

Research Paper

Peran mediasi ESG pada hubungan kepemilikan asing dan struktur modal: Moderasi likuiditas dan ukuran perusahaan

Amelia Oktrivina*^{ID}, Nelyumna, Sailendra, Salma Atikah & Aaliyah Putri Suja

Article Information:

Received 9/23/2025

Revised 11/20/2025

Accepted 11/20/2025

Online First 11/21/2025

Abstract

This study aims to analyze the role of Environmental, Social, and Governance (ESG) as a mediating variable in the relationship between Foreign Ownership and Capital Structure, while considering Liquidity as a moderating variable and Firm Size as a control variable. A quantitative approach was employed using the Partial Least Squares–Structural Equation Modeling (PLS-SEM) method through the SmartPLS 4.0 application. The research sample consists of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2020–2024 period that consistently reported ESG scores. The results indicate that foreign ownership has a positive influence on the implementation of ESG, while ESG strengthens the relationship between foreign ownership and capital structure. Thus, ESG serves as a partial mediating variable that links foreign ownership with corporate financing policy. Furthermore, liquidity is found to act as a moderating variable that enhances the relationship between foreign ownership and ESG. These findings highlight that foreign investors play an important role in encouraging the adoption of sustainability principles (ESG), which ultimately contributes to the efficiency of capital structure management. This research contributes to the development of sustainable finance literature and provides practical implications for corporate management and regulators to integrate ESG principles into financial policies and long-term business strategies.

Corresponding author:

Email:

ameliaoktrivina@univpancasila.ac.id

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Pancasila, Jakarta,
Indonesia

Jurnal Akuntansi dan
Manajemen
Vol 23, No. 01, 57-72

Keywords: ESG, Foreign Ownership, Capital Structure, Liquidity, Firm Size

Author(s) Detail

1. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia
2. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia
3. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia
4. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia
5. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila, Jakarta, Indonesia



@2025 The Author(s). Published by Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia jakarta. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. The terms on which this article has been published allow the posting of the Accepted Manuscript in a repository by the author(s) or with their consent.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran Environmental, Social, and Governance (ESG) sebagai variabel mediasi pada hubungan antara Kepemilikan Asing dan Struktur Modal, dengan mempertimbangkan Likuiditas sebagai variabel moderasi dan Ukuran Perusahaan sebagai variabel kontrol. Pendekatan yang digunakan adalah kuantitatif dengan metode PLS-SEM melalui aplikasi SmartPLS 4.0. Sampel penelitian terdiri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024 yang secara konsisten melaporkan skor ESG. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap penerapan ESG, sedangkan ESG berperan dalam memperkuat hubungan antara kepemilikan asing dan struktur modal. Dengan demikian, ESG terbukti berfungsi sebagai variabel mediasi parsial yang menghubungkan kepemilikan asing dengan kebijakan pendanaan perusahaan. Selain itu, likuiditas ditemukan berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat hubungan antara kepemilikan asing dan ESG. Temuan ini menegaskan bahwa investor asing memiliki peran penting dalam mendorong penerapan prinsip keberlanjutan (ESG) yang pada akhirnya berdampak pada efisiensi pengelolaan struktur modal. Penelitian ini berkontribusi terhadap pengembangan literatur keuangan berkelanjutan serta memberikan implikasi praktis bagi manajemen perusahaan dan regulator untuk mengintegrasikan prinsip ESG ke dalam kebijakan pendanaan dan strategi bisnis jangka panjang.

Kata Kunci: ESG, Kepemilikan Asing, Struktur Modal, Likuiditas, Ukuran Perusahaan

1. Pendahuluan

Kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) telah menjadi komponen kritis dalam strategi korporasi dan pengambilan keputusan investasi seiring dengan meningkatnya tuntutan pembangunan berkelanjutan. Sebagai kerangka evaluasi non-finansial, ESG tidak hanya memengaruhi reputasi dan manajemen risiko perusahaan tetapi juga berkorelasi dengan kinerja keuangan jangka panjang. Hal ini mendorong perusahaan untuk mengintegrasikan prinsip-prinsip ESG guna memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan dan keselarasan dengan agenda global seperti Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (Singh & Bhasin, 2024; Sklavos & Theodossiou, 2025). Di sisi lain, struktur modal merupakan kombinasi antara pendanaan ekuitas dan utang sebagai determinan fundamental dalam kesehatan finansial dan fleksibilitas strategis perusahaan. Meskipun literatur keuangan tradisional telah mengidentifikasi berbagai faktor seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kondisi makroekonomi sebagai pengaruh struktur modal, peran kinerja ESG belum dieksplorasi secara komprehensif (Wahyuningtyas *et al.*, 2024; Zhao & Zhang, 2024).

Penelitian ini dilakukan untuk mengisi kesenjangan penelitian sebelumnya dengan menguji bagaimana kepemilikan asing memengaruhi struktur modal, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kinerja ESG. Selain itu, penelitian ini juga mengintegrasikan likuiditas sebagai variabel moderasi yang berperan memperkuat atau memperlemah hubungan antara kepemilikan asing, ESG, dan struktur modal, sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika pengaruh faktor internal perusahaan terhadap keputusan pendanaan. Di sisi lain, ukuran perusahaan ditempatkan sebagai variabel kontrol untuk memastikan bahwa hubungan antara kepemilikan asing, ESG, dan struktur modal dapat dianalisis secara lebih objektif dengan mempertimbangkan perbedaan skala perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini berupaya menjawab bagaimana kepemilikan asing memengaruhi struktur modal secara langsung, bagaimana pengaruh tidak langsungnya melalui ESG, bagaimana likuiditas memoderasi hubungan tersebut, serta sejauh mana ukuran perusahaan turut mengontrol hubungan antarvariabel utama dalam model penelitian.

Meskipun studi terdahulu mengonfirmasi pengaruh kinerja ESG terhadap struktur modal seperti penurunan biaya ekuitas di Asia Tenggara (1), peningkatan leverage di Eropa (2), serta pola pembiayaan spesifik di China (3) dan konsisten menunjukkan bahwa kepemilikan asing mengurangi leverage (Do *et al.*, 2020; Gupta *et al.*, 2024), mekanisme intermediasi ESG dalam hubungan ini belum pernah diteliti. Selain itu, meskipun kepemilikan asing telah banyak mendorong praktik ESG melalui tekanan institusional global (Han & Song, 2025; E. Kim, 2025), efek kontinjensinya (selama tekanan keuangan pada dinamika struktur modal) masih belum dieksplorasi oleh penelitian sebelumnya (M. Kim *et al.*, 2025).

