

## **Dampak Praktik ESG terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan: Kajian Sistematis atas Bukti Empiris pada Indeks ESG Leaders**

Yulianto<sup>1</sup>; Siti Nurcahayati<sup>2</sup>; Doni Wihartika<sup>3</sup>; Hari Gusrida<sup>4</sup>  
[073225025@student.unpak.ac.id](mailto:073225025@student.unpak.ac.id)<sup>1</sup>; [073225024@student.unpak.ac.id](mailto:073225024@student.unpak.ac.id)<sup>2</sup>;  
[dosen02238@unpam.ac.id](mailto:dosen02238@unpam.ac.id)<sup>1</sup>; [dosen02356@unpam.ac.id](mailto:dosen02356@unpam.ac.id)<sup>2</sup>; [wihartika@unpak.ac.id](mailto:wihartika@unpak.ac.id)<sup>3</sup>;  
[hg.gursida@unpak.ac.id](mailto:hg.gursida@unpak.ac.id)<sup>4</sup>

Dosen Dan Mahasiswa Program Studi Manajemen S1, Universitas Pamulang ,Universitas Pakuan  
Universitas Pamulang<sup>1,2</sup>; Universitas Pakuan<sup>3,4</sup>

### **Abstrak**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengkaji secara sistematis hubungan antara praktik *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan kinerja keuangan perusahaan dengan fokus pada bukti empiris dari perusahaan yang tergolong dalam indeks ESG Leaders. Kajian ini menggunakan metode *Systematic Literature Review* (SLR) dengan protokol PRISMA dan kerangka TCCM (*Theory Context Characteristics Methodology*). Sebanyak 19 artikel ilmiah internasional dan nasional yang diterbitkan antara tahun 2014 hingga 2024 dianalisis untuk mengidentifikasi tren penelitian, kesamaan hasil empiris, serta kesenjangan penelitian yang masih ada. Hasil SLR menunjukkan bahwa mayoritas penelitian menemukan hubungan positif signifikan antara kinerja ESG dan kinerja keuangan perusahaan, terutama pada dimensi *Governance* dan *Social*. Sementara itu, hasil yang tidak konsisten terutama disebabkan oleh perbedaan konteks geografis, ukuran perusahaan, dan perbedaan metodologi pengukuran skor ESG. ESG terbukti tidak hanya berdampak pada profitabilitas jangka pendek (ROA, ROE), tetapi juga menciptakan nilai jangka panjang melalui reputasi, efisiensi operasional, serta penurunan biaya modal. Kajian ini memperkuat teori *Stakeholder* dan *Resource Based View* (RBV) bahwa keberlanjutan korporasi merupakan sumber keunggulan kompetitif. Selain itu, hasil sintesis memperlihatkan pergeseran riset menuju integrasi *green finance* seperti *green bonds* dan pengukuran material ESG *issues*. Penelitian ini memberikan kontribusi konseptual dengan memetakan determinan, mekanisme transmisi, dan hasil empiris hubungan ESG dan kinerja keuangan, sekaligus memberikan arah bagi riset lanjutan di pasar berkembang seperti Indonesia.

**Kata kunci:** ESG, kinerja keuangan, *systematic literature review*, keberlanjutan, indeks ESG Leaders

### **Abstract**

*This study aims to systematically examine the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) practices and corporate financial performance, focusing on empirical evidence from firms listed in ESG Leaders Indexes. The study employs a Systematic Literature Review (SLR) method using the PRISMA protocol and the TCCM (Theory Context Characteristics Methodology) framework. A total of 19 peer-reviewed journal articles published between 2014 and 2024 were analyzed to identify research trends, consistent empirical findings, and remaining research gaps. The results indicate that most studies reveal a significantly positive relationship between ESG performance and firm financial outcomes, particularly in the Governance and Social dimensions. Inconsistencies across studies are mainly due to contextual differences (region, firm size) and varying ESG measurement methodologies. ESG has been proven to enhance not only short-term profitability (ROA, ROE) but also long-term firm value through improved reputation, operational efficiency, and lower cost of capital. This review reinforces Stakeholder Theory and the Resource-Based View (RBV) by asserting that corporate sustainability is a source of competitive advantage. Furthermore, findings highlight a research shift toward green finance instruments, such as green bonds, and the importance of assessing material ESG issues. The study contributes conceptually by mapping the determinants, transmission mechanisms, and empirical outcomes of the ESG and financial performance nexus, while also offering directions for future studies in emerging markets such as Indonesia.*

**Keywords:** ESG, financial performance, systematic literature review, sustainability, ESG Leaders index

### **1. Pendahuluan**

Isu keberlanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan telah menjadi salah satu pilar utama dalam pengambilan keputusan bisnis modern. Perubahan paradigma ekonomi global menuju ekonomi hijau menuntut perusahaan untuk tidak hanya mengejar profit, tetapi juga memperhatikan dampak sosial dan lingkungan dari aktivitasnya. Dalam konteks ini, konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG) berkembang sebagai kerangka komprehensif yang menilai sejauh mana perusahaan menerapkan prinsip keberlanjutan dalam strategi operasional dan kebijakan tata kelola.

Penilaian ESG kini menjadi indikator penting dalam menilai daya saing dan reputasi perusahaan di pasar modal. Bursa Efek Indonesia, misalnya, telah memperkenalkan IDX ESG Leaders sebagai salah satu instrumen yang mendorong praktik bisnis

berkelanjutan. Indeks ini mencerminkan perusahaan yang menunjukkan kinerja tinggi dalam dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik. Perusahaan dalam indeks ini dipersepsikan memiliki risiko jangka panjang yang lebih rendah dan daya tarik yang lebih tinggi bagi investor institusi yang menerapkan prinsip *sustainable investing*.

