



ESG, Foreign Ownership, and Firm Value: A Literature Review on Sustainable Value Creation in Emerging-Market Banking

Ahmad Khumaeni Zhakaria ¹

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Jawa Timur¹

Email korespondensi: 22012010001@student.upnjatim.ac.id

Abstrak

Penelitian ini menyintesis bukti empiris terkini mengenai hubungan Environmental, Social, and Governance (ESG) dan nilai perusahaan, dengan perhatian khusus pada disagregasi pilar ESG, kepemilikan asing, sumber heterogenitas temuan, serta implikasinya bagi sektor perbankan di *emerging markets*. Penelitian menggunakan pendekatan *structured literature review with systematic search and thematic synthesis*. Penelusuran dilakukan melalui Google Scholar menggunakan Harzing’s Publish or Perish terhadap studi empiris yang dipublikasikan pada periode 2021–2026. Setelah melalui proses deduplikasi, penyaringan awal, prioritas tematik, dan penilaian kelayakan teks lengkap, sebanyak 32 artikel empiris ditetapkan sebagai korpus analitik akhir. Hasil sintesis menunjukkan bahwa hubungan ESG–*firm value* bersifat heterogen, mencakup hubungan positif, negatif, tidak signifikan, bersyarat, nonlinear, dan temporal. Bukti pada tingkat pilar juga menunjukkan bahwa Environmental, Social, dan Governance tidak memiliki arah maupun tingkat signifikansi yang konsisten antarpilar, sehingga skor ESG agregat berpotensi menutupi variasi antarpilar. Bukti mengenai *foreign ownership* juga menunjukkan hasil yang beragam, dengan sebagian studi menemukan efek moderasi positif dan studi lainnya tidak menemukan moderasi yang signifikan. Heterogenitas temuan berkaitan dengan perbedaan pengukuran ESG, struktur kepemilikan dan tata kelola, konteks negara dan sektor, mekanisme mediasi dan moderasi, spesifikasi nonlinear, serta horizon waktu. Dalam literatur perbankan, hasil valuasi ESG juga berbeda menurut kondisi finansial, materialitas ESG, konteks institusional, dan spesifikasi empiris. Dalam literatur yang ditinjau, bukti yang secara simultan menganalisis pilar E, S, dan G secara terpisah serta menguji peran moderasi *foreign ownership* dalam hubungannya dengan nilai perusahaan berbasis pasar, khususnya pada sektor perbankan di *emerging markets*, masih terbatas. Temuan ini menegaskan perlunya penelitian yang lebih terdisagregasi dan sensitif terhadap konteks untuk memahami kondisi ketika ESG berkaitan dengan penciptaan nilai berkelanjutan.

Kata kunci: ESG, nilai perusahaan, kepemilikan asing, perbankan, *emerging markets*, keberlanjutan.

Abstract

This study synthesizes recent empirical evidence on the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) and firm value, with particular attention to ESG pillar disaggregation, foreign ownership, sources of empirical heterogeneity, and implications for banking in emerging markets. A structured literature review with systematic search and thematic synthesis was conducted using Google Scholar through Harzing’s Publish or Perish, covering empirical studies published between 2021 and 2026. Following deduplication, initial screening, thematic prioritization, and full-text eligibility assessment, 32 empirical articles were retained as the final analytical corpus. The synthesis reveals substantial heterogeneity in the ESG–firm value relationship, including positive, negative, insignificant, conditional, nonlinear, and temporal effects. Evidence at the pillar level further shows that Environmental, Social, and Governance do not exhibit consistent directions or levels of significance

across studies, indicating that aggregate ESG scores may obscure variation among individual pillars. Evidence on foreign ownership is similarly mixed, with some studies reporting a positive moderating role and others finding no significant moderation. The heterogeneity of findings is associated with differences in ESG measurement, ownership and governance structures, country and sectoral contexts, mediating and moderating mechanisms, nonlinear specifications, and time horizons. In the banking literature, ESG valuation outcomes also vary according to financial conditions, ESG materiality, institutional context, and empirical specification. Within the literature reviewed, limited evidence simultaneously examines the individual E, S, and G pillars and the moderating role of foreign ownership in relation to market-based firm value, particularly in emerging-market banking. These findings highlight the need for more disaggregated and context-sensitive research on the conditions under which ESG is associated with sustainable value creation.

Keywords: ESG, firm value, foreign ownership, banking, emerging markets, sustainability.

1. PENDAHULUAN

Environmental, Social, and Governance (ESG) semakin memperoleh perhatian dalam pengambilan keputusan investasi dan penilaian perusahaan. Investor tidak lagi hanya mempertimbangkan informasi keuangan, tetapi juga menggunakan informasi mengenai aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola untuk menilai prospek, risiko, dan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan nilai jangka panjang. Istikomah dkk. (2023) menyatakan bahwa integrasi kebijakan dan praktik ESG ke dalam strategi serta operasi perusahaan semakin dipandang relevan oleh investor dalam menilai kemampuan perusahaan menciptakan nilai jangka panjang. Sejalan dengan itu, Tran (2026) menekankan bahwa faktor ESG semakin diintegrasikan ke dalam keputusan investasi dan valuasi perusahaan, sedangkan Meini dan Setijaningsih (2024) menunjukkan bahwa kinerja ESG telah menjadi salah satu pertimbangan dalam keputusan investasi. Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa ESG tidak lagi semata-mata dipandang sebagai isu keberlanjutan, tetapi juga sebagai informasi nonkeuangan yang relevan dalam proses penilaian perusahaan oleh pasar (Istikomah dkk., 2023; Meini & Setijaningsih, 2024; Tran, 2026).

Relevansi ESG terhadap nilai perusahaan juga berkaitan dengan bagaimana informasi nonkeuangan tersebut diperoleh, difafsirkan, dan diproses oleh pelaku pasar. Handika (2026) mengaitkan komposisi investor dengan asimetri informasi dan proses *price discovery*, karena investor dapat memiliki perbedaan akses terhadap riset, pengalaman dalam menggunakan metrik keberlanjutan, serta penilaian terhadap risiko nonkeuangan. Khan dkk. (2026) juga menunjukkan bahwa tipe pemilik yang berbeda memiliki insentif, akses informasi, dan kapasitas monitoring yang berbeda. Dengan demikian, relevansi valuasi ESG tidak hanya berkaitan dengan keberadaan informasi ESG itu sendiri, tetapi juga dengan kredibilitas informasi, karakteristik investor, serta kemampuan pasar dalam memproses informasi tersebut (Handika, 2026; Khan dkk., 2026).

Meskipun relevansi ESG bagi investor semakin meningkat, bukti empiris mengenai hubungannya dengan nilai perusahaan belum menunjukkan kesimpulan yang seragam. Istikomah dkk. (2023) mencatat bahwa penelitian terdahulu mengenai ESG menghasilkan temuan yang beragam. Tran (2026) juga menyatakan bahwa bukti empiris global mengenai hubungan ESG dan nilai perusahaan masih *mixed* serta bergantung pada faktor kontekstual. De

la Fuente dan Velasco (2026) menggambarkan literatur ESG-*firm value* sebagai literatur yang masih menunjukkan hasil tidak konklusif, mulai dari ESG premium, hubungan nonlinear, hubungan netral, hingga ESG discount. Keragaman tersebut mengindikasikan bahwa hubungan ESG dan nilai perusahaan lebih tepat dipahami sebagai hubungan yang bersifat kontekstual daripada universal, sehingga tidak dapat diasumsikan selalu positif maupun berlaku secara seragam pada seluruh perusahaan dan lingkungan pasar (De la Fuente & Velasco, 2026; Istikomah dkk., 2023; Tran, 2026).

