

Market Performance dalam Perspektif ESG, Investment Opportunity Set dan Financial Risk: Peran Moderasi Board Size

Retno Wulandari^{1*}, Jaka Waskito², Yuni Utami³

^{1,2,3}Universitas Pancasila Tegal, Indonesia

retnowulandari5858@gmail.com¹, jakawaskito@upstegal.ac.id², yuniutami@upstegal.ac.id³

*Corresponding Author

Submitted: May 11, 2026

Accepted: Jun 5, 2026

Published: Oct 1, 2026

ABSTRACT

This study examines the effects of ESG Disclosure, Investment Opportunity Set (IOS), and Financial Risk on Market Performance, as well as the moderating role of Board Size in Indonesian ESG-oriented firms. The study contributes to the literature by integrating sustainability disclosure, growth opportunities, and financial risk within a single framework while comparing firms listed in the SRI-KEHATI and SMINFRA18 indices, which represent sustainability-driven and infrastructure-based investment markets. Using a quantitative approach, this study analyzes 84 firm-year observations from 21 companies during the 2021–2024 period. Panel data regression with the Random Effects Model (REM) and robust standard errors is employed for hypothesis testing. The results indicate that ESG Disclosure and Financial Risk do not significantly affect Market Performance, whereas Investment Opportunity Set has a positive effect on Market Performance. Board Size does not moderate the relationship between ESG Disclosure and Market Performance but strengthens the effects of Investment Opportunity Set and Financial Risk on Market Performance. The findings extend signaling theory and stakeholder theory by demonstrating that market participants place greater emphasis on growth opportunities and governance mechanisms than sustainability disclosure alone. Practically, the study highlights the importance of effective board oversight in enhancing market valuation through investment and risk management decisions.

Keywords: ESG Disclosure Score, Investment Opportunity Set, Financial Risk, Board Size, Market Performance

PENDAHULUAN

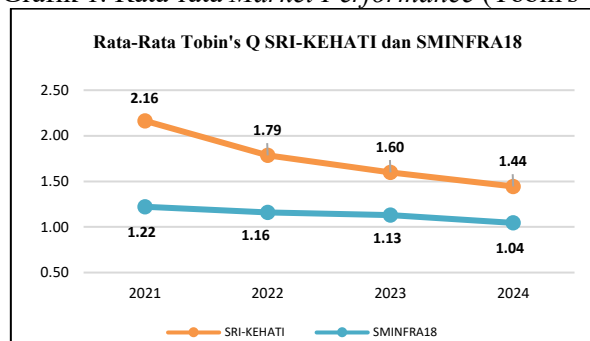
Perkembangan pasar modal memainkan peran penting dalam mencerminkan nilai sekaligus menggambarkan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek bisnis suatu korporasi. Kemajuan globalisasi serta digitalisasi informasi turut mengubah pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Investor kini tidak hanya menilai aspek keuangan perusahaan, tetapi juga memperhatikan keberlanjutan usaha, peluang pertumbuhan, serta tingkat risiko yang dimiliki perusahaan. Perubahan perilaku investor tersebut sejalan dengan berkembangnya konsep investasi berkelanjutan (*sustainable investment*) yang menempatkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan sebagai bagian dari pertimbangan investasi di pasar modal.

Di Indonesia, kondisi tersebut dapat dilihat dari berkembangnya indeks saham tematik, seperti indeks SRI-KEHATI yang menitikberatkan pada penerapan prinsip keberlanjutan (ESG), serta indeks SMINFRA18 yang berfokus pada sektor infrastruktur sebagai pendukung pembangunan ekonomi jangka panjang. Karakteristik yang berbeda pada kedua indeks tersebut menunjukkan bahwa *market performance* setiap kelompok perusahaan dapat dipengaruhi oleh kondisi dan karakteristik industrinya masing-masing. Perusahaan yang berorientasi pada keberlanjutan cenderung memperoleh perhatian investor melalui komitmen ESG dan tata kelola yang baik,

sedangkan perusahaan infrastruktur lebih dipengaruhi oleh peluang pertumbuhan, kebutuhan pendanaan yang besar, serta tingkat risiko yang melekat pada proyek jangka panjang. Oleh karena itu, kajian terkait faktor-faktor yang memengaruhi *market performance* pada kedua kelompok perusahaan menjadi relevan untuk dilakukan.