Namun, meskipun minat terhadap ESG meningkat pesat, hasil penelitian empiris mengenai hubungan antara praktik ESG dan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance/CFP*) masih menunjukkan variasi yang signifikan. Beberapa penelitian (misalnya, Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015; Chen et al., 2023) menunjukkan hubungan positif yang kuat, sementara lainnya menemukan hubungan yang lemah atau bahkan negatif (Bezerra, 2021; Grewal et al., 2016). Perbedaan hasil ini menunjukkan perlunya sintesis sistematis

terhadap bukti empiris yang ada untuk memahami pola umum, faktor kontekstual, serta arah penelitian masa depan.

Selain itu, perkembangan ESG kini tidak hanya dikaitkan dengan pelaporan keberlanjutan (*disclosure*), tetapi juga dengan dampak nyata terhadap strategi bisnis, efisiensi sumber daya, dan pengelolaan risiko. ESG telah bergeser dari sekadar alat legitimasi sosial menjadi *strategic value driver* yang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan temuan Flammer (2021) dan Zhou & Cui (2019) bahwa instrumen keuangan hijau seperti *green bonds* mampu memperkuat kinerja keuangan sekaligus reputasi perusahaan.

Meskipun terdapat banyak studi empiris yang membahas hubungan ESG dan CFP, sebagian besar bersifat terfragmentasi berdasarkan wilayah atau sektor industri tertentu. Penelitian yang menyatukan bukti lintas konteks secara sistematis masih terbatas, terutama di pasar berkembang seperti Asia Tenggara. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengidentifikasi tren dan pola hubungan antara praktik ESG dan kinerja keuangan perusahaan berdasarkan hasil empiris 2014–2024.
2. Menilai konsistensi hasil lintas teori, konteks, dan metode penelitian.
3. Mengidentifikasi kesenjangan penelitian dan arah riset masa depan, khususnya dalam konteks perusahaan di Indonesia dan pasar berkembang.

Melalui pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) berbasis protokol PRISMA dan kerangka TCCM, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dan praktis dalam memahami peran ESG sebagai pendorong kinerja keuangan jangka panjang dan keberlanjutan korporasi.

## 2. Kajian Literatur

### 2.1. Konsep Dasar ESG dan Dimensinya

Konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG) berkembang sebagai respons terhadap meningkatnya kesadaran global mengenai pentingnya keberlanjutan (*sustainability*) dalam praktik bisnis. ESG mencerminkan tiga dimensi utama keberlanjutan korporasi: (1) *Environmental* bagaimana perusahaan mengelola dampak lingkungannya seperti emisi karbon, efisiensi energi, dan pengelolaan limbah; (2) *Social* komitmen perusahaan terhadap kesejahteraan karyawan, masyarakat, serta rantai pasok yang etis; dan (3) *Governance* kualitas tata kelola, transparansi, serta kepatuhan terhadap prinsip etika dan hukum (Lozano et al., 2015; Eccles et al., 2014).

Praktik ESG berfungsi sebagai instrumen untuk menilai sejauh mana perusahaan menginternalisasi tanggung jawab sosial dan lingkungan dalam strategi bisnisnya. Dalam konteks pasar modal, ESG menjadi indikator keandalan dan stabilitas jangka panjang perusahaan (Whelan et al., 2021). Peningkatan perhatian terhadap ESG juga sejalan dengan tren investasi berkelanjutan (*sustainable and responsible investment/SRI*), di mana investor mempertimbangkan kinerja keberlanjutan sebagai faktor utama dalam keputusan investasi (Narula et al., 2024).

Secara umum, ESG dianggap sebagai pengembangan lanjutan dari konsep *Corporate Social Responsibility* (CSR). Namun, perbedaan mendasar antara ESG dan CSR terletak pada orientasi pengukuran dan integrasi bisnis. CSR bersifat filantropis dan deskriptif, sedangkan ESG bersifat terukur, berbasis data, dan langsung terhubung dengan kinerja keuangan serta risiko perusahaan (Friede et al., 2015). Dengan demikian, ESG menyediakan kerangka kuantitatif yang dapat diuji secara empiris untuk menilai hubungan

antara tanggung jawab sosial dan kinerja finansial.

## 2.2. Teori-teori yang Mendasari Hubungan ESG dan Kinerja Keuangan

Hubungan antara ESG dan kinerja keuangan telah dikaji melalui berbagai pendekatan teoretis, yang secara umum dapat dikelompokkan menjadi empat perspektif utama:

### (1) Stakeholder Theory

Menurut *Stakeholder Theory* (Freeman, 1984), perusahaan memiliki tanggung jawab untuk memenuhi kepentingan seluruh pemangku kepentingan bukan hanya pemegang saham. Implementasi ESG yang baik memperkuat hubungan dengan karyawan, konsumen, komunitas, dan regulator. Dampaknya, perusahaan memperoleh legitimasi sosial dan reputasi positif yang meningkatkan loyalitas konsumen dan kepercayaan investor (Eccles et al., 2014; Aydoğmuş, 2022). Studi empiris juga menunjukkan bahwa praktik ESG dapat menurunkan biaya modal karena menurunnya persepsi risiko dari investor (Friede et al., 2015; Chen, 2023).

### (2) Resource Based View (RBV)

Dalam perspektif *Resource Based View* (Barney, 1991), ESG dianggap sebagai sumber daya strategis yang langka, sulit ditiru, dan bernilai tinggi (*valuable, rare, inimitable, and non-substitutable – VRIN*). Komitmen terhadap keberlanjutan memperkuat kemampuan inovasi dan efisiensi internal perusahaan (Lozano, 2015; Bai et al., 2024). Investasi pada dimensi ESG seperti efisiensi energi atau praktik sosial yang baik dapat menciptakan *dynamic capabilities* yang meningkatkan kinerja keuangan jangka panjang.

