

ANALISIS PENGARUH PENGUNGKAPAN ENVIROMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE (ESG), TINGKAT UTANG, DAN UKURAN DEWAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022)

Muhammad Faiz Fahreza
faizfahreza02@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

Mochammad Chabachib
mochammadchabachib@lecturer.undip.ac.id
Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

ABSTRACT

This study examines the influence of ESG disclosure, debt levels, and board size on ROA in non-financial firms listed on the Indonesia Stock Exchange (2018–2022), using firm size as a moderator. Data from 63 companies were analyzed through multiple linear regression and Moderated Regression Analysis (MRA) in EViews 13. The results show that ESG disclosure and board size positively affect ROA, while debt levels have a negative impact. Furthermore, firm size strengthens both the positive effects of ESG and board governance and the negative effect of debt. The findings suggest that while larger firms benefit more from sustainable practices and governance, they also face greater financial risks from high leverage. The study highlights the need for balanced ESG integration and debt management to optimize financial performance.

Keywords: ESG Disclosure, Debt Levels, Board Size, Return on Assets.

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, isu keberlanjutan semakin menjadi perhatian utama di dunia bisnis global. Salah satu instrumen yang banyak digunakan untuk menilai keberlanjutan perusahaan adalah *Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure*. ESG tidak hanya berfungsi sebagai alat manajemen risiko, tetapi juga dipercaya dapat meningkatkan reputasi perusahaan, memperkuat kepercayaan investor, dan membuka akses ke sumber pembiayaan yang lebih murah (Maji & Lohia, 2023; Malik & Kashiramka, 2024). Banyak penelitian menemukan bahwa pengungkapan ESG berdampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun, tidak semua hasil menunjukkan konsistensi. Beberapa studi justru melaporkan bahwa biaya kepatuhan tambahan dari praktik ESG dapat menekan profitabilitas, terutama pada perusahaan yang belum siap dari sisi infrastruktur (Giannopoulos et al., 2022; Husnah, 2023).

Selain ESG, struktur modal perusahaan, yang diwakili oleh rasio utang terhadap ekuitas atau *Debt to Equity Ratio (DER)*, juga menjadi faktor penting dalam menentukan kinerja keuangan. Tingkat leverage yang tinggi memang dapat meningkatkan pengembalian bagi pemegang saham, tetapi di sisi lain juga menimbulkan risiko keuangan yang lebih besar. Studi seperti yang dilakukan oleh Putri et al., (2022) dan Leal et al., (2022) menunjukkan adanya pengaruh signifikan DER terhadap Return on Assets (ROA), namun temuan lain seperti dari Rohaizan et al., (2021) justru tidak menemukan hubungan yang berarti. Ketidakkonsistenan hasil ini memperkuat asumsi bahwa pengaruh DER terhadap kinerja keuangan sangat bergantung pada konteks industri, kondisi ekonomi, serta karakteristik internal perusahaan.

Aspek tata kelola perusahaan, khususnya ukuran dewan direksi (*board size*), juga tak kalah penting dalam memengaruhi kinerja perusahaan. Dewan yang lebih besar diyakini dapat membawa lebih banyak pengalaman dan sumber daya, namun di sisi lain berisiko menghadapi masalah

koordinasi dan efektivitas pengambilan keputusan. Penelitian mengenai board size juga menunjukkan hasil yang bervariasi; misalnya, Kyere & Ausloos, (2021) dan Tawfeeq & Alabdullah, (2023) menemukan hubungan positif terhadap kinerja, sementara Pratiwi & Chariri, (2021) dan Al-Saidi, (2021) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

Dalam menanggapi beragamnya hasil temuan tersebut, banyak peneliti mulai mempertimbangkan peran variabel moderasi dalam memperjelas hubungan antara variabel-variabel independen dan kinerja keuangan. Salah satu variabel moderasi yang relevan adalah ukuran perusahaan (*firm size*). Perusahaan dengan aset yang besar cenderung memiliki kapasitas lebih baik dalam mengelola praktik ESG, menanggung beban utang, dan mengelola struktur dewan secara efektif (Zureigat et al., 2024). Oleh karena itu, *firm size* dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG, DER, dan board size terhadap ROA.

