Pengaruh *ESG Performance* dan *Corporate Governance* Terhadap *Financial Performance* BUMN Minerba

Dwi Okky Ambarwati[1*], Rindu Rika Gamayuni[2], Fatkhur Rohman[3]
Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung, Bandar Lampung[1,2,3]
2311031082@students.unila.ac.id[1], rindu.rika@feb.unila.ac.id[2], fatkhurrohman@feb.unila.ac.id[3]*

Abstract
Purpose: This paper examines how the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance, corporate governance, and financial performance can be understood in the institutional setting of Indonesian state-owned mining enterprises (BUMN Minerba).
Methodology/approach: The paper adopts a qualitative contextual approach based on a purposive synthesis of relevant theoretical and empirical literature. The discussion is situated in the 2021–2025 period and considers the policy responsibilities, commodity exposure, and environmental and social risks associated with the mining sector. No firm-year panel dataset is constructed, no ESG scores or financial ratios are calculated by the authors, and no econometric estimation is performed.
Results/findings: The literature indicates that the financial implications of ESG practices are not uniform. Sustainability-related expenditure may place pressure on short-term accounting profitability, while stakeholder trust, legitimacy, risk management, and market valuation benefits may emerge over a longer horizon. Board structure and independent oversight may support accountability and resource allocation, although their effectiveness depends on board competence, independence in practice, and the institutional setting. These patterns are interpreted as contextual propositions, not as statistically tested effects for the companies discussed.
Limitations: The analysis does not include original company-level document coding or quantitative testing. Its conclusions are therefore limited to the conceptual synthesis of the literature cited in the manuscript and should not be interpreted as firm-specific empirical findings.
Contribution: The analysis does not include original company-level document coding or quantitative testing. Its conclusions are therefore limited to the conceptual synthesis of the literature cited in the manuscript and should not be interpreted as firm-specific empirical findings.

Keywords: *ESG Performance, Corporate Governance, Financial Performance, Mining State-Owned Enterprises; Contextual Research*

1. Pendahuluan

Sektor mineral dan batubara (minerba) memiliki posisi strategis dalam perekonomian Indonesia karena berkaitan dengan penerimaan negara, aktivitas ekspor, penyediaan bahan baku industri, serta agenda transisi energi. Pada saat yang sama, kegiatan pertambangan memiliki paparan risiko lingkungan dan sosial yang relatif tinggi. Pengelolaan lahan, reklamasi, keselamatan dan kesehatan kerja, hubungan dengan masyarakat sekitar, serta kepatuhan terhadap ketentuan lingkungan merupakan bagian penting dari keberlanjutan operasi perusahaan. Karakteristik tersebut menjadikan kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) relevan untuk dibahas bersama kinerja keuangan dan tata kelola perusahaan.

Konteks BUMN menambah kompleksitas hubungan tersebut. Perusahaan milik negara tidak hanya dituntut menghasilkan kinerja komersial, tetapi juga menjalankan mandat publik dan mendukung sasaran pembangunan. Dalam perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), tanggung jawab tersebut berjalan berdampingan dengan kewajiban menjaga kepentingan investor publik. Kondisi ini dapat menciptakan ketegangan antara kebutuhan investasi jangka panjang, kewajiban sosial-lingkungan, dan pencapaian profitabilitas dalam jangka pendek (Bai et al., 2000; Holmstrom & Milgrom, 1991; Dong & Putterman, 2003).

Dari perspektif Stakeholder Theory, pelaksanaan ESG yang substantif dapat membantu perusahaan membangun legitimasi, menjaga hubungan dengan pemangku kepentingan, serta mengurangi risiko sosial dan lingkungan. Manfaat tersebut berpotensi mendukung keberlangsungan operasi dan penciptaan nilai dalam jangka panjang (Freeman, 1984, 2010; Fatemi et al., 2018; Chininga et al., 2024). Namun, proses perbaikan kinerja ESG juga membutuhkan sumber daya. Belanja untuk teknologi yang lebih bersih, pemulihan lingkungan, keselamatan kerja, dan program sosial dapat meningkatkan kebutuhan modal maupun biaya operasional. Dalam kondisi pendapatan yang berfluktuasi, pengeluaran tersebut berpotensi menekan margin dan rasio profitabilitas pada periode berjalan.

Perbedaan horizon waktu tersebut membantu menjelaskan mengapa hasil penelitian terdahulu mengenai ESG dan kinerja keuangan tidak selalu searah. Sejumlah penelitian menemukan hubungan yang positif, sedangkan penelitian lain menunjukkan hubungan negatif atau bergantung pada karakteristik perusahaan, sektor, periode, dan ukuran kinerja yang digunakan (Manrique & Martí-Ballester, 2017; Velte, 2017; Alareeni & Hamdan, 2020; Ahmad et al., 2021; Rahi et al., 2022; Sandberg et al., 2023; Chen et al., 2023). Karena itu, hubungan ESG dan kinerja keuangan tidak tepat disederhanakan menjadi satu arah yang berlaku untuk seluruh perusahaan. Tata kelola perusahaan menjadi bagian penting dalam memahami bagaimana keputusan keberlanjutan direncanakan, disetujui, dan diawasi. Ukuran dewan komisaris dapat berkaitan dengan kapasitas kolektif dan keragaman keahlian, sedangkan proporsi komisaris independen dapat memperkuat objektivitas pengawasan. Meskipun demikian, jumlah anggota dewan atau status independen secara formal tidak dengan sendirinya menjamin pengawasan yang efektif. Kompetensi, akses informasi, kualitas diskusi, dan kemampuan menjalankan fungsi pengawasan tetap menentukan.

Berdasarkan persoalan tersebut, paper ini tidak diarahkan untuk menguji pengaruh statistik antarvariabel. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif kontekstual untuk menyintesiskan penjelasan teoretis dan hasil penelitian terdahulu mengenai ESG, corporate governance, dan financial performance dalam konteks BUMN minerba Indonesia. Fokus utamanya adalah menjelaskan mekanisme yang mungkin menghubungkan ketiga konsep, kondisi yang dapat memperkuat atau membatasi hubungan tersebut, serta proposisi konseptual yang dapat diuji dalam penelitian empiris berikutnya. Dengan demikian, pertanyaan kajian dalam paper ini adalah: (1) bagaimana literatur menjelaskan hubungan ESG performance dengan dimensi kinerja keuangan; (2) bagaimana karakteristik corporate governance, khususnya board size dan proporsi komisaris independen, dapat berperan dalam pengawasan dan alokasi sumber daya; serta (3) bagaimana mandat publik BUMN minerba membentuk hubungan kontekstual antara ESG, corporate governance, dan financial performance.