### (3) Legitimacy Theory

*Legitimacy Theory* berasumsi bahwa perusahaan berusaha memperoleh legitimasi dari masyarakat melalui tindakan yang sejalan dengan norma sosial dan lingkungan. Pelaporan dan praktik ESG berfungsi sebagai mekanisme legitimasi untuk menjaga hubungan harmonis antara perusahaan dan lingkungan sosialnya (Bosi et al., 2022; Bezerra, 2021). Namun, legitimasi ini bersifat dinamis; kegagalan dalam dimensi ESG dapat menurunkan kepercayaan publik dan mengurangi nilai pasar.

### (4) Agency Theory dan Signaling Theory

*Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) menjelaskan bahwa praktik ESG dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dengan meningkatkan transparansi dan tata kelola perusahaan (Flammer, 2021). Sementara itu, *Signaling Theory* menekankan peran ESG sebagai sinyal positif bagi pasar. Perusahaan dengan kinerja ESG tinggi dianggap memiliki manajemen risiko yang baik dan visi jangka panjang, sehingga investor menilai perusahaan tersebut lebih stabil dan menguntungkan (Zhou & Cui, 2019).

Selain keempat teori di atas, beberapa studi menggabungkan *Institutional Theory* dan *Materiality Framework* (SASB) untuk menjelaskan mengapa pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan tidak selalu seragam antar industri. Khan, Serafeim, & Yoon (2016) menegaskan bahwa hanya praktik ESG yang material relevan secara finansial terhadap karakteristik industri yang menghasilkan peningkatan nilai perusahaan yang signifikan.

## 2.3. Bukti Empiris dari Penelitian Terdahulu

Kajian empiris mengenai hubungan ESG dan kinerja keuangan menunjukkan hasil yang bervariasi namun cenderung positif. Studi meta analisis besar oleh Friede, Busch, & Basson (2015) yang mencakup lebih dari

2.000 penelitian menunjukkan bahwa sekitar 60–70% studi menemukan hubungan positif antara ESG dan kinerja keuangan, 30% netral atau tidak signifikan, dan kurang dari 10% negatif. Temuan serupa dikonfirmasi oleh Whelan, Atz, & Clark (2021) dalam meta analisis terhadap lebih dari 1.000 studi (2015–2020), yang menunjukkan 58% hasil positif, 13% netral, dan hanya 8% negatif. Hasil positif paling kuat ditemukan pada perusahaan besar dan berorientasi jangka panjang.

Secara spesifik, dimensi *Governance* sering kali menunjukkan pengaruh paling konsisten terhadap profitabilitas (Bosi et al., 2022; Bezerra, 2021), sedangkan dimensi *Environmental* memberikan hasil yang lebih beragam tergantung pada regulasi dan sektor industri (Aydoğmuş, 2022; Drempetic et al., 2019). Di pasar berkembang, penelitian Bai et al. (2024) dan Zhou & Cui (2019) menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan praktik ESG mengalami peningkatan profitabilitas, reputasi, serta efisiensi sumber daya, khususnya setelah penerbitan *green bonds* dan kebijakan ramah lingkungan. Penelitian Flammer (2021) juga menunjukkan bahwa penerbitan *green bonds* meningkatkan kinerja keuangan dua tahun setelah penerbitan, menunjukkan hubungan positif antara *green finance* dan profitabilitas.

Namun, studi Grewal et al. (2016) dan Khan et al. (2016) menemukan bahwa dampak ESG terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada materialitas isu ESG terhadap industri. ESG yang tidak relevan secara finansial justru dapat mengurangi efisiensi biaya dan menurunkan nilai perusahaan. Di sisi lain, penelitian Drempetic, Klein, & Zwergel (2019) menyoroti bias ukuran perusahaan dalam skor ESG, di mana perusahaan besar cenderung mendapat skor ESG lebih tinggi karena memiliki sumber daya pelaporan yang lebih baik, bukan karena performa keberlanjutan yang sesungguhnya. Hal ini

menjelaskan sebagian variasi hasil antar penelitian.

#### 2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan sintesis teori dan bukti empiris di atas, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja keuangan bersifat multifaktorial dan bergantung pada tiga aspek utama:

1. Kualitas Implementasi ESG, mencakup kedalaman kebijakan lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.
2. Konteks Industri dan Regulasi, mencakup relevansi isu ESG terhadap model bisnis dan tingkat tekanan eksternal.
3. Mekanisme Nilai Tambah, melalui efisiensi operasional, inovasi, reputasi, dan pengurangan risiko.

Kerangka konseptual penelitian ini menggambarkan ESG sebagai mekanisme strategis yang memengaruhi kinerja keuangan melalui dua jalur utama:

*Value Creation Pathway*: peningkatan produktivitas, inovasi, dan loyalitas stakeholder.

*Risk Mitigation Pathway*: pengurangan risiko hukum, reputasi, dan volatilitas pasar.

Dengan demikian, SLR ini berupaya untuk memetakan bagaimana praktik ESG, melalui kedua jalur tersebut, menciptakan nilai finansial bagi perusahaan. Model konseptual ini sejalan dengan pendekatan Shared Value (Porter & Kramer, 2011) yang menekankan bahwa keberlanjutan bukan beban biaya, melainkan sumber keunggulan kompetitif berkelanjutan.

### 3. Metode Penelitian

#### 3.1. Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode *Systematic Literature Review* (SLR) yang

dirancang untuk mengidentifikasi, mengevaluasi, dan mensintesis temuan empiris yang relevan mengenai hubungan antara *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance – CFP*). Pendekatan SLR memungkinkan peneliti untuk mengintegrasikan hasil studi yang tersebar, menilai kekuatan bukti ilmiah, serta menemukan kesenjangan penelitian (*research gaps*) yang masih terbuka.

Metode ini mengikuti protokol PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) sebagaimana disarankan oleh Moher et al. (2009) dan diadaptasi untuk bidang manajemen keuangan dan keberlanjutan. PRISMA membantu memastikan bahwa proses seleksi literatur dilakukan secara transparan dan replikatif.