Fenomena ketidaksesuaian mengacu data *Bloomberg* (2025) antara tren ESG disclosure yang meningkat dengan fluktuasi ROA juga terlihat nyata dalam data perusahaan non-keuangan di Indonesia. Misalnya, meskipun ESG disclosure meningkat dari 38,2 pada tahun 2018 menjadi 43,79 pada 2022, ROA justru menunjukkan ketidakstabilan yang tajam, bahkan negatif pada tahun 2020. Hal serupa juga terjadi pada DER dan board size, di mana pola datanya tidak selaras dengan tren kinerja keuangan. Ketidaksesuaian data ini dikenal sebagai *phenomena gap*, yang menunjukkan bahwa ada faktor-faktor lain yang memengaruhi efektivitas hubungan antar variabel tersebut.

Selain fenomena gap, terdapat pula *research gap* yang muncul akibat temuan empiris yang saling bertentangan. Beberapa studi menyatakan tidak ada pengaruh signifikan dari ESG disclosure, leverage, maupun board size terhadap ROA (Husnah, 2023; Rohaizan et al., 2021; Pratiwi & Chariri, 2021), sementara penelitian lainnya menemukan pengaruh yang justru signifikan dan positif (Malik & Kashiramka, 2024; Fauzan & Mukaram, 2017; Kyere & Ausloos, 2021). Ketidakkonsistenan inilah yang menjadi dasar pentingnya dilakukan penelitian lanjutan, khususnya dengan mempertimbangkan *firm size* sebagai variabel moderasi.

Dengan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara empiris pengaruh ESG disclosure, DER, dan board size terhadap kinerja keuangan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta melihat bagaimana *firm size* dapat memoderasi hubungan-hubungan tersebut.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Penelitian ini didasari oleh empat teori utama, yaitu *Stakeholder Theory*, *Agency Theory*, *Trade-Off Theory*, dan *Pecking Order Theory*, yang secara komprehensif menjelaskan hubungan antara faktor-faktor internal perusahaan dengan kinerja keuangan, khususnya Return on Assets (ROA).

Stakeholder Theory (Freeman & McVea, 2005) menekankan bahwa perusahaan harus bertanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kepada semua pihak yang berkepentingan, baik internal maupun eksternal. Dalam kerangka ini, pengungkapan ESG (*Environmental, Social, and Governance*) menjadi instrumen strategis untuk membangun kepercayaan dan legitimasi dari para pemangku kepentingan, sekaligus menekan risiko non-keuangan yang dapat merugikan perusahaan (Xu et al., 2022; Hamrouni et al., 2019). Sementara itu, *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan bahwa ESG disclosure juga berperan sebagai alat pengawasan untuk mengurangi konflik keagenan melalui peningkatan transparansi informasi, yang pada akhirnya meningkatkan efisiensi operasional dan profitabilitas (Carnini Pulino et al., 2022). Oleh karena itu, ESG disclosure diperkirakan memiliki pengaruh positif terhadap ROA.

H1: ESG Disclosure berpengaruh signifikan terhadap Return on Asset

Selanjutnya, struktur modal perusahaan, yang dicerminkan dalam rasio utang terhadap ekuitas (*Debt to Equity Ratio*), juga memiliki keterkaitan dengan kinerja keuangan. Berdasarkan *Trade-Off Theory* (Stiglitz, 1972; Kim, 1978), perusahaan perlu menyeimbangkan manfaat dari penggunaan utang—seperti penghematan pajak (*tax shield*)—dengan risiko kebangkrutan. DER yang terlalu tinggi akan membebani perusahaan dengan biaya bunga, meningkatkan risiko keuangan, dan menurunkan ROA (Qin, 2024). Sementara itu, *Pecking Order Theory* (Frank et al., 2003) menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan eksternal, dan baru

akan menggunakan utang ketika sumber internal tidak mencukupi. Dengan demikian, DER yang tinggi bisa menjadi sinyal keterbatasan dana internal, yang berujung pada penurunan profitabilitas akibat penggunaan utang secara tidak efisien.