Dengan demikian, penelitian ini diarahkan untuk menganalisis dan menjelaskan hubungan *ESG Performance* dan *corporate governance* dengan kinerja keuangan pada perusahaan BUMN sektor minerba yang terdaftar di BEI selama periode 2021–2025 melalui perspektif penelitian kontekstual (*contextual research*). Kinerja keuangan diukur menggunakan ROA, ROE, dan *Tobin's Q* untuk merepresentasikan dimensi akuntansi dan pasar. *Corporate governance* diukur melalui *Board Size* dan proporsi Komisaris Independen, sedangkan *leverage* dan ukuran perusahaan (*firm size*) digunakan sebagai variabel kontrol.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Agency Theory Type 2 (Principal-Principal Conflict)

Pengelolaan BUMN di sektor minerba memerlukan pendekatan kerangka keagenan yang bergeser dari fokus tradisional Tipe 1 (Manajer vs. Pemegang Saham) menuju Tipe 2 (*Principal–Principal Conflict*). Dalam lanskap negara berkembang (*emerging markets*), struktur kepemilikan yang terpusat dan dominan menciptakan potensi konflik keagenan antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*). Sebagaimana ditegaskan oleh Young et al. (2008), *Principal–Principal Perspective* merupakan lensa analitis keagenan yang paling relevan untuk mengevaluasi keputusan tata kelola pada entitas dengan kepemilikan negara atau terpusat

di pasar berkembang. Hal ini diperkuat oleh Amit et al. (2015), yang mengonfirmasi bahwa pada BUMN dan konteks ekonomi berkembang, potret utama konflik tata kelola bergeser pada benturan kepentingan antar-pemilik (*type 2 agency problem*).

Secara mekanistis, Claessens et al. (2002) mendokumentasikan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi memberi wewenang masif bagi pemegang saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi (*expropriation*) atas hak-hak ekonomi pemegang saham minoritas. Dalam BUMN minerba, pemerintah bertindak sebagai pemegang saham pengendali yang kerap memanfaatkan otoritasnya untuk mendorong kebijakan operasional berorientasi agenda sosial-politik atau kewajiban pelayanan publik, yang berpotensi mengorbankan tingkat pengembalian finansial investor publik. Bruton et al. (2010) menunjukkan bahwa dinamika konflik *Principal–Principal* ini menurunkan efektivitas tata kelola dan berdampak langsung pada penurunan kinerja keuangan entitas. Lebih jauh, Zhang et al. (2014) mengkaji fenomena kolusi antara *controlling shareholder* dan manajemen (*tunneling*) yang menyerap nilai korporasi. Hal ini memperkuat analisis kritis bahwa akar ketidakefisienan tata kelola BUMN minerba bukan sekadar masalah pengawasan internal (*board monitoring*), melainkan *goal incongruence* yang melekat pada struktur kepemilikannya.

2.1.2 Multitask Agency Theory

Di samping tantangan konflik antar-pemilik, BUMN sektor minerba secara sistematis dihadapkan pada masalah keagenan multitugas (*Multitask Agency Problem*). Mengacu pada kerangka fundamental Holmstrom dan Milgrom (1991), ketika seorang agen diamanahkan untuk mengelola banyak tugas sekaligus (*multitask*), penyediaan skema insentif yang kuat pada satu dimensi yang mudah diukur (seperti profitabilitas komersial) akan memicu distorsi alokasi perhatian dan sumber daya dari tugas-tugas lain yang sulit diukur namun berdampak jangka panjang. Dong dan Putterman (2003) menjelaskan bahwa BUMN di sektor strategis memikul *multitask incentive structure*, di mana manajemen dituntut menyeimbangkan sasaran efisiensi finansial dengan kewajiban beban kebijakan publik (*policy burdens*), stabilitas tenaga kerja, dan komitmen pemulihan lingkungan.

Implikasi dari beban ganda ini diuraikan oleh Bai et al. (2000) dan Chang dan Wong (2009), yang menunjukkan bahwa penugasan komersial dan non-komersial secara bersamaan melemahkan sensitivitas kompensasi dan *turnover* eksekutif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sebagaimana dibuktikan oleh Firth et al. (2006), sensitivitas tata kelola dan struktur insentif di BUMN menjadi relatif tumpul dibandingkan dengan perusahaan swasta. Oleh karena itu, pengintegrasian *Multitask Agency Theory* menegaskan bahwa rendahnya kinerja finansial BUMN minerba dalam jangka pendek sering kali merupakan dampak logis dari alokasi sumber daya yang terdistorsi untuk memenuhi kewajiban non-finansial, bukan semata-mata mencerminkan kegagalan manajerial.

2.1.3 Stakeholder Theory

Stakeholder Theory merumuskan bahwa kelangsungan hidup, legitimasi, dan keberhasilan finansial jangka panjang suatu perusahaan bergantung pada kemampuannya dalam memenuhi kebutuhan serta menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan (*stakeholders*), bukan hanya terbatas pada pemegang saham (*shareholders*) (Freeman, 1984, 2010). Donaldson dan Preston (1995) melalui *Instrumental Stakeholder Theory* menegaskan secara normatif dan empiris bahwa pengelolaan hubungan yang harmonis dan adaptif dengan pemangku kepentingan berkontribusi positif terhadap pencapaian kinerja keuangan. Mitchell et al. (1997) menyempurnakan kerangka identifikasi dan *salience* pemangku kepentingan (*power, legitimacy, urgency*) untuk menentukan prioritas tanggung jawab sosial korporasi.

Kesesuaian *Stakeholder Theory* dipilih sangat relevan untuk membedah BUMN sektor minerba yang secara inheren menghasilkan dampak eksternalitas lingkungan dan sosial yang signifikan. Melalui kacamata *Stakeholder Theory*, penerapan serta pengungkapan ESG dan *Corporate Social Responsibility* (CSR) terkonfirmasi sebagai mekanisme teoretis utama yang menghubungkan efektivitas tata kelola perusahaan dengan peningkatan performa finansial serta penurunan asimetri informasi dan risiko keuangan korporasi (Landi et al., 2022; Michelon & Parbonetti, 2012; Ng & Rezaee, 2015).

2.1.4 Stewardship Theory

Stewardship Theory yang dikembangkan oleh Donaldson dan Davis (1991) memandang manajer bukan sebagai agen individualistis yang mementingkan diri sendiri (*self-serving*), melainkan sebagai pengelola (*steward*) terpercaya yang memiliki integritas dan bekerja secara proaktif untuk memaksimalkan utilitas organisasi serta kepentingan pemegang saham. Teori ini mengasumsikan adanya keselarasan tujuan (*goal congruence*) antara pemilik modal dan eksekutif, di mana pemberian otonomi dan diskresi manajerial yang luas mendorong peningkatan kinerja organisasi yang optimal. Muth dan Donaldson (1998) memperkuat pandangan ini melalui pendekatan kontingensi struktur dewan, sedangkan Fama (1970) mencatat bahwa direktur internal (*inside directors*) memiliki akses informasi operasional mendalam (*insider information*) yang krusial bagi keputusan strategis. Teori ini melengkapi *Agency Theory* pada BUMN Minerba dalam mengarahkan orientasi kepemimpinan jangka panjang (*long-term stewardship*). *Stewardship Theory* memberikan dasar moral dan kepemimpinan bagi pengelola BUMN untuk melampaui kewajiban kepatuhan formal (*compliance-driven*), mengalokasikan sumber daya pada program keberlanjutan lingkungan dan keselamatan kerja secara bijaksana, serta mengoptimalkan tata kelola internal demi menjaga aset strategis negara dan menciptakan nilai ekonomis yang akuntabel bagi generasi mendatang.