Penelitian ini memberikan kontribusi orisinal dalam literatur keuangan korporat dengan mengatasi tiga celah penelitian yang belum terselesaikan. Pertama, meskipun studi terdahulu telah mengkaji hubungan terpisah antara kinerja ESG dan struktur modal serta antara kepemilikan asing dan struktur modal, penelitian ini merupakan yang pertama secara komprehensif menguji peran mediasi kinerja ESG dalam menjelaskan mekanisme hubungan kepemilikan asing-struktur modal. Temuan ini tidak hanya menjawab pertanyaan bagaimana kepemilikan asing memengaruhi struktur modal melalui saluran tidak langsung ESG, tetapi juga melampaui pendekatan hubungan langsung yang selama ini mendominasi literatur.

Kedua, penelitian ini mengintegrasikan variabel kontrol kritis berupa quick ratio dan firm size sebagai faktor pemoderasi, suatu pendekatan yang belum pernah dilakukan dalam penelitian sejenis. Integrasi ini memungkinkan pengujian terhadap kondisi batas di mana hubungan *foreign ownership-ESG-capital structure* dapat berubah, terutama dalam konteks likuiditas perusahaan dan ukuran perusahaan. Analisis ini mengungkap apakah tekanan likuiditas memperkuat atau melemahkan preferensi pendanaan investor asing, serta apakah efek mediasi ESG lebih kuat pada perusahaan besar yang memiliki akses lebih baik ke pasar modal hijau.

Dari segi kontribusi teoretis, penelitian ini memperluas teori *financing hierarchy* dengan memasukkan ESG sebagai determinan non-keuangan yang dimediasi oleh kepemilikan asing, sekaligus memajukan literatur *corporate governance* dengan menunjukkan bahwa foreign ownership tidak hanya memengaruhi struktur modal secara langsung tetapi juga melalui saluran ESG. Secara metodologis, penelitian ini menerapkan path analysis dengan moderasi bertingkat untuk memisahkan efek langsung, tidak langsung, dan kondisional - suatu pendekatan inovatif yang belum digunakan dalam studi-studi sebelumnya. Temuan penelitian ini juga memiliki implikasi kebijakan yang relevan bagi regulator dalam merancang insentif ESG dengan mempertimbangkan komposisi kepemilikan asing dan profil likuiditas perusahaan.

2. Landasan Teori dan Hipotesis

Teori Perilaku Perusahaan menjelaskan bahwa kepemilikan asing dapat meningkatkan kinerja ESG melalui penerapan standar internasional yang lebih ketat dan kapasitas pengawasan yang lebih baik. Investor asing umumnya membawa praktik terbaik dalam tata kelola berkelanjutan, termasuk sistem pelaporan yang lebih transparan dan kebijakan lingkungan yang lebih ambisius. Namun, hubungan ini bersifat dinamis dan sangat dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan. Ketika perusahaan mengalami tekanan keuangan, kecenderungan untuk memprioritaskan tujuan jangka pendek sering kali mengakibatkan pengurangan alokasi sumber daya untuk inisiatif ESG, terutama pada perusahaan dengan kepemilikan asing tinggi. Hal ini mencerminkan respons adaptif perusahaan terhadap umpan balik negatif, di mana kelangsungan usaha jangka pendek menjadi lebih penting daripada komitmen keberlanjutan jangka panjang.

Teori Keagenan melihat kepemilikan asing sebagai mekanisme alternatif untuk mengurangi konflik keagenan melalui penguatan tata kelola perusahaan. Investor asing

berperan aktif dalam mengawasi manajemen, meningkatkan transparansi, dan menerapkan sistem insentif yang selaras dengan kepentingan jangka panjang. Kehadiran mereka mendorong adopsi praktik bisnis yang lebih bertanggung jawab dengan memperkenalkan standar internasional dalam pengambilan keputusan korporat. Selain itu, tekanan dari investor asing untuk memenuhi harapan pasar global sering kali menghasilkan peningkatan kualitas pelaporan keberlanjutan dan implementasi kebijakan ESG yang lebih komprehensif. Dengan demikian, kepemilikan asing tidak hanya berfungsi sebagai pengganti mekanisme disiplin utang tetapi juga sebagai katalis untuk transformasi menuju praktik bisnis yang lebih berkelanjutan.

Kombinasi kedua teori ini memberikan pemahaman yang holistik tentang bagaimana kepemilikan asing memengaruhi kinerja ESG. Sementara Teori Perilaku Perusahaan menjelaskan respons dinamis perusahaan terhadap tekanan eksternal, Teori Keagenan mengungkap mekanisme struktural yang memungkinkan investor asing membentuk praktik ESG. Bersama-sama, keduanya menunjukkan bahwa dampak kepemilikan asing pada ESG bersifat multifaset dan tergantung pada konteks keuangan serta tata kelola perusahaan.

Hubungan Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal

Kepemilikan asing memiliki peranan penting dalam memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Investor asing biasanya membawa standar tata kelola yang lebih ketat, ekspektasi transparansi, serta preferensi terhadap praktik bisnis yang stabil dan berorientasi jangka panjang. Tekanan ini mendorong perusahaan untuk mengelola *leverage* secara lebih hati-hati, menjaga rasio utang dalam batas yang sehat, dan memastikan penggunaan modal berlangsung secara efisien. Secara teori, hubungan ini sejalan dengan *agency theory* dan *pecking order theory*, yang menjelaskan bahwa masuknya pemegang saham asing dapat mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan termasuk dalam menentukan proporsi utang dan ekuitas. Dengan demikian, semakin besar kepemilikan asing dalam suatu perusahaan, semakin besar pula kecenderungan perusahaan untuk menata struktur modalnya agar lebih efisien, terukur, dan sesuai ekspektasi pasar global.

H1: Kepemilikan Asing (FOR) berpengaruh terhadap Struktur Modal (DER).

