Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

# Apakah Kinerja ESG Menarik Investor Institusional? Bukti Empiris dari Pasar Modal Indonesia

Gatot Soebroto, Edy Tambeng Widjaja & Kuntarti Sri Rejeki

Universitas Negeri Surabaya, Surabaya

Email: 25081626046@mhs.unesa.ac.id

## Abstract

This study examines whether environmental, social, and governance (ESG) performance affects institutional investor ownership in publicly traded companies in Indonesia. ESG performance is measured using Bloomberg's ESG Performance score and its individual environmental, social, and governance pillars. Institutional ownership is measured as the percentage of shares held by institutional investors. The sample comprises 929 firm-year observations from 164 companies listed on the Indonesia Stock Exchange between 2016 and 2024. The analysis employs panel data regression in RStudio, utilizing pooled OLS (with year and sector fixed effects), firm-level fixed effects models, a one-year lag specification, and an analysis of sectoral heterogeneity, with standard errors clustered at the firm level. The results indicate that neither aggregate ESG performance nor its individual pillars significantly affects institutional ownership. In the firm-level fixed effects specification, an increase in a company's ESG score, specifically its governance score, is actually associated with a decline in institutional ownership. A positive ESG effect is observed only among companies in the financial sector, which are subject to stricter sustainable finance regulations. These findings suggest that institutional investors in Indonesia have not yet adopted ESG performance as a criterion for investment allocation; consequently, the transition toward a sustainable investment ecosystem still requires stronger incentives, higher-quality ESG information, and a more active role for domestic institutional investors.

**Keywords** ESG performance, institutional ownership, continuous investment, signaling theory, panel data.

## 1. Pendahuluan

Penguatan daya saing Indonesia di tingkat global tidak hanya bergantung pada kinerja operasional perusahaan, tetapi juga pada kemampuannya menarik modal jangka panjang dari investor institusional, baik domestik maupun asing. Dalam satu dekade terakhir, investor institusional global semakin mengintegrasikan kriteria environmental, social, and governance (ESG) ke dalam proses investasi, sehingga kinerja ESG diposisikan sebagai salah satu penentu daya tarik perusahaan di pasar modal. Di Indonesia, transformasi ini didorong oleh POJK No. 51/POJK.03/2017 mengenai keuangan berkelanjutan, peluncuran indeks bertema ESG oleh Bursa Efek Indonesia, dan meningkatnya cakupan pemeringkatan ESG oleh penyedia data global seperti Bloomberg. Pertanyaan yang muncul adalah apakah perusahaan Indonesia dengan kinerja ESG lebih baik benar-benar memperoleh porsi kepemilikan institusional yang lebih besar.

Literatur internasional memberikan jawaban yang tidak seragam. Di satu sisi, sejumlah studi menunjukkan bahwa investor institusional menyukai perusahaan dengan kinerja ESG tinggi: Li

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

et al. (2023) dan Bai et al. (2022) mendokumentasikan kenaikan kepemilikan institusional seiring membaiknya ESG di Tiongkok, Song et al. (2024) menemukan hal serupa di Amerika Serikat dengan pilar lingkungan sebagai pendorong utama, dan Truong et al. (2025) menunjukkan bahwa perusahaan ber-ESG tinggi menarik lebih banyak investor institusional yang berdedikasi. Di sisi lain, Lopez-de-Silanes et al. (2024) menemukan bahwa investor institusional cenderung menambahkan perusahaan ESG tinggi ke dalam portofolio tetapi enggan mengambil porsi kepemilikan yang besar, dengan pilar tata kelola sebagai satu-satunya komponen yang konsisten dihargai. Pandangan keagenan bahkan memprediksi hubungan negatif, karena investor institusional yang berorientasi pada nilai pemegang saham akan menghindari perusahaan yang melakukan overinvestment pada CSR (Barnea dan Rubin, 2010; Borghesi et al., 2014).

Bukti dari Indonesia masih terbatas dan sebagian besar mengarah pada hubungan sebaliknya, yaitu pengaruh struktur kepemilikan terhadap pengungkapan atau kinerja ESG. Octavio et al. (2025) menemukan kepemilikan institusional dan asing meningkatkan kinerja ESG, Eriandani et al. (2026) dan Wardani et al. (2025) mendokumentasikan pengaruh positif terhadap transparansi keberlanjutan, sedangkan Zairin et al. (2025) menemukan pengaruh kepemilikan institusional yang tidak signifikan dan Putri et al. (2026) bahkan menemukan pengaruh negatif. Studi-studi tersebut umumnya menggunakan indeks pengungkapan yang disusun sendiri, sampel kecil, dan periode pendek. Sepengetahuan penulis, belum ada studi Indonesia yang secara khusus menguji apakah kinerja ESG aktual, bukan sekadar pengungkapan, menjadi determinan kepemilikan institusional dengan panel yang cukup panjang untuk mengendalikan heterogenitas perusahaan yang tidak teramati.

Penelitian ini mengisi kesenjangan tersebut dengan menguji pengaruh skor ESG Performance Bloomberg beserta pilar lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap persentase kepemilikan institusional pada 164 perusahaan terbuka Indonesia selama 2016–2024. Kontribusinya ada tiga. Pertama, penelitian ini membalik arah kausalitas yang lazim dikaji di Indonesia dan menempatkan investor institusional sebagai pihak yang merespons sinyal ESG, sejalan dengan teori sinyal (Huang, 2021; Seo et al., 2025). Kedua, penelitian ini membandingkan estimasi antar perusahaan (pooled OLS dengan efek tetap tahun dan sektor) dengan estimasi dalam perusahaan (fixed effects), sehingga dapat membedakan preferensi lintas perusahaan dari respons terhadap perubahan ESG dari waktu ke waktu. Ketiga, penelitian ini menguji heterogenitas sektor keuangan yang tunduk pada regulasi keuangan berkelanjutan lebih ketat dan memiliki kepemilikan institusional lebih tinggi. Temuan penelitian relevan bagi tema Seminar Nasional FMI 2026 karena menunjukkan sejauh mana transformasi ekosistem investasi berkelanjutan telah terinternalisasi dalam perilaku investor institusional di Indonesia.