2.1.5 Resource Dependence Theory

Resource Dependence Theory (RDT), yang pertama kali dipelopori oleh Pfeffer dan Salancik (1978), mendasarkan pemikirannya pada asumsi bahwa kelangsungan hidup dan keberhasilan organisasi sangat bergantung pada kemampuannya dalam mengelola ketidakpastian lingkungan eksternal serta mengamankan sumber daya yang bersifat kritis. Dalam lanskap korporasi modern, tata kelola perusahaan (*corporate governance*) tidak lagi dipandang sekadar sebagai mekanisme pengendalian atau pengawasan biaya keagenan (*agency costs*), melainkan beroperasi sebagai sarana strategis untuk menghubungkan organisasi dengan lingkungan eksternalnya. Hillman, Cannella, dan Paetzold (2000) memperluas perspektif ini dengan menegaskan bahwa dewan komisaris dan direksi berfungsi sebagai penyedia sumber daya (*resource providers*), pembuka akses jaringan eksternal, dan sumber legitimasi sosial bagi perusahaan. Integrasi ini sejalan dengan pandangan berbasis sumber daya internal (*Resource-Based View / RBV*) oleh Wernerfelt (1984) serta Barney (1991) dan Barney, Ketchen, & Wright (2011), yang menekankan pentingnya pengelolaan sumber daya strategis dan tata kelola internal dalam menghasilkan keunggulan bersaing yang berkelanjutan (*sustained competitive advantage*).

Secara kritis, keterbatasan utama dari kerangka RDT tradisional terletak pada kecenderungannya yang berfokus dominan pada sumber daya finansial dan fisik eksternal, sehingga kerap mengabaikan dinamika kapabilitas internal dan risiko ekstra-finansial. Untuk mengatasi celah teoritis tersebut, keterikatan RDT dikembangkan melalui kerangka *Natural-Resource-Based View* (NRBV) oleh Hart (1995) serta pemikiran Russo dan Fouts (1997), yang menyatakan bahwa kemampuan pengelolaan lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) berfungsi sebagai sumber daya tidak berwujud (*intangible resources*) serta kapabilitas strategis yang mampu mentransformasi efisiensi operasional dan kinerja keuangan perusahaan. Sebagaimana diulas oleh Jain dan Jamali (2016), penggabungan RDT dengan teori tata kelola lainnya memberikan pemahaman komprehensif mengenai bagaimana struktur dan komposisi dewan secara langsung memengaruhi keputusan strategis terkait alokasi sumber daya CSR dan keberlanjutan finansial.

Pemilihan RDT sebagai landasan teoritis dalam penelitian ini sangat relevan untuk membedah kompleksitas operasional BUMN di sektor mineral dan batubara (minerba). BUMN sektor ekstraktif beroperasi pada lingkungan yang ditandai oleh risiko teknis yang tinggi, volatilitas pasar, dampak lingkungan yang masif, serta tuntutan legitimasi sosial yang ketat dari pemangku kepentingan. Dalam konteks ini, Walls, Berrone, dan Phan (2012) mengonfirmasi bahwa RDT sangat tepat untuk menjelaskan bagaimana karakteristik dewan, seperti ukuran dewan (*board size*) dan komposisi komisaris, menyediakan akses sumber daya kritikal, keragaman perspektif, serta kapabilitas pengawasan ESG yang memadai. Lebih lanjut, Drees dan Heugens (2013) serta Jamali et al. (2020) menegaskan bahwa penggabungan *Agency Theory* dan RDT merupakan pasangan teori terbaik (*best-fit theoretical framework*) untuk menguji tata kelola korporasi pada industri bernilai investasi tinggi dan berisiko lingkungan besar.

Dengan demikian, penerapannya pada BUMN minerba membuktikan bahwa indikator ESG dan tata kelola tidak hanya berfungsi sebagai bentuk pemenuhan regulasi atau transparansi eksternal semata, melainkan beroperasi sebagai kapabilitas internal strategis yang mentransformasi kinerja operasional dan nilai korporasi secara menyeluruh. Kerangka RDT menegaskan bahwa dewan yang kaya akan pengalaman dan jaringan eksternal mampu menyerap ketidakpastian lingkungan, meminimalkan biaya koordinasi eksternal, serta mempertahankan "izin sosial untuk beroperasi" (*social license to operate*), yang pada akhirnya secara langsung menopang kinerja keuangan dan keberlanjutan BUMN di sektor ekstraktif.

2.1.6 Sintesis Kerangka Teoritis

Kelima perspektif di atas memiliki fungsi penjelasan yang berbeda dan saling melengkapi. *Agency Theory Type 2* menerangkan potensi konflik antara pemegang saham pengendali dan investor minoritas; *Multitask Agency Theory* menjelaskan ketegangan antara target komersial dan mandat publik; *Stakeholder Theory* menerangkan alasan perusahaan perlu mengelola dampak sosial-lingkungan; *Stewardship Theory* menyoroti peran pengarahan dan tanggung jawab jangka panjang; sedangkan RDT menjelaskan kontribusi dewan dalam menyediakan pengetahuan, jaringan, dan sumber daya.

Sintesis tersebut menghasilkan kerangka konseptual berikut: (1) mandat publik dan paparan risiko industri membentuk kebutuhan serta prioritas ESG; (2) implementasi ESG membutuhkan alokasi sumber daya yang dapat menimbulkan tekanan biaya jangka pendek, tetapi berpotensi menghasilkan manfaat legitimasi dan pengurangan risiko dalam jangka panjang; (3) *corporate governance* berperan mengawasi kualitas keputusan dan penggunaan sumber daya; dan (4) konsekuensi finansialnya bergantung pada kondisi perusahaan, kualitas implementasi, horizon waktu, serta lingkungan pasar. Kerangka ini merupakan penjelasan konseptual, bukan model kausal yang telah diuji dalam penelitian ini.

2.2 Hubungan Antar Variabel dan Penelitian Terdahulu

2.2.1 Hubungan ESG Performance (X_1) dan Financial Performance (Y)

Pengungkapan dan penerapan *ESG Performance* terhadap *Financial Performance* dalam BUMN minerba menciptakan perdebatan akademis yang kompleks. Landasan teoretis untuk hipotesis hubungan negatif dipijakkan pada *Trade-off Theory* serta *Multitask Principal-Agent Analysis* (Holmstrom & Milgrom, 1991), yang menggarisbawahi bahwa pengalokasian sumber daya finansial, teknologi, dan tenaga kerja yang masif untuk pemenuhan kriteria ESG secara langsung menaikkan biaya operasional jangka pendek sehingga menekan profitabilitas akuntansi. Secara empiris, argumen dampak negatif didukung kuat oleh Authers (2020), Ahmad et al. (2021) pada emiten FTSE350 UK, Folger-Laronde et al. (2020), Gao et al. (2023) berbasis siklus hidup perusahaan (*firm life cycle*), serta Manrique dan Martí-Ballester (2017) pada pasar berkembang.

Sebaliknya, perspektif kontras berbasis *Stakeholder Theory* ditunjukkan oleh Chen et al. (2023), Chininga et al. (2024), Zhou et al. (2022), Velte (2017), Friede et al. (2015), Xie et al. (2019), Alareeni dan Hamdan (2020), Wong et al. (2020), Landi dan Sciarelli (2019), serta Mervelskemper dan Streit (2017) yang menemukan dampak positif ESG terhadap profitabilitas dan nilai pasar. Pada BUMN minerba yang menghadapi *policy burden* dan fluktuasi komoditas, alokasi Capex dan Opex keberlanjutan yang besar dalam jangka pendek bertindak sebagai *cost center* yang menyerap margin operasional.