Hubungan Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal melalui ESG

Peran ESG menjadi jalur penting yang menjelaskan bagaimana kepemilikan asing memengaruhi struktur modal secara tidak langsung. Investor asing sering kali memiliki tuntutan tinggi terhadap keberlanjutan, pelaporan ESG, manajemen risiko lingkungan, hingga tata kelola yang transparan. Hal ini mendorong perusahaan untuk meningkatkan skor ESG mereka guna mempertahankan kepercayaan investor global. Peningkatan kinerja ESG kemudian berdampak pada penguatan struktur modal, karena perusahaan dengan performa keberlanjutan yang baik dianggap memiliki risiko lebih rendah, reputasi lebih kuat, serta akses lebih mudah ke pembiayaan murah seperti *green financing* atau obligasi berkelanjutan. Berdasarkan *stakeholder theory* dan *resource-based view*, ESG menjadi aset strategis yang meningkatkan kredibilitas sekaligus stabilitas finansial perusahaan. Dengan demikian, ESG berfungsi sebagai jembatan yang menghubungkan kepemilikan asing dengan efisiensi pengelolaan pendanaan perusahaan—menegaskan bahwa perilaku investor asing tidak hanya memengaruhi aspek keuangan, tetapi juga meningkatkan kualitas keberlanjutan yang kemudian tercermin dalam struktur modal.

H2: Kepemilikan Asing (FOR) berpengaruh terhadap Struktur Modal (DER) melalui ESG.

Hubungan Likuiditas sebagai Pemoderasi antara Kepemilikan Asing, ESG, dan Struktur Modal

Likuiditas berperan sebagai faktor penguat yang mempertegas pengaruh kepemilikan asing terhadap ESG, dan pada akhirnya berpotensi memengaruhi struktur modal. Perusahaan dengan

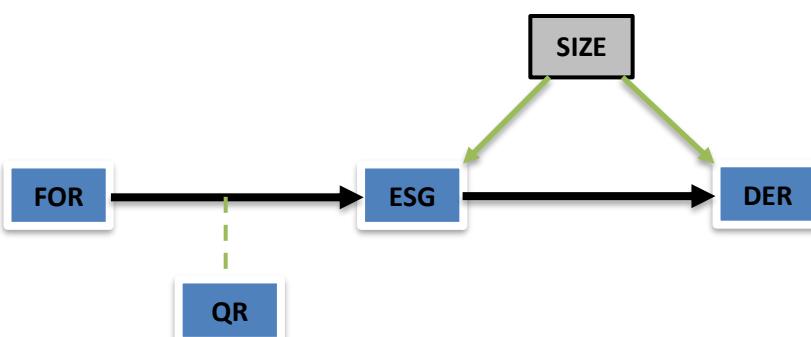
tingkat likuiditas tinggi memiliki fleksibilitas finansial lebih besar untuk merespons tuntutan investor asing dalam hal keberlanjutan. Ketika likuiditas kuat, perusahaan dapat mengalokasikan sumber daya untuk program ESG seperti efisiensi energi, pengelolaan limbah, audit tata kelola, dan pelaporan keberlanjutan tanpa mengganggu operasi atau stabilitas keuangannya. Dalam *financial flexibility theory*, perusahaan yang likuid mampu bertindak lebih responsif terhadap tekanan eksternal dan sekaligus mengurangi risiko finansial yang dapat memengaruhi *leverage*. Oleh karena itu, likuiditas memperkuat hubungan kepemilikan asing terhadap peningkatan ESG, dan melalui peningkatan ESG tersebut, perusahaan mampu mengelola struktur modalnya dengan lebih efisien. Dengan kata lain, likuiditas menjadi katalis yang membuat pengaruh investor asing terhadap keberlanjutan dan keputusan pendanaan menjadi lebih kuat dan efektif.

H3: Likuiditas (Quick Ratio) memoderasi hubungan antara Kepemilikan Asing (FOR) dan ESG

Hubungan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Kontrol dalam Model Kepemilikan Asing, ESG, dan Struktur Modal

Ukuran perusahaan berfungsi sebagai variabel kontrol yang memastikan bahwa hubungan antara kepemilikan asing, ESG, dan struktur modal tidak bias akibat variasi skala perusahaan. Perusahaan besar biasanya memiliki akses pendanaan yang lebih luas, reputasi yang lebih kuat, serta stabilitas operasional yang lebih tinggi, sehingga wajar jika ukuran berkorelasi dengan struktur modal. Namun demikian, ukuran perusahaan tidak secara otomatis menentukan kualitas ESG. Komitmen terhadap keberlanjutan lebih dipengaruhi oleh strategi manajemen, tekanan pemangku kepentingan, dan tuntutan investor asing daripada sekadar besar kecilnya aset. Oleh sebab itu, memasukkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol membantu memastikan bahwa hubungan utama dalam model yaitu efek kepemilikan asing dan ESG terhadap struktur modal tetap objektif dan terukur. Dengan demikian, ukuran perusahaan berfungsi bukan sebagai pemoderasi, tetapi sebagai penyeimbang yang menjaga validitas hubungan antar variabel penelitian.

H4: Ukuran Perusahaan (Size) sebagai Variabel Kontrol dalam hubungan antara Model Kepemilikan Asing, ESG, dan Struktur Modal



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Keterangan:

FOR : *Foreign Ownership*/ Kepemilikan Asing

QR : *Quick Ratio*/ Rasio Cepat

ESG : *Environmental, Social, and Governance* / Kinerja ESG

SIZE : *Firm Size*/ Ukuran Perusahaan

DER : *Capital Structure*/ Stuktur Modal

3. Metode Penelitian

Sampel dan Prosedur

Penelitian ini menggunakan purposive sampel selama periode 2020–2024 yang secara konsisten melaporkan skor ESG, keseluruhan sampel sebanyak 30 perusahaan yang dijadikan sampel total keseluruhannya adalah 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan kriteria pemilihan meliputi: (1) ketersediaan data ESG yang dipublikasikan dalam laporan keberlanjutan atau tahunan selama tiga tahun berturut-turut, (2) representasi berbagai sektor termasuk energi, keuangan, konsumen, properti, dan teknologi untuk memastikan keragaman analisis, serta (3) fokus pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar dan menengah (large-cap dan mid-cap) untuk meminimalkan bias volatilitas keuangan. Data ESG diperoleh dari Refinitiv Eikon dan Sustainalytics, sedangkan data kinerja keuangan (Kepemilikan Asing, *Quick Ratio*, ESG, *SIZE* dan DER) dikumpulkan dari laporan keuangan tahunan perusahaan-perusahaan tersebut.

