

# Peran Moderasi Direksi dan Kepemilikan Asing pada Hubungan ESG dan Nilai Perusahaan di Indonesia

Rizky Trinanda Akhbar<sup>1,2\*</sup>, Dian Puspita Ramadhan<sup>1</sup>

Program Studi Akuntansi Perpajakan Politeknik Digital Boash Indonesia, Program Pascasarjana  
Ilmu Akuntansi Universitas Indonesia

[akhbar.rizky@gmail.com](mailto:akhbar.rizky@gmail.com), [dianpuspitaramadhan12@gmail.com](mailto:dianpuspitaramadhan12@gmail.com)

\*Corresponding Author

Submitted: 14 April 2026

Accepted: 3 Mei 2026

Published: 1 Juli 2026

## ABSTRACT

*This study aims to analyze the moderating roles of board characteristics and foreign ownership on the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and firm value in Indonesia. Specifically, this research examines three moderating variables: (1) the proportion of female directors, (2) CEO age, and (3) the proportion of foreign ownership. Utilizing data from 33 LQ45 companies between 2023 and 2024 (yielding 66 observations), the study employs Moderated Regression Analysis (MRA) with mean centering to mitigate potential multicollinearity issues. The empirical results indicate that only the presence of female directors significantly strengthens the positive relationship between ESG performance and firm value—as measured by Tobin's Q. Conversely, neither CEO age nor foreign ownership exhibits a statistically significant moderating effect. These findings provide empirical support for the Resource-Based View and Stakeholder Theory, positioning gender diversity on corporate boards as a strategic asset that enhances the credibility and effectiveness of ESG implementation. Furthermore, the insignificance of CEO age suggests that basic demographic characteristics may be insufficient to moderate the ESG-firm value nexus, while the lack of significance regarding foreign ownership implies that external pressure from global investors does not automatically translate into improved ESG-driven firm value within the Indonesian context. This research offers practical implications for firms to prioritize board diversity to maximize the returns on sustainability investments, and for regulators to reinforce policies promoting gender diversity within corporate governance structures. Finally, this study highlights the necessity of exploring additional moderating variables in future research.*

**Keywords:** Dewan Direksi; Keberagaman Gender; Kinerja Keberlanjutan; Nilai Perusahaan; Struktur Kepemilikan

## PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis global telah mengalami transformasi fundamental, tidak hanya mengejar laba jangka pendek melainkan telah menuju keberlanjutan jangka panjang. Konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG) telah muncul sebagai kerangka evaluasi perusahaan yang komprehensif, mencerminkan kesadaran bahwa kinerja finansial tidak lagi menjadi satu-satunya ukuran kesuksesan korporasi. Dorongan menuju praktik bisnis berkelanjutan ini tidak hanya berasal dari aktivis lingkungan, tetapi juga dari investor, konsumen yang semakin sadar, dan regulator di seluruh dunia. Fenomena ini tidak hanya terjadi di negara maju, negara berkembang seperti Indonesia juga menunjukkan pertumbuhan permintaan investasi berkelanjutan yang signifikan, didorong oleh kesadaran investor domestik dan masuknya modal asing yang semakin selektif terhadap kinerja keberlanjutan perusahaan.

Dalam konteks Indonesia, transformasi ini diakselerasi oleh terbitnya Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan, yang mewajibkan lembaga jasa keuangan dan perusahaan terbuka untuk mengintegrasikan pertimbangan

ESG dalam kegiatan usaha dan pelaporannya. Regulasi ini mencerminkan komitmen pemerintah Indonesia untuk menyelaraskan pembangunan ekonomi dengan kelestarian lingkungan dan keadilan sosial. Indonesia kaya akan sumber daya alam, keragaman sosial-budaya, dan dinamika tata kelola korporasi yang unik. Selanjutnya, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga telah meluncurkan Roadmap Keberlanjutan Tahap II (2021-2025) yang berfokus pada penciptaan ekosistem keuangan berkelanjutan secara komprehensif, dengan melibatkan seluruh pihak terkait dan mendorong pengembangan kerja sama dengan pihak lain, yaitu dengan menekankan integrasi ESG ke dalam bisnis inti dan pelaporan korporasi. Bursa Efek Indonesia (BEI) mendukung inisiatif ini melalui pengembangan indeks saham berbasis ESG seperti IDX ESG Leaders dan aturan pelaporan keberlanjutan bagi emiten. Namun, di balik kemajuan regulasi ini, terdapat pertanyaan mendasar yang belum sepenuhnya terjawab: apakah investasi dalam kinerja keberlanjutan benar-benar menciptakan nilai bagi perusahaan di Indonesia? Literatur akademis secara umum memberikan bukti yang seragam meskipun terdapat beberapa pengecualian mengenai hubungan kinerja keberlanjutan dan *firm value*. Sebagian besar studi yang dilakukan lintas negara dan lintas sektor menemukan hubungan positif dan signifikan antara keduanya (Aydoğmuş et al., 2022; Bolla et al., 2025; Chen et al., 2023; Duan et al., 2023; Rahat & Nguyen, 2024), termasuk juga pada perusahaan BUMN di Cina (Yu & Xiao, 2022). Namun terdapat juga yang menunjukkan bukti sebaliknya, dalam konteks perusahaan tambang di Indonesia (Yori & Rahmawati, 2025). Adanya inkonsistensi ini mengindikasikan adanya faktor lain yang memoderasi hubungan ESG-firm value, di mana konteks institusional dan karakteristik korporasi tertentu menentukan sejauh mana kinerja keberlanjutan dapat ditransformasikan menjadi nilai ekonomi. Atas dasar hal tersebut penelitian ini lebih berfokus kepada faktor kontinjensi yang memoderasi hubungan kedua variabel tersebut.