2.2.2 Hubungan Corporate Governance (X_2) dan Financial Performance (Y)

Landasan hubungan positif *Corporate Governance* dan *Financial Performance* dijangkarkan pada *Agency Theory*, *Stewardship Theory*, serta RDT. Pengawasan internal yang efektif melalui mekanisme Good Corporate Governance (GCG) dapat mendorong efisiensi alokasi aset operasional dan kredibilitas laporan keuangan. Dukungan empiris dampak positif ditunjukkan oleh Kyere dan Ausloos (2021) di London Stock Exchange, Sarwar et al. (2022) di Arab Saudi, Affes dan Jarboui (2023), Christensen et al. (2010) di Australia, serta Mahrani dan Soewarno (2018), Situmorang dan Simanjuntak (2019) dan Wahyudin dan Solikhah (2017) di Indonesia. Namun, Ferriswara et al. (2022) menemukan potensi

dampak negatif atau tidak signifikan akibat munculnya *governance/compliance costs* dan pelaporan laba konservatif.

2.2.3 Hubungan ESG Performance, Corporate Governance, dan Financial Performance secara Simultan

Secara simultan, *ESG Performance* dan *Corporate Governance* membentuk kerangka pengelolaan risiko dan nilai korporasi. Landasan teoretis dijangkarkan pada *Multi-Lens Framework* (*Theoretical Pluralism*). Albitar et al. (2020), Wang dan Sarkis (2017), Rodriguez-Fernandez (2016), Kurniasari et al. (2017), serta Ferriswara et al. (2022) secara empiris mengonfirmasi bahwa efektivitas pengawasan dewan dan kriteria keberlanjutan secara bersama-sama menentukan variasi profitabilitas operasional (ROA, ROE) dan ekspektasi nilai pasar (*Tobin's Q*).

2.3 Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Pengaruh ESG Performance (X_1) terhadap Financial Performance (Y)

Pengungkapan dan penerapan *ESG Performance* (X_1) terhadap *Financial Performance* (Y) pada BUMN sektor minerba menciptakan perdebatan akademis di tengah operasional industri ekstraktif yang intensif modal dan peka regulasi. Berlandaskan *Trade-off Theory* serta *Multitask Principal-Agent Analysis* (Holmstrom & Milgrom, 1991), alokasi sumber daya masif untuk kriteria keberlanjutan menaikkan biaya operasional jangka pendek sehingga menekan marjin profitabilitas akuntansi akibat adanya *policy burden* BUMN. Argumen dampak negatif ini didukung secara empiris oleh Authers (2020), Ahmad et al. (2021), Folger-Laronde et al. (2020), Gao et al. (2023), serta Manrique dan Martí-Ballester (2017) yang menegaskan bahwa investasi lingkungan dan sosial di pasar berkembang bertindak sebagai beban biaya operasional (*cost-bearing*). Meskipun literatur lain menyajikan *contrast view* berbasis *Stakeholder Theory* (Alareeni & Hamdan, 2020; Chininga et al., 2024; Fatemi et al., 2018; Friede et al., 2015; Landi & Sciarelli, 2019; Mervelskemper & Streit, 2017; Rahi et al., 2022; Chen et al., 2023; Velte, 2017; Wong et al., 2020; Xie et al., 2019; Zhou et al., 2022), alokasi Capex dan Opex keberlanjutan BUMN minerba di BEI dalam jangka pendek tetap dipandang sebagai *cost-bearing* yang menyerap marjin operasional di tengah fluktuasi Harga Batubara Acuan (HBA) dan pengetatan alokasi *Domestic Market Obligation* (DMO). Oleh karena itu, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut.

H_1**:** *ESG Performance (X_1) berpengaruh negatif secara signifikan terhadap Financial Performance (Y) pada BUMN sektor minerba yang terdaftar di BEI.*

2.3.2 Pengaruh Corporate Governance (X_2) terhadap Financial Performance (Y)

Pengungkapan dan efektivitas mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) terhadap *Financial Performance* BUMN minerba dijangkarkan pada integrasi *Agency Theory*, *Stewardship Theory*, serta *Resource Dependence Theory* (RDT), di mana pengawasan oleh Dewan Komisaris berfungsi memitigasi masalah keagenan (*agency problem*), mengurangi biaya konflik (*agency costs*), serta menyelaraskan kepentingan antara manajemen (*agent*) dan pemilik modal (*principal*). Dalam kerangka RDT, *Board Size* (X_{2a}) yang adekuat memperluas kapasitas pengawasan internal, menyediakan keragaman keahlian (*board expertise*), dan membuka akses sumber daya strategis (Kyere & Ausloos, 2021), sementara berlandaskan *Agency Theory Type 2*, Proporsi Komisaris Independen (X_{2b}) meningkatkan objektivitas penilaian atas keputusan direksi serta efektif menekan *agency cost* akibat benturan kepentingan (*Principal–Principal Conflict*) antara Pemerintah selaku pemegang saham pengendali dan investor publik minoritas di BEI (Wahyudin & Solikhah, 2017). Dukungan empiris mengenai pengaruh positif GCG terhadap kinerja keuangan ditunjukkan oleh Kyere dan Ausloos (2021) di *London Stock Exchange*, Sarwar et al. (2022) di Arab Saudi, Affes dan Jarboui (2023), Christensen et al. (2010) di Australia, serta Mahrani dan Soewarno (2018), Situmorang dan Simanjuntak (2019), dan Wahyudin dan Solikhah (2017) di Indonesia yang mengonfirmasi bahwa ukuran dewan dan independensi komisaris secara signifikan memprediksi peningkatan profitabilitas operasional serta nilai pasar (*Tobin's Q*). Oleh karena itu, hipotesis kedua dirumuskan dengan arah hubungan positif sebagai berikut.

H_{2a}**:** *Board Size (X_{2a}) berpengaruh positif secara signifikan terhadap Financial Performance (Y) pada BUMN sektor minerba yang terdaftar di BEI.*

H_{2b}: *Proporsi Komisaris Independen (X_{2b}) berpengaruh positif secara signifikan terhadap Financial Performance (Y) pada BUMN sektor minerba yang terdaftar di BEI.*

2.3.3 Pengaruh Simultan ESG Performance (X_1) dan Corporate Governance (X_2) terhadap Financial Performance (Y)

ESG Performance (X_1) dan *Corporate Governance* (X_2, diproksikan melalui *Board Size* dan Proporsi Komisaris Independen) secara simultan membentuk kerangka pengelolaan risiko dan penciptaan nilai korporasi yang kompleks pada BUMN sektor minerba di BEI, di mana hubungan simultan ini dijangkarkan pada *Multi-Lens Framework* (*Theoretical Pluralism*) yang menyintesiskan *Stakeholder Theory*, *Agency Theory*, dan *Resource Dependence Theory* (RDT). Dalam kerangka ganda ini, komitmen aspek keberlanjutan ESG bertindak sebagai sarana pemenuhan tanggung jawab lingkungan serta pembentuk legitimasi sosial, sementara efektivitas pengawasan *Corporate Governance* melalui kapasitas dewan dan komisaris independen memastikan alokasi anggaran keberlanjutan tersebut berjalan transparan, efisien, serta terhindar dari pemborosan modal (*over-investment*) maupun konflik keagenan antar-pemilik (*Principal–Principal Conflict*). Dukungan empiris secara simultan dibuktikan oleh Albitar et al. (2020), Wang dan Sarkis (2017), serta Rodriguez-Fernandez (2016) yang mengonfirmasi bahwa integrasi tata kelola internal secara signifikan memperkuat pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap kinerja keuangan, yang mana temuan ini didukung oleh Kurniasari et al. (2017), Ferriswara et al. (2022), Alareeni dan Hamdan (2020), Chininga et al. (2024), Kyere dan Ausloos (2021), Mahrani dan Soewarno (2018), serta Velte (2017) yang menunjukkan bahwa pengawasan dewan dan kriteria keberlanjutan secara bersama-sama menjelaskan variasi profitabilitas operasional (ROA, ROE) serta ekspektasi nilai pasar (*Tobin's Q*). Oleh karena itu, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut.