H2: *Debt to Equity Ratio* berpengaruh signifikan terhadap *Return on Asset*

Faktor tata kelola perusahaan, khususnya *Board Size*, juga relevan untuk dikaji. Berdasarkan *Stakeholder Theory* dan *Agency Theory*, ukuran dewan yang optimal berkontribusi pada peningkatan efektivitas pengawasan manajemen serta keberagaman perspektif yang bermanfaat dalam pengambilan keputusan strategis (Kalsie & Shrivastav, 2016; Zureigat et al., 2024). Namun, dewan yang terlalu besar justru dapat menimbulkan masalah koordinasi dan inefisiensi, sehingga pengaruhnya terhadap ROA dapat bersifat positif, negatif, atau tidak signifikan, tergantung pada konteks dan efektivitas tata kelola yang dijalankan (Al-Saidi, 2021).

H3: *Board Size* berpengaruh signifikan terhadap *Return on Asset*

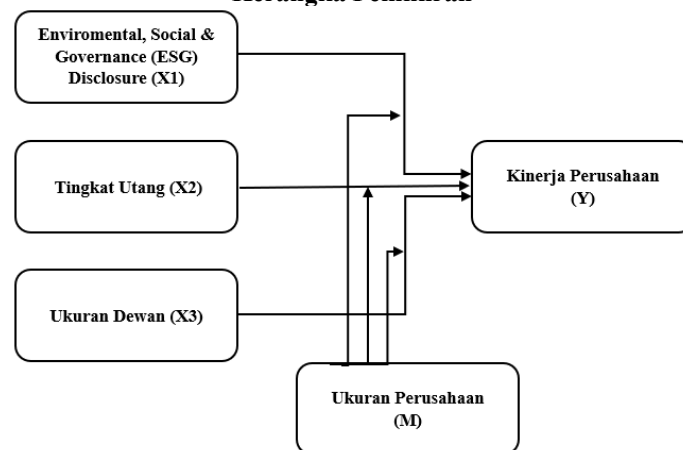
Namun, hubungan antara variabel-variabel tersebut terhadap ROA tidak selalu linier atau seragam antar perusahaan. Oleh karena itu, *Firm Size* digunakan sebagai variabel moderasi yang penting. Berdasarkan *Agency Theory* dan *Stakeholder Theory*, perusahaan besar memiliki sumber daya dan sistem pengawasan yang lebih mapan, sehingga dapat mengelola praktik *ESG disclosure* maupun struktur dewan dengan lebih efektif (Aditya, 2024; Amelinda et al., 2023). Dalam konteks struktur modal, *Trade-Off Theory* menjelaskan bahwa perusahaan besar lebih mampu mengendalikan risiko utang dan memaksimalkan manfaat fiskal dari penggunaan leverage (Salim & Yanti, 2023). Sedangkan dalam pandangan *Pecking Order Theory*, perusahaan besar biasanya memiliki akses yang lebih luas terhadap pendanaan internal, sehingga ketergantungan pada utang menjadi lebih rendah dan risiko penurunan ROA akibat DER tinggi dapat diminimalkan (Frank et al., 2007; Ibhagui & Olokoyo, 2018). Artinya, firm size dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG, DER, maupun board size terhadap ROA.

H4: *Firm Size* memperkuat pengaruh *ESG Disclosure* terhadap *Return on Asset*

H5: *Firm Size* memperlemah pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap *Return on Asset*

H6: *Firm Size* memperkuat pengaruh *Board Size* terhadap *Return on Asset*

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan mengamati pengaruh *ESG Disclosure*, *Debt to Equity Ratio* (DER), dan *Board Size* terhadap *Return on Asset* (ROA), dengan *Firm Size* sebagai variabel moderasi. ROA dipilih sebagai proksi kinerja keuangan karena mencerminkan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari total asetnya, yang dihitung dengan membagi laba bersih terhadap total aset (Ghozali & Ratmono, 2017). *ESG Disclosure* diukur menggunakan *ESG Disclosure Score* dari *Bloomberg*, yang merepresentasikan tingkat transparansi dan kelengkapan pengungkapan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola suatu perusahaan. Semakin