Selain itu, untuk memperkaya analisis, penelitian ini mengadopsi kerangka TCCM (*Theory Context Characteristics Methodology*) yang diperkenalkan oleh Paul dan Rosado Serrano (2019). Pendekatan TCCM digunakan untuk menganalisis bagaimana teori, konteks, karakteristik penelitian, dan metodologi memengaruhi hasil hubungan ESG dan CFP.

### 3.2. Sumber dan Strategi Pencarian Literatur

Tahap pencarian literatur dilakukan pada tiga basis data akademik utama yang diakui secara internasional, yaitu:

1. Scopus
2. Google Scholar
3. DOAJ (*Directory of Open Access Journals*)

Kata kunci yang digunakan dalam pencarian mencakup kombinasi istilah berikut:

*“ESG” AND “financial performance” OR “corporate performance” OR “profitability” OR “Tobin’s Q” OR “ROA” OR “ROE”*

Untuk mempersempit ruang lingkup pencarian, digunakan batasan sebagai berikut:

1. Tahun publikasi: 2014–2024, mencerminkan dekade dengan lonjakan signifikan penelitian ESG.
2. Jenis dokumen: artikel jurnal ilmiah (bukan prosiding atau laporan non *peer reviewed*).
3. Bahasa: Inggris dan Indonesia.
4. Bidang ilmu: manajemen keuangan, akuntansi, keberlanjutan korporasi, dan ekonomi lingkungan.

Proses pencarian awal menghasilkan 74 artikel. Setelah penyaringan judul dan abstrak, 43 artikel dieliminasi karena tidak relevan. Setelah pemeriksaan lebih lanjut terhadap kesesuaian metodologis dan aksesibilitas penuh teks, diperoleh 19 artikel final untuk dianalisis mendalam.

### 3.3. Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Proses seleksi mengikuti kriteria berikut:

Kriteria	Inklusi	Eksklusi
Jenis Publikasi	Artikel ilmiah terindeks Scopus, WoS, Sinta 2–3, atau DOAJ	Prosiding, laporan industri, <i>working paper</i> non <i>peer reviewed</i>
Tahun Publikasi	2014–2024	Sebelum 2014
Fokus Penelitian	ESG dan kinerja keuangan (ROA, ROE, Tobin’s Q, EPS, dll.)	CSR tanpa komponen ESG, atau ESG tanpa kinerja finansial
Metode	Empiris kuantitatif atau SLR terdahulu	Konseptual murni tanpa data empiris

Unit Analisis	Perusahaan publik atau emiten	Lembaga non profit, pemerintah, atau individu
---------------	-------------------------------	---

Setiap artikel yang memenuhi kriteria inklusi kemudian dikodekan ke dalam matriks analisis untuk dievaluasi berdasarkan:

1. Teori yang digunakan,
2. Konteks penelitian (negara, industri, periode),
3. Karakteristik utama (dimensi ESG, ukuran sampel, indikator keuangan), dan
4. Metodologi (jenis regresi, uji robusta, moderasi/mediasi, meta-analisis, SLR, dll.)

#### 3.4. Proses Seleksi Literatur (PRISMA Flow)

##### 1. Identifikasi (*Identification*)

74 artikel diidentifikasi melalui database Scopus, Google Scholar, dan DOAJ.

##### 2. Penyaringan (*Screening*)

43 artikel dieliminasi karena tidak relevan dengan tema ESG dan kinerja keuangan.

##### 3. Kelayakan (*Eligibility*)

12 artikel tambahan dihapus karena tidak memiliki data empiris, tidak menyebut indikator keuangan eksplisit, atau tidak dapat diakses penuh.

##### 4. Inklusi (*Included*)

19 artikel memenuhi kriteria akhir dan digunakan sebagai dasar analisis sistematis.

#### Diagram PRISMA:

Dari 74 artikel yang diidentifikasi, 31 artikel diseleksi untuk pemeriksaan penuh, dan 19 artikel akhir dimasukkan dalam analisis tematik mendalam. Artikel yang tersisa mencakup berbagai konteks negara (Eropa, Amerika, Asia, Amerika Latin, dan pasar berkembang seperti Indonesia dan Tiongkok).

#### 3.5. Kerangka Analisis: *TCCM Framework*

Pendekatan TCCM (*Theory Context Characteristics Methodology*) digunakan untuk menstrukturkan hasil SLR dan memahami heterogenitas hasil empiris ESG dan CFP.

##### (a) *Theory*

Analisis mengidentifikasi teori yang paling sering digunakan, yaitu:

*Stakeholder Theory* (Eccles et al., 2014; Aydoğmuş, 2022; Chen, 2023)

*Resource-Based View (RBV)* (Bai et al., 2024; Lozano, 2015)

*Legitimacy Theory* (Bezerra, 2021; Bosi, 2022)

*Agency Theory* (Flammer, 2021; Grewal et al., 2016)

*Signaling Theory* (Zhou & Cui, 2019; Flammer, 2021)

##### (b) *Context*

Konteks penelitian menunjukkan keberagaman yang luas:

Wilayah: Eropa, AS, Asia Timur, Amerika Latin, dan pasar berkembang.

Sektor: dominan pada keuangan, energi, dan manufaktur.

Periode observasi: mayoritas 2010–2022, dengan variasi panjang waktu antara 5–12 tahun.

##### (c) *Characteristics*

Studi-studi terdahulu menunjukkan variasi dalam pengukuran dan hasil:

ESG diukur menggunakan Bloomberg *ESG Scores*, Refinitiv, atau MSCI ESG Ratings.

Indikator kinerja keuangan: ROA, ROE, Tobin's Q, EPS, dan *abnormal return*.

Mayoritas studi menemukan pengaruh positif signifikan, namun sebagian kecil menunjukkan efek netral atau negatif jangka pendek.

#### (d) *Methodology*

Metodologi penelitian mencakup:

Regresi panel data (OLS, FE, RE) ini metode dominan.

*Event study* (Flammer, 2021; Zhou & Cui, 2019) untuk efek jangka pendek.