Tiga variabel moderasi yang diajukan dalam penelitian ini adalah karakteristik dewan (*board characteristics*) yang direpresentasikan melalui keberagaman gender dan usia CEO, serta kepemilikan asing (*foreign ownership*). Pilihan variabel moderasi ini didasarkan pada tiga lapis analisis: tingkat mikro (kepemimpinan organisasional melalui usia CEO), tingkat meso (struktur tata kelola melalui komposisi dewan), dan tingkat makro (tekanan eksternal melalui kepemilikan asing). Direksi berfungsi sebagai puncak mekanisme tata kelola yang mengawasi strategi ESG, mengalokasikan sumber daya, dan memastikan akuntabilitas. Keberagaman gender dalam struktur Direksi dihipotesiskan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan melalui perspektif yang lebih inklusif dan sensitif terhadap isu sosial-lingkungan. Usia CEO mewakili dimensi karakteristik puncak eksekutif yang mempengaruhi preferensi risiko, orientasi waktu, dan komitmen terhadap investasi jangka panjang seperti ESG. Sementara itu, kepemilikan asing mencerminkan tekanan institusional eksternal dari investor global yang membawa standar tata kelola dan keberlanjutan yang lebih ketat.

Penelitian ini memiliki urgensi baik secara akademis, praktis, maupun kebijakan di konteks Indonesia. Pertama, sebagai salah satu negara dengan ekonomi terbesar di Asia Tenggara, Indonesia membutuhkan pemahaman empiris tentang mekanisme yang membuat strategi keberlanjutan efektif secara ekonomi. Kedua, pasar modal Indonesia sedang dalam tahap transisi menuju pasar yang lebih matang dengan peningkatan partisipasi investor asing terutama pada beberapa saham *blue-chip*. Ketiga, kesetaraan gender di tingkat pimpinan korporasi Indonesia masih menjadi isu penting. Regulator seperti OJK telah mengeluarkan surat edaran yang mendorong keberagaman dewan, namun bukti empiris mengenai dampak ekonomi dari kebijakan ini masih terbatas.

Secara teoritis, penelitian ini penting untuk menguji teori tata kelola korporasi dan teori institusional di konteks negara berkembang. Sebagian besar literatur mengenai ESG dan moderasi *board characteristics* berasal dari negara maju dengan sistem hukum, budaya korporasi, dan struktur kepemilikan yang berbeda. Karakteristik unik pasar Indonesia, seperti dominasi kepemilikan keluarga dan peran negara dalam korporasi dapat menghasilkan dinamika yang berbeda dalam hubungan ESG dengan *firm value*.

Penelitian ini menawarkan beberapa kontribusi kebaruan (*novelty*) yang signifikan. Pertama, secara konseptual, penelitian mengintegrasikan tiga lapis moderasi (kepemimpinan, tata kelola, dan tekanan eksternal) dalam satu kerangka analisis yang koheren. Integrasi ini memungkinkan pemahaman yang lebih holistik tentang interaksi antara faktor internal dan eksternal dalam

memoderasi hubungan kinerja keberlanjutan dan *firm value*. Kedua, secara kontekstual, penelitian memberikan bukti empiris dari Indonesia sebagai perwakilan negara berkembang dengan karakteristik institusional yang berbeda dari negara maju. Sehingga menjadikan temuan penelitian ini memiliki nilai komparatif yang penting. Ketiga, penelitian ini menguji interaksi yang kurang dieksplorasi antara ESG dan usia CEO. Usia CEO sebagai proxy untuk preferensi risiko dalam pengambilan keputusan belum banyak diuji dalam kaitannya dengan strategi keberlanjutan di *emerging markets*.