Pengukuran

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Definisi Konseptual	Definisi Operasional	Skala Pengukuran	Sumber Data
ESG	Kinerja perusahaan dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan	Skor komposit yang mencerminkan pencapaian perusahaan dalam kriteria Environmental, Social, dan Governance	Rasio (0-100)	Refinitiv/ Bloomberg ESG Database
Kepemilikan Asing	Proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh investor asing	Percentase saham yang dimiliki oleh investor asing terhadap total saham beredar	Rasio (%)	Laporan Tahunan Perusahaan
Struktur Modal	Komposisi pendanaan perusahaan antara utang dan ekuitas	Rasio total utang terhadap total ekuitas perusahaan (Debt-to-Equity Ratio)	Rasio	Laporan Keuangan Perusahaan
Likuiditas	Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek	Rasio aset lancar (dikurangi persediaan) terhadap kewajiban lancar (<i>Quick Ratio</i>)	Rasio	Neraca Keuangan Perusahaan

Variabel	Definisi Konseptual	Definisi Operasional	Skala Pengukuran	Sumber Data
Ukuran Perusahaan	Besaran skala operasional perusahaan	Logaritma natural dari total aset perusahaan ($\ln \text{Total Assets}$)	Interval (logaritmik)	Laporan Keuangan Perusahaan

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan prosedur *moderated mediation* (MODMED) berdasarkan framework Hayes untuk menganalisis hubungan kompleks antara kepemilikan asing, kinerja ESG, struktur modal, dan likuiditas. Model ini menguji baik efek mediasi (melalui kinerja ESG) maupun moderasi oleh *quick ratio* secara simultan. Analisis dilakukan dengan PROCESS Macro (Model 14) yang memungkinkan pengujian bagaimana likuiditas memoderasi baik tahap pertama (kepemilikan asing → ESG) maupun tahap kedua (ESG → struktur modal) dari mekanisme mediasi. Sebelum analisis, semua variabel kontinu ditransformasikan dan dilakukan centering untuk meminimalkan multikolinearitas, sementara term interaksi (kepemilikan asing × *quick ratio* dan ESG × *quick ratio*) dibentuk untuk menguji efek moderasi. Penelitian ini menggunakan prosedur *moderated mediation* (MODMED) berdasarkan framework Hayes untuk menganalisis hubungan kompleks antara kepemilikan asing, kinerja ESG, struktur modal, dan likuiditas.

Model ini menguji baik efek mediasi melalui kinerja ESG maupun moderasi oleh *quick ratio* secara simultan. Analisis dilakukan dengan SMART PLS 4.0 yang memungkinkan pengujian bagaimana likuiditas memoderasi baik tahap pertama (kepemilikan asing → ESG) maupun tahap kedua (ESG → struktur modal) dari mekanisme mediasi. Sebelum analisis, semua variabel kontinu ditransformasikan dan dilakukan centering untuk meminimalkan multikolinearitas, sementara term interaksi (kepemilikan asing × *quick ratio* dan ESG × *quick ratio*) dibentuk untuk menguji efek moderasi.

Prosedur analisis dimulai dengan mengestimasi conditional indirect effects pada tiga level likuiditas (rendah: -1SD, rata-rata: mean, tinggi: +1SD) menggunakan 5000 bootstrap samples dengan confidence interval 95%. Signifikansi efek mediasi bersyarat dinilai melalui index of *moderated mediation*, sedangkan interpretasi pola moderasi dilakukan melalui simple slope analysis dan teknik Johnson-Neyman untuk mengidentifikasi *range* signifikansi.

4. Hasil dan Pembahasan

Tabel 2. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

No	Variabel	Mean	Standard Deviation
1	FOR	48,43	30,11
2	ESG	31,58	18,79
3	DER	2,22	2,14
4	QR	1,58	1,49
5	SIZE	252.189.763,25	472.531.741,35

Sumber: Data diolah oleh peneliti

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif, terlihat bahwa variabel Kepemilikan Asing (FOR) memiliki nilai rata-rata sebesar 48,43 dengan standar deviasi 30,11. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan asing pada perusahaan sampel cukup bervariasi, ditandai dengan nilai dispersi yang relatif besar. Artinya, terdapat perusahaan dengan kepemilikan asing yang tinggi, namun ada pula yang rendah, mengindikasikan heterogenitas karakteristik investor pada masing-masing perusahaan.

Variabel *Environmental, Social, and Governance* (ESG) menunjukkan nilai rata-rata 31,58 dengan standar deviasi 18,79. Nilai ini mencerminkan bahwa secara umum tingkat penerapan ESG pada perusahaan di Indonesia masih berada pada kategori sedang cenderung rendah. Variasi yang cukup besar mengindikasikan adanya perbedaan yang signifikan dalam komitmen keberlanjutan antar perusahaan, yang dapat dipengaruhi oleh kebijakan internal maupun tekanan eksternal seperti regulasi dan permintaan investor.

Selanjutnya, variabel Struktur Modal (DER) memiliki rata-rata 2,22 dengan standar deviasi 2,14, menunjukkan bahwa perusahaan sampel cenderung menggunakan pendanaan berbasis utang dalam proporsi yang cukup besar terhadap ekuitasnya. Standar deviasi yang hampir setara dengan nilai rata-rata memperlihatkan adanya ketimpangan tingkat *leverage* antar perusahaan, di mana sebagian memiliki utang sangat tinggi, sementara sebagian lainnya relatif rendah.

Variabel Likuiditas (*Quick Ratio*) memiliki rata-rata 1,58 dengan standar deviasi 1,49. Nilai ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki kemampuan yang memadai untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya tanpa harus mengandalkan penjualan persediaan. Namun, tingginya standar deviasi menunjukkan adanya perbedaan kemampuan likuiditas yang cukup signifikan antar perusahaan.

Terakhir, variabel Ukuran Perusahaan memiliki nilai rata-rata 252 miliar rupiah dengan standar deviasi yang sangat besar, yaitu sekitar 472 miliar rupiah. Hal ini menunjukkan bahwa sampel penelitian mencakup perusahaan dengan ukuran yang sangat beragam, mulai dari perusahaan berskala menengah hingga perusahaan besar dengan aset yang sangat besar. Variabilitas yang tinggi ini menjadi faktor penting yang perlu dikontrol dalam analisis karena ukuran perusahaan dapat memengaruhi struktur modal dan kinerja ESG.