Rasio Tobin's Q, yang mengukur opini pasar terhadap nilai dan prospek masa depan suatu perusahaan, digunakan untuk mengevaluasi *market performance* dalam penelitian ini. Selama periode 2021-2024, rata-rata nilai Tobin's Q pada kedua indeks tersebut mengalami kecenderungan menurun sebagai berikut.

Grafik 1. Rata-rata *Market Performance* (Tobin's Q)



Sumber: www.idx.co.id (data diolah penulis, 2026)

Grafik 1 memperlihatkan tren nilai Tobin's Q pada indeks SRI-KEHATI mengalami penurunan dari tahun 2021 hingga 2024, yaitu dari 2.16 menjadi 1.44. Tren serupa juga terjadi pada indeks SMINFRA18 yang mengalami penurunan dari 1.22 menjadi 1.04. Penurunan nilai Tobin's Q pada kedua indeks tersebut menunjukkan melemahnya *market performance* perusahaan selama periode pengamatan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pasar memberikan penilaian yang semakin rendah terhadap prospek perusahaan, meskipun kedua indeks merepresentasikan karakteristik perusahaan yang berbeda. Fenomena tersebut terjadi di tengah berbagai dinamika ekonomi selama periode 2021-2024. Setelah pemulihan pasca-pandemi COVID 19, tekanan inflasi mendorong kenaikan suku bunga sehingga meningkatnya biaya modal perusahaan. Di Indonesia, BI Rate meningkat dari 3.50% pada tahun 2021 menjadi 6.25% pada tahun 2024 (Bank Indonesia, 2026). Sedangkan pertumbuhan ekonomi global menurut IMF menurun dari 6.3% pada tahun 2021 menjadi 3.3% pada 2024 (International Monetary Fund, 2026). Kondisi ini mendorong investor menjadi lebih selektif dalam melakukan investasi dan berpotensi memengaruhi penilaian pasar terhadap perusahaan.

Di sisi lain, preferensi investor juga mengalami perubahan. Investor tidak lagi hanya mempertimbangkan informasi keuangan, tetapi juga memperhatikan aspek keberlanjutan, peluang pertumbuhan, risiko keuangan, dan tata kelola. Relevansi aspek keberlanjutan di Indonesia semakin diperkuat melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan yang mendorong transparansi informasi ESG. Oleh karena itu, *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set* dan *Financial Risk* menjadi variabel yang diperkirakan memengaruhi *market performance* perusahaan. Namun, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Pada variabel *ESG Disclosure Score*, Sakina & Darmawan, (2024:307) menemukan bahwa *ESG disclosure* memberikan pengaruh positif, sedangkan Ningwati et al., (2022:76) menemukan pengaruh negatif, dan Husada & Handayani, (2021:138) menyatakan tidak adanya pengaruh signifikan. Pada variabel *Investment Opportunity Set* (IOS), Salamah & Komara, (2025:1699), Nopianti & Suhayati, (2022:70), dan Febrianty & Mertha, (2021:243) menyatakan bahwa IOS berpengaruh positif, sedangkan Amanah, (2019:18) menemukan bahwa IOS memengaruhi *market performance* secara negatif. Sementara itu, pada variabel *Financial risk*, Rosalina et al., (2025:656) menemukan bahwa *financial risk* memiliki pengaruh positif, sedangkan Lestari & Tumirin, (2024:59) menemukan pengaruh negatif, dan Rahmadani & Wulandari, (2022:152) menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan.