H_3: *ESG Performance (X_1) dan Corporate Governance (X_2, diproksikan melalui Board Size dan Komisaris Independen) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Financial Performance (Y) pada BUMN sektor minerba yang terdaftar di BEI.*

3. Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif kontekstual (*qualitative contextual research*) berbasis sintesis literatur dan analisis tematik kontekstual pada entitas BUMN Sektor Pertambangan (MIND ID Group) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang periode pengamatan 2021–2025. Tanpa melakukan pengolahan data statistik kuantitatif atau estimasi *software* ekonometrika secara mandiri, pembuktian hipotesis dan evaluasi indikator kinerja yang diproksikan melalui profitabilitas operasional (*Return on Assets* / ROA, *Return on Equity* / ROE) serta nilai pasar (*Tobin's Q*) dijelaskan secara sistematis melalui penelusuran studi empiris terdahulu, penyelarasan kerangka teoretis (*Multi-Lens Framework*), serta konteks kelembagaan terkait beban kebijakan BUMN (*policy burden*) dan dinamika komoditas (seperti pengetatan regulasi *Domestic Market Obligation* / DMO dan fluktuasi Harga Batubara Acuan / HBA).

3.1 Desain dan Pendekatan

Paper ini menggunakan pendekatan kualitatif kontekstual melalui sintesis literatur dan penalaran tematik. Pendekatan ini dipilih karena tujuan penulisan adalah menjelaskan mekanisme dan kondisi yang membentuk hubungan ESG performance, corporate governance, dan financial performance pada BUMN minerba, bukan mengestimasi besarnya pengaruh antarvariabel. Periode 2021–2025 digunakan sebagai batas konteks pembahasan, bukan sebagai panel observasi yang diolah secara statistik.

Dengan desain tersebut, paper ini tidak menyajikan pengujian hipotesis, estimasi regresi, nilai koefisien, tingkat signifikansi, ataupun keputusan statistik. ROA, ROE, dan Tobin's Q dibahas sebagai indikator kinerja yang lazim digunakan dalam literatur, bukan sebagai rasio yang dihitung oleh penulis untuk perusahaan tertentu.

3.2 Bahan Kajian dan Kriteria Literatur

Bahan kajian disusun dari literatur teoretis dan penelitian empiris yang telah dicantumkan dalam naskah awal. Literatur dipertimbangkan berdasarkan relevansinya terhadap sekurang-kurangnya satu tema berikut: hubungan ESG dan kinerja keuangan; mekanisme corporate governance dan kinerja perusahaan; konflik principal–principal pada struktur kepemilikan terkonsentrasi; mandat ganda perusahaan milik negara; serta peran dewan dalam penyediaan sumber daya dan pengawasan. Penelitian lintas negara dan lintas sektor digunakan sebagai pembanding konseptual, bukan dianggap otomatis mewakili kondisi BUMN minerba Indonesia.

Pemilihan literatur dalam paper ini bersifat purposif dan berbasis relevansi tematik. Naskah tidak mengklaim sebagai systematic literature review, tidak menggunakan protokol PRISMA, dan tidak menyatakan jumlah artikel hasil penyaringan yang tidak terdokumentasi. Oleh karena itu, hasil sintesis perlu dibaca sebagai pemetaan argumentasi dari literatur yang dirujuk, bukan sebagai inventarisasi menyeluruh seluruh penelitian yang pernah diterbitkan.

3.3 Konteks Kajian dan Batas Entitas

Konteks pembahasan diarahkan pada perusahaan BUMN sektor minerba yang tercatat di BEI. Naskah awal menyebut ANTM, PTBA, TINS, dan INCO sebagai entitas dalam cakupan MIND ID. Namun, status kepemilikan dan hubungan setiap perusahaan dengan holding tidak boleh disamakan hanya karena terdapat keterkaitan investasi atau hubungan bisnis. Untuk menjaga ketepatan klasifikasi, paper revisi ini tidak memperlakukan INCO sebagai BUMN dalam kelompok inti tanpa verifikasi status kepemilikan dan pengendalian pada periode yang dibahas. Pembahasan utama menggunakan konteks BUMN minerba tercatat, dengan ANTM, PTBA, dan TINS sebagai contoh emiten yang disebut dalam naskah awal. Penetapan populasi empiris yang definitif memerlukan pemeriksaan struktur kepemilikan per tahun.

Paper ini tidak melakukan pengumpulan dan pengkodean laporan tahunan, laporan keberlanjutan, skor ESG, maupun data pasar per perusahaan dan per tahun. Oleh sebab itu, perusahaan-perusahaan tersebut berfungsi sebagai konteks pembahasan, bukan sampel observasi empiris. Perbedaan ini penting agar pembaca tidak menganggap bahwa seluruh emiten telah dibandingkan berdasarkan data aktual 2021–2025.

3.4 Prosedur Sintesis dan Analisis Tematik

Analisis dilakukan melalui empat tahap. Pertama, literatur dikelompokkan berdasarkan perspektif teori dan tema hubungan variabel. Kedua, setiap tema dibandingkan untuk mengidentifikasi mekanisme yang diajukan, arah hubungan yang dilaporkan, konteks sampel, serta kemungkinan batas penerapannya. Ketiga, hasil perbandingan diinterpretasikan dengan mempertimbangkan karakteristik BUMN minerba, terutama mandat publik, intensitas modal, risiko lingkungan, dan volatilitas komoditas. Keempat, pola yang berulang dan perbedaan hasil dirangkum menjadi proposisi konseptual yang dapat diuji pada penelitian selanjutnya.

Untuk menjaga ketertelusuran interpretasi, paper membedakan tiga tingkat pernyataan: (1) temuan empiris terdahulu, yaitu hasil yang dilaporkan oleh studi yang dikutip; (2) interpretasi kontekstual, yaitu penjelasan mengenai relevansi atau keterbatasan temuan tersebut bagi BUMN minerba; dan (3) proposisi konseptual, yaitu dugaan hubungan yang disusun dari sintesis teori dan literatur, tetapi belum diuji dalam paper ini.