## 2. Tinjauan Literatur

### *2.1 Teori sinyal, teori pemangku kepentingan, dan preferensi investor institusional*

Teori sinyal memandang kinerja ESG sebagai sinyal yang mahal untuk ditiru mengenai kualitas manajemen, orientasi jangka panjang, dan kemampuan perusahaan mengelola risiko non-keuangan, sehingga mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor (Huang, 2021;

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Reber et al., 2022). Pinto et al. (2025) membuktikan bahwa kinerja ESG, khususnya pilar lingkungan dan sosial, menurunkan asimetri informasi pada perusahaan Eropa, dan Seo et al. (2025) menunjukkan bahwa investor institusional lebih mampu menginterpretasikan perubahan peringkat ESG sebagai sinyal yang kredibel dibandingkan investor ritel. Teori pemangku kepentingan melengkapi argumen ini: perusahaan yang mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan secara baik memiliki arus kas yang lebih stabil dan risiko yang lebih rendah (Freeman, 1984), dua atribut yang dihargai oleh investor institusional dengan horizon panjang (Nguyen et al., 2020; Velte, 2023).

Investor institusional memiliki motif finansial dan non-finansial untuk menyukai perusahaan ber-ESG tinggi. Secara finansial, ESG berhubungan dengan risiko gagal bayar dan biaya modal yang lebih rendah serta nilai perusahaan yang lebih tinggi (Aydoğmuş et al., 2022; Li et al., 2023), sehingga menjadi bagian dari mandat fidusia. Secara non-finansial, investor institusional menghadapi tekanan dari pemberi dana dan norma sosial di negara asalnya untuk berinvestasi secara bertanggung jawab (Dyck et al., 2019; McCahery et al., 2022). Survei McCahery et al. (2022) menunjukkan bahwa investor institusional menempatkan tata kelola sebagai komponen ESG terpenting, disusul lingkungan dan sosial, sedangkan Song et al. (2024) menemukan pilar lingkungan paling berpengaruh terhadap kepemilikan institusional di Amerika Serikat. Villalonga et al. (2025) dan Kim et al. (2019) menegaskan bahwa identitas pemilik menentukan preferensi ESG, sehingga efek tiap pilar dapat berbeda antar pasar.

*2.2 Pandangan keagenan dan konteks pasar berkembang*

Pandangan keagenan memberikan prediksi yang berlawanan. Barnea dan Rubin (2010) berargumen bahwa insider melakukan overinvestment pada CSR untuk manfaat reputasi pribadi dan menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berkorelasi dengan peringkat sosial perusahaan, sementara Borghesi et al. (2014) menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang kuat justru lebih sedikit berinvestasi pada CSR. Ferrell et al. (2016) menunjukkan bahwa peringkat CSR lebih tinggi pada perusahaan dengan masalah keagenan yang lebih kecil, yang mengindikasikan bahwa investor institusional menilai ESG secara kondisional pada kualitas tata kelola. Selain itu, heterogenitas investor institusional penting: investor jangka pendek dan investor yang sensitif terhadap tekanan bisnis tidak menghargai ESG, bahkan berkorelasi negatif dengannya (Giordino et al., 2025; Wang et al., 2023; Liu et al., 2024).

Konteks Indonesia memperkuat kemungkinan hubungan yang lemah. Pertama, adopsi ESG masih bersifat sukarela dengan kualitas data yang bervariasi, sehingga sinyal ESG kurang kredibel (Kurniawan et al., 2025). Kedua, sejumlah studi menunjukkan pasar modal Indonesia belum menghargai ESG dalam penilaian saham (Junius et al., 2020; Dinarjito, 2024; Hamidi et al., 2026), sehingga manajer investasi yang dinilai berdasarkan imbal hasil jangka pendek memiliki insentif terbatas untuk menyaring emiten berdasarkan ESG. Ketiga, kepemilikan institusional di Indonesia didominasi oleh perusahaan induk, entitas afiliasi, dan lembaga keuangan domestik yang keputusan kepemilikannya ditentukan oleh pengendalian grup, bukan oleh pertimbangan ESG (Zairin et al., 2025; Putri et al., 2026). Bilyay-Erdogan et al. (2023)

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

menemukan bahwa di pasar berkembang manfaat ESG terhadap kinerja justru lebih rendah pada perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi, sedangkan kepemilikan asing memperkuatnya.

*2.3 Pengembangan hipotesis*

Meskipun terdapat argumen keagenan dan kontekstual, hipotesis penelitian dirumuskan mengikuti teori sinyal dan bukti internasional yang dominan bahwa kinerja ESG menarik investor institusional. Pada level pilar, tata kelola diharapkan paling kuat dihargai karena berkaitan langsung dengan perlindungan investor minoritas (Lopez-de-Silanes et al., 2024; McCahery et al., 2022), sedangkan pilar lingkungan dan sosial dihargai sebagai indikator pengelolaan risiko jangka panjang (Song et al., 2024; Dyck et al., 2019).

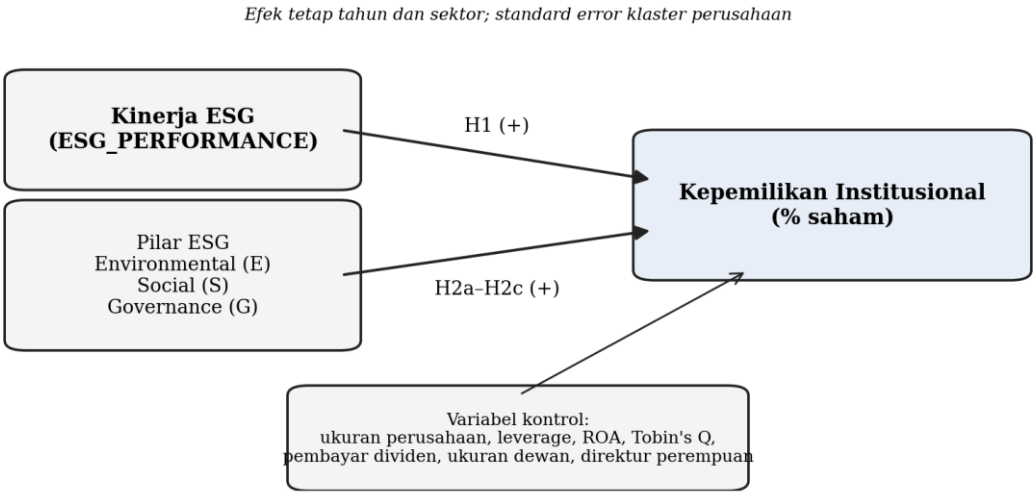
H1: Kinerja ESG berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