tinggi skornya, semakin transparan dan komprehensif praktik keberlanjutan yang dijalankan (Maji & Lohia, 2023). DER mencerminkan struktur modal perusahaan, dihitung dengan membandingkan total utang dengan total ekuitas, untuk melihat sejauh mana perusahaan bergantung pada pembiayaan eksternal (Qin, 2024). Sementara itu, *Board Size* didefinisikan sebagai jumlah total anggota dewan direksi, baik independen maupun non-independen, yang mencerminkan kapasitas pengambilan keputusan dan pengawasan strategis (Zureigat et al., 2024). Ukuran perusahaan (*Firm Size*) digunakan sebagai variabel moderasi dan dihitung dengan logaritma natural dari total aset perusahaan (Ibhagui & Olokoyo, 2018).

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan melalui regresi linear berganda berbasis data panel untuk menguji pengaruh ESG *Disclosure*, DER, dan *Board Size* terhadap ROA. Model regresi panel terbaik dipilih dengan menggunakan uji Chow, uji *Lagrange Multiplier* (LM), dan uji Hausman untuk menentukan apakah model *Common Effect*, *Fixed Effect*, atau *Random Effect* paling sesuai dengan data (Ghozali & Ratmono, 2017). Setelah itu, untuk menguji peran *Firm Size* sebagai variabel moderasi, digunakan pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan menambahkan variabel interaksi antara masing-masing prediktor dengan *Firm Size* (misalnya $ESG \times SIZE$). Metode ini digunakan untuk melihat apakah pengaruh masing-masing variabel independen terhadap ROA berubah secara signifikan tergantung pada besar kecilnya ukuran perusahaan (Ghozali & Ratmono, 2017).

Model 1

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 BS_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2 (MRA)

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 BS_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + (\beta_5 ESG * SIZE_{it}) + (\beta_6 DER * SIZE_{it}) + (\beta_7 BS * SIZE_{it}) + \epsilon_{it}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil *purposive sampling* dengan kriteria tertentu, diperoleh ukuran sampel sebanyak 63 perusahaan yang dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Jumlah Sampel Penelitian Berdasarkan Kriteria Sampel

| Kriteria Sampel | Jumlah |
|--|--------|
| Perusahaan dari seluruh sektor dengan mengecualikan sektor keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2022 | 846 |
| Perusahaan yang tidak menyajikan informasi keuangan dan informasi ESG, DER, BOARD SIZE, ROA, DAN TOTAL ASSET yang memadai dalam laporan tahunannya | (766) |
| Total sampel penelitian | 63 |
| Total data Observasi (63x5) | 315 |

Sumber: *Bloomberg*, data diolah (2025)

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi merupakan ukuran yang menunjukkan sejauh mana model regresi mampu menjelaskan kemampuan variabel independen dalam memengaruhi variabel dependen (Ghozali & Ratmono, 2017). Hasil pengujian koefisien determinasi dalam riset ini disajikan berikut ini:

Tabel 2
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

| Model | R Square | Adjusted R Square |
|-------|----------|-------------------|
| 1 | 0.310286 | 0.303633 |
| 2 | 0.304469 | 0.288609 |

Sumber: Data diolah (2025)

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

Uji statistik t merupakan metode dalam statistika yang digunakan untuk menentukan apakah terdapat dampak dari masing-masing variabel independen secara terpisah terhadap variabel dependen (Ghozali & Ratmono, 2017). Berikut ini adalah hasil dari analisis statistik t yang dilakukan dalam penelitian ini:

Tabel 3
Hasil Uji Statistik t Model 1

| Variabel | Coefficient | Std. Error | t-Statistik | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -4.152217 | 1.396592 | -2.973107 | 0.0032 |
| ESG | 0.141354 | 0.026355 | 5.363458 | 0.0000 |
| DER | -0.016696 | 0.002949 | -5.661549 | 0.0000 |
| BS | 0.859709 | 0.183679 | 4.680492 | 0.0000 |

Sumber: Data diolah (2025)

Hasil uji t menunjukkan bahwa ketiga variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA). *ESG Disclosure Score* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA dengan nilai signifikansi 0,00 dan t-hitung 5,36 > t-tabel 1,97. *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif signifikan dengan nilai signifikansi 0,00 dan t-hitung -5,66 < -1,97. Sementara itu, *Board Size* juga menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap ROA dengan signifikansi 0,00 dan t-hitung 4,68 > t-tabel 1,97.