Secara teoritis, hubungan *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set*, *Financial Risk*, dan *market performance* dapat dijelaskan melalui *Stakeholder Theory* dan *Signaling Theory*, yang

menekankan peran pemenuhan kepentingan stakeholder serta pengungkapan informasi sebagai sinyal bagi investor dalam menilai prospek perusahaan. Namun demikian, penelitian terdahulu masih belum banyak yang mengintegrasikan ketiga variabel tersebut secara simultan dalam satu model, karena sebagian besar masih meneliti secara terpisah. Dari sisi kontekstual, penelitian yang menggabungkan perusahaan pada indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 dalam satu model penelitian juga masih terbatas. Kedua kelompok perusahaan tersebut memiliki karakteristik bisnis, orientasi strategis, dan ekspektasi investor yang berbeda, sehingga penting untuk menguji apakah perbedaan konteks tersebut memengaruhi hubungan antara *ESG disclosure score*, *investment opportunity set*, dan *financial risk* terhadap *market performance*.

Selain itu, penelitian terdahulu umumnya menjadikan *Board Size* sebagai variabel independen yang memengaruhi *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set*, *Financial Risk*, maupun *market performance* (Meeprom et al., 2024:14) (Utami et al., 2026:42-44). Namun, sebagai mekanisme tata kelola perusahaan, *Board Size* tidak hanya berperan secara langsung, tetapi juga berpotensi memengaruhi bagaimana perusahaan mengelola dan merespons informasi strategis yang berkaitan dengan aspek ESG, peluang investasi, dan risiko keuangan. Perbedaan ukuran dewan dapat mencerminkan variasi dalam kapasitas pengambilan keputusan dan efektivitas koordinasi, yang pada akhirnya dapat memengaruhi kekuatan hubungan antara *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set*, dan *Financial Risk* terhadap *market performance*. Oleh karena itu, *Board Size* secara teoretis relevan untuk digunakan sebagai variabel moderasi, meskipun penggunaannya dalam model moderasi pada konteks tersebut masih relatif terbatas sehingga masih perlu pengujian lebih lanjut.

Berdasarkan kesenjangan penelitian, studi ini menganalisis pengaruh *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set*, dan *Financial Risk* terhadap *market performance* serta menguji peran moderasi *Board Size* pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18. Secara teoritis, studi ini memperkuat *Stakeholder Theory* dan *Signaling Theory* dalam menjelaskan pembentukan *market performance* melalui informasi ESG, peluang investasi, dan risiko keuangan dalam konteks pasar modal dengan karakteristik industri yang berbeda. Secara praktis, penelitian ini memberikan implikasi bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi yang lebih komprehensif, serta sebagai dasar pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan melalui penguatan pengungkapan ESG, peluang investasi, dan pengelolaan risiko.

STUDI LITERATUR

Stakeholder Theory

Stakeholder theory menjelaskan bahwa entitas bisnis tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada berbagai pihak yang berkepentingan seperti investor, kreditur, karyawan, pemerintah, dan masyarakat (Freeman, 1984). Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan kebutuhan informasi berbagai pihak tersebut dalam proses pengambilan keputusan (Donaldson & Preston, 1995:67-68).

Dalam penelitian ini, tuntutan tersebut tercermin dalam berbagai bentuk informasi yang disampaikan perusahaan kepada pihak eksternal. Pengungkapan seperti *ESG disclosure*, peluang pertumbuhan perusahaan (IOS), serta informasi mengenai risiko keuangan menjadi bagian dari kebutuhan informasi stakeholder, khususnya investor, dalam memahami kondisi dan prospek perusahaan. Selain itu, mekanisme tata kelola perusahaan seperti dewan direksi turut berperan dalam memastikan bahwa proses pengambilan keputusan dan pengungkapan informasi sejalan dengan kepentingan stakeholder.

Signaling Theory

Signaling theory menjelaskan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, perusahaan mengirimkan sinyal kepada pihak eksternal untuk membantu pasar dalam menilai kualitas dan prospek perusahaan (Spence, 1973:356). Sinyal tersebut digunakan oleh investor sebagai dasar evaluasi dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Dalam penelitian ini, pengungkapan ESG, peluang pertumbuhan perusahaan (IOS), dan risiko keuangan dipandang sebagai sinyal yang diberikan perusahaan kepada pasar. ESG mencerminkan

komitmen dan transparansi perusahaan, IOS menunjukkan prospek pertumbuhan, sedangkan risiko keuangan menggambarkan tingkat ketidakpastian kondisi keuangan. Kekuatan sinyal tersebut tidak hanya ditentukan oleh substansi informasi, tetapi juga oleh kredibilitasnya yang dipengaruhi oleh mekanisme tata kelola perusahaan seperti dewan direksi. Sinyal yang lebih kredibel akan lebih mudah dipercaya oleh pasar dan tercermin dalam penilaian terhadap perusahaan.

