *environmental maturity* akan mencapai keuntungan keuangan, disaat perusahaan sudah menjalankan aktifitas peduli lingkungan dalam waktu yang lama dan konsisten.

Menurut PJOK 51 tahun 2017, Indonesia baru mengembangkan ESG & *sustainability report* pada tahun 2017. Penelitian oleh Eccles, Loannou, & Serafim (2014), dilakukan dari tahun 1993 sampai 2009 dengan masa percobaan awal selama 1 tahun dan evaluasi akhir selama 1 tahun (18 tahun) untuk menyatakan bahwa *environmental maturity* dapat berpengaruh positif signifikan terhadap *financial performance*, jika perusahaan sudah mengimplementasikannya secara *long term*. Dengan demikian,

perusahaan di Indonesia belum bisa dikatakan memiliki tingkat keuntungan yang tinggi dalam konteks *environmental*, karena *time-lag effect phenomenon* waktu implementasi masih tergolong singkat (Azeem, 2025).

Financial risk berpengaruh negatif terhadap Financial Performance

Peningkatan utang membuat profitabilitas turun bahkan sampai bangkrut (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984). Sementara menurut *agency theory*, utang yang tinggi meningkatkan konflik antara kreditur dan pemegang saham, sehingga memicu kondisi *monitoring cost* yang ketat dan *underinvestment*. Kedua kebijakan tersebut, menyebabkan *profit (financial risk)* menurun (Jansen & Meckling, 1976).

Financial performance lebih sensitif kepada faktor keuangan dibandingkan non-keuangan (aktivitas lingkungan perusahaan) (Vo & Ellis, 2023). Manfaat ekonomi dari aktivitas lingkungan belum terinternalisasi ke laba perusahaan, melainkan menjadi kewajiban langsung yang cenderung menggunakan sumber pembiayaan eksternal, yaitu utang (Liu, 2025 ; Rong & Kim, 2024). Akumulasi biaya lingkungan membuat laba operasional naik tajam, dikarenakan tahap awal pemberlakuan kinerja lingkungan memerlukan investasi dan biaya operasional tambahan (Al Barak *et al.*, 2023).

Penelitian sebelumnya, oleh (Nguyen *et al.*, 2021; Sardo & Serrasqueiro, 2018; Zeitun & Tian, 2007) menunjukkan ketegasan dalam temuan penelitian ini. Pengaruh negatif antara *financial risk* dan *financial performance*, terjadi karena *leverage* yang tinggi meningkatkan probabilitas *financial distress*, sehingga perusahaan menghadapi biaya kebangkrutan, biaya renegotiasi kontrak, dan peningkatan premi risiko kredit. Perusahaan dengan *leverage* yang tinggi, menghadapi *pressure* pembayaran bunga yang lebih besar dan peningkatan risiko kredit, sehingga biaya pendanaan meningkat dan

financial performance menurun (Naz *et al.*, 2024).

Growth opportunity berpengaruh positif terhadap Financial Performance

Menurut *signal theory*, *growth opportunity* memberikan sinyal prospek positif untuk meningkatkan *financial performance* (Conelly *et al.*, 2011). Sementara menurut *stakeholder theory*, perusahaan dengan prospek *growth opportunity* yang tinggi, meningkatkan aktivitas ekonomi dan interaksi dengan pemangku kepentingan (Freeman *et al.*, 2020). Berbeda dengan *environmental maturity* yang belum mampu meningkatkan profitabilitas dan *leverage* sebagai penekan laba perusahaan, *growth opportunity* menunjukkan kinerja keuangan lebih dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan masa depan dibandingkan faktor keberlanjutan maupun tekanan struktur pendanaan (Drover *et al.*, 2018).