Tabel 4
Hasil Uji Statistik t Model

| Variabel | Coefficient | Std. Error | t-Statistik | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 23.84854 | 5.424364 | 4.396558 | 0.0000 |
| ESG | -0.388174 | 0.116343 | -3.336462 | 0.0010 |
| DER | 0.056303 | 0.007541 | 7.465883 | 0.0000 |
| BS | -1.885790 | 0.815243 | -2.313162 | 0.0214 |
| SIZE | -0.701378 | 0.175263 | -4.001870 | 0.0001 |
| ESG*SIZE | 0.012656 | 0.003712 | 3.409338 | 0.0007 |
| DER*SIZE | -0.001963 | 0.000255 | -7.701427 | 0.0000 |
| BS*SIZE | 0.062164 | 0.026097 | 2.381999 | 0.0178 |

Sumber: Data diolah (2025)

Hasil uji t pada variabel interaksi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*Firm Size*) mampu memoderasi hubungan antara variabel independen dan kinerja keuangan (ROA). Interaksi *ESG*SIZE* berpengaruh positif signifikan terhadap ROA dengan signifikansi 0,00 dan t-hitung 3,40 > t-tabel 1,97. Interaksi *DER*SIZE* menunjukkan pengaruh negatif signifikan dengan signifikansi 0,00 dan t-hitung -7,70 < -1,97. Sementara itu, interaksi *BSSIZE* juga berpengaruh positif signifikan dengan signifikansi 0,02 dan t-hitung 2,38 > t-tabel 1,97. Temuan ini mengindikasikan bahwa *Firm Size* memperkuat pengaruh *ESG Disclosure* dan *Board Size*, serta memperlemah pengaruh *DER* terhadap ROA.

Pengaruh ESG Disclosure Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ESG Disclosure Score* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Return on Assets (ROA), dengan nilai signifikansi 0,00 dan koefisien 0,141354. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang secara konsisten mengungkapkan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik. Temuan ini sejalan dengan *stakeholder theory* dan *agency theory*, di mana praktik ESG yang transparan meningkatkan legitimasi, menurunkan risiko reputasi, serta mengurangi konflik keagenan melalui peningkatan akuntabilitas.

Pengaruh Debt to Equity Ratio Terhadap Kinerja Perusahaan

Debt to Equity Ratio terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA, dengan signifikansi 0,00 dan koefisien -0,016696. Rasio utang yang tinggi mencerminkan beban finansial yang besar, yang pada akhirnya menurunkan profitabilitas. Temuan ini konsisten dengan *trade-off theory* dan *pecking order theory*, di mana struktur modal yang tidak seimbang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan mengurangi efisiensi investasi.

Pengaruh Board Size Terhadap Kinerja Perusahaan

Board Size berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA, dengan nilai signifikansi 0,00 dan koefisien 0,859709. Dewan yang lebih besar dinilai mampu menghadirkan keragaman keahlian,

meningkatkan pengawasan, dan memperkuat proses pengambilan keputusan. Temuan ini selaras dengan *stakeholder theory* yang menekankan pentingnya representasi kepentingan luas dalam manajemen, serta *agency theory* yang memandang dewan sebagai mekanisme pengawasan efektif.

Pengaruh Moderasi Firm Size Dalam Hubungan ESG Disclosure Terhadap Kinerja Perusahaan

Firm Size mampu memoderasi secara positif hubungan antara ESG Disclosure dan ROA, dengan nilai signifikansi 0,00 dan koefisien interaksi 0,012656. Perusahaan besar yang memiliki kapasitas lebih dalam mengelola keberlanjutan dan menjangkau stakeholder lebih luas cenderung memperoleh manfaat ESG secara lebih signifikan. Temuan ini memperkuat pandangan *stakeholder theory* dan *agency theory* yang menyatakan bahwa perusahaan berskala besar lebih mampu memenuhi ekspektasi keberlanjutan dan mereduksi asimetri informasi (López-Arceiz et al., 2020)