3.5 Konsep dan Indikator yang Dibahas

ESG performance merujuk pada kinerja perusahaan dalam dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola. Corporate governance dibahas melalui ukuran dewan komisaris (board size) dan proporsi komisaris independen. Financial performance direpresentasikan secara konseptual melalui ROA dan ROE sebagai indikator berbasis akuntansi serta Tobin's Q sebagai indikator berbasis pasar. Leverage dan firm size dapat dipertimbangkan sebagai faktor kontekstual atau variabel kontrol dalam penelitian kuantitatif mendatang. Karena tidak ada data perusahaan yang dihitung dalam paper ini, rumus operasional tidak

digunakan untuk menghasilkan angka maupun membandingkan kinerja emiten. Adapun konsep dan indikator *paper* dirangkum pada tabel 1 berikut.

Tabel 1 Konsep dan Indikator Penelitian

Konsep	**Makna dalam kajian**	**Indikator yang dibahas**	**Batas penggunaan**
ESG Performance	Kinerja keberlanjutan pada dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola	ESG score / informasi ESG dalam literatur	Tidak ada skor ESG perusahaan yang dihitung penulis
Corporate Governance	Mekanisme pengawasan dan dukungan strategis dewan	Board size; proporsi komisaris independen	Tidak dilakukan pengukuran dewan per perusahaan-tahun
Financial Performance	Kinerja akuntansi dan penilaian pasar	ROA; ROE; Tobin's Q	Tidak dihitung dari laporan keuangan atau data pasar
Konteks perusahaan	Karakteristik pendanaan dan skala operasi	Leverage; firm size; mandat publik	Digunakan sebagai faktor penjelas dalam sintesis, bukan variabel kontrol estimasi

Sumber: Diolah oleh penulis berdasarkan sintesis literatur.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 ESG Performance dan Financial Performance

Literatur yang dibahas dalam naskah menunjukkan dua penjelasan utama mengenai hubungan ESG dan kinerja keuangan. Penjelasan pertama menekankan beban biaya implementasi. Investasi pada pengendalian pencemaran, reklamasi, keselamatan kerja, efisiensi energi, dan program sosial membutuhkan sumber daya finansial serta manajerial. Apabila biaya tersebut timbul lebih cepat daripada manfaat ekonominya, profitabilitas akuntansi pada periode berjalan dapat mengalami tekanan. Sejumlah studi yang dirujuk dalam naskah melaporkan hubungan negatif atau tantangan biaya pada konteks tertentu (Manrique & Martí-Ballester, 2017; Ahmad et al., 2021; Folger-Laronde et al., 2020; Gao et al., 2023).

Penjelasan kedua menempatkan ESG sebagai investasi strategis yang berpotensi membangun legitimasi, mengurangi risiko, memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan, dan meningkatkan persepsi pasar. Dalam kerangka ini, manfaat ESG dapat muncul secara bertahap dan tidak selalu tercermin pada rasio laba dalam periode yang sama dengan pengeluaran. Sejumlah penelitian yang dikutip melaporkan hubungan positif atau manfaat pada dimensi tertentu (Friede et al., 2015; Velte, 2017; Alareeni & Hamdan, 2020; Xie et al., 2019; Chen et al., 2023; Chininga et al., 2024; Zhou et al., 2022). Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan ESG dan financial performance bersifat kontekstual. Perbedaan metode pengukuran ESG, karakteristik industri, kualitas pengungkapan, tata kelola, kondisi makroekonomi, dan horizon waktu dapat menghasilkan kesimpulan yang tidak sama. Oleh karena itu, tidak tepat menyimpulkan bahwa ESG pasti menurunkan ROA dan ROE atau pasti meningkatkan Tobin's Q pada seluruh BUMN minerba.

Bagi BUMN minerba, potensi tekanan biaya perlu dibaca bersama mandat publik dan risiko operasional industri. Pengeluaran ESG yang diwajibkan oleh regulasi atau dibutuhkan untuk mengelola dampak pertambangan dapat menambah kebutuhan investasi. Namun, pengeluaran tersebut juga dapat mengurangi kemungkinan gangguan operasi, konflik sosial, sanksi, dan kerusakan reputasi. Dengan demikian, penilaian terhadap ESG sebaiknya mempertimbangkan kualitas implementasi dan manfaat risiko yang mungkin tidak langsung terlihat dalam rasio profitabilitas.

4.2 Corporate Governance dan Financial Performance

Literatur *corporate governance* yang dirujuk umumnya menjelaskan bahwa pengawasan dewan dapat memperbaiki proses pengambilan keputusan, mengurangi asimetri informasi, dan membatasi perilaku

oportunistik. Ukuran dewan yang memadai berpotensi memperluas kapasitas pengawasan dan keragaman keahlian. Sementara itu, komisaris independen diharapkan memberi penilaian yang lebih objektif terhadap keputusan direksi dan membantu melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Sejumlah studi yang dikutip melaporkan hubungan positif antara mekanisme tata kelola dan kinerja perusahaan (Christensen et al., 2010; Kyere & Ausloos, 2021; Mahrani & Soewarno, 2018; Wahyudin & Solikhah, 2017; Situmorang & Simanjuntak, 2019; Affes & Jarboui, 2023).

Walaupun demikian, ukuran dewan yang lebih besar tidak selalu menghasilkan pengawasan yang lebih baik. Penambahan anggota dapat memperkaya keahlian, tetapi juga meningkatkan biaya koordinasi dan memperlambat proses pengambilan keputusan. Demikian pula, komisaris independen yang memenuhi persyaratan formal belum tentu efektif apabila tidak memiliki akses informasi yang memadai, kompetensi yang sesuai, atau ruang untuk menyampaikan pandangan secara independen. Konteks BUMN menuntut perhatian khusus terhadap konflik principal–principal. Pengawasan dewan tidak hanya diarahkan pada hubungan direksi dan pemegang saham, tetapi juga pada transparansi keputusan yang melibatkan kepentingan negara sebagai pemegang saham pengendali dan investor publik sebagai pemegang saham minoritas. Karena itu, kualitas tata kelola perlu dilihat melalui efektivitas fungsi pengawasan, akuntabilitas, keterbukaan informasi, dan pengelolaan benturan kepentingan. Hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan hubungan positif tidak dapat langsung diperlakukan sebagai bukti bahwa mekanisme tersebut telah efektif pada setiap emiten BUMN minerba.

4.3 Interaksi ESG dan Corporate Governance

ESG dan *corporate governance* dapat dipahami sebagai dua unsur yang saling melengkapi dalam pengelolaan perusahaan. ESG memberikan arah mengenai risiko dan tanggung jawab yang perlu dikelola, sedangkan *corporate governance* menyediakan mekanisme untuk memastikan keputusan dan alokasi sumber daya dilakukan secara akuntabel. Dewan yang memiliki kompetensi relevan dapat membantu mengevaluasi prioritas investasi ESG, memantau pelaksanaan program, dan menilai apakah manfaat serta risiko telah dikomunikasikan secara memadai. Interaksi tersebut juga menjelaskan kontribusi konseptual paper ini. Dalam BUMN minerba, mandat publik dapat mendorong perusahaan mengalokasikan sumber daya untuk tujuan sosial dan lingkungan yang tidak seluruhnya tercermin dalam ukuran laba jangka pendek. Tata kelola yang efektif berpotensi membantu memastikan bahwa mandat tersebut dilaksanakan secara transparan, proporsional, dan terukur. Namun, paper ini tidak menguji apakah ESG dan *corporate governance* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Pernyataan mengenai hubungan simultan hanya dapat ditempatkan sebagai proposisi konseptual yang memerlukan pengujian empiris