Salah satu aspek yang perlu diperhatikan dalam menjelaskan ketidakkonsistenan tersebut adalah cara ESG dikonseptualisasikan dan diukur. Banyak penelitian menggunakan skor ESG agregat untuk merepresentasikan kinerja keberlanjutan perusahaan secara keseluruhan. Namun, skor komposit dapat menyembunyikan variasi pada masing-masing pilar Environmental, Social, dan Governance. Staugaitis dan Christauskas (2026) menyatakan bahwa skor ESG agregat dapat menutupi variasi substansial di antara ketiga pilar tersebut sehingga diperlukan pendekatan yang lebih terdisagregasi. Sari dan Valdiansyah (2025) juga menunjukkan bahwa penggunaan pengukuran ESG secara agregat menyebabkan kontribusi spesifik masing-masing pilar tidak dapat dianalisis secara terpisah. Demikian pula, Tran (2026) menegaskan bahwa indeks ESG komposit dapat mengaburkan perbedaan pengaruh individual pilar Environmental, Social, dan Governance. Oleh karena itu, analisis pada tingkat pilar diperlukan untuk memperoleh pemahaman yang lebih spesifik mengenai relevansi ekonomi dari masing-masing dimensi keberlanjutan terhadap nilai perusahaan (Sari & Valdiansyah, 2025; Staugaitis & Christauskas, 2026; Tran, 2026).

Selain persoalan pengukuran, struktur kepemilikan merupakan konteks tata kelola yang penting dalam memahami hubungan ESG dan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan berkaitan dengan pihak yang memiliki insentif dan kemampuan untuk melakukan monitoring terhadap manajemen serta memengaruhi arah kebijakan perusahaan. Arieftiara dkk. (2025) menjelaskan bahwa konsentrasi kepemilikan dapat memengaruhi keputusan manajerial, aktivitas monitoring, dan keterlibatan perusahaan dalam ESG. Khan dkk. (2026) menunjukkan bahwa perbedaan tipe pemilik berkaitan dengan perbedaan insentif, akses informasi, dan kapasitas monitoring, sehingga karakteristik pemilik dapat memengaruhi kredibilitas pengungkapan ESG. Lestari dkk. (2025) juga menyoroti bahwa pemegang saham dengan pengaruh yang besar dapat mengarahkan praktik dan pengungkapan ESG perusahaan. Dengan demikian, identitas dan karakteristik pemilik menjadi salah satu konteks yang perlu dipertimbangkan dalam memahami bagaimana kebijakan dan informasi ESG dapat dinilai oleh pasar (Arieftiara dkk., 2025; Khan dkk., 2026; Lestari dkk., 2025).

Di antara berbagai bentuk struktur kepemilikan, kepemilikan asing (*foreign ownership*) memiliki relevansi khusus karena investor asing dapat membawa pengetahuan, pengalaman, dan ekspektasi tata kelola yang berbeda dari investor domestik. Istikomah dkk. (2023) menjelaskan bahwa keberadaan pemilik asing dapat membawa keahlian dan pengetahuan terkait teknologi, tata kelola, keberlanjutan, dan akuntabilitas yang selanjutnya dapat memengaruhi kebijakan perusahaan. Akhbar dan Ramadhan (2026) menempatkan kepemilikan asing sebagai mekanisme monitoring eksternal yang berpotensi mengurangi masalah keagenan

dan mendorong praktik ESG. Dari perspektif pasar modal, Handika (2026) menunjukkan bahwa komposisi investor dapat memengaruhi relevansi valuasi ESG karena investor memiliki kemampuan yang berbeda dalam memproses informasi nonkeuangan, sementara partisipasi investor asing dapat berkontribusi terhadap proses *price discovery*. Oleh karena itu, kepemilikan asing tidak hanya relevan sebagai karakteristik struktur kepemilikan, tetapi juga berpotensi menjadi konteks tata kelola yang membentuk bagaimana informasi ESG diinterpretasikan dan tercermin dalam valuasi perusahaan (Akhbar & Ramadhan, 2026; Handika, 2026; Istikomah dkk., 2023).

Hubungan tersebut juga perlu dipahami dalam konteks pasar dan lingkungan institusional yang berbeda. Pasar berkembang (*emerging markets*) dapat memiliki karakteristik tata kelola dan mekanisme penegakan eksternal yang berbeda dibandingkan pasar yang lebih maju. Lestari dkk. (2025) menyoroti bahwa persoalan tersebut dapat menjadi lebih menonjol di *emerging markets* ketika mekanisme *corporate governance* dan *external enforcement* relatif lebih lemah, sehingga investor dapat memberikan interpretasi yang berbeda terhadap pengungkapan ESG perusahaan. Dalam konteks Indonesia, Hamidi dan Utama (2026) juga mencatat bahwa hubungan ESG dan nilai perusahaan di negara berkembang masih relatif kurang dieksplorasi. Sementara itu, melalui penelitian pada sektor perbankan di China dan Amerika Serikat, Zheng dkk. (2025) menunjukkan bahwa perbandingan hubungan ESG-*firm value* antara *emerging* dan *developed economies* masih belum banyak dieksplorasi dalam literatur keberlanjutan dan keuangan. Kondisi tersebut menunjukkan pentingnya mempertimbangkan karakteristik pasar dan lingkungan institusional dalam memahami relevansi ekonomi ESG, termasuk ketika perhatian diarahkan pada sektor perbankan (Hamidi & Utama, 2026; Lestari dkk., 2025; Zheng dkk., 2025).

Berdasarkan perkembangan tersebut, persoalan dalam literatur ESG dan nilai perusahaan tidak lagi cukup dijawab hanya dengan mempertanyakan apakah ESG meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan. Pertanyaan yang lebih penting adalah dalam kondisi apa dan mengapa hubungan ESG dan nilai perusahaan dapat berbeda. Setidaknya terdapat tiga dimensi yang penting untuk memahami heterogenitas tersebut. Pertama, dimensi pengukuran, karena penggunaan skor ESG agregat dapat menyembunyikan perbedaan relevansi ekonomi antara pilar Environmental, Social, dan Governance. Kedua, dimensi tata kelola dan kepemilikan, karena karakteristik pemilik, khususnya kepemilikan asing, berpotensi memengaruhi monitoring, kredibilitas informasi, dan cara pasar memproses informasi ESG. Ketiga, dimensi kontekstual, karena hubungan ESG dan nilai perusahaan dapat berbeda menurut lingkungan institusional, karakteristik pasar, sektor perusahaan, maupun desain penelitian yang digunakan.

Dalam literatur yang ditinjau, bukti yang secara terintegrasi mempertemukan ketiga dimensi tersebut masih terbatas, khususnya ketika perhatian diarahkan pada hubungan masing-masing pilar Environmental, Social, dan Governance, kepemilikan asing, serta nilai perusahaan berbasis pasar dalam konteks perbankan di *emerging markets*. Keterbatasan tersebut menunjukkan perlunya sintesis literatur yang tidak hanya memetakan arah hubungan ESG dan nilai perusahaan, tetapi juga mengidentifikasi sumber-sumber heterogenitas yang dapat menjelaskan perbedaan temuan antarpelitan. Pendekatan tersebut memungkinkan literatur



ESG-*firm value* dipahami bukan semata-mata sebagai kumpulan temuan yang saling bertentangan, tetapi sebagai bukti yang dapat bervariasi akibat perbedaan pengukuran ESG, struktur kepemilikan, lingkungan institusional, sektor, dan desain metodologis penelitian.

Berdasarkan *research gap* tersebut, penelitian ini menggunakan *structured literature review with systematic search and thematic synthesis* untuk menelaah literatur empiris mengenai ESG dan nilai perusahaan pada periode 2021–2026. Penelitian ini diarahkan untuk menjawab tiga pertanyaan penelitian:

- (1) Apa yang ditunjukkan oleh literatur empiris terkini mengenai hubungan ESG dan nilai perusahaan?
- (2) Bagaimana hubungan masing-masing pilar Environmental, Social, dan Governance dengan nilai perusahaan, dan bagaimana kepemilikan asing membentuk hubungan tersebut?
- (3) Faktor metodologis dan kontekstual apa yang dapat menjelaskan heterogenitas temuan dalam literatur ESG-*firm value*?

Melalui pertanyaan tersebut, penelitian ini bertujuan memberikan sintesis yang lebih terstruktur mengenai hubungan ESG dan nilai perusahaan, menjelaskan sumber perbedaan temuan dalam literatur, serta mengidentifikasi implikasinya bagi pengembangan penelitian mengenai penciptaan nilai berkelanjutan pada sektor perbankan di *emerging markets*.