Market Performance

Market performance mencerminkan penilaian pasar terhadap nilai dan prospek perusahaan yang terbentuk melalui keputusan investor dalam aktivitas pasar modal (Hariyanto & Ghazali, 2024:3). Penilaian tersebut dipengaruhi oleh informasi yang tersedia di pasar, yang kemudian menjadi dasar bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.

Dalam perspektif *signaling theory*, informasi yang diungkapkan perusahaan berperan sebagai sinyal yang digunakan investor dalam menilai kualitas dan prospek perusahaan. Sementara itu, dalam *stakeholder theory*, *market performance* mencerminkan respons investor sebagai pemangku kepentingan terhadap informasi yang disampaikan perusahaan. *Market performance* dalam penelitian ini diukur menggunakan Tobin's Q yang merepresentasikan perbandingan antara nilai pasar perusahaan dan nilai buku asetnya (Sudana, 2023:39).

$$Q = \frac{\text{Market Value Equity} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

ESG Disclosure Score

ESG disclosure score merepresentasikan tingkat pengungkapan informasi keberlanjutan perusahaan yang berkaitan dengan aspek lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata kelola (*governance*). Informasi tersebut memberikan sinyal kepada pasar mengenai kualitas pengelolaan perusahaan dan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan yang dapat digunakan investor sebagai dasar dalam menilai perusahaan.

Dalam perspektif *stakeholder theory*, pengungkapan ESG mencerminkan upaya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan informasi para pemangku kepentingan, khususnya investor. Selanjutnya, *signaling theory* menjelaskan bahwa *ESG disclosure* berfungsi sebagai sinyal yang membantu mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor melalui penyampaian informasi non-keuangan yang lebih transparan. Semakin luas informasi ESG yang diungkapkan, semakin tinggi transparansi perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan memengaruhi penilaian pasar terhadap nilai serta prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, *ESG disclosure* diukur berdasarkan indikator *Global Reporting Initiative* (GRI) dengan pendekatan skor pengungkapan, yaitu rasio jumlah item yang diungkapkan perusahaan terhadap total item pengungkapan yang menjadi indikator penilaian (Husada & Handayani, 2021:128).

$$\text{ESG Disclosure Score} = \frac{\text{Jumlah Item Pengungkapan Perusahaan}}{\text{Total Item Pengungkapan}}$$

Investment Opportunity Set (IOS)

IOS berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan yang tercermin dari kombinasi aset yang dimiliki serta potensi investasi di masa depan (Myers, 1977:150). Informasi mengenai prospek pertumbuhan tersebut digunakan investor dalam menilai potensi perusahaan di masa mendatang.

Dalam perspektif *stakeholder theory*, perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang baik diharapkan mampu memberikan nilai tambah bagi pemangku kepentingan, khususnya investor, melalui peningkatan kinerja dan keberlanjutan usaha. Selanjutnya, dalam perspektif *signaling theory*, IOS berfungsi sebagai sinyal yang merefleksikan ekspektasi pertumbuhan perusahaan, sehingga membantu investor dalam mengevaluasi prospek dan kualitas perusahaan di pasar modal. Kondisi tersebut memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan yang tercermin dalam *market performance*. Dalam penelitian ini, IOS diukur menggunakan rasio *Market to Book Value*

of Equity (MBVE), yang membandingkan nilai pasar dengan nilai buku ekuitas (Abduh et al., 2025:1921).

$$MBVE = \frac{\text{Closing Price} \times \text{Jumlah Saham Beredar}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Financial Risk

Financial risk berkaitan dengan tingkat ketidakpastian kondisi keuangan perusahaan yang tercermin dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Informasi mengenai risiko keuangan menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menilai stabilitas dan keberlanjutan perusahaan.