Novelty tambahan terletak pada fokus penelitian terhadap perusahaan-perusahaan LQ45 sebagai *representative* perusahaan *blue-chip* Indonesia. Kelompok perusahaan ini tidak hanya memiliki kapitalisasi pasar dominan tetapi juga menjadi barometer perkembangan tata kelola dan keberlanjutan korporasi Indonesia. Studi terhadap LQ45 diharapkan dapat memberikan pemahaman tentang praktik terbaik (*best practices*) yang dapat diadopsi oleh perusahaan-perusahaan yang lebih kecil.

Penelitian ini memiliki dua tujuan utama yang saling terkait. Tujuan pertama adalah menguji peran moderasi dari tiga variabel: (1) proporsi perempuan dalam struktur direksi (*female directors*), (2) usia CEO, dan (3) proporsi kepemilikan saham asing (*foreign ownership*) terhadap hubungan antara kinerja keberlanjutan dan nilai perusahaan. Secara spesifik, pertanyaan penelitian yang akan dijawab adalah: Apakah hubungan kinerja keberlanjutan dan nilai perusahaan dimoderasi secara positif oleh keberagaman gender direksi, usia CEO, dan kepemilikan asing?

Penelitian ini memberikan kontribusi penelitian yang bersifat multidimensi, terutama aspek teoretis dan kebijakan. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur corporate governance dan *sustainable finance* dengan mengintegrasikan perspektif *resource-based view*, *stakeholder theory*, dan *institutional theory*. Kontribusi kebijakan penelitian ini penting bagi regulator pasar modal dan pembuat kebijakan di Indonesia. OJK dan BEI dapat menggunakan temuan penelitian untuk menyempurnakan regulasi dan pedoman mengenai keberlanjutan korporasi, khususnya dalam mendorong keberagaman dewan dan transparansi kepemilikan asing.

## STUDI LITERATUR

Penelitian ini mengacu kepada tiga teori utama, yaitu *Stakeholder Theory*, *Upper Echelons Theory*, dan *Agency Theory*. Berdasarkan *Stakeholder Theory*, integrasi para pemangku kepentingan ke dalam proses pengambilan keputusan perusahaan merupakan suatu strategi yang mendorong terciptanya keunggulan kompetitif suatu perusahaan (Vurro & Perrini, 2011). Teori pemangku kepentingan menekankan bahwa perusahaan harus memperhatikan berbagai kelompok stakeholder, tidak hanya pemegang saham. Implementasi ESG yang efektif membutuhkan kemampuan untuk mengelola harapan dan tuntutan dari berbagai stakeholder. Variabel moderasi dalam penelitian ini yaitu *female directors*, *age of CEO*, dan *foreign ownership* dianggap sebagai mekanisme yang mempengaruhi kapasitas perusahaan dalam mengelola hubungan stakeholder secara efektif, sehingga meningkatkan nilai yang dihasilkan dari kinerja

*Upper Echelons Theory* berfokus pada bagaimana karakteristik manajemen puncak mempengaruhi keputusan strategis, yang sangat cocok untuk variabel moderasi seperti gender dan usia CEO. Secara empiris, dewan direksi dengan komposisi wanita yang lebih besar terbukti lebih memperhatikan isu-isu eksternal perusahaan, termasuk isu lingkungan dan tanggung jawab sosial (Cambrea et al., 2023; Liu et al., 2020) serta perilaku publik (Elsesser & Lever, 2011). Selain itu, Adams & Ferreira (2009) menyatakan bahwa direktur wanita memiliki kecenderungan yang lebih tinggi untuk mengadopsi strategi perusahaan yang etis, tidak terlepas dari pertimbangan akan risiko sanksi yang lebih berat. Peran mereka juga meningkatkan tekanan untuk mencapai legitimasi dalam lingkungan korporat, membatasi keputusan perusahaan yang negatif, dan pada akhirnya meningkatkan kualitas pengungkapan informasi (Arfken et al., 2004). Atas dasar hal tersebut maka hipotesis pertama (H1) adalah keberadaan direktur wanita dalam struktur direksi memperkuat hubungan kinerja keberlanjutan dengan nilai perusahaan.

Sementara itu, diversitas usia membawa implikasi pada perbedaan nilai, pola pikir strategis, pengalaman operasional, dan budaya dalam struktur direksi. Direktur yang lebih muda cenderung lebih aktif terlibat dalam penyusunan strategi perusahaan dan secara proaktif mengungkapkan

informasi untuk mendapatkan dukungan dari pemangku kepentingan eksternal (Post et al., 2011) dan aktif terlibat dalam reformasi strategis dan bersedia membangun sistem regulasi (Darus et al., 2009). Sebaliknya, direktur yang lebih tua mungkin cenderung memprioritaskan kinerja jangka pendek dan menghindari investasi ESG yang berisiko dan hasilnya baru terlihat dalam jangka panjang. Selain itu, CEO yang lebih tua mungkin kurang familiar dengan tren keberlanjutan terkini dan lebih resisten terhadap perubahan. Lebih lanjut, Li et al. (2019) menyimpulkan bahwa perbedaan usia meningkatkan tata kelola perusahaan dan memperkuat kualitas keputusan strategis. Oleh karena itu, berdasarkan analisis teoritis dan hasil empiris yang diuraikan di atas, hipotesis kedua (H2) ini dirumuskan sebagai berikut:

(H2) Usia CEO memperlemah hubungan positif antara kinerja keberlanjutan dengan nilai perusahaan.