H2a: Kinerja pilar lingkungan berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

H2b: Kinerja pilar sosial berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

H2c: Kinerja pilar tata kelola berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

Sebagai analisis tambahan, penelitian ini menguji apakah pengaruh ESG berbeda antara perusahaan sektor keuangan dan non-keuangan. Lembaga jasa keuangan merupakan sasaran utama POJK No. 51/POJK.03/2017 dan lebih intensif dipantau oleh regulator serta investor institusional, sehingga sinyal ESG diduga lebih kredibel di sektor ini (Itan et al., 2025; Lutfiani et al., 2022). Gambar 1 menyajikan model penelitian.




Gambar 1. Model Penelitian

## 3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif eksplanatori dengan data sekunder dari Bloomberg Terminal, yang terdiri atas data keuangan tahunan dalam denominasi rupiah dan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

data tambahan yang memuat skor kinerja ESG, kepemilikan institusional, serta karakteristik dewan. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang memiliki skor ESG Performance Bloomberg. Sampel dipilih secara purposive dengan kriteria tersedianya skor ESG, data kepemilikan institusional, dan seluruh variabel kontrol pada tahun observasi. Berbeda dengan studi risiko kebangkrutan, perusahaan sektor keuangan tetap disertakan karena keputusan kepemilikan investor institusional relevan untuk seluruh sektor; sektor keuangan bahkan menjadi fokus analisis heterogenitas. Prosedur tersebut menghasilkan panel tidak seimbang berisi 929 observasi perusahaan-tahun dari 164 perusahaan selama 2016–2024. Jumlah observasi per tahun meningkat dari 61–63 pada 2016–2020 menjadi 148–162 pada 2021–2024 seiring perluasan cakupan pemeringkatan ESG Bloomberg di Indonesia, sehingga efek tetap tahun diperlukan untuk menyerap perubahan komposisi sampel.

Variabel dependen adalah kepemilikan institusional (INST), yaitu persentase saham beredar yang dimiliki investor institusi menurut Bloomberg (INST_OWN_PCT); nilai yang melebihi 100 persen akibat pencatatan ganda dibatasi pada 100 persen dan variabel diwinsorisasi pada persentil 1 dan 99. Variabel independen adalah skor ESG Performance Bloomberg (ESG, skala 0–10) beserta skor pilar lingkungan (ENV), sosial (SOC), dan tata kelola (GOV). Skor kinerja ESG Bloomberg menilai capaian aktual perusahaan pada isu material industri, bukan kelengkapan pelaporan, sehingga lebih tepat untuk menguji respons investor terhadap substansi ESG. Variabel kontrol mengikuti literatur determinan kepemilikan institusional (Lopez-de-Silanes et al., 2024; Li et al., 2023; Song et al., 2024): ukuran perusahaan (SIZE), leverage (LEV), profitabilitas (ROA), nilai pasar (TOBINQ), status pembayar dividen (DIVPAYER), ukuran dewan (BOARD), dan keberadaan direktur perempuan (FEMALE). Definisi operasional disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi operasional variabel

| Variabel | Definisi dan pengukuran | Sumber |
|---|---|---|
| INST | Persentase saham yang dimiliki investor institusional (INST_OWN_PCT), dibatasi maksimum 100% | Bloomberg |
| ESG | Skor ESG Performance Bloomberg, skala 0–10 | Bloomberg |
| ENV, SOC, GOV | Skor pilar Environmental, Social, dan Governance Performance, skala 0–10 | Bloomberg |
| SIZE | Logaritma natural total aset (rupiah) | Bloomberg |
| LEV | Total kewajiban dibagi total aset | Bloomberg |
| ROA | Laba bersih dibagi total aset (%) | Bloomberg |
| TOBINQ | Tobin's Q (nilai pasar relatif terhadap nilai buku aset) | Bloomberg |
| DIVPAYER | Variabel biner bernilai 1 bila perusahaan membayar dividen tunai pada tahun tersebut | Diolah |
| BOARD | Jumlah anggota dewan direksi | Bloomberg |
| FEMALE | Variabel biner bernilai 1 bila terdapat direktur perempuan | Bloomberg |

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

| Variabel | Definisi dan pengukuran | Sumber |
|---|---|---|
| FIN | Variabel biner bernilai 1 untuk perusahaan sektor keuangan (GICS 40) | Diolah |

Sumber: diolah penulis dari Bloomberg (2025).

Dua alternatif metode dipertimbangkan, yaitu fuzzy-set qualitative comparative analysis (fsQCA) dan regresi data panel (OLS). Regresi data panel dipilih karena pertanyaan penelitian menuntut estimasi efek marginal rata-rata kinerja ESG terhadap kepemilikan institusional dengan mengendalikan heterogenitas perusahaan dan waktu pada 929 observasi, sedangkan fsQCA lebih sesuai untuk mengidentifikasi konfigurasi kondisi pada jumlah kasus terbatas dan tidak memanfaatkan dimensi waktu panel. Model empiris diestimasi sebagai berikut:

$$INST_it = \alpha + \beta1\ ESG_it + \beta2\ SIZE_it + \beta3\ LEV_it + \beta4\ ROA_it + \beta5\ TOBINQ_it + \beta6\ DIVPAYER_it + \beta7\ BOARD_it + \beta8\ FEMALE_it + Tahun_t + Sektor_j + \varepsilon_it \quad (1)$$

$$INST_it = \alpha + \gamma1\ ENV_it + \gamma2\ SOC_it + \gamma3\ GOV_it + \Sigma\ Kontrol_it + Tahun_t + Sektor_j + \varepsilon_it \quad (2)$$