2. METODE PENELITIAN

Strategi Penelusuran Literatur

Penelusuran literatur dilakukan pada 30 Agustus 2026 melalui Google Scholar dengan menggunakan perangkat lunak Harzing's Publish or Perish. Periode publikasi dibatasi pada 2021–2026 untuk menangkap bukti empiris terkini mengenai hubungan ESG dan nilai perusahaan. Penelusuran dilakukan menggunakan dua query utama:

1. "ESG performance" "firm value"
2. "ESG" "firm value" "foreign ownership"

Penggunaan dua query dimaksudkan untuk menangkap dua kelompok bukti yang saling melengkapi. Query pertama digunakan untuk memperoleh literatur yang secara langsung membahas hubungan ESG dan nilai perusahaan, sedangkan query kedua digunakan untuk meningkatkan keterwakilan studi yang memasukkan struktur kepemilikan, khususnya *foreign ownership*, dalam hubungan tersebut. Strategi ini memungkinkan kumpulan awal literatur mencakup baik bukti umum mengenai ESG-*firm value* maupun studi yang relevan dengan fokus tata kelola dan kepemilikan penelitian.

Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Kriteria kelayakan ditetapkan untuk menjaga kesesuaian antara artikel yang dianalisis dan tujuan penelitian. Penggunaan kriteria inklusi dan eksklusi secara eksplisit juga diterapkan dalam *literature review* ESG terdahulu untuk menyaring publikasi berdasarkan jenis publikasi, bahasa, cakupan topik, dan relevansi terhadap pertanyaan penelitian (Li dkk., 2024; Martiny dkk., 2024). Martiny dkk. (2024), misalnya, menerapkan penyaringan bertahap dari judul dan



abstrak menuju penilaian teks lengkap serta mendokumentasikan alasan eksklusi secara eksplisit. Penelitian ini mengadaptasi prinsip penyaringan bertahap dan dokumentasi alasan eksklusi tersebut, tanpa menerapkan prosedur penilaian kualitas metodologis formal atau *risk-of-bias assessment*.

Artikel dipertahankan apabila memenuhi tiga kriteria utama. Pertama, artikel merupakan penelitian empiris yang dipublikasikan dalam jurnal akademik pada periode 2021–2026 dan tersedia dalam bahasa Inggris atau Indonesia. Kedua, penelitian secara eksplisit menggunakan ESG sebagai konstruk penelitian, baik dalam bentuk ESG performance, ESG disclosure, ESG risk, ESG controversies, skor ESG agregat, maupun pilar Environmental, Social, dan Governance dalam kerangka ESG. Ketiga, penelitian menggunakan nilai perusahaan sebagai outcome dengan proksi berbasis pasar, seperti Tobin's Q, Price-to-Book Value (PBV), Market-to-Book, enterprise value, kapitalisasi pasar, atau ukuran valuasi berbasis pasar lainnya yang dinyatakan secara eksplisit.

Studi dikeluarkan apabila hanya menggunakan indikator kinerja berbasis akuntansi, seperti ROA, ROE, atau profitabilitas, tanpa menempatkan *firm value* sebagai outcome penelitian. Studi mengenai CSR, emisi karbon, atau keberlanjutan secara umum juga tidak dimasukkan sebagai bukti inti apabila tidak menggunakan kerangka ESG secara eksplisit. *Foreign ownership* tidak ditetapkan sebagai kriteria inklusi wajib karena variabel tersebut merupakan salah satu fokus analisis dalam sintesis, bukan karakteristik yang harus terdapat pada seluruh studi.

Dalam proses pengodean, struktur kepemilikan dibedakan sesuai dengan fungsi dan bentuknya dalam masing-masing studi. Posisi variabel dapat diklasifikasikan sebagai variabel independen, moderator, kontrol, atau mekanisme tata kelola. *Institutional ownership* tidak secara otomatis diklasifikasikan sebagai *foreign ownership*. Demikian pula, *net foreign transactions* dikode secara terpisah dari rasio *foreign ownership* agar bentuk partisipasi investor asing yang berbeda tidak diperlakukan sebagai konstruk yang identik.

Prosedur Seleksi Studi

Rekaman yang diperoleh dari proses penelusuran terlebih dahulu diperiksa untuk mengidentifikasi dan menghapus duplikasi. Rekaman unik kemudian menjalani penyaringan awal berdasarkan judul, abstrak, dan metadata dengan mengacu pada kriteria inklusi dan eksklusi yang telah ditetapkan.

Artikel yang masih berpotensi relevan setelah penyaringan awal selanjutnya menjalani prioritasasi tematik. Prioritas diberikan kepada studi yang secara langsung membahas hubungan ESG–*firm value*, menganalisis pilar Environmental, Social, dan Governance secara terpisah, memasukkan struktur kepemilikan atau *foreign ownership*, menggunakan konteks *emerging markets* atau sektor perbankan, serta menguji mekanisme moderasi, mediasi, nonlinearitas, atau hubungan dinamis dari waktu ke waktu.

Artikel yang diprioritaskan kemudian dicari dalam bentuk teks lengkap dan menjalani penilaian kelayakan akhir. Pada tahap ini, kesesuaian konstruk ESG, posisi nilai perusahaan

sebagai outcome, dan relevansi artikel terhadap fokus penelitian diperiksa kembali sebelum artikel ditetapkan sebagai bagian dari korpus analitik.

Ekstraksi dan Pengodean Data

Data dari artikel yang memenuhi kriteria diekstraksi secara terstruktur ke dalam master extraction matrix. Informasi yang dicatat mencakup identitas studi, tahun publikasi, negara dan sektor penelitian, periode observasi, ukuran sampel, sumber dan konstruksi pengukuran ESG, proksi nilai perusahaan, metode analisis, arah dan bentuk hubungan ESG–firm value, analisis pada tingkat pilar Environmental, Social, dan Governance, struktur kepemilikan, serta moderator atau mediator yang digunakan.

Pendekatan pengodean berbasis kategori sejalan dengan penggunaan content analysis dalam literature review. Buchetti dkk. (2025) menggunakan analisis isi untuk memetakan karakteristik dan kontribusi penelitian terdahulu, kemudian mengelompokkan artikel berdasarkan atribut corporate governance yang dianalisis. Pembentukan kategori dalam pendekatan tersebut juga dipandu oleh karakteristik yang muncul dari data. Li dkk. (2024) menerapkan pendekatan serupa dengan mengelompokkan literatur ESG–firm value ke dalam sejumlah tema untuk mengidentifikasi persamaan, perbedaan, dan perkembangan penelitian. Dengan demikian, pengodean dalam penelitian ini tidak hanya digunakan untuk mendokumentasikan karakteristik artikel, tetapi juga untuk memungkinkan perbandingan temuan secara sistematis (Buchetti dkk., 2025; Li dkk., 2024).

Pengodean diarahkan pada tiga kebutuhan analitis. Pertama, setiap studi diklasifikasikan berdasarkan arah dan bentuk hubungan ESG–firm value. Kedua, studi dibedakan berdasarkan penggunaan skor ESG agregat atau analisis pada tingkat pilar Environmental, Social, dan Governance, sekaligus mengidentifikasi posisi struktur kepemilikan dan foreign ownership dalam model penelitian. Ketiga, karakteristik metodologis dan kontekstual dicatat untuk mengidentifikasi sumber heterogenitas temuan, termasuk pengukuran ESG, proksi nilai perusahaan, sektor, konteks negara, struktur kepemilikan, moderator atau mediator, spesifikasi nonlinear, dan dimensi waktu.

Sintesis Tematik

Sintesis dilakukan secara tematik dan komparatif untuk membandingkan studi yang memiliki variasi dalam konstruk ESG, proksi nilai perusahaan, karakteristik sampel, konteks negara dan sektor, serta desain metodologis. Li dkk. (2024) menggunakan pengelompokan tematik untuk menyintesis persamaan dan perbedaan temuan dalam literatur ESG–firm value, sedangkan Buchetti dkk. (2025) menunjukkan bahwa *content analysis* dapat digunakan untuk memetakan karakteristik studi dan kontribusi yang muncul dari literatur. Martiny dkk. (2024) juga menunjukkan pentingnya analisis pada tingkat pilar untuk menangkap perbedaan karakteristik Environmental, Social, dan Governance yang berpotensi tertutupi apabila ESG hanya dianalisis secara agregat.