*Foreign ownership* didefinisikan sebagai jumlah saham yang dimiliki oleh investor asing (baik perusahaan, individu, maupun institusi) dibandingkan dengan total saham yang beredar di perusahaan tersebut. Dalam beberapa penelitian, perusahaan dengan *foreign ownership* diidentifikasi jika terdapat kepemilikan saham oleh pihak asing di antara pemegang saham utama atau *top shareholders* (Guo & Zheng, 2021). Kepemilikan institusi asing, terutama dari negara dengan standar ESG tinggi, terbukti mendorong perusahaan untuk melakukan praktik hijau yang nyata seperti tercermin dalam *ESG Score*. *Foreign ownership* adalah mekanisme monitoring eksternal yang *powerful* untuk mengatasi *agency problem*. Atas dasar hal tersebut maka hipotesis selanjutnya (H3) adalah keberadaan *foreign ownership* dalam perusahaan memperkuat hubungan positif antara kinerja keberlanjutan dengan nilai perusahaan.

## METODE

*Dependent variable* penelitian ini adalah nilai perusahaan (*firm value (FV)*), yang diukur menggunakan Tobin's Q berdasarkan Chung & Pruitt (1994), yaitu rasio *market value* perusahaan dengan *replacement cost of assets*. Metode ini yang merupakan rujukan klasik (*classic reference*) dan masih banyak digunakan dalam literatur terkini (Li et al., 2020; Duan et al., 2023). Tidak seperti ROA dan ROE, perubahan pasar dan tata kelola internal perusahaan dapat diungkapkan secara langsung melalui Tobin's Q, yang lebih sesuai dengan tujuan makalah ini (Li et al., 2020).

Kinerja keberlanjutan sebagai variabel independent diproses dengan *ESG Score*. Data *ESG Score* diperoleh dari Refinitiv. Variabel moderasi yang pertama yaitu *Female Directors* diukur dengan melihat proporsi jumlah direktur wanita dalam struktur direksi perusahaan. Data diambil dari laporan tahunan perusahaan. Variabel *Age of CEO* sebagai moderasi kedua diukur dengan logaritma natural dari usia direktur utama perusahaan, mengacu pada Ezeani et al. (2025) dari informasi laporan tahunan perusahaan. Untuk *foreign ownership* data juga diambil dari laporan tahunan, baik investor asing berbentuk institusi maupun individu. Variabel control yang digunakan adalah *size (ln asset)*, *leverage*, dan *Return on Asset (ROA)*.

Sampel diambil dari perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 di akhir periode 2023 dan 2024. Terdapat 33 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut. Dengan periode 2 tahun maka jumlah data sebanyak 66, jumlah yang relatif kecil untuk dianalisis, sehingga diperlukan perlakuan khusus untuk mengatasinya menggunakan aplikasi STATA. Penelitian ini mengestimasi model regresi menggunakan *ordinary least squares* dengan *robust standard errors* untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas dan pelanggaran asumsi normalitas residual. Metode bootstrapping juga dilakukan dengan 500 kali replikasi untuk memperoleh estimasi *standard error* yang lebih *robust*. Penelitian ini mengakui bahwa jumlah observasi yang kecil membatasi generalisasi temuan. Oleh karena itu, hasil studi sebaiknya diinterpretasikan dengan hati-hati dan dianggap sebagai temuan awal yang memerlukan validasi lebih lanjut dengan sampel yang lebih besar dan periode yang lebih panjang.

## HASIL

Hasil analisis deskriptif menunjukkan rata-rata nilai Tobin's Q >1, dengan kata lain perusahaan dinilai *overvalued* oleh pasar. Nilai *female directors* hanya 0,16 artinya proporsi wanita dalam jajaran direksi masih jauh di bawah 50%.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Standar Deviasi	Min	Max
<i>Firm Value</i>	1,491814	1,252428	0,4736185	8,878571
Kinerja Keberlanjutan	60,81635	17,20783	21,52192	88,58932
<i>Female Director</i>	0,1608023	0,1310276	0	0,6666667
<i>Foreign Ownership</i>	10,04894	9,077132	0	52,95826
<i>Size</i>	32,26334	1,395825	30,06863	35,42552
<i>Leverage</i>	0,4772107	0,2328462	0,0303172	0,8687515
ROA	6,210303	6,378791	-7,6	27,5

Sumber: Data diolah (2026)

Dari Tabel 1 tersebut juga terlihat variabel *Foreign Ownership* memiliki standar deviasi besar (9,08) relatif terhadap mean (10,05), hal ini menunjukkan heterogenitas tinggi. Tingginya standar deviasi pada variabel kepemilikan asing mengindikasikan polarisasi; beberapa perusahaan *blue-chip* menjadi target utama investor global, sementara yang lain mungkin masih didominasi oleh kepemilikan keluarga atau pemerintah. Perbedaan yang terlalu jauh ini menyebabkan pengaruh kepemilikan asing terhadap hubungan ESG dan nilai perusahaan menjadi sulit terlihat.