Persamaan (1) dan (2) diestimasi dengan pooled OLS yang menyertakan efek tetap tahun dan sektor GICS serta standard error robust yang diklaster pada level perusahaan. Kedua persamaan kemudian diestimasi ulang dengan model fixed effects dua arah (perusahaan dan tahun) untuk mengendalikan karakteristik perusahaan yang konstan sepanjang waktu, termasuk identitas pengendali. Pemilihan model diuji dengan uji Chow, uji Breusch–Pagan Lagrange Multiplier, dan uji Hausman. Untuk menguji heterogenitas sektor, persamaan (1) diperluas dengan interaksi ESG × FIN (skor ESG dipusatkan pada rata-rata), dan model diestimasi terpisah untuk sub-sampel keuangan dan non-keuangan. Sebagai uji ketahanan, kinerja ESG dilag satu tahun untuk mengurangi kekhawatiran simultanitas. Seluruh pengolahan dilakukan di RStudio dengan paket plm, lmtest, dan sandwich.

## 4. Hasil dan Pembahasan

Statistik deskriptif dan korelasi. Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif. Rata-rata kepemilikan institusional adalah 35,7 persen dengan median 22,6 persen dan deviasi standar 31,8 persen, mencerminkan variasi antar perusahaan yang sangat besar: sebagian emiten hampir sepenuhnya dimiliki institusi, sementara sebagian lainnya didominasi pemegang saham individu dan publik. Kepemilikan institusional paling tinggi pada sektor kesehatan (63,2 persen) dan keuangan (52,6 persen), serta paling rendah pada sektor barang konsumsi primer (22,0 persen) dan energi (23,2 persen). Rata-rata skor ESG adalah 2,73 pada skala 0–10, dengan pilar tata kelola (3,76) lebih tinggi dan lebih homogen dibandingkan pilar sosial (3,09) dan lingkungan (1,98). Gambar 2 memperlihatkan bahwa rata-rata skor ESG meningkat konsisten dari 1,69 pada 2016 menjadi 3,49 pada 2024, sedangkan rata-rata kepemilikan institusional justru menurun dari 44,2 persen menjadi 30,9 persen, sebagian karena masuknya emiten berukuran lebih kecil dengan basis

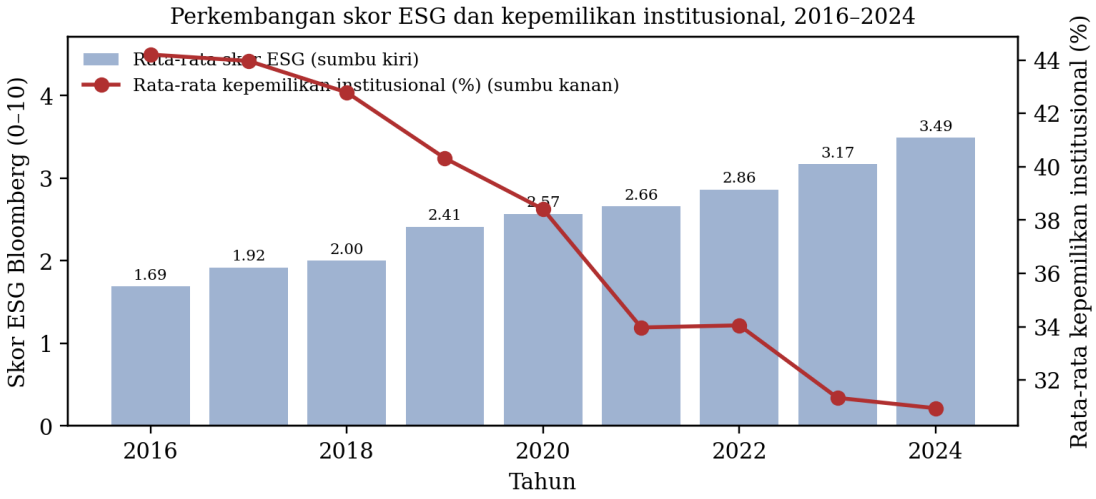
FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

investor ritel yang lebih besar ke dalam cakupan Bloomberg sejak 2021.

Tabel 2. Statistik deskriptif (N = 929 observasi perusahaan-tahun, 164 perusahaan)

| Variabel | Rata-rata | Dev. standar | Minimum | Median | Maksimum |
|---|---|---|---|---|---|
| INST (%) | 35,70 | 31,85 | 0,00 | 22,61 | 93,74 |
| ESG | 2,73 | 1,13 | 0,56 | 2,72 | 6,02 |
| ENV | 1,98 | 1,74 | 0,00 | 1,57 | 8,97 |
| SOC | 3,09 | 1,94 | 0,00 | 2,84 | 9,65 |
| GOV | 3,76 | 0,75 | 1,65 | 3,76 | 6,67 |
| SIZE | 31,09 | 1,46 | 27,22 | 31,04 | 35,43 |
| LEV | 0,53 | 0,24 | 0,08 | 0,52 | 1,20 |
| ROA (%) | 5,58 | 7,97 | -16,96 | 3,71 | 37,99 |
| TOBINQ | 1,96 | 2,64 | 0,54 | 1,16 | 18,47 |
| DIVPAYER | 0,67 | 0,47 | 0,00 | 1,00 | 1,00 |
| BOARD | 5,42 | 2,05 | 2,00 | 5,00 | 15,00 |
| FEMALE | 0,46 | 0,50 | 0,00 | 0,00 | 1,00 |

Sumber: hasil pengolahan data di RStudio (2025).




Gambar 2. Perkembangan skor ESG dan kepemilikan institusional, 2016–2024, Sumber: diolah penulis dari Bloomberg (2025).