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung melakukan investasi pada proyek produktif sehingga meningkatkan arus kas dan profitabilitas perusahaan (Suhartono & Lindrawati, 2024). Penelitian terdahulu menegaskan, terdapat fenomena yang disebut *investment opportunity set effect*, yaitu kondisi saat *growth opportunity* dapat mencerminkan peluang investasi perusahaan di masa depan, yang berasal dari ekspansi aset dan peningkatan operasional nyata dan bukan spekulasi (Susanto *et al.*, 2024; Savchuk, 2023). Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi memberikan sinyal kemampuan menghasilkan laba di masa depan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan (Drover *et al.*, 2018). Kepercayaan *stakeholder* dapat meningkat, ketika perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik (Harrison *et al.*, 2020).

Environmental Maturity tidak berpengaruh terhadap Firm Value

Pasar tidak memberi *reward* finansial terhadap kinerja lingkungan dikarenakan adanya *time lag effect* (Flammer, 2015). Menurut *legitimacy theory*, perusahaan seharusnya melakukan aktivitas lingkungan untuk mempertahankan reputasi awal, bukan berorientasi pada formalitas (*greenwashing phenomenon*) atau indikator keuangan jangka pendek (Huang *et al.*, 2023; Ningrum *et al.*, 2024). Sementara *signaling theory* mengungkapkan bahwa lingkungan merupakan sinyal kualitas perusahaan, namun sinyal tersebut hanya efektif jika dipahami dan dipercaya investor (Connelly *et al.*, 2011).

Investor membutuhkan waktu lebih lama untuk mengevaluasi tingkat kredibilitas, pemahaman mendalam pada informasi keuntungan lingkungan yang berkelanjutan, dan menyesuaikan ulang keputusan investasi, dengan perhitungan lebih detail soal manfaat baru yang di dapat dalam jangka panjang (Eccles *et al.*, 2014; Flammer, 2015). Pendapat ini didukung oleh Kruger (2015), dimana investor sering tidak segera meng-*update* informasi lingkungan dalam valuasinya, dikarenakan adanya keterbatasan pemrosesan informasi dan ketidakpastian manfaat ekonomi.

Penelitian terdahulu oleh (Zhang *et al.*, 2023; Putri & Rahmawati, 2024; Gillan *et al.*, 2021) menegaskan bahwa *environmental maturity* terlebih dahulu membangun legitimasi daripada memengaruhi *firm value*, karena konteks lingkungan merupakan informasi *nonprofitable*, sehingga investor kurang yakin untuk langsung menggunakannya sebagai valuasi perusahaan. Kinerja lingkungan lebih dahulu membangun legitimasi dan hubungan dengan pemangku kepentingan sebelum berdampak pada nilai perusahaan (Wang & Sarkis, 2017).

Financial risk tidak berpengaruh terhadap firm performance

Menurut *trade-off theory*, hutang akan menurunkan nilai perusahaan, ketika biaya

kesulitan keuangan melebihi manfaat pajak dari hutang (Kraus & Litzenberger, 1973). Menurut Dang *et al.*, 2023, perusahaan berada pada tingkat utang yang masih optimal, sehingga manfaat pajak dan biaya kesulitan keuangan seimbang. Kondisi tersebut mengakibatkan *leverage* tidak lagi meningkatkan atau menurunkan profitabilitas perusahaan (Vo & Ellis, 2024). Akhirnya, hal ini menyebabkan perubahan *financial risk* tidak diikuti perubahan *firm value*, karena perusahaan belum menghadapi tekanan finansial yang nyata (Nguyen & Nguyen, 2023).

Penelitian terdahulu oleh (Wasserbacher & Spindler, 2024; Gultom *et al.*, 2023) menyatakan bahwa ketidak signifikanan *leverage* terhadap *firm value* menunjukkan pasar tidak selalu menilai utang sebagai sinyal negatif atau positif. Kondisi yang dimaksud adalah industri padat aset, informasi sudah diprediksi pasar, dan fenomena *earnings dominate capital structure*. Hal ini membuat investor tidak langsung merevisi valuasi hanya karena perubahan tingkat *financial risk* (Taherinia *et al.*, 2024).