4.4 Matriks Sintesis Literatur

Tabel 2 merangkum pola argumentasi yang muncul dalam literatur yang dirujuk. Tabel ini tidak berfungsi sebagai tabel keputusan hipotesis dan tidak menunjukkan hasil pengujian terhadap perusahaan BUMN minerba. Adapun ringkasan matriks sintesis literatur disajikan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2 Ringkasan Matriks Sintesis Literatur

Tema	Pola Dalam Literatur yang Dirujuk	Penjelasan Kontekstual BUMN Minerba	Status dalam Paper
ESG dan Profitabilitas	Sebagian Studi Melaporkan Tekanan Biaya/Arah Negatif; Studi Lain Menemukan Hubungan Positif Atau Manfaat yang Bergantung Konteks.	Biaya ESG dapat Muncul Lebih Awal, sedangkan Manfaat Pengurangan Risiko dan Legitimasi Dapat Membutuhkan Waktu.	Sintesis Literatur; Bukan Hasil Uji Perusahaan
ESG dan Nilai Pasar	Literatur Menunjukkan Bahwa ESG dapat Menjadi Sinyal Kualitas dan Pengelolaan Risiko, Tetapi Respons Pasar Tidak Selalu Seragam.	Penilaian Investor Dipengaruhi Kualitas Informasi, Kondisi Pasar, Prospek Komoditas, dan Kredibilitas Implementasi.	Proposisi Kontekstual
Board Size dan Kinerja	Ukuran Dewan dapat Memperluas Keahlian dan Kapasitas Pengawasan, Tetapi	Jumlah Anggota Perlu Dibaca Bersama Kompetensi, Pembagian	Sintesis Literatur

	Berpotensi Meningkatkan Koordinasi.	Tugas, dan Efektivitas Rapat/Pengawasan.	
Komisaris Independen dan Kinerja	Independensi dapat Memperkuat Objektivitas, Tetapi Status Formal Tidak Menjamin Independensi Substantif.	Akses Informasi, Kompetensi, dan Keberanian Mengawasi Penting Dalam Konteks Pemegang Saham Pengendali.	Sintesis Literatur
ESG dan Tata Kelola	Tata Kelola dapat Mengarahkan dan Mengawasi Keputusan ESG Serta Penggunaan Sumber Daya.	Pengawasan dapat Membantu Menyeimbangkan Mandat Publik, Risiko ESG, dan Tujuan Komersial.	Proposisi Konseptual; Belum Diuji Simultan

Sumber: Sintesis literatur dan analisis kontekstual penelitian penulis

4.5 Proposisi Konseptual

Berdasarkan sintesis teori dan literatur, paper ini mengajukan tiga proposisi untuk penelitian selanjutnya. Proposisi pertama: pada BUMN minerba, pengeluaran ESG berpotensi menekan profitabilitas akuntansi jangka pendek ketika biaya implementasi muncul sebelum manfaat ekonominya terealisasi. Proposisi kedua: manfaat ESG terhadap legitimasi, pengelolaan risiko, dan persepsi pasar berpotensi berkembang dalam horizon waktu yang lebih panjang, sehingga arah hubungannya dapat berbeda menurut indikator kinerja dan periode pengamatan. Proposisi ketiga: efektivitas corporate governance berpotensi memengaruhi kualitas perencanaan, pengawasan, dan alokasi sumber daya ESG, tetapi hubungan tersebut bergantung pada kompetensi dewan, independensi substantif, dan konteks kepemilikan. Ketiga proposisi ini bukan hipotesis yang telah diterima atau ditolak, melainkan arah pengujian empiris yang dapat dikembangkan

5. Kesimpulan

Kajian ini menunjukkan bahwa hubungan ESG *performance*, *corporate governance*, dan *financial performance* pada BUMN minerba perlu dipahami melalui karakteristik industri dan kelembagaan perusahaan. Literatur yang dirujuk memperlihatkan bahwa praktik ESG dapat menimbulkan kebutuhan biaya dalam jangka pendek, sementara manfaat berupa legitimasi, pengurangan risiko, dan kepercayaan pemangku kepentingan berpotensi muncul dalam jangka lebih panjang. Perbedaan horizon waktu dan indikator kinerja membantu menjelaskan mengapa temuan penelitian terdahulu tidak selalu konsisten. *Corporate governance*, khususnya ukuran dewan dan proporsi komisaris independen, berpotensi mendukung pengawasan serta pengelolaan sumber daya. Namun, efektivitasnya tidak dapat disimpulkan hanya dari jumlah anggota atau komposisi formal. Kualitas kompetensi, akses informasi, independensi dalam praktik, dan kemampuan mengawasi keputusan strategis merupakan aspek yang perlu diperhatikan.

Kontribusi utama paper ini terletak pada kerangka kontekstual yang menghubungkan mandat publik BUMN, potensi konflik principal–principal, persoalan multitugas, penciptaan nilai bagi pemangku kepentingan, dan fungsi sumber daya dewan. Kerangka tersebut menjelaskan mengapa pengelolaan ESG dan pencapaian kinerja keuangan dapat menghadapi ketegangan sekaligus peluang yang perlu dikelola melalui tata kelola yang akuntabel.

Limitasi dan Studi Lanjutan

Paper ini memiliki keterbatasan karena bertumpu pada sintesis literatur yang dirujuk dalam naskah dan tidak melakukan pengumpulan serta pengkodean dokumen perusahaan secara sistematis. Penulis juga tidak menghitung skor ESG, ROA, ROE, atau Tobin's Q, dan tidak melakukan estimasi statistik. Oleh karena itu, kesimpulan tidak dapat digunakan untuk menyatakan arah maupun signifikansi pengaruh pada emiten tertentu. Penelitian berikutnya dapat memperkuat bukti dengan menyusun daftar emiten berdasarkan status kepemilikan dan keanggotaan holding pada setiap tahun pengamatan, mengumpulkan laporan tahunan dan keberlanjutan, memverifikasi sumber skor ESG, serta membangun data perusahaan-tahun yang konsisten. Apabila data memadai, hubungan antarvariabel dapat diuji menggunakan regresi data panel dengan pemilihan model dan uji diagnostik yang sesuai. Metode dinamis seperti System-GMM hanya layak dipertimbangkan apabila struktur jumlah perusahaan, periode, dan instrumen memenuhi persyaratan metodologisnya.

Ucapan Terima Kasih

Penulis menyampaikan apresiasi dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada Prof. Rindu Rika Gamayuni dan Bapak Fatkhur Rohman atas bimbingan, arahan, serta masukan selama proses penyusunan paper ini. Penulis juga mengucapkan terima kasih kepada keluarga tersayang, sahabat-sahabat terbaik, serta rekan-rekan sejawat yang senantiasa memberikan dukungan, motivasi, dan penguatan mental yang luar biasa di tengah dinamika pengerjaan riset ini.

Referensi

Affes, W., & Jarboui, A. (2023). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance: A Cross-Sector Study. *International Journal of Disclosure and Governancev, 20,* 374-394. https://doi.org/10.1057/s41310-023-00182-8

Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1900500. https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258

Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., and Gerged, A. (2020), "ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms", International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 28 No. 2, pp.1-21, In Press.