Tabel 3 menunjukkan bahwa korelasi bivariat antara kepemilikan institusional dan skor ESG agregat sangat lemah (0,05). Pada level pilar, kepemilikan institusional berkorelasi positif dengan tata kelola (0,22), lemah dengan sosial (0,08), dan negatif dengan lingkungan (-0,13). Kepemilikan institusional berkorelasi positif dengan ukuran perusahaan (0,29), leverage (0,27),

dan ukuran dewan (0,30). Korelasi tertinggi antar variabel penjelas adalah 0,48 (SIZE dan BOARD) dan nilai VIF tertinggi sebesar 1,71, sehingga multikolinearitas tidak menjadi masalah.

Tabel 3. Matriks korelasi Pearson

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. INST | 1 | | | | | | | | | | |
| 2. ESG | 0,05 | 1 | | | | | | | | | |
| 3. ENV | -0,13 | 0,68 | 1 | | | | | | | | |
| 4. SOC | 0,08 | 0,80 | 0,27 | 1 | | | | | | | |
| 5. GOV | 0,22 | 0,44 | 0,04 | 0,29 | 1 | | | | | | |
| 6. SIZE | 0,29 | 0,18 | 0,03 | 0,22 | 0,07 | 1 | | | | | |
| 7. LEV | 0,27 | 0,05 | -0,27 | 0,19 | 0,25 | 0,42 | 1 | | | | |
| 8. ROA | -0,08 | 0,05 | 0,17 | -0,06 | -0,06 | -0,16 | -0,32 | 1 | | | |
| 9. TOBINQ | -0,08 | -0,01 | 0,04 | -0,09 | 0,04 | -0,20 | -0,09 | 0,40 | 1 | | |
| 10. DIVPAYER | 0,07 | 0,09 | 0,04 | 0,08 | -0,03 | 0,17 | -0,09 | 0,36 | -0,02 | 1 | |
| 11. BOARD | 0,30 | 0,24 | 0,04 | 0,21 | 0,18 | 0,48 | 0,14 | -0,07 | -0,07 | 0,17 | 1 |
| 12. FEMALE | 0,12 | 0,02 | -0,06 | 0,02 | 0,25 | 0,01 | -0,05 | 0,03 | 0,07 | 0,01 | 0,10 |

Sumber: hasil pengolahan data di RStudio (2025).

Hasil regresi utama. Tabel 4 menyajikan hasil estimasi. Uji Chow ($F = 35,11$; $p < 0,01$) dan uji Breusch–Pagan LM ($\chi^2 = 1592,4$; $p < 0,01$) menegaskan adanya heterogenitas perusahaan yang sangat kuat, yang wajar karena struktur kepemilikan bersifat persisten. Uji Hausman tidak menolak random effects pada model ESG agregat ($\chi^2 = 4,38$; $p = 0,821$) tetapi memilih fixed effects pada model pilar ($\chi^2 = 40,02$; $p < 0,01$); karena itu, hasil pooled OLS dengan efek tetap tahun dan sektor (Model 1–3) disandingkan dengan hasil fixed effects perusahaan (Model 4–5) sebagai spesifikasi paling konservatif.

Model 1 menunjukkan koefisien ESG yang positif tetapi tidak signifikan ($\beta = 3,867$; $p = 0,118$): perusahaan dengan skor ESG satu poin lebih tinggi memiliki kepemilikan institusional sekitar 3,9 poin persentase lebih tinggi, tetapi presisi estimasi tidak cukup untuk menolak hipotesis nol. Pada Model 2, ketiga pilar juga tidak signifikan, meskipun pilar tata kelola memiliki koefisien terbesar ($\gamma = 3,999$; $p = 0,238$). Dengan demikian, H1, H2a, H2b, dan H2c tidak didukung pada level antar perusahaan. Determinan yang bekerja adalah leverage, yang berhubungan positif dan signifikan dengan kepemilikan institusional ($\beta = 25,5$; $p = 0,015$), mengindikasikan bahwa institusi domestik, termasuk lembaga keuangan dan perusahaan induk, cenderung memegang emiten dengan struktur pendanaan berbasis utang, konsisten dengan dominasi kepemilikan grup di Indonesia. Model 3 memberikan nuansa penting: interaksi ESG × FIN positif dan signifikan pada taraf 10 persen ($\delta = 7,734$; $p = 0,068$), sedangkan efek ESG pada perusahaan non-

keuangan mendekati nol (β = 1,745; p = 0,502). Artinya, hubungan positif antara ESG dan kepemilikan institusional hanya muncul pada sektor keuangan, dengan efek marginal sekitar 9,5 poin persentase per satu poin skor ESG. Hasil fixed effects (Model 4–5) justru menunjukkan arah yang berlawanan dengan hipotesis: perubahan skor ESG dalam satu perusahaan berasosiasi negatif dengan kepemilikan institusional (β = -1,388; p = 0,176), dan perubahan skor tata kelola berasosiasi negatif secara signifikan (γ = -4,483; p = 0,021). Dengan kata lain, ketika sebuah perusahaan memperbaiki skor tata kelolanya, porsi kepemilikan institusionalnya rata-rata turun sekitar 4,5 poin persentase per satu poin skor.