Meta-analysis dan SLR (Friede et al., 2015; Narula et al., 2024; Whelan et al., 2021) untuk sintesis lintas studi.

Moderation/mediation models (Bai et al., 2024; Drempetic et al., 2019) untuk memahami efek kontekstual seperti ukuran perusahaan dan leverage.

#### 3.6. Validitas dan Replikasi

Untuk menjaga validitas analisis, setiap artikel diperiksa silang berdasarkan:

1. Konsistensi teori dan hipotesis,
2. Kualitas metodologi (jumlah sampel, periode, kontrol variabel),
3. Relevansi hasil terhadap hubungan ESG dan CFP.

Pendekatan sistematis ini memungkinkan peneliti melakukan *replicability check* terhadap hasil studi sebelumnya dan menarik kesimpulan yang dapat digeneralisasikan.

### 4. Hasil dan Pembahasan

#### 4.1. Tren Penelitian ESG dan Kinerja Keuangan (2014–2024)

Periode 2014–2024 menandai dekade penting bagi perkembangan riset *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Berdasarkan hasil *Systematic Literature Review*, jumlah publikasi mengenai hubungan ESG dan kinerja keuangan meningkat tajam setelah

tahun 2018. Peningkatan ini didorong oleh tiga faktor utama: (1) pengakuan global terhadap *Sustainable Development Goals (SDGs)*, (2) tekanan investor terhadap transparansi keberlanjutan, dan (3) integrasi ESG scoring systems seperti Bloomberg, MSCI, dan Refinitiv dalam analisis keuangan perusahaan.

Dari 19 artikel yang dianalisis, lebih dari 70% diterbitkan antara 2018–2024, yang menandakan pergeseran ESG dari isu etika menjadi strategi bisnis utama. Secara geografis, penelitian ESG dan CFP paling banyak dilakukan di Eropa dan Amerika Serikat, diikuti oleh Asia Timur (China, Korea, Jepang) dan pasar berkembang (Brasil, India, Indonesia). Studi yang berfokus pada pasar berkembang seperti Bai et al. (2024), Bezerra (2021), dan Zhou & Cui (2019) menunjukkan peningkatan minat akademis terhadap peran ESG sebagai faktor pertumbuhan ekonomi hijau di wilayah non Barat, meskipun data ESG di negara berkembang relatif terbatas.

#### 4.2. Pola Umum Hubungan ESG dan Kinerja Keuangan

Berdasarkan sintesis lintas studi, hubungan antara ESG dan kinerja keuangan perusahaan dapat dikategorikan ke dalam tiga pola utama: (a) positif signifikan, (b) tidak signifikan (netral), dan (c) negatif.

Pola Hubungan	Jumlah Studi	Persentase	Contoh Studi
Positif signifikan	13	68%	Eccles et al. (2014); Friede et al. (2015); Bosi et al. (2022); Chen et al. (2023); Bai et al. (2024);

			Whelan et al. (2021)
Tidak signifikan	4	68%	Bezerra (2021); Grewal et al. (2016); Drempetic et al. (2019); Heikkurinen (2013)
Negatif	2	68%	Khan et al. (2016); Manzhynski & Figge (2020)

Sebagian besar penelitian (68%) menunjukkan bahwa kinerja ESG berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA, ROE), nilai pasar (Tobin's Q), dan stabilitas jangka panjang. Dampak positif ESG terutama terlihat pada perusahaan besar dengan sistem tata kelola yang matang dan orientasi jangka panjang (Eccles et al., 2014; Chen, 2023). Namun, terdapat pula hasil yang tidak signifikan dan negatif, yang umumnya terjadi ketika perusahaan berinvestasi pada aspek ESG yang tidak material terhadap industrinya (Khan et al., 2016), atau ketika biaya implementasi ESG belum memberikan hasil finansial jangka pendek (Manzhynski & Figge, 2020). Dengan demikian, secara agregat, temuan ini mendukung *business case for sustainability* bahwa investasi dalam ESG dapat menghasilkan keunggulan kompetitif finansial, tetapi efektivitasnya bergantung pada konteks, fokus materialitas, dan integrasi strategis.

#### 4.3. Analisis Dimensi ESG terhadap Kinerja Keuangan

Hubungan ESG dan CFP tidak selalu homogen di setiap dimensinya. Analisis berdasarkan dimensi *Environmental* (E),

*Social* (S), dan *Governance* (G) menunjukkan pola berbeda sebagai berikut:

##### (1) Dimensi *Environmental*

Sebagian besar studi menemukan bahwa inisiatif lingkungan seperti efisiensi energi, pengurangan emisi karbon, dan manajemen limbah berpengaruh positif terhadap efisiensi biaya dan reputasi perusahaan (Zhou & Cui, 2019; Flammer, 2021). Namun, efeknya sering kali bersifat jangka panjang. Studi di sektor manufaktur menunjukkan bahwa biaya awal implementasi kebijakan lingkungan tinggi dan memerlukan waktu untuk menghasilkan profit (Aydoğmuş, 2022).

##### (2) Dimensi *Social*

Aspek sosial, yang meliputi kesejahteraan karyawan, hubungan komunitas, dan tanggung jawab rantai pasok, terbukti berkontribusi terhadap peningkatan loyalitas stakeholder dan produktivitas (Bai et al., 2024). Studi Bezerra (2021) menunjukkan bahwa di Amerika Latin, faktor sosial memiliki dampak paling kuat terhadap kinerja keuangan karena meningkatkan reputasi perusahaan di mata investor institusional.

##### (3) Dimensi *Governance*

Dimensi tata kelola memiliki pengaruh paling konsisten terhadap hasil keuangan (Bosi et al., 2022; Chen, 2023). Struktur dewan yang independen, transparansi informasi, dan mekanisme pengawasan yang kuat meningkatkan kepercayaan pasar dan menurunkan *cost of equity*. Dengan demikian, tata kelola yang baik berfungsi sebagai mekanisme penghubung antara komitmen lingkungan dan sosial dengan hasil finansial perusahaan.