Growth opportunity berpengaruh positif terhadap Firm Value

Dalam perspektif *signaling theory*, *sales growth* menjadi sinyal kredibel bahwa perusahaan memiliki proyek investasi bernilai positif, sehingga investor dapat berekspektasi ukuran *cash flow* di masa depan (Wandani *et al.*, 2024). Menurut *investment opportunity set* dan *institutional theory*, perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki kapasitas menghasilkan laba dan arus kas jangka panjang yang lebih besar, sehingga meningkatkan valuasi pasar (Ningtiyas *et al.*, 2025). Investor lebih responsif terhadap indikator *growth opportunity* dibanding indikator historis karena *sales growth* mencerminkan keberlanjutan bisnis dan potensi kompetitif di masa depan (Putra,

2024). Penelitian terdahulu oleh (Haryanto *et al.*, 2023; Kartini & Wirajaya, 2025; Nufyar & Mulyani, 2023) menegaskan bahwa *growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap *firm value*.

4. KESIMPULAN

Hipotesis pertama dan keempat membuktikan *Environmental Maturity* tidak berpengaruh terhadap *Financial Performance* dan *Firm Value*. Hipotesis kedua menyatakan *Financial Risk* berpengaruh negatif terhadap *Financial Performance*. Hipotesis kelima membuktikan *Financial Risk* tidak berpengaruh terhadap *Firm Value*. Jawaban dari hipotesis ketiga dan keenam membuktikan *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap *Financial Performance* dan *Firm Value*.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu variabel FP dalam penelitian dapat mendeskripsikan variabel terikat hanya sebesar 23,83%. Variabel FV dalam penelitian dapat mendeskripsikan variabel terikat hanya sebesar 13,74%. Tahun sampel penelitian 4 tahun dan jumlah sampel sebesar 26 perusahaan masih terbilang minim.

Terdapat 4 rekomendasi atau saran untuk penelitian selanjutnya. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel moderasi atau variabel pendukung lainnya yang diperkirakan dapat berpengaruh pada variabel dependen, sehingga nilai *R-Square* dapat meningkat lebih tinggi. Penelitian dapat dilakukan dengan jumlah tahun minimal 1 dekade, agar penelitian mengenai dampak lingkungan lebih signifikan dan pengaruhnya terlihat secara nyata. Jumlah sampel yang digunakan lebih dari 50 perusahaan, agar sampel yang diteliti dapat mewakili keseluruhan konteks variabel. Penelitian selanjutnya dapat fokus pada satu sektor perusahaan atau menggunakan sektor perusahaan lain.

REFERENSI

- Abdi, Y., et al. (2022). ESG dimensions and environmental maturity in corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Aghion, P., et al. (2023). Financing structure and valuation dynamics. *Review of Financial Studies*.
- Ahmad, R., & Takeda, F.. (2024). Growth constraints and profitability. *Asian Review of Accounting*.
- Albitar, K., et al. (2020). Institutional pressures and sustainability reporting quality. *Meditari Accountancy Research*.
- Bernini, F., et al. (2023). Debt structure and managerial discipline. *Journal of Corporate Finance*.
- Biddle, G., et al. (2021). Investment opportunity sets and corporate growth. *Journal of Corporate Finance*.
- Boubaker, S., et al. (2022). Debt irrelevance condition and firm valuation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.
- Boubaker, S., et al. (2025). Sustainability investment and funding gaps. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.
- Brealey, R. A., et al. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Chen, L., & Zhang, Y.. (2023). Growth opportunity and market valuation. *Emerging Markets Review*.
- Chen, Z., et al. (2024). Growth-driven valuation and investor behavior. *Journal of Behavioral Finance*.
- Cho, C. H., et al. (2022). Greenwashing and sustainability legitimacy. *Accounting, Organizations and Society*.
- Clarkson, P. M., et al. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure. *Accounting*.