Tabel 4. Hasil regresi data panel: kinerja ESG dan kepemilikan institusional

| Variabel | Model 1 Pooled | Model 2 Pooled | Model 3 Pooled | Model 4 FE | Model 5 FE |
|---|---|---|---|---|---|
| ESG | 3,867 (2,474) | | 1,745 (2,598) | -1,388 (1,026) | |
| ENV | | 0,269 (1,201) | | | -0,841 (0,512) |
| SOC | | 1,393 (1,265) | | | 0,338 (0,414) |
| GOV | | 3,999 (3,385) | | | -4,483** (1,944) |
| FIN | | | 22,427** (9,026) | | |
| ESG × FIN | | | 7,734* (4,236) | | |
| SIZE | 2,311 (2,268) | 2,917 (2,138) | 2,246 (2,215) | 2,923 (2,131) | 2,605 (2,217) |
| LEV | 25,475** (10,488) | 22,734** (10,080) | 25,235** (10,453) | 1,574 (5,241) | 1,038 (5,463) |
| ROA | 0,226 (0,255) | 0,221 (0,247) | 0,247 (0,255) | 0,187* (0,108) | 0,187* (0,107) |
| TOBINQ | -0,827 (0,970) | -0,744 (0,960) | -0,809 (0,984) | -0,132 (0,230) | -0,204 (0,240) |
| DIVPAYER | -0,231 (3,755) | -0,041 (3,746) | -1,066 (3,567) | -0,977 (2,273) | -1,191 (2,171) |
| BOARD | 1,779 (1,101) | 1,680 (1,112) | 1,760 (1,121) | 0,035 (0,563) | -0,011 (0,557) |
| FEMALE | 4,418 (3,989) | 3,238 (4,179) | 3,802 (3,940) | -0,251 (2,487) | 0,954 (2,656) |
| Efek tetap tahun | Ya | Ya | Ya | Ya | Ya |
| Efek tetap sektor / perusahaan | Sektor | Sektor | Sektor | Perusahaan | Perusahaan |
| N | 929 | 929 | 929 | 929 | 929 |
| $R^2$ / $R^2$ within | 0,288 | 0,291 | 0,300 | 0,014 | 0,030 |

Keterangan: variabel dependen INST (%); angka dalam kurung adalah standard error robust yang diklaster pada level perusahaan; ESG pada Model 3 dipusatkan pada rata-rata; * p < 0,01; p < 0,05; * p < 0,10. Uji Chow F = 35,11 (p < 0,01); uji BP-LM $\chi^2$ = 1592,4 (p < 0,01); uji Hausman $\chi^2$ = 4,38 (p = 0,821) untuk model ESG dan $\chi^2$ = 40,02 (p < 0,01) untuk model pilar. Sumber: hasil pengolahan data di RStudio (2025).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Uji ketahanan: lag satu tahun dan sub-sampel sektor

Tabel 5 merangkum uji ketahanan. Dengan skor ESG lag satu tahun, koefisien pooled OLS tetap positif dan tidak signifikan (β = 3,858; p = 0,130), sedangkan koefisien fixed effects menjadi negatif dan signifikan (β = -2,123; p = 0,033); pola serupa berlaku untuk pilar tata kelola (γ = -3,220; p = 0,032 pada fixed effects). Hasil ini menunjukkan bahwa asosiasi negatif dalam perusahaan bukan artefak simultanitas kontemporer. Pada sub-sampel sektor, koefisien ESG positif tetapi tidak signifikan baik pada perusahaan non-keuangan (β = 2,764; p = 0,312) maupun keuangan (β = 3,240; p = 0,553), dengan pilar tata kelola pada sektor keuangan memiliki koefisien terbesar (γ = 4,979) namun standard error yang lebar karena hanya 30 perusahaan. Pengujian tambahan yang tidak dilaporkan dalam tabel juga konsisten: pada periode 2021–2024 ketika cakupan ESG telah meluas, koefisien ESG tetap tidak signifikan (β = 3,402; p = 0,142), dan variabel biner untuk perusahaan pada tersil ESG tertinggi tidak berpengaruh (β = 1,928; p = 0,613). Secara deskriptif, rata-rata kepemilikan institusional pada tersil ESG rendah, sedang, dan tinggi masing-masing 36,0, 35,0, dan 36,2 persen, hampir tidak berbeda.

Tabel 5. Uji ketahanan: ESG lag satu tahun dan sub-sampel sektor

| Variabel | Lag Pooled (ESG) | Lag FE (ESG) | Lag Pooled (pilar) | Lag FE (pilar) | Non-keuangan (pilar) | Keuangan (pilar) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ESG (t-1) | 3,858<br>(2,544) | -2,123**<br>(0,994) | | | | |
| ENV (t-1) / ENV | | | 0,669<br>(1,224) | -0,534<br>(0,532) | 0,153<br>(1,269) | -0,138<br>(3,715) |
| SOC (t-1) / SOC | | | 0,961<br>(1,216) | -0,391<br>(0,341) | 1,491<br>(1,362) | 0,173<br>(2,704) |
| GOV (t-1) / GOV | | | 4,233<br>(3,332) | -3,220**<br>(1,495) | 2,722<br>(3,987) | 4,979<br>(6,146) |
| LEV | 25,353**<br>(10,742) | -6,963<br>(7,705) | 23,512**<br>(10,268) | -6,238<br>(7,835) | 18,943*<br>(10,305) | 53,273*<br>(26,998) |
| ROA | 0,317<br>(0,288) | 0,229*<br>(0,136) | 0,302<br>(0,280) | 0,244*<br>(0,137) | 0,274<br>(0,242) | -0,808<br>(0,639) |
| Kontrol lain | Ya | Ya | Ya | Ya | Ya | Ya |
| Efek tetap tahun dan sektor/perusahaan | Ya | Ya | Ya | Ya | Ya | Tahun |
| N | 776 | 776 | 776 | 776 | 757 | 172 |
| $R^2$ / $R^2$ within | 0,302 | 0,024 | 0,305 | 0,030 | 0,241 | 0,431 |

Keterangan: variabel dependen INST (%); kontrol lain meliputi SIZE, TOBINQ, DIVPAYER, BOARD, dan FEMALE; standard error robust klaster perusahaan dalam kurung; * p < 0,01; p < 0,05; * p < 0,10. Sumber: hasil pengolahan data di RStudio (2025).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Secara keseluruhan, hasil penelitian tidak mendukung prediksi teori sinyal bahwa kinerja ESG menarik investor institusional di pasar modal Indonesia, dan lebih sejalan dengan pandangan keagenan serta bukti pasar berkembang. Ketiadaan hubungan antar perusahaan konsisten dengan temuan Barnea dan Rubin (2010) bahwa kepemilikan institusional tidak berkorelasi dengan peringkat sosial perusahaan, dengan Zairin et al. (2025) yang menemukan pengaruh kepemilikan institusional yang terbatas di Indonesia, serta dengan bukti bahwa pasar saham Indonesia belum memberi premi pada kinerja ESG (Junius et al., 2020; Dinarjito, 2024; Hamidi et al., 2026). Bila investor tidak melihat ESG sebagai sumber nilai, mekanisme mediasi melalui nilai perusahaan yang ditemukan Li et al. (2023) di Tiongkok tidak akan bekerja. Kurniawan et al. (2025) menambahkan bahwa pemangku kepentingan di Indonesia masih kurang percaya pada strategi ESG perusahaan, sehingga sinyal ESG kehilangan kredibilitasnya.