Sintesis dilakukan dalam tiga tahap. Pertama, bukti mengenai hubungan ESG dan nilai perusahaan dipetakan berdasarkan arah dan bentuk hubungan yang dilaporkan dalam masing-

masing penelitian. Kedua, temuan dari studi yang menggunakan skor ESG agregat dibandingkan dengan studi yang menganalisis Environmental, Social, dan Governance secara terpisah, kemudian dikaitkan dengan posisi struktur kepemilikan dan *foreign ownership*. Ketiga, variasi temuan antarpaper dianalisis berdasarkan faktor pengukuran, tata kelola dan kepemilikan, konteks institusional dan sektoral, proksi nilai perusahaan, desain metodologis, serta dimensi waktu.

Pendekatan tersebut menempatkan heterogenitas temuan sebagai bagian dari objek analisis, bukan sekadar sebagai inkonsistensi yang harus direduksi. Dengan demikian, perbedaan hasil antarpaper tidak hanya diklasifikasikan berdasarkan arah hubungan, tetapi juga ditelaah berdasarkan kondisi metodologis dan kontekstual yang dapat menjelaskan mengapa hubungan ESG-*firm value* berbeda antarsetting penelitian.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Temuan Utama

Penelusuran melalui dua query menghasilkan 300 rekaman awal, yang terdiri atas 200 rekaman dari query pertama dan 100 rekaman dari query kedua. Setelah 11 rekaman duplikat diidentifikasi dan dihapus, diperoleh 289 rekaman unik untuk menjalani penyaringan awal.

Penyaringan berdasarkan judul, abstrak, dan metadata menghasilkan 177 rekaman berstatus *include*, 9 rekaman berstatus *maybe*, dan 103 rekaman yang dikeluarkan. Dengan menggabungkan kategori *include* dan *maybe*, sebanyak 186 rekaman dipertahankan sebagai artikel potensial untuk dipertimbangkan pada tahap berikutnya.

Prioritisasi tematik terhadap 186 rekaman tersebut menghasilkan 42 kandidat yang dinilai memiliki relevansi paling tinggi dengan pertanyaan penelitian. Satu kandidat dikeluarkan sebelum proses retrieval karena outcome penelitian tidak memenuhi kriteria kelayakan, sehingga 41 artikel dicari dalam bentuk teks lengkap. Dari jumlah tersebut, delapan artikel tidak berhasil diperoleh dan 33 artikel selanjutnya menjalani penilaian teks lengkap.

Pada tahap penilaian teks lengkap, satu artikel dikeluarkan karena menempatkan ESG sebagai variabel dependen dan tidak menguji nilai perusahaan sebagai outcome. Dengan demikian, proses seleksi menghasilkan 32 artikel empiris yang memenuhi kriteria dan ditetapkan sebagai korpus analitik akhir penelitian.

Diskusi

ESG dan Nilai Perusahaan

Hasil sintesis menunjukkan bahwa hubungan antara Environmental, Social, and Governance (ESG) dan nilai perusahaan belum membentuk pola empiris yang seragam. Dari 32 artikel dalam korpus analitik, ditemukan hubungan positif, negatif, tidak signifikan, bersyarat, serta nonlinear dan temporal. Variasi tersebut menunjukkan bahwa bukti empiris mengenai hubungan ESG-*firm value* bersifat heterogen dan berbeda menurut konstruksi pengukuran, karakteristik perusahaan, konteks pasar, serta spesifikasi hubungan yang diuji.

Sejumlah penelitian menemukan hubungan positif antara ESG dan nilai perusahaan. Hamidi dan Utama (2026) melaporkan bahwa skor ESG agregat berpengaruh positif signifikan



terhadap Tobin's Q pada perusahaan di Indonesia. Namun, analisis pada tingkat pilar menunjukkan pola yang berbeda, dengan komponen Social dan Governance berpengaruh positif, sedangkan Environmental tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Fuadah dkk. (2022) juga menemukan bahwa pengungkapan Environmental, Social, and Governance berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa bukti positif pada tingkat agregat tidak selalu berarti bahwa seluruh dimensi ESG memiliki relevansi valuasi yang sama.

Di sisi lain, beberapa penelitian menemukan hubungan negatif. Prabawati dan Rahmawati (2022) melaporkan bahwa skor ESG berpengaruh negatif terhadap Tobin's Q pada perusahaan nonkeuangan di ASEAN. Istikomah dkk. (2023) juga menemukan hubungan negatif antara ESG Risk Score dan nilai perusahaan. Namun, hasil tersebut perlu dibedakan secara konseptual karena ESG Risk Score merepresentasikan tingkat risiko ESG yang tidak terkelola, sehingga skor yang lebih tinggi menunjukkan kondisi ESG yang lebih buruk. Dengan demikian, arah koefisien antarpelitian tidak dapat dibandingkan secara langsung tanpa mempertimbangkan orientasi dan konstruksi ukuran ESG yang digunakan.

Temuan tidak signifikan juga muncul dalam beberapa studi. Rohendi dkk. (2024) menemukan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan nonkeuangan di Indonesia. Meskipun demikian, hubungan tidak langsung melalui *competitive advantage* menunjukkan arah positif dan signifikan. Fernanda dkk. (2026) juga tidak menemukan pengaruh langsung ESG yang signifikan terhadap Price-to-Book Value pada perusahaan makanan dan minuman di Indonesia. Kedua studi tersebut menunjukkan bahwa tidak ditemukannya pengaruh langsung tidak selalu berarti bahwa ESG tidak berkaitan dengan nilai perusahaan, karena dalam beberapa penelitian hubungan tersebut muncul melalui mekanisme tidak langsung.

Selain hubungan langsung, sejumlah penelitian menunjukkan bahwa hubungan ESG–*firm value* bersifat kondisional. Pada sektor perbankan Indonesia, Sari dan Valdiansyah (2025) menemukan bahwa ESG secara langsung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan interaksi antara ESG dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan. Dalam konteks Vietnam, Tran (2026) menemukan bahwa pengungkapan ESG secara terpisah tidak memberikan pengaruh positif dan bahkan dapat berkorelasi negatif dengan nilai perusahaan, tetapi hubungan tersebut berubah menjadi positif ketika dikombinasikan dengan tekanan dan monitoring pemegang saham. Temuan ini menunjukkan bahwa arah hubungan ESG dan nilai perusahaan dapat berubah ketika karakteristik perusahaan atau mekanisme tata kelola tertentu dimasukkan ke dalam model.

Hubungan ESG dan nilai perusahaan juga ditemukan bersifat nonlinear dan temporal. Staugaitis dan Christauskas (2026) menemukan hubungan berbentuk U antara kinerja ESG dan nilai pasar perusahaan di Uni Eropa. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh ESG tidak selalu bergerak secara linear pada seluruh tingkat kinerja ESG. Behl dkk. (2022), pada sektor energi India, menemukan bahwa ESG dan masing-masing komponennya berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dalam jangka pendek, tetapi berubah menjadi positif dalam



jangka panjang. Dengan demikian, horizon waktu analisis juga menjadi salah satu dimensi yang membedakan hasil antarpelitian.

Kondisi pasar dan partisipasi investor turut berkaitan dengan variasi hubungan ESG–*firm value*. Handika (2026) menemukan bahwa *pricing* terhadap risiko ESG bersifat *contemporaneous* dan berbeda menurut partisipasi perdagangan asing, periode pasar, serta lingkungan sektoral. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa relevansi valuasi ESG tidak hanya berkaitan dengan karakteristik ESG atau perusahaan, tetapi juga dengan kondisi pasar tempat informasi tersebut diproses oleh investor.

Secara keseluruhan, bukti empiris yang ditinjau tidak mendukung satu arah hubungan ESG dan nilai perusahaan yang berlaku secara universal. Sebaliknya, literatur menunjukkan kombinasi hubungan positif, negatif, tidak signifikan, bersyarat, nonlinear, dan temporal. Pola tersebut muncul bersama perbedaan dalam pengukuran ESG, karakteristik finansial dan tata kelola perusahaan, konteks sektoral dan pasar, mekanisme mediasi atau moderasi, serta horizon waktu analisis. Faktor-faktor tersebut selanjutnya menjadi dasar untuk menelaah sumber heterogenitas temuan secara lebih sistematis pada bagian berikutnya. Dengan demikian, RQ1 menunjukkan bahwa literatur empiris terkini lebih mendukung pemahaman hubungan ESG–*firm value* sebagai hubungan yang bergantung pada konteks dan spesifikasi penelitian daripada sebagai hubungan linear dengan arah yang seragam.