Dalam perspektif *stakeholder theory*, perusahaan dituntut untuk menjaga stabilitas keuangan sebagai bentuk perlindungan terhadap kepentingan pemangku kepentingan, khususnya investor dan kreditur. Selanjutnya, dalam *signaling theory*, tingkat risiko keuangan berfungsi sebagai sinyal yang merefleksikan kondisi fundamental perusahaan, sehingga memengaruhi penilaian investor terhadap kualitas perusahaan. Kondisi tersebut memengaruhi penilaian investor yang tercermin dalam *market performance*. Dalam penelitian ini, *financial risk* diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio total utang perusahaan terhadap ekuitasnya (Brigham & Houston, 2007:444).

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Board Size

Board size mengacu pada total anggota dewan direksi yang bertugas dalam proses pengawasan dan pengambilan keputusan korporasi (Githaiga & Kosgei, 2023:5). Struktur dewan menjadi bagian dari mekanisme tata kelola yang menentukan bagaimana proses evaluasi dan pengendalian internal perusahaan dilakukan.

Dalam perspektif *stakeholder theory*, dewan direksi berperan dalam memastikan bahwa perusahaan dijalankan dengan memperhatikan kepentingan pemangku kepentingan melalui fungsi pengawasan terhadap manajemen. Selanjutnya, dalam *signaling theory*, ukuran dewan direksi dapat menjadi sinyal mengenai kualitas tata kelola perusahaan yang memengaruhi tingkat kepercayaan pasar terhadap informasi yang disampaikan perusahaan.

Perbedaan ukuran dewan mencerminkan variasi dalam efektivitas pengawasan yang pada akhirnya memengaruhi kredibilitas informasi perusahaan di mata investor. Kondisi ini membuat respons pasar terhadap informasi perusahaan, seperti *ESG disclosure*, *investment opportunity set*, dan *financial risk*, dapat berbeda tergantung pada kualitas pengawasan yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, *board size* diposisikan sebagai variabel moderasi yang diduga memengaruhi kuat atau lemahnya pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap *market performance*. Pengukuran *board size* dalam penelitian ini menggunakan jumlah anggota dewan direksi (Mehrotra et al., 2023:5).

$$\text{Board Size} = \text{Jumlah dewan direksi}$$

Pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Market Performance

Dalam perspektif *stakeholder theory*, perusahaan tidak hanya berorientasi pada profit, tetapi juga memiliki tanggung jawab untuk memenuhi ekspektasi berbagai pemangku kepentingan melalui penyediaan informasi yang transparan. *ESG disclosure* menjadi bentuk nyata dari pemenuhan tanggung jawab tersebut karena mencerminkan bagaimana perusahaan mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola secara berkelanjutan. Semakin luas pengungkapan ESG, semakin tinggi tingkat akuntabilitas perusahaan di mata stakeholder, khususnya investor. Selanjutnya, *signaling theory* menjelaskan bahwa pengungkapan informasi oleh perusahaan berfungsi sebagai sinyal kepada pasar terkait kualitas dan prospek perusahaan. *ESG disclosure* menjadi sinyal positif yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan serta kualitas tata kelola yang baik. Sinyal ini berperan dalam mengurangi asimetri informasi antara

perusahaan dan investor, sehingga investor dapat menilai prospek perusahaan dengan lebih akurat dan menurunkan ketidakpastian dalam pengambilan keputusan investasi.

Dengan berkurangnya asimetri informasi dan meningkatnya persepsi positif investor terhadap perusahaan, ESG *disclosure* yang lebih tinggi diperkirakan akan direspon secara positif oleh pasar yang tercermin dalam peningkatan *market performance*. Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Martha & Khomsiyah (2022:119) dan Sakina & Darmawan (2024:307) yang menyatakan bahwa pengungkapan ESG memengaruhi kinerja pasar secara positif. Sebaliknya, Ningwati et al. (2022:76) dan Asyifa et al. (2025:11) mengemukakan bahwa ESG *disclosure* memengaruhi kinerja pasar secara negatif. Adanya perbedaan hasil temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh ESG *disclosure score* terhadap *market performance* masih bersifat empiris, sehingga perlu dilakukan pengujian lebih lanjut.