Asosiasi negatif dalam perusahaan, khususnya untuk pilar tata kelola, memerlukan interpretasi yang hati-hati karena mencerminkan hubungan simultan antara perubahan skor dan perubahan struktur kepemilikan. Setidaknya dua mekanisme dapat menjelaskannya. Pertama, komposisi kepemilikan institusional di Indonesia didominasi oleh perusahaan induk, entitas afiliasi, dan lembaga keuangan yang berperan sebagai pemegang saham pengendali. Aksi korporasi yang memperbaiki skor tata kelola Bloomberg, seperti peningkatan porsi saham publik, penambahan komisaris independen, dan pemisahan peran pengendali, seringkali disertai divestasi sebagian saham oleh pemegang saham institusional pengendali, sehingga persentase kepemilikan institusional turun. Kedua, investor institusional yang sensitif terhadap tekanan bisnis dan berorientasi jangka pendek tidak menghargai ESG (Giordino et al., 2025; Wang et al., 2023), sebagaimana Borghesi et al. (2014) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan investasi CSR. Lopez-de-Silanes et al. (2024) juga mendokumentasikan bahwa investor institusional enggan mengambil porsi kepemilikan besar pada perusahaan ber-ESG tinggi karena kekhawatiran greenwashing. Temuan ini menegaskan pentingnya membedakan jenis investor institusional, sebagaimana disarankan Velte (2023) dan Liu et al. (2024).

Efek positif ESG yang hanya muncul pada sektor keuangan sejalan dengan argumen kredibilitas sinyal. Bank dan lembaga jasa keuangan merupakan sasaran langsung POJK No. 51/POJK.03/2017, memiliki kewajiban pelaporan keberlanjutan yang lebih ketat, dan lebih intensif dipantau oleh investor institusional global, sehingga skor ESG mereka lebih informatif (Itan et al., 2025; Lutfiani et al., 2022). Hasil ini mengindikasikan bahwa ketika regulasi dan pengawasan meningkatkan kredibilitas informasi ESG, investor institusional mulai meresponsnya, sejalan dengan temuan Pinto et al. (2025) bahwa manfaat ESG dalam mengurangi asimetri informasi lebih besar pada industri yang mendapat sorotan tinggi.

Implikasi praktis dari temuan ini bersifat tiga arah. Bagi manajemen perusahaan, peningkatan skor ESG belum dapat diandalkan sebagai strategi untuk menarik investor institusional dalam jangka pendek; komunikasi ESG perlu dikaitkan secara eksplisit dengan dampak finansial dan didukung oleh assurance untuk meningkatkan kredibilitas. Bagi regulator dan bursa, temuan bahwa respons investor hanya muncul di sektor yang diregulasi ketat menunjukkan bahwa perluasan kewajiban pelaporan berkelanjutan berstandar internasional, insentif bagi investor

institusi domestik seperti dana pensiun dan asuransi untuk mengadopsi kebijakan investasi bertanggung jawab, serta peningkatan kualitas data ESG merupakan prasyarat agar transformasi ekosistem investasi berkelanjutan benar-benar memperkuat daya saing pasar modal Indonesia. Bagi investor institusional, temuan ini menjadi pengingat bahwa integrasi ESG di Indonesia masih pada tahap awal, sehingga terdapat ruang bagi investor jangka panjang untuk berperan sebagai pendorong perbaikan ESG (Dyck et al., 2019; Sun et al., 2024; Kordsachia et al., 2022).

## 5. Kesimpulan

Penelitian ini menguji apakah kinerja ESG menarik investor institusional pada 164 perusahaan terbuka Indonesia selama 2016–2024 dengan regresi data panel di RStudio. Hasilnya menunjukkan bahwa skor ESG agregat maupun pilar lingkungan, sosial, dan tata kelola tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional antar perusahaan, sehingga H1 dan H2a–H2c tidak didukung. Pada spesifikasi fixed effects dan lag satu tahun, perubahan skor ESG dan tata kelola dalam satu perusahaan justru berasosiasi negatif dengan kepemilikan institusional, sedangkan hubungan positif hanya ditemukan pada sektor keuangan. Kesimpulannya, investor institusional di Indonesia belum menjadikan kinerja ESG sebagai kriteria alokasi kepemilikan, kecuali pada sektor yang regulasinya membuat informasi ESG lebih kredibel.

Secara teoretis, temuan ini menunjukkan bahwa efektivitas sinyal ESG bergantung pada kredibilitas informasi dan komposisi investor institusional, sehingga prediksi teori sinyal yang berlaku di pasar maju tidak otomatis berlaku di pasar berkembang dengan kepemilikan terkonsentrasi. Secara praktis, perusahaan perlu mengaitkan ESG dengan nilai finansial dan assurance, sementara regulator perlu memperluas kewajiban pelaporan berkelanjutan dan mendorong investor institusi domestik mengadopsi investasi bertanggung jawab. Keterbatasan penelitian meliputi ukuran kepemilikan institusional agregat yang tidak membedakan jenis investor (asing versus domestik, jangka panjang versus jangka pendek, pengendali versus non-pengendali), cakupan skor ESG Bloomberg yang baru meluas sejak 2021, serta belum tertanganinya endogenitas secara penuh. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan data kepemilikan yang terpilah menurut jenis investor, memasukkan kontroversi ESG dan kualitas pengungkapan sebagai moderator, serta memanfaatkan perubahan regulasi keberlanjutan sebagai eksperimen alami untuk identifikasi kausal.