Amit, R., Ding, Y., Villalonga, B., & Zhang, H. (2015). The role of institutional development in the prevalence and performance of entrepreneur and family-controlled firms. *Journal of Corporate Finance*, 31, 284–305. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.001

Authers, J. (2020). *The hard truth about ESG investing and financial returns*. Bloomberg Opinion. https://www.bloomberg.com/opinion

Bai, C., Li, D., Tao, Z., & Wang, Y. (2000). A multitask theory of state enterprise reform. *Journal of Comparative Economics*, 28(4), 716–738.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. https://doi.org/10.1177/014920639101700108

Barney, J. B., Ketchen, D. J., Jr., & Wright, M. (2011). The future of resource-based theory: Revitalization or decline? *Journal of Management*, 37(5), 1299–1315. https://doi.org/10.1177/0149206310391805

Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491–509.

Chang, E. C., & Wong, S. (2009). Governance with multiple objectives: Evidence from top executive turnover in China. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 230–244.

Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, Article 118829. https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829

Chininga, E., Alhassan, A. L., dan Zeka, B. (2024). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, *14*(3), 692–713. https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072

Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2010). Mandatory IFRS reporting and changes in capital market outcomes. *Journal of Accounting and Economics*, *56*(2–3), 147–177. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.08.001

Christensen, J., Kent, P., dan Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. Australian Accounting Review, 20(4), 372–386. https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. https://doi.org/10.1177/031289629101600103

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, *20*(1), 65–91. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992

Dong, X.-Y., & Putterman, L. (2003). Soft budget constraints, social burdens, and labor redundancy in China's state industry. *Journal of Comparative Economics*, 31(1), 110–133. https://doi.org/10.1016/S0147-5967(02)00012-4

Drees, J. M., & Heugens, P. P. M. A. R. (2013). Synthesizing and extending resource dependence theory: A meta-analysis. *Journal of Management*, 39(6), 1662–1698. https://doi.org/10.1177/0149206312471391

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser. 2018. "ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure." *Global Finance Journal* 38: 45–64. https:// doi. org/ 10. 1016/j. gfj. 2017. 03. 001. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001

Ferriswara, D., Sayidah, N., dan Buniarto, E. A. (2022). Do corporate governance, capital structure predict financial performance and firm value? (empirical study of Jakarta Islamic index). *Cogent Business dan Management*, *9*(1), Article 2147123. https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2147123

Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693–714. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.002

Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Rianot, L., & Baker, E. (2020). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, *12*(2), 490–504. https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

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. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917

Gao, S., Meng, F., Wang, W., & Chen, W. (2023). Does ESG always improve corporate performance? Evidence from firm life cycle perspective. *Frontiers in Environmental Science*, *11*, 1105077. 10.3389/fenvs.2023.1105077

Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9512280033

Holmstrom, B., dan Milgrom, P. 1991. Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *Journal of Law, Economics, dan Organization*, *7*(Special Issue), 24–52. https://doi.org/10.1093/jleo/7.special_issue.24

Indonesian Mining Association. (2025, 18 Desember). *PNBP ESDM tembus Rp228,05 triliun, mineral dan batu bara jadi kontributor terbesar*. https://ima-api.org/pnbp-esdm-tembus-rp22805-triliun-mineral-dan-batu-bara-jadi-kontributor-terbesar/

Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: The effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 253–273. https://doi.org/10.1111/corg.12154

Jamali, D., Jain, T., Samara, G., & Zoghbi, E. (2020). How institutions affect CSR practices in the Middle East and North Africa: A critical review. *Journal of World Business*, 55(5), Article 101127. https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101127

Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2026). *APBN Kita: Kinerja dan fakta 2025 (Edisi Triwulan IV)*. https://www.kemenkeu.go.id/apbnkita

Kurniasari, K., Wibowo, B. J., & Yohanes. (2017). The mediating effect of corporate social responsibility and corporate governance on the company's firm value. *Research Journal of Social Sciences*, *10*(3), 1–7.

Kyere, M., dan Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance dan Economics*, *26*(2), 1871–1885. https://doi.org/10.1002/ijfe.1883

Landi, G. C., Iandolo, F., Renzi, A., & Rey, A. (2022). Embedding sustainability in risk management: The impact of environmental, social, and governance ratings on corporate financial risk. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4), 1096–1107. https://doi.org/10.1002/csr.2256

Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 11–27. https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254

Mahrani, F., & Soewarno, N. (2018). The effect of good corporate governance mechanism and corporate social responsibility on financial performance with earnings management as mediating variable. *Asian Journal of Accounting Research*, *3*(1), 41–60. https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2018-0008

Manrique, S., & Martí-Ballester, C. P. (2017). Analyzing the effect of corporate environmental performance on financial performance in developed and developing countries. *Sustainability*, *9*(11), 1957. https://doi.org/10.3390/su9111957

Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing market valuation of ESG performance: Is integrated reporting keeping its promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549.

Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16(3), 477–509. https://doi.org/10.1007/s10997-010-9160-3

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886. https://doi.org/10.5465/amr.1997.9711022105

Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28. https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076

Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128–149. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003

Patalano, R., dan Boffo, R. (2020). ESG investing: Practices, progress and challenges (pp. 1–88, available at: https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf). OECD Paris.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.

Rahi, A.F., Akter, R. and Johansson, J. (2022). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial industry. Accounting Research Journal, Vol. 35 No. 2, pp. 292-314. doi: 10.1108/ARJ-12-2020-0373. https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2020-0373

Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. BRQ Business Research Quarterly, 19(2), 137–151. https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001

Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559. https://doi.org/10.5465/257052

Sandberg, H., Alnoor, A., dan Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, *32*(4), 2471–2489. https://doi.org/10.1002/bse.3259

Sarwar, A., Al-Faryan, M. A. S., & Saleem, M. (2022). Corporate governance and corporate performance with a mediating role of corporate social responsibility—Case study of companies listed on Saudi Arabian Exchange. *Theoretical Economics Letters*, 12(4), 1137–1175. https://doi.org/10.4236/tel.2022.124062

Schoenmaker, D., dan Schramade, W. (2019). Investing for long-term value creation. Journal of Sustainable Finance dan Investment, 9(4), 356–377. https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1625012

Situmorang, C. V., & Simanjuntak, A. (2019). Pengaruh good corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi*, 5(2), 160–169. https://doi.org/10.31289/jab.v5i2.2694

Sun, P., Hu, H. W., & Hillman, A. J. (2016). The dark side of board political capital: Enabling blockholder rent appropriation. *Academy of Management Journal*, 59(5), 1801–1822. https://doi.org/10.5465/amj.2014.0425

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on corporate financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, *8*(2), 169–178. https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029

Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 250–265. https://doi.org/10.1108/CG-02-2016-0034

Walls, J. L., Berrone, P., & Phan, P. H. (2012). Corporate governance and environmental performance: Is there really a link? *Strategic Management Journal*, 33(8), 885–913. https://doi.org/10.1002/smj.1952

Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, *162*, 1607–1616. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180. https://doi.org/10.1002/smj.4250050207

Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., dan Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? Business Strategy and the Environment, 28(2), 286–300.

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x

Zhang, M., Gao, S., Guan, X., & Jiang, F. (2014). Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 440–459.

Zhou, G., Liu, L., dan Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, *31*(7), 3371–3387. https://doi.org/10.1002/bse.3089