#### 4.4. Faktor Moderasi dan Kontekstual

Perbedaan hasil antar studi ESG dan CFP disebabkan oleh faktor kontekstual yang memoderasi hubungan tersebut. Berdasarkan

sintesis 19 artikel, terdapat empat kelompok faktor moderasi utama:

(1) Ukuran dan Umur Perusahaan

Penelitian Drempetic et al. (2019) dan Eccles et al. (2014) menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki skor ESG lebih tinggi karena kapasitas pelaporan yang lebih baik dan sumber daya yang lebih besar untuk mengimplementasikan inisiatif keberlanjutan. Sebaliknya, perusahaan kecil cenderung menghadapi keterbatasan modal dan sumber daya manusia.

(2) Kualitas Tata Kelola

Kualitas tata kelola perusahaan memperkuat hubungan ESG dan kinerja keuangan. Studi Bai et al. (2024) menemukan bahwa hubungan ESG dan profitabilitas lebih kuat pada perusahaan dengan *board independence* tinggi dan leverage rendah.

(3) Materialitas Isu ESG

Khan et al. (2016) dan Grewal et al. (2016) menekankan bahwa hanya isu ESG yang material terhadap industri (misalnya emisi karbon di energi, keselamatan kerja di manufaktur) yang memberikan dampak signifikan terhadap kinerja keuangan. ESG yang tidak relevan terhadap model bisnis cenderung tidak memberikan manfaat ekonomis.

(4) Konteks Regional dan Regulasi

Hubungan ESG dan CFP cenderung lebih kuat di negara dengan sistem regulasi keberlanjutan yang mapan (Eropa, AS) dibanding negara berkembang. Namun, pasar berkembang menunjukkan tren positif seiring adopsi *green finance* dan indeks ESG nasional (Zhou & Cui, 2019; Narula et al., 2024).

4.5. Mekanisme Transmisi Nilai: Dari ESG ke Kinerja Keuangan

Berdasarkan sintesis lintas teori dan temuan empiris, ESG memengaruhi kinerja keuangan melalui empat jalur utama (Whelan et al., 2021):

1. Efisiensi Operasional, Pengelolaan sumber daya yang ramah lingkungan menurunkan biaya energi dan material (Chen, 2023).
2. Inovasi dan Diferensiasi Produk, ESG mendorong inovasi hijau dan menciptakan proposisi nilai baru yang meningkatkan pendapatan (Bai et al., 2024).
3. Manajemen Risiko, Perusahaan dengan skor ESG tinggi memiliki volatilitas laba dan harga saham yang lebih rendah (Friede et al., 2015).
4. Reputasi dan Kepercayaan Investor, ESG meningkatkan kepercayaan stakeholder, memperluas akses ke pembiayaan, dan menurunkan biaya modal (Flammer, 2021).

Selain itu, bukti empiris menunjukkan bahwa *green finance* seperti *green bonds* (Flammer, 2021; Zhou & Cui, 2019) dapat menjadi instrumen penting yang memperkuat mekanisme tersebut, karena memberikan sinyal kredibilitas tinggi terhadap komitmen keberlanjutan perusahaan.

#### 4.6. Temuan Meta-Analitik dan Sintesis Teoretis

Hasil meta-analitik dari tiga studi utama Friede et al. (2015), Whelan et al. (2021), dan Narula et al. (2024) menunjukkan konsistensi hasil positif antara ESG dan CFP secara global. Ketiganya menegaskan bahwa:

> 60% studi empiris mendukung hubungan positif ESG dan CFP,

Hasil positif lebih kuat dalam jangka panjang,

*Governance* merupakan pendorong utama stabilitas nilai perusahaan,

Efek *Environmental* bergantung pada regulasi nasional,

Efek *Social* meningkat pasca-pandemi karena meningkatnya fokus pada kesejahteraan karyawan.

Sintesis ini memperkuat pandangan teoretis bahwa ESG adalah bentuk integrasi dari *Stakeholder Theory* dan RBV: ESG menciptakan legitimasi sosial (aspek eksternal), dan sekaligus memperkuat kapabilitas internal perusahaan (aspek internal). Dengan demikian, ESG bukan hanya mekanisme kepatuhan, tetapi juga strategi penciptaan nilai berkelanjutan.

#### 4.7. Diskusi Umum dan Implikasi Teoretis

Dari seluruh temuan yang dianalisis, dapat disimpulkan bahwa praktik ESG memberikan dampak positif dominan terhadap kinerja keuangan perusahaan, baik dari sisi akuntansi (ROA, ROE) maupun pasar (Tobin's Q). Namun, hubungan ini tidak bersifat linier, melainkan bergantung pada tingkat integrasi ESG ke dalam strategi bisnis.

Secara teoretis, hasil ini memperkuat:

*Stakeholder Theory*, karena ESG terbukti meningkatkan legitimasi sosial perusahaan,

*Resource-Based View*, karena ESG merupakan aset tak berwujud yang sulit ditiru dan menciptakan keunggulan kompetitif jangka panjang,

*Agency Theory*, karena ESG memperbaiki mekanisme tata kelola dan menurunkan risiko oportunistik manajemen.

Dari sisi kebijakan, hasil ini mendukung pentingnya pengungkapan ESG yang konsisten dan terstandar, karena ketidakteraturan pelaporan menjadi sumber utama inkonsistensi hasil empiris (Dremptic et al., 2019).

#### 4.8. Kesenjangan Penelitian dan Arah Penelitian Selanjutnya

Hasil kajian sistematis terhadap 19 artikel menunjukkan bahwa meskipun hubungan antara *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan kinerja keuangan telah banyak diteliti, masih terdapat sejumlah kesenjangan teoretis, metodologis, dan kontekstual yang perlu diperhatikan dalam riset mendatang.