## Referensi

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review, 22*(Suppl. 2), S119-S127. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006

Bai, X., Han, J., Ma, Y., & Zhang, W. (2022). ESG performance, institutional investors' preference and financing constraints: Empirical evidence from China. *Borsa Istanbul Review, 22*(Suppl. 2), S157-S168. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.013

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics, 97*(1), 71-86. https://doi.org/10.1007/s10551-010-

0496-z

Bilyay-Erdogan, S., et al. (2023). The role of environmental, social, governance (ESG) practices and ownership on firm performance in emerging markets. *Emerging Markets Finance and Trade*. https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2223930

Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance, 26*, 164-181. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008

Dinarjito, A. (2024). ESG as an important factor of company profitability and as a moderation of corporate value. *International Journal of Environmental, Sustainability, and Social Science, 5*(1). https://doi.org/10.38142/ijesss.v5i1.928

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics, 131*(3), 693-714. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013

Eriandani, R., et al. (2026). Ownership structure, stakeholder pressure, and sustainability transparency: Insights from Indonesia. *Entrepreneurial Business and Economics Review, 14*(1). https://doi.org/10.15678/eber.2026.140103

Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics, 122*(3), 585-606. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003

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

Giordino, D., et al. (2025). The impact of institutional ownership structure on corporate ESG performance: Empirical evidence for the European capital market. *Review of Managerial Science*. https://doi.org/10.1007/s11846-025-00879-w

Hamidi, M. I., et al. (2026). ESG performance and firm value: What matters most for investors in Indonesia? *Jurnal Akademi Akuntansi, 9*(1). https://doi.org/10.22219/jaa.v9i1.43271

Huang, D. Z. X. (2021). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance, 61*(1), 335-360. https://doi.org/10.1111/acfi.12849

Itan, I., et al. (2025). The influence of environmental, social, and governance disclosure on market reaction: Evidence from emerging markets. *Discover Sustainability, 6*. https://doi.org/10.1007/s43621-025-01085-0

Junius, D., Adisurjo, A., Rijanto, Y. A., & Adelina, Y. E. (2020). The impact of ESG performance to firm performance and market value. *Jurnal Aplikasi Akuntansi, 5*(1). https://doi.org/10.29303/jaa.v5i1.84

Kim, I., Wan, H., Wang, B., & Yang, T. (2019). Institutional investors and corporate environmental, social, and governance policies: Evidence from toxics release data. *Management Science, 65*(10), 4901-4926. https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3055

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Kordsachia, O., Focke, M., & Velte, P. (2022). Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science, 16*, 1409-1436. https://doi.org/10.1007/s11846-021-00484-7

Kurniawan, F., et al. (2025). ESG performance during financial performance and reporting quality shortfalls: Proving signaling theory in Indonesia. *The Indonesian Accounting Review, 15*(1). https://doi.org/10.14414/tiar.v15i1.5246

Li, W., et al. (2023). Company ESG performance and institutional investor ownership preferences. *Business Ethics, the Environment & Responsibility, 32*(3). https://doi.org/10.1111/beer.12602

Liu, Y., et al. (2024). The relationship between heterogeneous institutional investors' shareholdings and corporate ESG performance: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 102457. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102457

Lopez-de-Silanes, F., McCahery, J. A., & Pudschedl, P. C. (2024). Institutional investors and ESG preferences. *Corporate Governance: An International Review*. https://doi.org/10.1111/corg.12583

Lutfiani, A., et al. (2022). ESG performance and ownership structure on cost of capital and research & development investment. *Fokus Bisnis: Media Pengkajian Manajemen dan Akuntansi, 21*(1). https://doi.org/10.32639/fokbis.v21i1.26

McCahery, J. A., Pudschedl, P. C., & Steindl, M. (2022). Institutional investors, alternative asset managers, and ESG preferences. *European Business Organization Law Review, 23*, 821-868. https://doi.org/10.1007/s40804-022-00264-0

Nguyen, P.-A., Kecskés, A., & Mansi, S. (2020). Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors. *Journal of Banking & Finance, 112*, 105217. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.013

Octavio, M. F. R., et al. (2025). Ownership structure and ESG performance: An empirical analysis of Indonesian companies. *Asian Journal of Accounting Research*. https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2024-0449

Pinto, I., et al. (2025). ESG performance and information asymmetry: The moderating role of ownership concentration. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. https://doi.org/10.1002/csr.3260

Putri, A. N. A., et al. (2026). Does institutional and foreign ownership pressure increase ESG performance? Evidence from the emerging economy. *Business Performance Review, 4*(1). https://doi.org/10.22495/bprv4i1p5

Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics, 179*, 867-886. https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8

Seo, J., et al. (2025). How do investors respond to ESG rating changes? Evidence from Korean

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

institutional and retail investors. *Applied Economics*. https://doi.org/10.1080/00036846.2025.2540606

Song, D.-D., et al. (2024). ESG performance and institutional investment behaviors. *Emerging Markets Finance and Trade*. https://doi.org/10.1080/1540496X.2024.2443639

Sun, Y.-M., et al. (2024). Responsible investment: Institutional shareholders and ESG performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 102357. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102357

Truong, Q.-T., et al. (2025). The significance of ESG performance for financial distress: New evidence. *Applied Economics Letters*. https://doi.org/10.1080/13504851.2025.2471553

Velte, P. (2023). Which institutional investors drive corporate sustainability? A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment, 32*(1), 42-71. https://doi.org/10.1002/bse.3117

Villalonga, B., et al. (2025). Corporate ownership and ESG performance. *Journal of Corporate Finance*, 102732. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102732

Wang, Y., et al. (2023). Institutional ownership heterogeneity and ESG performance: Evidence from China. *Finance Research Letters, 51*, 103448. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103448

Wardani, I., et al. (2025). Structural ownership and ESG disclosure: Unveiling their impact on corporate financial performance. *Journal of Accounting and Investment, 26*(1). https://doi.org/10.18196/jai.v26i1.24193

Zairin, G. M., et al. (2025). The limited influence of institutional ownership on environmental, social, governance, and financial outcomes. *Corporate Governance and Sustainability Review, 9*(3). https://doi.org/10.22495/cgsrv9i3sip5

**Copyrights**

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)