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis

	<i>Coeff</i>	<i>SD</i>	<i>t-statistic</i>	<i>P values</i>
<i>Control variabel</i>				
SIZE -> DER	0,000	0,000	11,148	0,000
SIZE -> ESG	0,000	0,000	1,185	0,236
<i>Main Effect</i>				
ESG -> DER	0,019	0,009	2,058	0,040
FOR -> ESG	0,286	0,062	4,648	0,000
QR -> ESG	4,765	1,653	2,883	0,004
<i>Moderating Effect</i>				
QR x FOR -> ESG	0,172	0,050	3,417	0,001
<i>Mediating Effect</i>				
FOR -> ESG -> DER	0,006	0,003	2,098	0,036
QR -> ESG -> DER	0,092	0,039	2,328	0,020

Sumber: Data diolah oleh peneliti

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap ESG

Berdasarkan hasil analisis yang ditampilkan pada tabel, pengaruh langsung antara Kepemilikan Asing (FOR) terhadap ESG. Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing berpengaruh signifikan terhadap ESG (koefisien = 0,286, t -statistic = 4,648, p -values = 0,000). Hal ini mengindikasikan bahwa Kepemilikan Asing memiliki peran penting dalam membentuk struktur modal melalui jalur langsung maupun tidak langsung. Secara statistik, pengaruh yang signifikan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing cenderung memiliki kebijakan struktur modal yang lebih teratur, efisien, dan memperhatikan faktor keberlanjutan.

Temuan ini sejalan dengan teori keagenan (*agency theory*) dan teori struktur modal (*pecking order theory*) yang menyatakan bahwa keterlibatan pemegang saham asing dapat memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Investor asing umumnya membawa praktik tata kelola yang lebih baik serta ekspektasi terhadap transparansi dan efisiensi penggunaan modal. Hal ini mendorong perusahaan untuk menyeimbangkan proporsi utang dan ekuitas secara optimal agar risiko finansial tetap terkendali. Dengan demikian, keberadaan kepemilikan asing dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin pasar yang meminimalkan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham lokal.

Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya seperti yang dikemukakan oleh Boateng dan Huang (2017), yang menemukan bahwa perusahaan dengan proporsi kepemilikan asing yang tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih konservatif. Hal ini karena investor asing sering kali memiliki preferensi terhadap stabilitas keuangan dan tingkat *leverage* yang terkendali. Sebaliknya, penelitian oleh Nguyen dan Kim (2020) menunjukkan bahwa di beberapa negara berkembang, kepemilikan asing justru dapat meningkatkan *leverage* karena adanya kepercayaan lebih tinggi terhadap kemampuan perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Dengan demikian, hasil penelitian ini menegaskan bahwa efek kepemilikan asing terhadap struktur modal dapat berbeda tergantung pada konteks kelembagaan dan karakteristik pasar modal negara yang bersangkutan.

Dalam konteks perusahaan di Indonesia, pengaruh kepemilikan asing terhadap struktur modal memiliki makna strategis. Investor asing di pasar Indonesia sering kali membawa standar pelaporan dan pengelolaan risiko yang lebih tinggi. Oleh karena itu, mereka cenderung mendorong perusahaan untuk menggunakan struktur modal yang lebih berhati-hati, menghindari ketergantungan berlebihan pada utang jangka panjang, serta menyeimbangkan antara pembiayaan internal dan eksternal. Praktik ini tidak hanya meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata investor global, tetapi juga memperkuat stabilitas keuangan perusahaan di tengah volatilitas ekonomi domestik.

Hasil ini memberikan implikasi bahwa manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan peran pemegang saham asing dalam menentukan strategi pendanaan. Keterlibatan investor asing dapat dijadikan *leverage* positif bagi perusahaan untuk memperkuat tata kelola keuangan serta memperluas akses terhadap pembiayaan internasional dengan biaya modal yang lebih rendah. Namun, manajemen juga harus berhati-hati agar tidak kehilangan kendali dalam pengambilan keputusan strategis akibat dominasi pihak asing dalam struktur kepemilikan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing berkontribusi signifikan terhadap pengelolaan struktur modal perusahaan melalui peran ESG dan disiplin keuangan. Investor asing cenderung mendorong perusahaan untuk menyeimbangkan rasio utang dengan pertimbangan keberlanjutan, transparansi, dan tata kelola yang baik. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat kepemilikan asing yang lebih tinggi umumnya memiliki struktur modal yang lebih sehat dan berorientasi jangka panjang.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal melalui ESG

Hasil analisis menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing (FOR) berpengaruh signifikan terhadap ESG (*Environmental, Social, and Governance*) dengan nilai koefisien sebesar 0,286, *t-statistic* = 4,648, dan *p-value* = 0,000 (<0,05), yang menandakan adanya hubungan positif yang kuat. Sementara itu, ESG juga berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal (DER) dengan nilai koefisien 0,019, *t-statistic* = 2,058, dan *p-value* = 0,040. Selanjutnya, pengaruh tidak langsung antara FOR terhadap DER melalui ESG juga terbukti signifikan dengan koefisien 0,006, *t-statistic* = 2,098, dan *p-value* = 0,036. Hasil ini menunjukkan bahwa ESG berperan sebagai variabel antara, yang turut membantu memengaruhi hubungan antara kepemilikan asing dan struktur modal perusahaan. Artinya, investor asing tidak hanya memengaruhi struktur pendanaan secara langsung, tetapi juga secara tidak langsung melalui peningkatan kinerja keberlanjutan perusahaan (ESG) yang berimplikasi pada keputusan struktur modal yang lebih efisien dan berorientasi jangka panjang.

Secara teoretis, hasil ini mendukung *stakeholder theory* dan *resource-based view (RBV)* yang menekankan pentingnya praktik keberlanjutan sebagai aset strategis perusahaan. Investor asing umumnya membawa nilai dan ekspektasi tinggi terhadap praktik tata kelola yang bertanggung jawab dan ramah lingkungan. Dengan meningkatnya kepemilikan asing, perusahaan ter dorong untuk meningkatkan performa ESG guna mempertahankan reputasi dan menarik kepercayaan investor. Kinerja ESG yang baik kemudian memengaruhi struktur modal dengan menurunkan risiko keuangan serta memperluas akses terhadap sumber pendanaan berbiaya rendah, seperti *green financing* dan *sustainable bonds*.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque *et al.* (2019) dan Broadstock *et al.* (2021), yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing yang signifikan cenderung memiliki performa ESG yang lebih baik, dan performa tersebut berdampak positif terhadap efisiensi struktur modal. Selain itu, penelitian Li *et al.* (2022) menemukan bahwa perusahaan dengan praktik ESG tinggi memiliki tingkat *leverage* yang lebih seimbang, karena praktik keberlanjutan dianggap menurunkan risiko kebangkrutan dan meningkatkan kepercayaan kreditor. Dengan demikian, peran ESG sebagai mediator dalam penelitian ini memperjelas mekanisme bagaimana investor asing memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan melalui jalur non-keuangan.