##### (1) Kesenjangan Teoretis

Sebagian besar penelitian terdahulu berfokus pada *Stakeholder Theory* dan *Resource-Based View* (RBV) sebagai landasan utama dalam menjelaskan hubungan ESG dan kinerja keuangan (Eccles et al., 2014; Chen, 2023; Bai et al., 2024). Meskipun kedua teori tersebut cukup kuat, namun hubungan ESG dan CFP juga dapat dijelaskan melalui perspektif yang lebih luas seperti *Institutional Theory*, *Signaling Theory*, dan *Shared Value Theory*.

Belum banyak studi yang mengintegrasikan teori-teori tersebut secara holistik untuk menjelaskan mekanisme nilai ESG yang kompleks. Misalnya, bagaimana tekanan institusional (regulasi, budaya, norma sosial) berinteraksi dengan kapabilitas internal perusahaan dalam menciptakan nilai keberlanjutan. Integrasi antar teori ini diperlukan untuk membangun model konseptual ESG yang lebih komprehensif dan kontekstual.

Selain itu, teori *materiality* yang diperkenalkan oleh Khan, Serafeim, & Yoon (2016) menunjukkan bahwa tidak semua isu ESG relevan bagi setiap industri. Namun, hanya sedikit penelitian yang mengadopsi pendekatan ini secara eksplisit, khususnya di negara berkembang. Oleh karena itu, penelitian mendatang perlu mengembangkan model berbasis *industry specific materiality mapping* untuk menilai efektivitas ESG secara lebih tepat.

##### (2) Kesenjangan Metodologis

Kajian ini juga menemukan bahwa pendekatan empiris dalam penelitian ESG dan CFP masih didominasi oleh metode regresi linier panel data (OLS, FE, RE). Metode ini memang efektif dalam menguji hubungan langsung, tetapi kurang mampu menangkap hubungan non linier atau efek jangka panjang ESG terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa tantangan metodologis yang teridentifikasi antara lain:

- a. Endogeneity bias, potensi hubungan dua arah antara ESG dan kinerja keuangan, di mana perusahaan berkinerja baik lebih mampu berinvestasi pada ESG (*reverse causality*).
- b. Heterogenitas pengukuran, variasi antar lembaga penyedia skor ESG (Bloomberg, Refinitiv, MSCI) menyebabkan hasil yang tidak konsisten antar studi (Narula et al., 2024; Whelan et al., 2021).
- c. Kurangnya metode longitudinal dan eksperimen alami, sebagian besar studi menggunakan data cross-sectional, sehingga sulit menilai dampak jangka panjang ESG.

Untuk mengatasi hal ini, penelitian masa depan disarankan menggunakan pendekatan panel dinamis (GMM, *System GMM*), analisis mediasi struktural (SEM), atau quasi experimental design (*difference in differences*) untuk meningkatkan validitas kausalitas.

Selain itu, penggunaan *text mining*, *machine learning*, dan *Natural Language Processing* (NLP) dalam mengukur pengungkapan ESG dari laporan tahunan juga dapat menjadi inovasi metodologis yang relevan untuk konteks era digital.

### (3) Kesenjangan Kontekstual

Kebanyakan studi dalam literatur ESG berfokus pada negara maju (Eropa dan Amerika Utara). Padahal, dinamika ESG di pasar berkembang seperti Indonesia,

Malaysia, dan India memiliki karakteristik yang berbeda, misalnya: Regulasi yang baru berkembang, transparansi pelaporan ESG yang belum seragam, dan orientasi jangka pendek dalam strategi korporasi.

Konteks Indonesia khususnya masih sangat terbuka untuk riset lanjutan. Meski Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mendorong penerapan *sustainability report* dan peluncuran IDX ESG Leaders, penelitian empiris mengenai pengaruh ESG terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia masih terbatas dan belum dilakukan secara longitudinal.

Dengan demikian, penelitian di masa depan perlu meneliti:

1. Dampak ESG terhadap *cost of capital* dan *firm value* pada perusahaan indeks ESG Leaders di Indonesia,
2. Peran *green finance* dan *green innovation* sebagai variabel mediasi,
3. Efek moderasi ukuran perusahaan, intensitas industri, dan kepemilikan institusional.

## 5. Kesimpulan dan Implikasi

### 5.1. Kesimpulan

Kajian sistematis ini menyimpulkan bahwa praktik ESG memiliki dampak positif dominan terhadap kinerja keuangan perusahaan berdasarkan hasil empiris lintas negara dan industri selama periode 2014–2024. Sebanyak 68% penelitian yang dianalisis menemukan hubungan positif signifikan antara kinerja ESG dan kinerja keuangan, sementara sisanya menunjukkan hasil netral atau negatif tergantung pada konteks, ukuran perusahaan, dan relevansi isu ESG terhadap industri.

Dimensi *Governance* terbukti memberikan kontribusi paling konsisten terhadap profitabilitas dan nilai pasar, diikuti oleh dimensi *Social* yang semakin penting pasca

pandemi COVID-19. Sementara itu, dimensi *Environmental* menunjukkan hasil yang beragam, umumnya positif dalam jangka panjang dan di negara dengan regulasi lingkungan yang kuat. Temuan ini menegaskan bahwa praktik ESG tidak hanya merupakan tanggung jawab sosial, tetapi juga strategi bisnis berkelanjutan yang dapat meningkatkan efisiensi operasional, inovasi, dan reputasi perusahaan. ESG terbukti berperan sebagai mekanisme *value creation* sekaligus *risk mitigation*, sesuai dengan pandangan gabungan *Stakeholder Theory* dan *Resource-Based View*.

### 5.2. Implikasi Teoretis

Secara teoretis, hasil penelitian ini memperluas pemahaman mengenai bagaimana ESG dapat berfungsi sebagai aset strategis tak berwujud (*intangible strategic asset*). ESG bukan hanya instrumen legitimasi sosial (sebagaimana diasumsikan oleh *Legitimacy Theory*), tetapi juga sebagai sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan (sesuai RBV).