Selanjutnya dilakukan uji normalitas dengan Shapiro-Wilk karena jumlah sampel kecil. Uji Shapiro-Wilk menunjukkan nilai p sebesar 0,500 ( $> 0,05$ ), sehingga residual terdistribusi normal. Hasil uji multikolinieritas menunjukkan Mean VIF sebesar 7,19. Karena nilainya cukup tinggi meskipun masih di bawah 10 maka dilakukan *mean centering* untuk mengatasi hal ini, sehingga dihasilkan Mean VIF sebesar 1,43. Hasil regresi ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Female Director*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0030648	0,0084506	-0,36	0,718	-0,0199745	0,0138448
<i>Female Director</i>	2,764569	1,140026	2,43	0,018	0,4833814	5,045756
Kinerja Keberlanjutan* <i>Female Director</i>	0,1967823	0,0800379	2,46	0,017	0,036627	0,3569377
<i>Size</i>	-0,3507971	0,0729718	-4,81	0,000	-0,4968133	-0,2047809
<i>Leverage</i>	1,760818	0,3775038	4,66	0,003	1,005435	2,516202
ROA	0,0543514	0,0176726	3,08	0,000	0,0189886	0,0897143

Sumber: Data diolah (2026)

Dari hasil regresi menunjukkan bahwa variabel *Female Director* dan interaksi *Foreign Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value* (Tobin's Q), sementara skor ESG secara langsung tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan perempuan dalam dewan memperkuat efektivitas ESG dalam meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa H1 diterima.

Selanjutnya dilakukan regresi dengan bootstrapping dengan hasil sbb:

Tabel 3. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Female Director* dengan Bootstrapping

<i>Firm Value</i>	Observed Coefficient	Bootstrap std. err.	z	P >  z	Normal-based [95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0030648	0,0083638	-0,37	0,714	-0,0194576	0,013328
<i>Female Director</i>	2,764569	1,372303	2,01	0,044	0,0749049	5,454233
Kinerja Keberlanjutan* <i>Female Director</i>	0,1967823	0,093173	2,11	0,035	0,0141667	0,379398

<i>Female Director</i>						
<i>Size</i>	-0,3507971	0,0879464	-3,99	0,000	-0,5231689	-0,1784254
<i>Leverage</i>	0,0543514	0,4734435	3,72	0,000	0,832886	2,688751
<i>ROA</i>	11,57884	0,0215811	2,52	0,012	0,0120532	0,0966497

Sumber: Data diolah (2026)

Dilakukan juga uji sensitivitas, yaitu tanpa menggunakan variabel control *leverage* dan *ROA* dengan hasil yang juga konsisten sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Uji Sensitivitas Variabel Moderasi *Female Director*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	0,0067786	0,0094435	0,72	0,476	-0,0121048	0,0256619
<i>Female Director</i>	3,348317	1,342655	2,49	0,015	0,663513	6,03312
Kinerja Keberlanjutan* <i>Female Director</i>	0,2670916	0,1009403	2,65	0,010	0,0652491	0,4689341
<i>Size</i>	-0,2923174	0,0909948	-3,21	0,002	-0,4742727	-0,1103621

Sumber: Data diolah (2026)

Tahapan yang sama juga dilakukan untuk dua variabel moderasi lainnya. Berbeda dengan variabel moderasi yang pertama, hasil uji normalitas Shapiro–Wilk terhadap residual regresi pada *age of CEO* menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal ( $p < 0,01$ ). Namun, mengingat penelitian ini menggunakan robust standard errors dan jumlah observasi melebihi 30, hasil estimasi tetap dapat diinterpretasikan secara reliabel. Hasil uji multikolinearitas juga sangat tinggi untuk Mean VIF, namun setelah mendapatkan perlakuan *mean centering* menjadi 1,79. Hasil regresi dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Age of CEO*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0125518	0,0083716	-1,50	0,139	-0,0293034	0,0041998
<i>Age of CEO</i>	-2,269085	1,228112	-1,85	0,070	-4,72653	0,1883608
Kinerja Keberlanjutan* <i>Age of CEO</i>	-0,0738613	0,0484944	-1,52	0,133	-0,1708984	0,0231758
<i>Size</i>	-0,3299483	0,0862553	-3,83	0,000	-0,5025448	-0,1573518
<i>Leverage</i>	3,008776	0,8512774	3,53	0,001	1,305374	4,712178
<i>ROA</i>	0,0929871	0,0440515	2,11	0,039	0,0048401	0,181134