Pengaruh Moderasi Firm Size Dalam Hubungan Debt to Equity Ratio Terhadap Kinerja Perusahaan

Ukuran perusahaan memoderasi secara negatif hubungan antara DER dan ROA, dengan signifikansi 0,00 dan koefisien interaksi -0,001963. Ini menunjukkan bahwa perusahaan besar yang memiliki leverage tinggi justru mengalami penurunan kinerja keuangan lebih dalam dibanding perusahaan kecil. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* dan *pecking order theory*, yang menunjukkan bahwa perusahaan besar rentan terhadap risiko keagenan dan rigiditas birokrasi dalam pengelolaan utang (Kraus & Litzenberger, 1973; Margaritis & Psillaki, 2010).

Pengaruh Moderasi Firm Size Dalam Hubungan Board Size Terhadap Kinerja Perusahaan

Firm Size juga memoderasi secara positif hubungan antara Board Size dan ROA, dengan signifikansi 0,01 dan koefisien interaksi 0,062164. Dewan yang besar menjadi lebih efektif dalam perusahaan skala besar karena dapat mengelola kompleksitas organisasi dan memperluas jangkauan pengawasan. Hal ini didukung oleh *stakeholder theory* dan *agency theory* yang menunjukkan bahwa efektivitas dewan dalam perusahaan besar memperkuat pengambilan keputusan dan mengurangi konflik kepentingan (Zureigat et al., 2024; Kalsie & Shrivastav, 2016).

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa pengungkapan ESG, tingkat utang (DER), dan ukuran dewan secara signifikan memengaruhi kinerja keuangan (ROA) perusahaan non-keuangan di Indonesia. ESG Disclosure dan Board Size berpengaruh positif, sedangkan DER berpengaruh negatif terhadap ROA. Selain itu, ukuran perusahaan terbukti memoderasi hubungan tersebut, dengan memperkuat pengaruh positif ESG dan Board Size serta memperlemah dampak negatif DER. Temuan ini menekankan pentingnya penyesuaian strategi keberlanjutan, struktur modal, dan tata kelola dewan berdasarkan skala perusahaan guna mengoptimalkan kinerja keuangan dan daya saing perusahaan dalam jangka panjang.

Meskipun penelitian ini telah dilaksanakan sesuai prosedur ilmiah, terdapat beberapa keterbatasan yang perlu dicatat. Pertama, jumlah sampel terbatas pada 63 perusahaan non-keuangan dari total 846 yang terdaftar di BEI, karena masih sedikit emiten yang mempublikasikan laporan ESG secara komprehensif, sehingga membatasi generalisasi temuan. Kedua, nilai koefisien determinasi (R^2) yang relatif rendah, yaitu 0,30 pada Model 1 dan 0,29 pada Model 2, menunjukkan bahwa variabel independen dalam model hanya menjelaskan sebagian kecil variasi kinerja keuangan, sehingga dimungkinkan masih terdapat faktor lain yang relevan namun belum dimasukkan dalam penelitian ini.

Berdasarkan keterbatasan penelitian, studi selanjutnya disarankan untuk meningkatkan ukuran sampel dengan memperluas periode observasi serta mempertimbangkan sumber data alternatif guna memperkuat validitas eksternal. Selain itu, untuk meningkatkan daya prediksi model dan memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif, penelitian mendatang perlu menambahkan variabel makroekonomi seperti inflasi dan suku bunga sebagai faktor eksternal yang dapat memengaruhi hubungan antara pengungkapan ESG, tingkat utang, ukuran dewan, dan kinerja keuangan perusahaan.