- Organizations and Society*, 33(4–5), 303–327.
- Connelly, B. L., et al. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- Cui, Y.. (2025). ESG disclosure and corporate financial performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Dang, V., et al. (2023). Financial distress and leverage dynamics in emerging markets. *Finance Research Letters*.
- Ding, Z., & Wang, H.. (2025). Institutional pressure and sustainability disclosure. *Sustainability*.
- Elkington, J.. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. Capstone Publishing.
- Fan, J., et al. (2023). Financing constraints and green innovation. *Journal of Cleaner Production*.
- Financial Times. (2024). ESG critique and symbolic sustainability reporting. *Financial Times*.
- Flammer, C.. (2021). Corporate green bonds and long-term performance. *Journal of Financial Economics*.
- Freeman, R. E.. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing.
- García, M., & Vera, J.. (2025). Sales growth and firm fundamentals. *Global Finance Journal*.
- Gray, R.. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability? *Accounting and Business Research*, 40(1), 47–62.
- Hawn, O., & Ioannou, I.. (2024). Symbolic sustainability and market reactions. *Strategic Management Journal*.
- Huang, X., & Ye, K.. (2023). Debt risk and operating profitability. *International Review of Economics & Finance*.
- Intergovernmental Panel on Climate Change. (2021). *Climate change 2021: The physical science basis*. Cambridge University Press.
- Jensen, M. C.. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Khairredine, M., et al. (2022). The trilogy of sustainability in corporate governance. *Sustainability*.
- Khan, M., et al. (2025). Sustainability and long-term competitiveness in emerging markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.
- Kolk, A.. (2010). Trajectories of sustainability reporting by multinational corporations. *Journal of World Business*, 45(4), 367–374.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H.. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Kruger, P.. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329.
- Kumar, R., et al. (2024). ESG and financial performance in emerging markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.
- Lee, K., et al. (2023). Growth opportunity and external financing costs. *Emerging Markets Finance and Trade*.
- Lindblom, C. K.. (1994). The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. *Critical Perspectives on Accounting Conference*.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A.. (2017). Social capital, trust, and firm performance during the financial crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.
- Massoud, N., et al. (2018). Legitimacy pressure and firm disclosure. *Journal of Business Ethics*.



- Mishra, P., & Pandey, R.. (2025). Triple bottom line and sustainable corporate strategy. *Business Strategy and the Environment*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H.. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S. C.. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Nguyen, T., & Phan, H.. (2022). Investment and leverage: The moderating effect of financial constraints. *Finance Research Letters*.
- Orazalin, N., & Mahmood, M.. (2022). CSR and financial sector stability. *Research in International Business and Finance*.
- Pham, D., et al. (2024). Corporate expansion and market expectations. *Corporate Governance: An International Review*.
- Pham, H., & Nguyen, T.. (2024). Leverage and financial distress in developing economies. *International Review of Financial Analysis*.
- Porter, M. E., & van der Linde, C.. (1995). Green and competitive. *Harvard Business Review*, 73(5), 120–134.
- Rahman, A., et al. (2025). Overinvestment risk and firm value. *Managerial Finance*.
- Sachs, J. D.. (2015). *The age of sustainable development*. Columbia University Press.
- Sastroredjo, A., et al. (2025). ESG implementation and firm profitability in developing countries. *Asian Journal of Business and Accounting*.
- Shakil, M. H., et al. (2024). ESG investment and financial distress risk. *Business Strategy and the Environment*.
- Shmelev, S., & Gilardi, P.. (2025). Environmental performance and profitability efficiency. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
- Smith, J., & Jones, R.. (2024). Growth opportunity and adaptive firms. *International Journal of Finance & Economics*.
- Spence, M.. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suchman, M. C.. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Titman, S., & Wessels, R.. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tobin, J.. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- United Nations Development Programme. (2016). *Sustainable development goals booklet*. UNDP.
- United Nations Environment Programme. (2019). *Global environment outlook 6*. UNEP.
- United Nations. (2015). *Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development*. United Nations.
- Wang, H., & Wang, Y.. (2023). Financial fundamentals and growth opportunity. *Managerial Finance*.
- Wellalage, N., et al. (2022). Environmental performance and access to finance during COVID-19. *Finance Research Letters*.
- Xu, X., et al. (2023). Time-lag effect of sustainability practices on profitability. *Journal of Cleaner Production*.