Disagregasi ESG dan Kepemilikan Asing

Heterogenitas hubungan ESG dan nilai perusahaan menjadi lebih terlihat ketika skor ESG agregat dipisahkan ke dalam pilar Environmental, Social, dan Governance. Bukti pada tingkat pilar menunjukkan bahwa ketiga dimensi tersebut tidak selalu memiliki arah maupun tingkat signifikansi yang sama terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hasil pada skor ESG agregat tidak selalu merepresentasikan pola yang muncul pada masing-masing pilar.

Pada perusahaan di Indonesia, Hamidi dan Utama (2026) menemukan bahwa skor ESG agregat berpengaruh positif terhadap Tobin's Q, tetapi hasil pada tingkat pilar menunjukkan pola yang berbeda. Social berpengaruh positif signifikan, Governance menunjukkan hubungan positif dengan tingkat signifikansi 10 persen, sedangkan Environmental tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Prabawati dan Rahmawati (2022) pada perusahaan nonkeuangan di ASEAN, ketika Environmental dan Social berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Governance tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Perbandingan kedua studi tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat satu pilar yang secara konsisten memiliki arah hubungan yang sama pada konteks penelitian yang berbeda.

Variasi antarpilar juga terlihat pada sektor dan sampel lainnya. Dalam konteks perbankan Indonesia, Sari dan Valdiansyah (2025) menemukan bahwa Environmental tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, Social berpengaruh negatif signifikan, sedangkan Governance menunjukkan hubungan positif pada tingkat signifikansi 10 persen. Sementara itu, Meini dan Setijaningsih (2024), pada perusahaan di Indonesia dan Singapura, menemukan bahwa Environmental dan Governance berpengaruh positif terhadap Market-to-Book Value,



sedangkan Social tidak berpengaruh signifikan. Hasil tersebut memperlihatkan bahwa arah dan signifikansi hubungan pada satu pilar tidak dapat digeneralisasikan kepada pilar lainnya maupun pada konteks penelitian yang berbeda.

Perbedaan hasil juga terlihat dalam konteks geografis. Staugaitis dan Christauskas (2026) menemukan bahwa sebagian besar pilar Environmental, Social, dan Governance tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan di Uni Eropa. Namun, pilar Social menunjukkan hubungan negatif signifikan di Uni Eropa Timur, sedangkan hubungan tersebut tidak ditemukan di Uni Eropa Barat. Temuan tersebut menunjukkan bahwa bahkan pilar ESG yang sama dapat menghasilkan pola hubungan yang berbeda antarwilayah. Secara keseluruhan, bukti pada tingkat pilar tidak menunjukkan bahwa Environmental, Social, atau Governance secara konsisten merupakan dimensi yang paling dominan dalam menjelaskan nilai perusahaan.

Selain disagregasi ESG, dimensi kedua dalam RQ2 berkaitan dengan struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan asing (*foreign ownership*). Studi yang secara langsung menguji kepemilikan asing sebagai moderator menunjukkan hasil yang beragam. Lee dkk. (2025) menemukan bahwa rasio kepemilikan asing secara signifikan memperkuat hubungan antara kinerja ESG dan Tobin's Q pada perusahaan di Korea Selatan. Tran (2026) juga menemukan efek moderasi positif dalam konteks Vietnam, dengan kepemilikan asing memperkuat hubungan antara ESG dan nilai perusahaan.

Namun, pola yang sama tidak ditemukan dalam sejumlah studi di Indonesia. Istikomah dkk. (2023) menemukan bahwa kepemilikan asing tidak memoderasi secara signifikan hubungan antara ESG Risk Score dan nilai perusahaan. Akhbar dan Ramadhan (2026) juga tidak menemukan efek moderasi kepemilikan asing yang signifikan terhadap hubungan ESG–*firm value* pada perusahaan LQ45. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa bukti mengenai peran moderasi kepemilikan asing belum menunjukkan pola yang seragam antarkonteks pasar.

Bentuk partisipasi investor asing juga berbeda antarpelitian. Handika (2026) menggunakan *net foreign transactions*, bukan rasio kepemilikan asing, untuk merepresentasikan aktivitas investor asing. Studi tersebut menemukan bahwa interaksi antara risiko ESG dan transaksi asing muncul secara *contemporaneous*, sedangkan efek interaksi pada model *lagged* tidak signifikan. Karena *net foreign transactions* merepresentasikan aktivitas perdagangan, sedangkan rasio *foreign ownership* mencerminkan struktur kepemilikan yang relatif lebih stabil, kedua ukuran tersebut perlu diperlakukan sebagai konstruk yang berbeda dalam sintesis.

Perbedaan fungsi variabel juga perlu diperhatikan. Fuadah dkk. (2022), misalnya, menempatkan kepemilikan asing sebagai variabel yang memengaruhi ESG disclosure dan menemukan hubungan positif antara *foreign ownership* dan pengungkapan ESG. Temuan tersebut menunjukkan adanya hubungan antara kepemilikan asing dan praktik pengungkapan ESG, tetapi tidak merupakan pengujian moderasi langsung terhadap hubungan ESG–*firm value*. Demikian pula, *institutional ownership* tidak diperlakukan sebagai proksi langsung *foreign ownership* karena kedua konstruk tersebut tidak selalu merepresentasikan kelompok investor yang sama.

Secara keseluruhan, RQ2 menghasilkan dua pola utama. Pertama, analisis pada tingkat Environmental, Social, dan Governance menunjukkan adanya variasi arah dan signifikansi antarpilar yang berpotensi tertutupi ketika ESG hanya dianalisis menggunakan skor agregat. Tidak terdapat bukti bahwa satu pilar secara konsisten lebih *value-relevant* dibandingkan pilar lainnya pada seluruh konteks penelitian. Kedua, bukti mengenai kepemilikan asing sebagai moderator hubungan ESG dan nilai perusahaan juga bersifat heterogen. Efek moderasi positif ditemukan pada beberapa studi di Korea Selatan dan Vietnam, sedangkan sejumlah studi di Indonesia tidak menemukan efek moderasi yang signifikan. Hasil sintesis juga menunjukkan bahwa rasio *foreign ownership*, *net foreign transactions*, dan bentuk kepemilikan lainnya perlu dibedakan karena merepresentasikan karakteristik partisipasi investor yang berbeda.

Sumber Heterogenitas Temuan

Hasil sintesis menunjukkan bahwa heterogenitas dalam literatur ESG-*firm value* berkaitan dengan perbedaan pengukuran ESG, struktur kepemilikan dan tata kelola, konteks negara dan sektor, serta spesifikasi hubungan yang diuji. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa variasi hasil antarpelitian tidak hanya tercermin pada arah hubungan yang positif, negatif, atau tidak signifikan, tetapi juga pada perbedaan konstruk, konteks, dan desain empiris yang digunakan.

Salah satu sumber heterogenitas utama adalah perbedaan pengukuran ESG. Sebagai dukungan terhadap pola tersebut, Martiny dkk. (2024) menunjukkan bahwa kurangnya standardisasi dalam pengukuran ESG dan penggunaan penyedia data yang berbeda dapat menghasilkan ketidaksesuaian antarpelitian. Penyedia seperti Bloomberg, Refinitiv, Sustainalytics, dan penyedia rating lainnya menggunakan metodologi, sumber informasi, pembobotan, serta pendekatan materialitas yang berbeda dalam membentuk skor ESG. Variasi pengukuran juga terlihat dalam korpus penelitian ini, yang mencakup ESG performance, ESG disclosure, dan ESG risk. Dengan demikian, variabel yang sama-sama diberi label ESG tidak selalu merepresentasikan konstruk dengan orientasi pengukuran yang identik.