Sumber: Data diolah (2026)

Hasil uji dengan bootstrapping:

Tabel 6. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Age of CEO* dengan Bootstrapping

<i>Firm Value</i>	Observed Coefficient	Bootstrap std. err.	z	P >  z	Normal-based [95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0125518	0,0085956	-1,46	0,144	-0,029399	0,0042954
<i>Age of CEO</i>	-2,269085	1,32341	-1,71	0,086	-4,86292	0,03247505
Kinerja Keberlanjutan* <i>Age of CEO</i>	-0,0738613	0,0564687	-1,31	0,191	-0,1845379	0,0368154
<i>Size</i>	-0,3299483	0,1013853	-3,25	0,001	-0,5286598	-0,1312368
<i>Leverage</i>	3,008776	0,9892259	3,04	0,002	1,069929	4,947623
<i>ROA</i>	0,0929871	0,0461913	2,01	0,044	0,0024538	0,1835204

Sumber: Data diolah (2026)

Hasil Uji sensitivitas: tanpa variabel control leverage dan ROA:

Tabel 7. Hasil Uji Sensitivitas Variabel Moderasi *Age of CEO*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	0,0098723	0,0142646	0,69	0,492	-0,0186515	0,038396
<i>Age of CEO</i>	0,4363466	0,7022706	0,62	0,537	-0,9679303	1,840623
Kinerja Keberlanjutan* <i>Age of CEO</i>	0,0002237	0,0363086	0,01	0,995	-0,0723798	0,0728272
<i>Size</i>	-0,3899101	0,1788467	-2,18	0,033	-0,7475362	-0,032284

Sumber: Data diolah (2026)

Keseluruhan uji tersebut secara konsisten menunjukkan usia CEO tidak mempengaruhi hubungan kinerja keberlanjutan dengan *firm value*. Dengan kata lain H2 ditolak.

Hasil uji multikolinearitas untuk variabel moderasi *foreign investor* cukup tinggi, dengan Mean VIF 7,21. Dengan mendapatkan perlakuan *mean centering* menjadi 1,47. Hasil regresi dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 8. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Foreign Investor*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0016584	0,0080088	-0,21	0,837	-0,0176839	0,0143672
<i>Foreign Ownership</i>	0,0096814	0,0038836	2,49	0,015	-0,0019103	0,0174526
Kinerja Keberlanjutan* <i>Foreign Ownership</i>	0,0001316	0,0003427	0,38	0,702	-0,0005541	0,0008173
<i>Size</i>	-0,5251031	0,1409581	-3,73	0,000	-0,8071596	-0,2430467
<i>Leverage</i>	2,687923	0,8275004	3,25	0,002	1,032098	4,343747
ROA	0,0642859	0,0367353	1,75	0,085	8,346188	0,137793

Sumber: Data diolah (2026)

Hasil uji dengan bootstrapping:

Tabel 9. Hasil Regresi Variabel Moderasi *Foreign Ownership* dengan Bootstrapping

<i>Firm Value</i>	Observed Coefficient	Bootstrap std. err.	z	P >  z	Normal-based [95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	-0,0016584	0,0083883	-0,20	0,843	-0,0180992	0,0147825
<i>Age of CEO</i>	0,0096814	0,0061257	-1,58	0,114	-0,0023247	0,0216876
Kinerja Keberlanjutan* <i>Foreign Ownership</i>	0,0001316	0,0004772	0,28	0,783	-0,0008036	0,0010669
<i>Size</i>	-0,5251031	0,1652622	-3,18	0,001	-0,8490112	-0,2011951
<i>Leverage</i>	2,687923	0,9502188	2,83	0,005	0,8255282	4,550318
ROA	0,0642859	0,0363477	1,77	0,077	-0,0069543	0,1355261

Sumber: Data diolah (2026)

Hasil Uji sensitivitas: tanpa variabel control leverage dan ROA:

Tabel 10. Hasil Uji Sensitivitas Variabel Moderasi *Foreign Ownership*

<i>Firm Value</i>	Coefficient	Robust std. err.	t	P >  t	[95% conf. interval]	
Kinerja Keberlanjutan	0,0113103	0,0094432	1,20	0,236	-0,0075725	0,301931
<i>Age of CEO</i>	0,0121532	0,0086249	1,41	0,164	-0,0050934	0,0293998
Kinerja Keberlanjutan* <i>Foreign Ownership</i>	0,0000689	0,0005365	0,13	0,898	-0,001004	0,0011417
<i>Size</i>	-0,4334165	0,1311099	-3,31	0,02	-0,6955869	-0,1712461

Sumber: Data diolah (2026)

Keseluruhan uji juga secara konsisten menunjukkan *foreign investor* tidak mempengaruhi hubungan kinerja keberlanjutan dengan *firm value*, sehingga H3 ditolak.