REFERENSI

- Aditya, D. (2024). *Pengaruh Return On Asset dan Net Profit Margin Terhadap Pertumbuhan Laba dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi*.
- Al-Saidi, M. (2021). Board Size and Firm Performance: Case of Kuwait. *Studies in Business and Economics*, 23(1), 5–21. <https://doi.org/10.29117/sbe.2020.0118>
- Amelinda, R., Oktavini, E., & Anwar, R. M. (2023). *Peran Firm Size Sebagai Moderasi Dalam Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Firm Value* (Vol. 21, Issue 2). <https://jurnal.ubd.ac.id/index.php/ds>
- Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability*, 14(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Fauzan, M. R., & Mukaram, D. (2017). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015). *Jurnal Riset Bisnis & Investasi*, 3(3).
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., Bechmann, K., Chirinko, R., Dasgupta, S., Hadlock, C., Head, K., Maksimovic, V., Titman, S., & Wruck, K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure \$. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 67).
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., Chen, L., Dasgupta, S., Eckbo, E., Hennessy, C., Ritter, J., Roberts, M., Wang, T., & Zender, J. (2007). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt* *. <https://ssrn.com/abstract=670543>
- Freeman, R. E. E., & McVea, J. (2005). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometria Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EViews 10 Edisi 2*.
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. A. (2022). The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6). <https://doi.org/10.3390/JRFM15060237>
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Ben Farhat Toumi, N. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 394–415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>
- Husnah, H. (2023). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure on Financial Performance of Indonesian Mining Industry Sector. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*. <https://doi.org/10.17358/jabm.9.3.763>
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>
- Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 33, Issue 1).
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Leal, C., Cardoso, B., Bessa, R., Vale, J., Nunes, R., & Silva, R. (2022). Looking beyond the Numbers: Determinants of Financial Performance of Portuguese Wine Firms. In *Banking and Accounting Issues*. IntechOpen. <https://doi.org/10.5772/intechopen.103141>
- López-Arceiz, F. J., Del Río, C., & Bellostas, A. J. (2020). Sustainability performance indicators: Definition, interaction, and influence of contextual characteristics. *Corporate Social*

- Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2615–2630. <https://doi.org/10.1002/csr.1986>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2023). Environmental, social and governance (ESG) performance and firm performance in India. *Society and Business Review*, 18(1), 175–194. <https://doi.org/10.1108/SBR-06-2022-0162>
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2024). “Impact of ESG disclosure on firm performance and cost of debt: Empirical evidence from India.” *Journal of Cleaner Production*, 448. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141582>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Pratiwi, R. D., & Chariri, A. (2021). Effectiveness of The Board of Directors and Company Performance: Corporate Governance Perspective in Indonesia. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 6(1), 17–27. <https://doi.org/10.33633/jpeb.v6i1.4351>
- Putri, D. R., Isnurhadi, I., Widiyanti, M., & Adam, M. (2022). influence of net working capital and capital structure on profitability in manufacturing companies in the consumer goods industry sector listed on the Indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Economics & Management*, 5(4), 446–452. <https://doi.org/10.21744/ijbem.v5n4.2030>
- Qin, J. (2024). Application of Trade-off Theory in Real-Life Corporate Capital Structure Adjustments. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 76(1), 88–93. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/76/20241901>
- Rohaizan, A. A., Abdul Latif, M. S., Zulkifli, N. Z., Wan Haswani, W. N. S., & Zainoddin, A. I. (2021). Determinants of Capital Structure from Shariah-Compliant Firms in Travel, Leisure and Hospitality Sector in Malaysia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 11(9). <https://doi.org/10.6007/ijarbs/v11-i9/10889>
- Salim, C., & Yanti, D. (2023). *ANALISIS DETERMINAN CAPITAL STRUCTURE DENGAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI*.
- Stiglitz, J. E. (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs. In *Source: The Bell Journal of Economics and Management Science* (Vol. 3, Issue 2).
- Tawfeeq, T., & Alabdullah, Y. (2023). In Light of The Current Economic Status: Do Board Characteristics And Risk Management Committees Promote Firm Performance In Saudi Arabia? *Social Sciences And Business*, 3(1). <https://ojs.transpublika.com/index.php/JHSSB/>
- Xu, E. G., Graves, C., Shan, Y. G., & Yang, J. W. (2022). The mediating role of corporate social responsibility in corporate governance and firm performance. *Journal of Cleaner Production*, 375. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134165>
- Zureigat, B. N., Al-hazimeh, A. M., Batayneh, R., & Alrawashedh, N. H. (2024). Does board of directors affect financial performance? A study of the Jordanian companies. *Uncertain Supply Chain Management*, 12(3), 1441–1450. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2024.4.007>