Perbedaan antara skor ESG agregat dan pengukuran pada tingkat pilar juga menjadi sumber variasi hasil. Sebagaimana ditunjukkan pada bagian sebelumnya, Environmental, Social, dan Governance tidak selalu memiliki arah maupun tingkat signifikansi yang sama. Staugaitis dan Christauskas (2026) menunjukkan bahwa skor ESG agregat dapat menyembunyikan variasi pada masing-masing pilar. Meini dan Setijaningsih (2024), misalnya, menemukan hubungan positif pada Environmental dan Governance, sedangkan Social tidak menunjukkan hubungan signifikan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa hasil penelitian dapat berbeda bergantung pada apakah ESG diperlakukan sebagai satu skor komposit atau dianalisis pada tingkat pilar.

Struktur kepemilikan dan tata kelola juga berkaitan dengan heterogenitas temuan. Pongsatitpat dkk. (2025) menemukan bahwa kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi memperlemah hubungan antara ESG dan nilai perusahaan dalam konteks Thailand. Lerskullawat dan Ungphakorn (2024) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang lebih tersebar, yang direpresentasikan melalui *free float*, berkaitan dengan hubungan ESG-*firm*



value yang lebih lemah dibandingkan struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi. Bukti mengenai *foreign ownership* pada bagian sebelumnya juga menunjukkan bahwa efek moderasinya berbeda antarpasar. Dengan demikian, karakteristik pemilik dan struktur kontrol perusahaan merupakan salah satu dimensi yang membedakan hasil ESG-*firm value* antarpelitian.

Variasi juga terlihat pada konteks negara dan lingkungan institusional. Arieftiara dkk. (2025) menunjukkan adanya perbedaan hubungan antara struktur kepemilikan, praktik ESG, dan nilai perusahaan antara Indonesia dan Malaysia. Staugaitis dan Christauskas (2026) juga menemukan perbedaan hasil pada pilar Social antara Uni Eropa Barat dan Timur. Bukti tersebut menunjukkan bahwa hubungan ESG-*firm value* dapat menghasilkan pola yang berbeda ketika diuji dalam lingkungan geografis dan institusional yang berbeda.

Karakteristik sektoral juga muncul sebagai salah satu konteks yang berkaitan dengan variasi hasil dalam korpus yang ditinjau. Sari dan Valdiansyah (2025), dalam konteks perbankan Indonesia, menemukan hubungan langsung ESG yang negatif terhadap nilai perusahaan, tetapi interaksi antara ESG dan profitabilitas berpengaruh positif. Sementara itu, Behl dkk. (2022), pada sektor energi India, menemukan pola hubungan yang berbeda antara jangka pendek dan jangka panjang. Temuan tersebut menunjukkan bahwa hasil ESG-*firm value* dapat muncul dalam bentuk yang berbeda pada konteks industri yang berbeda, meskipun bukti yang tersedia belum menunjukkan bahwa sektor tertentu secara konsisten menghasilkan satu arah hubungan yang sama.

Keberadaan variabel mediasi dan moderasi juga membedakan hasil antarpelitian. Rohendi dkk. (2024) tidak menemukan pengaruh langsung ESG disclosure terhadap nilai perusahaan, tetapi menemukan hubungan tidak langsung yang positif melalui *competitive advantage*. Surya dkk. (2026) menemukan bahwa *political connections* memperkuat hubungan ESG dan nilai perusahaan, sedangkan *external assurance* tidak menunjukkan efek moderasi yang sama. Tran (2026) juga menunjukkan perubahan hubungan ESG dan nilai perusahaan ketika tekanan pemegang saham, termasuk kepemilikan asing, dimasukkan sebagai moderator. De la Fuente dan Velasco (2026) menemukan bahwa efek nilai ESG diperkuat oleh *bank debt*, tetapi tidak oleh bentuk utang lainnya. Temuan-temuan tersebut menunjukkan bahwa hasil hubungan langsung ESG-*firm value* dapat berbeda ketika mediator atau moderator dimasukkan ke dalam model empiris.

Spesifikasi nonlinear merupakan sumber heterogenitas lainnya. Staugaitis dan Christauskas (2026) menemukan hubungan berbentuk U antara kinerja ESG agregat dan nilai perusahaan. Dalam spesifikasi tersebut, arah hubungan berubah pada tingkat ESG yang berbeda. Hasil ini berbeda dari model linear yang mengestimasi satu koefisien untuk seluruh rentang ESG, sehingga bentuk spesifikasi empiris dapat menghasilkan pola hubungan yang berbeda.

Dimensi waktu juga membedakan temuan antarpelitian. Behl dkk. (2022) menemukan bahwa ESG berhubungan negatif dengan nilai perusahaan dalam jangka pendek tetapi berubah menjadi positif dalam jangka panjang pada sektor energi India. Handika (2026) menunjukkan bahwa interaksi antara risiko ESG dan *net foreign transactions* muncul secara

contemporaneous, sedangkan hubungan tersebut tidak signifikan pada spesifikasi *lagged*. Dengan demikian, horizon waktu dan struktur lag yang digunakan dalam model merupakan dimensi lain yang berkaitan dengan variasi hasil ESG-*firm value*.

Secara keseluruhan, RQ3 menunjukkan bahwa heterogenitas dalam literatur ESG-*firm value* berkaitan dengan beberapa dimensi yang saling berhubungan. Perbedaan pengukuran ESG menentukan konstruk yang dibandingkan, sedangkan analisis pada tingkat pilar memperlihatkan variasi yang dapat tertutupi dalam skor agregat. Struktur kepemilikan, konteks negara dan institusional, serta karakteristik sektor turut membedakan hasil antarpelitian. Selain itu, penggunaan mediator, moderator, spesifikasi nonlinear, dan horizon waktu menghasilkan bentuk hubungan yang berbeda dari model langsung dan linear. Dengan demikian, variasi temuan dalam literatur tidak hanya mencerminkan perbedaan arah hubungan, tetapi juga perbedaan dalam konstruksi variabel, konteks penelitian, dan spesifikasi empiris yang digunakan.

Implikasi bagi Perbankan di *Emerging Markets*

Sintesis pada bagian sebelumnya memberikan beberapa implikasi bagi penelitian ESG dan nilai perusahaan pada sektor perbankan di *emerging markets*. Bukti dari studi perbankan menunjukkan bahwa hubungan ESG-*firm value* belum membentuk pola empiris yang seragam. Variasi ditemukan pada arah hubungan, peran kondisi finansial, konstruksi pengukuran ESG, serta bentuk hubungan linear dan nonlinear. Oleh karena itu, bukti mengenai ESG dan nilai bank perlu dibaca dengan mempertimbangkan karakteristik sektor, lingkungan institusional, dan desain empiris yang digunakan.

Pada kawasan ASEAN, Denia dkk. (2024) menemukan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan pada bank-bank publik di ASEAN-5. Sebaliknya, dalam konteks perbankan Indonesia, Sari dan Valdiansyah (2025) menemukan bahwa ESG secara langsung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan interaksi antara ESG dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan. Perbandingan kedua studi tersebut memperlihatkan bahwa hubungan ESG-*firm value* pada sektor perbankan dapat berbeda antarsetting dan dapat berubah ketika kondisi finansial perusahaan diperhitungkan.

Temuan Sari dan Valdiansyah (2025) secara khusus menunjukkan pentingnya mempertimbangkan kondisi finansial dalam analisis ESG pada bank. Perbedaan antara pengaruh langsung ESG yang negatif dan interaksi ESG dengan profitabilitas yang positif menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan nilai bank tidak selalu dapat direpresentasikan hanya melalui efek langsung. Dalam konteks ini, profitabilitas menjadi salah satu kondisi yang perlu diperhitungkan ketika menilai variasi hubungan ESG-*firm value* pada sektor perbankan.

Pengukuran ESG juga menjadi aspek penting. Aras dan Hacıoglu Kazak (2022), menggunakan sampel bank di negara-negara OECD, menemukan bahwa kinerja ESG yang disesuaikan dengan materialitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika diukur menggunakan Price-to-Book Value maupun Tobin's Q. Sebaliknya, ukuran ESG gabungan yang tidak disesuaikan dengan materialitas tidak menunjukkan pola yang sama terhadap Tobin's Q. Meskipun penelitian tersebut tidak secara khusus berfokus pada *emerging markets*,



hasilnya menunjukkan bahwa konstruksi ukuran ESG dapat memengaruhi hubungan yang teridentifikasi dalam sektor perbankan. Dengan demikian, penelitian mengenai ESG dan nilai bank perlu memperhatikan apakah ukuran ESG yang digunakan menangkap isu keberlanjutan yang relevan dengan karakteristik industri keuangan.