### PEMBAHASAN

Berdasarkan pengujian terhadap tiga variabel moderasi, yaitu *female directors*, *age of CEO*, dan *foreign ownership* dalam kaitannya dengan hubungan antara pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa hanya *female directors* yang memiliki efek moderasi positif signifikan, sementara *age of CEO* dan *foreign ownership* tidak signifikan. Hal ini menunjukkan keberadaan perempuan di struktur direksi memperkuat hubungan positif antara skor ESG dan nilai perusahaan (Tobin's Q). Direksi yang lebih beragam (dalam hal gender) cenderung lebih memperhatikan isu-isu sosial dan lingkungan karena mereka mewakili berbagai pemangku kepentingan. Perempuan direksi sering dikaitkan dengan pengawasan yang lebih baik dan kepedulian yang lebih tinggi terhadap keberlanjutan. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan lebih banyak perempuan di dewan memiliki kinerja ESG yang lebih baik dan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Berdasarkan perspektif *Resource-Based View (RBV)* keberagaman gender di dewan dapat menjadi sumber daya yang berharga (*human capital*) yang memberikan perspektif unik dalam pengambilan keputusan strategis, termasuk dalam mengelola isu ESG. Ini membantu perusahaan mengubah kinerja ESG menjadi keunggulan kompetitif yang dihargai pasar. Direktur Wanita juga dapat meningkatkan efektivitas pengawasan dewan, mengurangi masalah keagenan (*agency theory*), dan memastikan bahwa investasi ESG digunakan secara efektif untuk menciptakan nilai jangka panjang.

Usia CEO dapat dilihat dari dua sisi. CEO yang lebih tua mungkin lebih konservatif dan menghindari investasi ESG yang berisiko (sehingga melemahkan hubungan), atau lebih berpengalaman dan memiliki jaringan yang luas untuk mengimplementasikan ESG dengan efektif (memperkuat hubungan). Hubungan usia CEO dengan moderasi ESG-firm value mungkin bukan linear, melainkan berbentuk kurva U (*U-shaped*), sehingga pengujian linear yang dilakukan belum menangkap dinamika yang sesungguhnya. Sehingga untuk penelitian selanjutnya dapat menguji efek non-linear yang tidak dapat diuji dalam penelitian ini. Selain itu, hasil yang tidak signifikan dapat juga menunjukkan bahwa dalam konteks Indonesia (LQ45), usia CEO tidak menjadi faktor penentu dalam memoderasi hubungan ESG dengan nilai perusahaan. Kemungkinan variabel lain seperti latar belakang pendidikan, pengalaman internasional, atau kompensasi CEO lebih relevan.

Diestimasi bahwa investor asing membawa praktik terbaik global dan menekan perusahaan untuk mengadopsi standar ESG yang tinggi, sehingga pasar akan lebih menghargai kinerja ESG di perusahaan dengan kepemilikan asing tinggi. Namun, hasil tidak signifikannya mungkin menunjukkan bahwa investor asing di Indonesia tidak sepenuhnya mempertimbangkan ESG dalam penilaian mereka, atau mereka lebih fokus pada faktor keuangan tradisional. Mereka masuk dan keluar lebih berorientasi kepada jangka pendek (*profit oriented*), bukan berdasarkan evaluasi yang mendalam atas kualitas tata kelola atau ESG perusahaan. Selain itu studi empiris di pasar berkembang, termasuk Indonesia, menunjukkan bahwa investor asing cenderung mengikuti perilaku investor asing lainnya (*herding*) dibandingkan melakukan analisis fundamental secara independen (Chang et al., 2000). Artinya, keputusan investasi yang diambil lebih dipengaruhi oleh

*peer behavior* daripada melihat kinerja ESG perusahaan.

Secara teoritis hasil penelitian ini mendukung literatur yang menghubungkan keberagaman dewan dengan kinerja perusahaan, khususnya dalam konteks ESG. Ini memperkuat argumen bahwa inklusi gender bukan hanya masalah kesetaraan tetapi juga berkontribusi pada nilai pemegang saham. Tidak semua variabel yang dihipotesiskan terbukti signifikan. Ini menunjukkan bahwa mekanisme transformasi ESG menjadi nilai perusahaan mungkin spesifik konteks (misalnya, tergantung pada institusi negara, tingkat perkembangan pasar, atau karakteristik industri), sehingga dibutuhkan teori dan model yang lebih kompleks untuk dapat menangkap pengaruhnya.