Dalam konteks pasar Indonesia, hubungan mediasi ini sangat relevan. Seiring meningkatnya perhatian terhadap keberlanjutan dan regulasi OJK terkait pelaporan ESG, investor asing cenderung memilih perusahaan yang proaktif dalam tanggung jawab sosial dan lingkungan. Ketika perusahaan meningkatkan kualitas ESG untuk menarik investor asing, mereka secara tidak langsung memperkuat struktur modalnya. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki akses lebih besar terhadap pembiayaan eksternal, memperoleh kepercayaan bank, dan mengurangi biaya modal karena dianggap memiliki risiko reputasi dan operasional yang lebih rendah.

Hasil ini memberikan implikasi penting bagi manajemen perusahaan. Untuk memanfaatkan potensi modal asing secara optimal, perusahaan perlu menjadikan praktik ESG sebagai strategi inti, bukan sekadar kewajiban regulatif. Peningkatan transparansi lingkungan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola yang baik akan meningkatkan persepsi positif investor asing, yang pada akhirnya memperkuat posisi keuangan perusahaan. Dengan kata lain, integrasi ESG bukan hanya memperbaiki citra perusahaan, tetapi juga berdampak nyata terhadap struktur modal yang lebih efisien dan berkelanjutan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG berfungsi sebagai mekanisme transmisi dalam hubungan antara kepemilikan asing dan struktur modal. Investor asing mendorong penerapan praktik keberlanjutan yang lebih baik, dan praktik tersebut

kemudian memperkuat posisi finansial perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang berorientasi pada ESG memiliki peluang lebih besar untuk mengoptimalkan komposisi modalnya secara efisien, menurunkan biaya pendanaan, dan meningkatkan nilai jangka panjang. Hal ini menegaskan bahwa sustainability dan struktur modal bukan dua hal yang terpisah, tetapi saling berkaitan melalui pengaruh kepemilikan asing yang menekankan tanggung jawab dan efisiensi keuangan.

Peran Likuiditas Sebagai Pemoderasi Hubungan Antara Kepemilikan Asing, ESG Dan Struktur Modal

Hasil uji moderasi menunjukkan bahwa interaksi antara *Quick Ratio* (QR) dan Kepemilikan Asing (FOR) terhadap ESG signifikan dengan koefisien 0,172 (*t-statistic* = 3,417; *p-values* = 0,001). Hal ini mengindikasikan bahwa likuiditas memperkuat hubungan positif antara kepemilikan asing dan ESG.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel likuiditas secara signifikan memoderasi hubungan antara kepemilikan asing dan kinerja ESG, dengan koefisien sebesar 0,172 dan *p-value* 0,001, yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Artinya, hubungan positif antara kepemilikan asing dan ESG menjadi semakin kuat ketika perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Dengan kata lain, perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar dan kondisi likuid yang baik lebih mampu menerapkan praktik keberlanjutan lingkungan, sosial, dan tata kelola secara konsisten dibandingkan perusahaan dengan likuiditas rendah.

Hasil ini dapat dijelaskan melalui *resource-based view (RBV)* dan *financial flexibility theory*. Likuiditas yang tinggi mencerminkan ketersediaan sumber daya kas dan aset lancar yang cukup untuk mendukung berbagai inisiatif strategis, termasuk implementasi kebijakan ESG. Dalam konteks ini, *moderating effect* likuiditas memperlihatkan bahwa meskipun kepemilikan asing membawa dorongan terhadap praktik keberlanjutan, realisasi kebijakan ESG sangat tergantung pada kemampuan keuangan perusahaan untuk membiayai kegiatan tersebut. Dengan demikian, *Quick Ratio* berperan sebagai penguatan pengaruh investor asing terhadap peningkatan performa ESG.

Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian oleh Chen *et al.* (2022) dan Luo & Bhattacharya (2021), yang menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi memiliki fleksibilitas keuangan lebih besar untuk mengalokasikan dana ke proyek ESG tanpa mengorbankan stabilitas keuangan jangka pendek. Selain itu, hasil ini memperkuat pandangan bahwa perusahaan dengan modal asing yang signifikan lebih cenderung menerapkan praktik keberlanjutan ketika didukung oleh kondisi likuiditas yang kuat. Sebaliknya, pada perusahaan dengan likuiditas rendah, kepemilikan asing mungkin tidak cukup efektif untuk mendorong praktik ESG karena keterbatasan sumber daya likuid untuk mendanai program-program keberlanjutan.

Efek moderasi likuiditas ini sangat penting mengingat banyak perusahaan masih menghadapi keterbatasan dalam mengalokasikan dana untuk program ESG. Investor asing mungkin memiliki ekspektasi terhadap praktik ESG yang baik, tetapi jika perusahaan tidak memiliki kapasitas likuiditas yang memadai, pelaksanaan kebijakan tersebut menjadi sulit. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat *Quick Ratio* yang tinggi memiliki peluang lebih besar untuk memenuhi ekspektasi investor asing, meningkatkan transparansi, serta mengimplementasikan praktik tanggung jawab sosial dan tata kelola yang baik. Hal ini menjelaskan mengapa pengaruh kepemilikan asing terhadap ESG lebih kuat pada perusahaan yang sehat secara finansial.

Dari perspektif manajerial, hasil ini memberikan pemahaman bahwa perusahaan tidak cukup hanya mengandalkan dorongan eksternal dari investor asing untuk memperkuat kinerja ESG, tetapi juga harus menjaga likuiditas yang memadai. Manajemen perlu menyeimbangkan

antara efisiensi penggunaan kas dan investasi dalam kegiatan keberlanjutan agar hubungan dengan investor asing tetap produktif. Strategi pengelolaan kas yang efisien, penurunan utang jangka pendek, serta diversifikasi aset likuid dapat menjadi langkah yang mendukung efektivitas kebijakan ESG. Dengan demikian, likuiditas tidak hanya menjadi indikator keuangan, tetapi juga instrumen strategis yang memperkuat implementasi nilai-nilai keberlanjutan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian membuktikan bahwa likuiditas berperan sebagai faktor pemoderasi yang memperkuat hubungan antara kepemilikan asing dan ESG. Perusahaan dengan tingkat Quick Ratio yang tinggi dapat mengoptimalkan pengaruh positif investor asing terhadap praktik keberlanjutan karena memiliki kemampuan finansial yang lebih besar untuk berinovasi dan berinvestasi dalam kegiatan yang mendukung tanggung jawab sosial dan lingkungan. Sebaliknya, pada perusahaan dengan likuiditas rendah, efek kepemilikan asing terhadap ESG menjadi lemah karena keterbatasan dana untuk mendukung kegiatan non-produktif secara langsung. Oleh karena itu, menjaga tingkat likuiditas yang sehat merupakan syarat penting untuk memastikan keberhasilan penerapan ESG yang berkelanjutan dalam lingkungan bisnis yang semakin kompetitif.