Kompleksitas hubungan ESG dan nilai bank juga terlihat pada pengujian nonlinear. Zheng dkk. (2025), dalam penelitian yang membandingkan China dan Amerika Serikat, menemukan hubungan positif antara ESG dan nilai bank, tetapi pengujian nonlinear menunjukkan pola berbentuk *inverted U*. Temuan tersebut menunjukkan bahwa hubungan ESG dan nilai perusahaan tidak selalu konstan pada seluruh tingkat kinerja ESG. Oleh karena itu, penggunaan spesifikasi linear saja dapat menghasilkan gambaran yang berbeda dari penelitian yang secara eksplisit mempertimbangkan kemungkinan nonlinearitas.

Studi Zheng dkk. (2025) juga memperlihatkan relevansi konteks negara dalam penelitian perbankan. Perbandingan China dan Amerika Serikat menempatkan hubungan ESG–*firm value* dalam dua lingkungan pasar yang berbeda. Jika dibaca bersama bukti lintas negara pada bagian sebelumnya, hasil tersebut menunjukkan bahwa generalisasi temuan dari satu konteks ke konteks lainnya perlu dilakukan secara hati-hati. Sintesis yang ditinjau menunjukkan adanya variasi antarnegara, tetapi belum memberikan dasar untuk menyimpulkan bahwa satu jenis lingkungan institusional secara konsisten menghasilkan hubungan ESG–*firm value* yang lebih positif daripada lingkungan lainnya.

Struktur kepemilikan merupakan dimensi lain yang relevan untuk dikembangkan dalam penelitian perbankan di *emerging markets*. Sebagaimana ditunjukkan pada bagian sebelumnya, bukti mengenai *foreign ownership* sebagai moderator hubungan ESG dan nilai perusahaan belum seragam. Efek moderasi positif ditemukan dalam beberapa konteks, sedangkan studi lainnya tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Selain itu, rasio *foreign ownership* perlu dibedakan dari bentuk partisipasi asing lain, seperti *net foreign transactions*, karena kedua ukuran tersebut merepresentasikan karakteristik keterlibatan investor yang berbeda. Pembedaan ini menjadi penting ketika peran investor asing dianalisis dalam hubungan ESG dan nilai bank.

Secara keseluruhan, bukti yang tersedia menunjukkan bahwa hubungan ESG–*firm value* pada sektor perbankan lebih tepat dianalisis dengan mempertimbangkan beberapa dimensi secara bersamaan. Denia dkk. (2024) menunjukkan hubungan positif pada perbankan ASEAN, sedangkan Sari dan Valdiansyah (2025) menunjukkan bahwa arah hubungan dapat berubah ketika profitabilitas diperhitungkan. Aras dan Hacioglu Kazak (2022) memperlihatkan pentingnya konstruksi pengukuran berbasis materialitas, sementara Zheng dkk. (2025) menunjukkan bahwa hubungan ESG dan nilai bank dapat bersifat nonlinear. Jika dibaca bersama temuan mengenai struktur kepemilikan pada bagian sebelumnya, bukti tersebut mengindikasikan bahwa pengukuran ESG, kondisi finansial, konteks institusional, struktur kepemilikan, dan spesifikasi model merupakan dimensi yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian ESG–*firm value* pada sektor perbankan.

Sintesis ini juga mengidentifikasi ruang penelitian yang masih terbuka. Studi perbankan yang ditinjau telah memberikan bukti mengenai ESG agregat, profitabilitas, materialitas, dan

nonlinearitas, sedangkan literatur struktur kepemilikan menunjukkan bahwa peran *foreign ownership* dalam hubungan ESG–*firm value* belum menghasilkan pola yang seragam. Namun, dalam literatur yang ditinjau, bukti yang secara simultan menganalisis Environmental, Social, dan Governance secara terpisah serta menguji peran moderasi *foreign ownership* terhadap hubungan masing-masing pilar dengan nilai perusahaan dalam konteks perbankan di *emerging markets* masih terbatas. Keterbatasan tersebut memberikan dasar bagi penelitian selanjutnya untuk menguji apakah relevansi valuasi masing-masing pilar ESG berbeda dan apakah hubungan tersebut berubah menurut tingkat kepemilikan asing.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini menelaah literatur empiris terkini mengenai hubungan Environmental, Social, and Governance (ESG) dan nilai perusahaan melalui *structured literature review with systematic search and thematic synthesis*. Berdasarkan 32 artikel empiris dalam korpus analitik, hasil sintesis menunjukkan bahwa hubungan ESG–*firm value* bersifat heterogen dan belum membentuk pola empiris yang seragam. Literatur menunjukkan hubungan positif, negatif, tidak signifikan, bersyarat, nonlinear, maupun temporal. Dengan demikian, bukti yang tersedia tidak mendukung pandangan bahwa ESG secara universal meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan. Hubungan tersebut lebih tepat dipahami sebagai hubungan yang bergantung pada cara ESG dikonstruksikan dan diukur, karakteristik perusahaan, konteks pasar, serta spesifikasi empiris yang digunakan.

Analisis pada tingkat pilar menunjukkan bahwa Environmental, Social, dan Governance tidak memiliki arah maupun tingkat signifikansi yang konsisten antarpencapaian. Temuan ini menunjukkan bahwa penggunaan skor ESG agregat berpotensi menutupi variasi hubungan masing-masing pilar dengan nilai perusahaan. Tidak terdapat bukti bahwa satu pilar secara konsisten lebih *value-relevant* dibandingkan pilar lainnya pada seluruh konteks penelitian. Bukti mengenai *foreign ownership* juga belum menunjukkan pola yang seragam. Beberapa studi menemukan efek moderasi positif, sedangkan studi lainnya tidak menemukan pengaruh moderasi yang signifikan. Selain itu, perbedaan antara rasio *foreign ownership*, *net foreign transactions*, dan bentuk kepemilikan lainnya menunjukkan pentingnya membedakan karakteristik partisipasi investor ketika menganalisis hubungan ESG–*firm value*.

Heterogenitas temuan berkaitan dengan sejumlah dimensi, terutama pengukuran ESG, disagregasi pilar, struktur kepemilikan dan tata kelola, konteks negara dan institusional, karakteristik sektor, penggunaan mediator atau moderator, spesifikasi nonlinear, serta horizon waktu. Oleh karena itu, variasi hasil antarpencapaian tidak hanya mencerminkan perbedaan arah hubungan, tetapi juga perbedaan dalam konstruk yang digunakan, konteks tempat hubungan diuji, dan desain empiris yang diterapkan.

Dalam konteks sektor perbankan di *emerging markets*, hasil sintesis menunjukkan bahwa relevansi valuasi ESG perlu dipahami secara kontekstual. Bukti perbankan menunjukkan variasi menurut kondisi finansial bank, konstruksi dan materialitas pengukuran ESG, lingkungan institusional, serta bentuk hubungan yang diuji. Jika dibaca bersama bukti mengenai struktur kepemilikan pada literatur yang ditinjau, karakteristik kepemilikan juga menjadi dimensi yang relevan untuk dikembangkan dalam penelitian perbankan. Dengan demikian, analisis ESG dan nilai bank sebaiknya tidak hanya berfokus pada skor ESG agregat, tetapi juga mempertimbangkan karakteristik masing-masing pilar serta kondisi tata kelola yang dapat membedakan hasil antarperusahaan maupun antarnegara.



Literatur yang ditinjau masih menunjukkan keterbatasan bukti yang secara simultan menganalisis Environmental, Social, dan Governance secara terpisah serta menguji peran moderasi *foreign ownership* terhadap hubungan masing-masing pilar dengan nilai perusahaan pada sektor perbankan di *emerging markets*. Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan model empiris yang menguji masing-masing pilar ESG terhadap ukuran nilai perusahaan berbasis pasar, seperti Tobin's Q atau Price-to-Book Value, dengan *foreign ownership* sebagai variabel moderasi. Pendekatan tersebut berpotensi memberikan pemahaman yang lebih spesifik mengenai kondisi ketika masing-masing dimensi ESG berkaitan dengan penciptaan nilai perusahaan.