Secara praktis hasil ini memberikan argumen kuat untuk meningkatkan representasi perempuan di struktur direksi. Perusahaan yang ingin memaksimalkan nilai dari investasi ESG mereka harus mempertimbangkan untuk merekrut lebih banyak wanita ke dalam struktur direksi. Investor yang memperhatikan ESG mungkin ingin melihat proporsi perempuan di direksi sebagai sinyal bahwa perusahaan dapat mengubah komitmen ESG menjadi nilai. Namun, mereka tidak perlu terlalu khawatir tentang usia CEO atau kepemilikan asing dalam kaitannya dengan kinerja ESG. Regulator seperti OJK juga dapat mempertimbangkan untuk memperkuat aturan mengenai keberagaman gender di direksi, antara lain dengan menetapkan ambang batas minimum proporsi direktur perempuan pada perusahaan terbuka, seperti yang sudah diterapkan di negara lain termasuk Uni Eropa.

### KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa di antara tiga variabel yang diuji, hanya keberagaman gender yang secara signifikan memperkuat hubungan antara kinerja ESG dan nilai perusahaan di Indonesia. Temuan ini menekankan pentingnya inklusi gender dalam tata kelola perusahaan, khususnya dalam konteks strategi keberlanjutan. Untuk *age of CEO* dan *foreign ownership*, meskipun secara teoritis relevan, mereka tidak terbukti signifikan dalam penelitian ini, yang mungkin mencerminkan kekhasan konteks Indonesia atau kebutuhan untuk model yang lebih kompleks. Dengan demikian, penelitian ini berkontribusi pada literatur dengan memberikan bukti empiris dari pasar berkembang tentang pentingnya peran direktur Wanita dalam menciptakan nilai dari kinerja keberlanjutan (ESG).

### REFERENSI

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
- Arfken, D. E., Bellar, S. L., & Helms, M. M. (2004). The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards. *Journal of Business Ethics*, 50(2), 177–186.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127.
- Bolla, M., Jahan, M., Chaudhary, N., Kumar, M., Karichalil, R. A., & Chek, M. Z. A. (2025). The Impact of ESG Performance on Corporate Financial Returns: A Global Perspective. *International Journal of Environmental Sciences*, 11(12s), 228–237.
- Cambrea, D. R., Paolone, F., & Cucari, N. (2023). Advisory or monitoring role in ESG scenario: which women directors are more influential in the Italian context? *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4299–4314.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of banking & finance*, 24(10), 1651–1679.
- 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, 118829.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 70–74.
- Darus, F., Arshad, R., Othman, S., & Jusoff, K. (2009). Influence of institutional pressure and ownership structure on corporate social responsibility disclosure. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 1(5), 123–150.

- Duan, Y., Yang, F., & Xiong, L. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and firm value: Evidence from Chinese manufacturing firms. *Sustainability*, *15*(17), 12858.
- Elsesser, K. M., & Lever, J. (2011). Does gender bias against female leaders persist? Quantitative and qualitative data from a large-scale survey. *Human Relations*, *64*(12), 1555–1578.
- Ezeani, E., Bilal, B., & Samuel, F. (2025). CEO age and capital structure dynamics: The moderating effect of overconfidence and tenure. *International Journal of Finance & Economics*, *30*(3), 3092–3118.
- Guo, M., & Zheng, C. (2021). Foreign ownership and corporate social responsibility: Evidence from China. *Sustainability*, *13*(2), 508.
- Li, Z., Liao, G., & Albitar, K. (2020). Does corporate environmental responsibility engagement affect firm value? The mediating role of corporate innovation. *Business Strategy and the Environment*, *29*(3), 1045–1055.
- Li, Z., Xu, S., Chapple, E., & Jia, J. (2019). Corporate social responsibility, board structure, and gender diversity: Evidence from Australia. *2019 Financial Markets & Corporate Governance Conference*.
- Liu, Y., Lei, L., & Buttner, E. H. (2020). Establishing the boundary conditions for female board directors' influence on firm performance through CSR. *Journal of Business Research*, *121*, 112–120.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business & Society*, *50*(1), 189–223.
- Rahat, B., & Nguyen, P. (2024). The impact of ESG profile on firm's valuation in emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, *95*, 103361.
- Vurro, C., & Perrini, F. (2011). Making the most of corporate social responsibility reporting: Disclosure structure and its impact on performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, *11*(4), 459–474.
- Yori, N. S. A., & Rahmawati, I. P. (2025). Environmental, Social, Governance (ESG) performance and company value on Indonesia non-financial firms. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, *1438*(1), 012032.
- Yu, X., & Xiao, K. (2022). Does ESG performance affect firm value? Evidence from a new ESG-scoring approach for Chinese enterprises. *Sustainability*, *14*(24), 16940.