Peran Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Kontrol Pada Model Hubungan Kepemilikan Asing, ESG dan Struktur Modal

Hasil analisis menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal (DER) dengan nilai koefisien 0,000, *t-statistic* = 11,148, dan *p-value* = 0,000 (<0,05). Namun, pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap ESG tidak signifikan dengan *p-value* = 0,236 (>0,05). Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang kuat terhadap struktur modal, di mana perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kapasitas pendanaan yang lebih baik, tetapi tidak secara langsung memengaruhi penerapan praktik keberlanjutan (ESG). Dengan demikian, ukuran perusahaan berperan terutama sebagai faktor finansial yang memengaruhi keputusan pendanaan, bukan sebagai determinan utama dalam kebijakan keberlanjutan perusahaan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal (DER) dengan nilai koefisien 0,000, *t-statistic* 11,148, dan *p-value* 0,000, menandakan pengaruh yang kuat secara statistik. Namun, hubungan antara *Size* terhadap ESG tidak signifikan dengan *p-value* 0,236. Artinya, ukuran perusahaan memengaruhi besar kecilnya penggunaan utang (struktur modal), tetapi tidak berpengaruh langsung terhadap penerapan praktik keberlanjutan (ESG). Dengan demikian, *size* hanya berfungsi sebagai faktor pengendali (kontrol) yang memastikan bahwa hubungan utama antar variabel tidak dipengaruhi oleh variasi skala perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan teori *pecking order theory* dan *trade-off theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki akses pendanaan yang lebih luas dan reputasi yang lebih baik di mata kreditor. Ukuran perusahaan yang besar menjadi indikator stabilitas dan kemampuan perusahaan dalam mengelola utang, sehingga perusahaan besar cenderung memanfaatkan *leverage* dengan lebih optimal. Namun, tidak adanya pengaruh signifikan ukuran terhadap ESG menunjukkan bahwa inisiatif keberlanjutan tidak semata-mata ditentukan oleh besar kecilnya aset, melainkan oleh orientasi manajemen, tekanan investor, dan tata kelola perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh Bae *et al.* (2021), Jarboui & Toukabri (2022), menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan struktur modal karena perusahaan besar lebih dipercaya oleh investor dan lembaga keuangan. Hasil ini sejalan dengan temuan penelitian Anda. Namun, tidak signifikannya hubungan antara *Size* dan ESG juga didukung oleh studi Li & Zhang (2023) yang menjelaskan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu menentukan seberapa kuat perusahaan menerapkan prinsip ESG; faktor

budaya organisasi, tekanan pasar, dan pengawasan pemegang saham justru memainkan peran lebih besar. Oleh karena itu, peran *Size* dalam penelitian ini bersifat kontrol struktural, bukan variabel yang secara langsung mendorong keberlanjutan.

Pada perusahaan di Indonesia, hasil ini dapat dijelaskan oleh perbedaan tingkat kematangan ESG antar skala bisnis. Perusahaan besar mungkin memiliki sumber daya finansial yang lebih besar, namun belum tentu memiliki *awareness* dan kebijakan ESG yang matang. Sebaliknya, beberapa perusahaan menengah justru mulai terdorong untuk menerapkan ESG karena tekanan dari investor asing dan tuntutan pasar global. Oleh karena itu, tidak signifikannya pengaruh ukuran terhadap ESG menggambarkan bahwa praktik keberlanjutan di Indonesia masih bersifat normatif dan belum sepenuhnya melekat pada strategi korporasi besar.

Secara manajerial, hasil ini memberikan implikasi penting bahwa ukuran perusahaan tidak boleh dijadikan satu-satunya indikator dalam menilai komitmen terhadap ESG. Manajemen perusahaan besar harus berhati-hati agar tidak terjebak dalam “*symbolic ESG*” yaitu sekadar pelaporan tanpa implementasi nyata. Sebaliknya, perusahaan kecil dan menengah dapat memanfaatkan fleksibilitas organisasi mereka untuk menerapkan praktik ESG yang lebih inovatif dan kontekstual. Sementara itu, dari sisi struktur modal, manajer keuangan perlu mempertimbangkan bahwa ukuran yang lebih besar memang mempermudah akses terhadap pembiayaan eksternal, tetapi penggunaan utang tetap harus dikelola secara proporsional untuk menjaga kinerja jangka panjang.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menegaskan bahwa ukuran perusahaan berperan signifikan terhadap struktur modal tetapi tidak terhadap ESG. Ukuran yang besar memperkuat kapasitas perusahaan dalam memperoleh pembiayaan dan meningkatkan *leverage*, sesuai dengan teori keuangan klasik. Namun, dalam konteks keberlanjutan, ukuran bukanlah penentu utama keberhasilan ESG karena implementasi ESG lebih dipengaruhi oleh faktor tata kelola dan tekanan pemangku kepentingan. Oleh karena itu, penggunaan *Size* sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini tepat, karena memastikan bahwa hubungan antara kepemilikan asing, ESG, dan struktur modal tidak bias akibat perbedaan skala perusahaan.

5. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan mengenai Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal dengan ESG sebagai Variabel Mediasi, Likuiditas sebagai Variabel Moderasi, dan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Kontrol, diperoleh beberapa kesimpulan utama sebagai berikut:

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing (FOR) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Investor asing terbukti membawa praktik tata kelola yang lebih baik, transparansi yang lebih tinggi, serta mendorong perusahaan untuk memperhatikan aspek keberlanjutan dalam strategi operasionalnya. Temuan ini memperkuat teori keagenan dan *stakeholder theory* yang menjelaskan bahwa keterlibatan pemegang saham asing mampu mengurangi konflik keagenan melalui peningkatan standar tata kelola dan akuntabilitas lingkungan maupun sosial.