REFERENSI

- Akhbar, R. T., & Ramadhan, D. P. (2026). Peran moderasi board characteristics dan foreign ownership terhadap hubungan kinerja keberlanjutan dan nilai perusahaan di Indonesia. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 10(3), 2740–2749. <https://doi.org/10.33395/owner.v10i3.3412>
- Aras, G., & Hacioglu Kazak, E. (2022). Enhancing firm value through the lens of ESG materiality: Evidence from the banking sector in OECD countries. *Sustainability*, 14(22), 15302. <https://doi.org/10.3390/su142215302>
- Arieftiara, D., Widyastuti, S., Masripah, M., Miftah, M., & Wijaya, S. (2025). The role of largest ownership structure in ESG reporting, tax avoidance, and firm value: Evidence from emerging markets. *Qubahan Academic Journal*, 5(2), 293–321. <https://doi.org/10.48161/qaj.v5n2a1682>
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Buchetti, B., Arduino, F. R., & Perdichizzi, S. (2025). A literature review on corporate governance and ESG research: Emerging trends and future directions. *International Review of Financial Analysis*, 97, 103759. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103759>
- de la Fuente, G., & Velasco, P. (2026). ESG, bank debt and firm value: A signaling perspective. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 37(2), 330–356. <https://doi.org/10.1111/jifm.70002>
- Denia, A. P., Sukmadilaga, C., & Ghani, E. K. (2024). Do enterprise risk management practices and ESG performance influence firm value of banks? Evidence from ASEAN countries. *Asian Journal of Economic Modelling*, 12(1), 35–52. <https://doi.org/10.55493/5009.v12i1.4985>
- Fernanda, H., Rachmania, B., & Natalia, R. D. (2026). Institutional ownership and the ESG on firm value: Evidence from Indonesia's food and beverage sector. *UKR Journal of Economics, Business and Management*, 2(7), 173–183. <https://doi.org/10.5281/zenodo.21589886>
- Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: The audit committee as moderating variable. *Economies*, 10(12), 314. <https://doi.org/10.3390/economies10120314>
- Hamidi, M. I., & Utama, A. A. G. S. (2026). ESG performance and firm value: What matters most for investors in Indonesia? *Jurnal Akademi Akuntansi*, 9(1), 211–221. <https://doi.org/10.22219/jaa.v9i1.43271>
- Handika, A. (2026). When ESG meets foreign capital: Market valuation evidence from Indonesia's LQ45. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 21(1), 60–77. <https://doi.org/10.21009/wahana.21.014>



- Istikomah, Rahmawati, & Amperawati, E. D. (2023). The impact of ESG risk scores on firm value: Foreign ownership as a moderating role. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 6(1), 139–147. <https://doi.org/10.26905/afr.v6i1.10109>
- Khan, A., Lasyoud, A. A., & Abbas, M. (2026). Validated signalling: How ownership structure enhances ESG disclosure credibility in an emerging market. *Business Strategy and the Environment*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1002/bse.71260>
- Lee, S., Lee, S.-J., & Kim, J. (2025). ESG and firm performance in Korea: The moderating role of CEO tenure, ownership structure, and foreign ownership. *Sustainability*, 17(19), 8944. <https://doi.org/10.3390/su17198944>
- Lerskullawat, P., & Ungphakorn, T. (2024). ESG performance, ownership structure and firm value: Evidence from ASEAN-5. *ABAC Journal*, 44(4), 517–534. <https://doi.org/10.59865/abacj.2024.63>
- Lestari, R., Suwadi, S. A., Muthmainnah, D. R., Sriwulandari, E., Kusuma, I. W., & Frendy. (2025). Examining ownership structure's impact on sustainability disclosure to enhance corporate value: Evidence from Indonesia. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 28(2), 247–270. <https://doi.org/10.33312/ijar.900>
- Li, X., Saat, M. M., Khatib, S. F. A., & Liu, Y. (2024). Sustainable development and firm value: How ESG performance shapes corporate success—a systematic literature review. *Business Strategy & Development*, 7(4), e70026. <https://doi.org/10.1002/bsd2.70026>
- Ma, S., & Ma, T. (2025). ESG controversies and firm value: Evidence from A-share companies in China. *Sustainability*, 17(6), 2750. <https://doi.org/10.3390/su17062750>
- Martiny, A., Taglialatela, J., Testa, F., & Iraldo, F. (2024). Determinants of environmental social and governance (ESG) performance: A systematic literature review. *Journal of Cleaner Production*, 456, 142213. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.142213>
- Meini, Z., & Setijaningsih, H. T. (2024). The impact of ESG on firm value: Empirical study on Indonesia and Singapore companies. *Jurnal Equity*, 27(2), 128–141. <https://doi.org/10.34209/equ.v27i2.9183>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLOS ONE*, 20(2), e0315935. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315935>
- Nguyen, T. L. A., & La, T. T. T. (2025). ESG and firm value in Vietnam: The moderating role of profitability. *International Journal of Analysis and Applications*, 23, 234. <https://doi.org/10.28924/2291-8639-23-2025-234>
- Pongsatitpat, S., Saphio, M., Thunputtadom, P., & Srikaew, B. (2025). The moderating effect of family ownership structure on the relationship between ESG performance and firm value of sustainable listed firms in Thailand. *Creative Business and Sustainability Journal*, 47(1), 20–39. <https://doi.org/10.58837/CHULA.CBSJ.47.1.2>
- Prabawati, P. I., & Rahmawati, I. P. (2022). The effects of environmental, social, and governance (ESG) scores on firm values in ASEAN member countries. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(2), 119–129. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol26.iss2.art2>
- Pratiwi, A. R., Nasution, A. A., & Erwin, K. (2026). The effect of ESG disclosure and ownership structure on firm value: The moderating effect of profitability. *Economic and Business Horizon*, 5(3), 229–244. <https://doi.org/10.54518/ebh.5.3.2026.1173>



- Prayogo, I., Setiawati, R., & Bah, C. J. (2024). How ownership structure and ESG disclosure influence firm value and performance: Unveiling the audit committee's moderating effects. *Advances in Management Innovation*, 1(1), 59–70. <https://doi.org/10.69725/ami.v1i1.98>
- Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: The role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2297446. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2297446>
- Sari, D. D. I., & Valdiansyah, R. H. (2025). Effectiveness of ESG practices in enhancing firm value: Evidence from Indonesian banking. *Journal of Contemporary Accounting*, 7(3), 226–238. <https://doi.org/10.20885/jca.vol7.iss3.art6>
- Staugaitis, A. J., & Christauskas, Č. (2026). ESG performance and firm value: Evidence on nonlinear effects and individual ESG dimensions from European Union listed companies. *International Journal of Financial Studies*, 14(8), 223. <https://doi.org/10.3390/ijfs14080223>
- Surya, R. A. S., Andreas, Halim, E. H., & Zarefar, A. (2026). ESG performance and firm value in Indonesia: Do political connections and external assurance matter? *Journal of Risk and Financial Management*, 19(2), 131. <https://doi.org/10.3390/jrfm19020131>
- Tran, H. V. (2026). Financial market valuation of ESG factors: The moderating role of shareholder pressure and the impact on corporate financial performance. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 2(67), 336–355. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.2.67.2026.5086>
- Wedajo, A. D., Salah, A. A., Bhat, M. A., Iqbal, R., & Khan, S. T. (2024). Analyzing the dynamic relationship between ESG scores and firm value in Chinese listed companies: Insights from generalized cross-lagged panel model. *Discover Sustainability*, 5, 336. <https://doi.org/10.1007/s43621-024-00546-2>
- Wijayanto, A., & Supanto, F. (2025). ESG performance, firm value, and the mediating role of financial performance: Evidence from top ESG companies in the largest ASEAN economies. *Studies in Business and Economics*, 20(3), 366–386. <https://doi.org/10.2478/sbe-2025-0059>
- Zheng, C., Khan, M. A. M., Islam, R., & Chowdhury, M. M. (2025). Exploring the relationship between ESG performance and firm value in Chinese and US banks: The moderating impact of environmental uncertainty and competitive advantage. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 14(1), 1–16. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v14i1.3999>
- Zhong, S., Hou, J., Li, J., & Gao, W. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using fsQCA method: Cases of the Chinese manufacturing enterprises. *Frontiers in Psychology*, 13, 1019469. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1019469>