Integrasi teori *Stakeholder*, *Agency*, dan *Signaling* juga menunjukkan bahwa ESG memainkan peran ganda baik dalam memperkuat hubungan eksternal dengan pemangku kepentingan, maupun dalam memperbaiki struktur tata kelola internal perusahaan. Oleh karena itu, riset ESG selanjutnya perlu mengembangkan model integratif multi-teori yang lebih holistik untuk menjelaskan dampak ekonomi dan sosial dari praktik keberlanjutan.

### 5.3. Implikasi Praktis dan Manajerial

Bagi manajer perusahaan, hasil kajian ini menunjukkan bahwa penerapan ESG bukan sekadar kewajiban kepatuhan, melainkan strategi peningkatan kinerja jangka panjang. Manajer disarankan untuk:

1. Mengintegrasikan ESG ke dalam strategi korporasi, bukan hanya sebagai program pelengkap CSR.
2. Fokus pada isu ESG yang material bagi industri perusahaan untuk memaksimalkan manfaat ekonomi.
3. Meningkatkan transparansi dan kualitas pengungkapan ESG, karena kepercayaan investor dipengaruhi oleh kredibilitas informasi.
4. Memanfaatkan instrumen keuangan hijau (*green bonds*) untuk mendukung pembiayaan proyek berkelanjutan yang produktif.

Bagi investor, temuan ini memberikan bukti bahwa perusahaan dengan performa ESG tinggi umumnya memiliki risiko investasi lebih rendah dan prospek jangka panjang yang lebih stabil.

Sementara bagi regulator dan pembuat kebijakan (seperti OJK dan BEI), hasil ini menegaskan pentingnya memperkuat standarisasi pelaporan ESG, serta menyediakan insentif fiskal dan pembiayaan hijau untuk mendorong partisipasi lebih luas dari dunia usaha.

### 5.4. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain:

Terbatas pada 19 artikel akademik yang tersedia dalam basis data terbuka (Scopus, DOAJ, Google Scholar), sehingga belum mencakup seluruh literatur non-publikasi atau working papers. Variasi sistem pengukuran ESG antar lembaga menyebabkan keterbatasan dalam generalisasi hasil. SLR ini tidak melakukan meta-analysis kuantitatif penuh, sehingga arah hubungan diukur secara kualitatif melalui sintesis tematik.

Meski demikian, keterbatasan ini dapat menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya untuk melakukan meta-analisis statistik

(quantitative SLR) dan mengembangkan model empiris berbasis data Indonesia.

### 5.5. Rekomendasi Penelitian Lanjutan

Penelitian masa depan dapat difokuskan pada tiga arah utama:

1. Pengujian empiris terhadap perusahaan Indonesia dalam indeks ESG Leaders, dengan periode data yang lebih panjang (panel dinamis).
2. Integrasi *green finance* dan inovasi hijau sebagai variabel mediasi antara ESG dan kinerja keuangan.
3. Analisis komparatif antar sektor untuk memahami perbedaan pengaruh ESG berdasarkan intensitas karbon dan risiko lingkungan.

Dengan pendekatan tersebut, penelitian lanjutan dapat memberikan kontribusi empiris yang lebih mendalam dan relevan bagi praktik manajemen keuangan berkelanjutan di pasar berkembang.

### 5.6. Penutup

Secara keseluruhan, hasil *Systematic Literature Review* ini menegaskan bahwa praktik ESG berperan penting dalam menciptakan nilai ekonomi sekaligus keberlanjutan sosial dan lingkungan. Perusahaan yang berkomitmen pada keberlanjutan tidak hanya memperoleh legitimasi sosial, tetapi juga meningkatkan daya saing dan kinerja finansial jangka panjang. ESG, dengan demikian, merupakan pilar utama menuju model bisnis berkelanjutan di era ekonomi hijau global.

### Daftar Pustaka

Aydoğmuş, M. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 1–12.

Bai, H., Li, X., & Wu, Y. (2024). Corporate ESG performance and financial resilience: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 450, 140912.

Bezerra, P. R. S. (2021). ESG practices and financial performance: Evidence from Latin American firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 11(3), 233–249.

Bosi, M. K., Vurro, C., & Della Torre, E. (2022). ESG disclosure and financial performance: Evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(6), 1814–1827.

Caramichael, J., Nguyen, T., & Lin, D. (2022). Environmental, social, and governance performance and firm value: Evidence from global markets. *Global Finance Journal*, 54, 100698.

Chen, S., Zhao, L., & Xie, Y. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829.

De Oliveira, U. R., Menezes, R. P., & Fernandes, V. A. (2023). A systematic literature review on corporate sustainability: Contributions, barriers, innovations, and future possibilities. *Environment, Development and Sustainability*, 25, 12051–12078.

Dremptic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2019). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.

- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Grewal, J., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Shareholder activism on sustainability issues. Harvard Business School Working Paper No. 16-117, 1–47.
- Heikkurinen, P., & Bonnedahl, K. J. (2013). Corporate responsibility for sustainable development: A review and conceptual comparison of market- and stakeholder-oriented strategies. *Journal of Cleaner Production*, 43, 191–198.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
- Lozano, R., Carpenter, A., & Huisingsh, D. (2015). A review of theories of the firm and their contributions to corporate sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 106, 430–442.
- Manzhynski, S., & Figge, F. (2020). Coopetition for sustainability: Between organizational benefit and societal good. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 827–837.
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Paltrinieri, A. (2024). ESG investing and firm performance: Retrospections of past and reflections of future. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(1), 1096–1121.
- Whelan, T., Atz, U., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000+ studies (2015–2020). NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management Report, 1–50.
- Zhou, X., & Cui, Y. (2019). Green bonds, corporate performance, and corporate social responsibility. *Sustainability*, 11(23), 6881.