Hasil uji mediasi menunjukkan bahwa ESG berperan sebagai *partial mediator* yang memperkuat hubungan antara Kepemilikan Asing (FOR) dan Struktur Modal (DER). Artinya, pengaruh investor asing terhadap keputusan pendanaan perusahaan tidak hanya bersifat langsung, tetapi juga tidak langsung melalui peningkatan kinerja keberlanjutan. Dengan kata lain, semakin tinggi keterlibatan asing, semakin baik praktik ESG perusahaan, yang pada akhirnya memperkuat efisiensi struktur modal. Perusahaan dengan ESG tinggi cenderung memperoleh

pembiayaan dengan biaya modal lebih rendah karena dinilai memiliki risiko lebih kecil oleh kreditor dan investor.

Quick Ratio berpengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan antara FOR dan ESG. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan untuk mengimplementasikan program keberlanjutan tanpa mengorbankan stabilitas finansial. Perusahaan dengan kondisi likuid yang baik mampu merespons ekspektasi investor asing terhadap penerapan prinsip ESG secara lebih efektif.

Ukuran Perusahaan terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap DER, menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki akses lebih besar terhadap pendanaan eksternal dan mampu mengelola *leverage* secara efisien. Namun, pengaruh SIZE terhadap ESG tidak signifikan, mengindikasikan bahwa besar kecilnya perusahaan tidak secara langsung menentukan tingkat komitmen terhadap keberlanjutan. Hal ini mempertegas bahwa penerapan ESG lebih dipengaruhi oleh orientasi manajerial dan tekanan pemangku kepentingan daripada skala bisnis semata.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, data yang digunakan hanya mencakup periode 2020–2024 dengan sampel perusahaan yang secara konsisten melaporkan skor ESG di Bursa Efek Indonesia, sehingga hasilnya mungkin belum sepenuhnya merepresentasikan seluruh sektor industri atau perusahaan dengan tingkat transparansi rendah terhadap praktik keberlanjutan. Kedua, pengukuran variabel ESG bergantung pada data sekunder dari Refinitiv dan Sustainalytics yang memiliki metodologi penilaian berbeda antar perusahaan, sehingga dapat menimbulkan potensi bias dalam interpretasi hasil. Ketiga, model penelitian ini berfokus pada variabel mediasi ESG dan moderasi likuiditas tanpa mempertimbangkan faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, kebijakan pemerintah, dan tekanan pasar global yang juga dapat memengaruhi hubungan antara kepemilikan asing dan struktur modal. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan data lintas negara, menambahkan variabel kontekstual, serta menggunakan pendekatan longitudinal guna memperoleh hasil yang lebih komprehensif.

Referensi

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Bae, S. C., Chang, K., & Kang, E. (2021). Foreign Ownership and Capital Structure: Evidence from Emerging Markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(1), 77–101. <https://doi.org/10.1111/jifm.12125>
- Boateng, A., & Huang, W. (2017). Multiple Large Shareholders, Competition, and the Capital Structure Decisions of Firms: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 50, 54–65. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.02.003>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The Role of ESG Performance during Times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Chen, L., Jiang, F., & Lin, Z. (2022). Liquidity, Financial Flexibility, and ESG Investment Decisions: Evidence from Global Firms. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102161. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102161>

- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. C. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101337>
- Gupta, S., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2024). Impact of Foreign Ownership on Leverage: A Study of Indian Firms. *Global Business Review*, 25(1), 51–67. <https://doi.org/10.1177/0972150920927360>
- Han, J., & Song, J. (2025). How do global institutional pressures influence the adoption of ESG committees in South Korea? *Asia Pacific Business Review*. <https://doi.org/10.1080/13602381.2024.2438770>
- Jarboui, A., & Toukabri, M. (2022). Firm Size, Capital Structure, and Financial Performance: Empirical Evidence from Emerging Economies. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 12(1), 27–49. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v12i1.19345>
- Kim, E. (2025). The Effect of Foreign Investors on ESG Investment Efficiency: Evidence from South Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 17(5). <https://doi.org/10.3390/su17052267>
- Kim, M., Yu, H.-K., & Kim, T. (2025). The contingent effects of foreign ownership on ESG performance under financial performance feedback. *Finance Research Letters*, 78. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107156>
- Li, D., & Zhang, T. (2023). Firm Size, ESG Practices, and Financial Performance: Evidence from Asian Markets. *Sustainability*, 15(3), 2142. <https://doi.org/10.3390/su15032142>
- Li, X., Zhang, R., & Wang, S. (2022). Corporate ESG Performance, Leverage, and Financial Stability: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Cleaner Production*, 370, 133573. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.133573>
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2021). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 85(2), 1–21. <https://doi.org/10.1177/00222429211005179>
- Nguyen, T., & Kim, S. (2020). Foreign Ownership and Leverage: The Moderating Role of Institutional Environment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(11), 2675–2693. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1709598>
- Singh, B. R., & Bhasin, N. K. (2024). Adoption of Blockchain in ESG (Environmental, Social, and Governance). In *Sustainability Reporting and Blockchain Technology* (pp. 249–261). <https://doi.org/10.4324/9781003378341-21>
- Sklavos, G., & Theodossiou, G. (2025). Environmental, Social and Corporate Governance, and Sustainable Business Continuity: Delving into the Hot Spots and Forthcoming Paths of Sustainable Strategic Planning. *Springer Proceedings in Business and Economics*, 427–439. https://doi.org/10.1007/978-3-031-76658-9_22
- Wahyuningtyas, E. T., Majidi, L. M. S., Murtadho, M., Susesti, D. A., & Primasari, N. S. (2024). ENVIRONMENT SOCIAL GOVERNANCE PERFORMANCE AND CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE IN INDONESIA AND MALAYSIA. *Revista de Gestao Social e Ambiental*, 18(5). <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n5-089>
- Zhao, X., & Zhang, H. (2024). How does ESG performance determine the level of specific financing in capital structure? New insights from China. *International Review of Financial Analysis*, 95. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103508>

Declarations

Funding

The authors received no financial support for the research and publication of this article.

Conflicts of interest/ Competing interests:

The authors have no conflicts of interest to declare that are relevant to the content of this article.

Data, Materials and/or Code Availability:

Data sharing is not applicable to this article as no new data were created or analyzed in this study.