H₁ : ESG Disclosure Score berpengaruh terhadap Market Performance

Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Market Performance

Investment Opportunity Set (IOS) merefleksikan ekspektasi pasar terhadap peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan. Dalam perspektif *stakeholder theory*, IOS yang tinggi mengindikasikan adanya ruang ekspansi nilai perusahaan yang menjadi dasar evaluasi investor dalam menilai prospek jangka panjang. Kondisi ini mendorong peningkatan perhatian pasar terhadap potensi penciptaan nilai yang dapat dihasilkan perusahaan. Selanjutnya, berdasarkan *signaling theory*, IOS yang tinggi dipandang sebagai sinyal positif dari manajemen mengenai prospek pertumbuhan dan pengembangan perusahaan (Alamsyah & Malanua, 2021:157). Sinyal ini mengurangi ketidakpastian investor terhadap kinerja masa depan, sehingga memperkuat keyakinan pasar dalam melakukan valuasi.

Dengan demikian, IOS yang lebih tinggi diharapkan direspon positif oleh pasar yang tercermin dalam peningkatan *market performance*. Namun, hasil penelitian terdahulu menunjukkan inkonsistensi. Salamah & Komara, (2025:1699), Rahmadani & Wulandari, (2022:153), dan Nopianti & Suhayati, (2022:70) membuktikan bahwa IOS dapat memengaruhi *market performance*. Tingginya nilai IOS menunjukkan harapan yang baik atas pertumbuhan dan keuntungan perusahaan yang berdampak positif terhadap kinerja pasar. Namun, Amanah, (2019:18) menyatakan bahwa IOS memengaruhi kinerja perusahaan secara negatif. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa pengaruh IOS terhadap *market performance* masih bersifat empiris sehingga perlu diuji lebih lanjut.

H₂ : Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap Market Performance

Pengaruh Financial Risk terhadap Market Performance

Dalam perspektif *stakeholder theory*, *financial risk* menjadi perhatian utama pemangku kepentingan, khususnya investor dan kreditur, dalam menilai stabilitas serta keberlanjutan kinerja perusahaan. Tingkat risiko keuangan yang tinggi mencerminkan peningkatan ketidakpastian arus kas dan beban kewajiban, sehingga dapat memengaruhi kepercayaan stakeholder terhadap prospek perusahaan. Selanjutnya, berdasarkan *signaling theory*, *financial risk* berfungsi sebagai sinyal yang merepresentasikan kondisi risiko keuangan perusahaan. Peningkatan *financial risk* cenderung dipersepsikan sebagai meningkatnya risiko ketidakstabilan keuangan dan potensi *distress*, yang dapat menurunkan ekspektasi pasar terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Namun, dalam kondisi tertentu, tingkat leverage yang tinggi juga dapat diinterpretasikan sebagai sinyal optimisme manajemen terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan return yang lebih tinggi.

Dengan demikian, *financial risk* berpotensi memengaruhi *market performance* melalui perubahan persepsi stakeholder dan interpretasi sinyal oleh pasar, meskipun arah pengaruhnya bergantung pada penilaian risiko oleh investor. Studi terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten mengenai pengaruh *financial risk* terhadap *market performance*. Rosalina et al., (2025:656) menemukan bahwa kenaikan *financial risk* dapat meningkatkan *market performance*. Namun, Lestari & Tumirin, (2024:59) menunjukkan bahwa peningkatan *financial risk* justru menurunkan *market performance*. Sementara itu, Rahmadani & Wulandari, (2022:152) menemukan bahwa *financial risk* tidak mampu memengaruhi *market performance*. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan bahwa hasil penelitian masih belum konsisten secara empiris,

sehingga masih perlu diuji lebih lanjut. Oleh karena itu, hipotesis dirumuskan sebagai berikut.

H₃ : *Financial Risk* berpengaruh terhadap *Market Performance*

Board Size* dalam memoderasi pengaruh *ESG Disclosure Score* terhadap *Market Performance

Dalam perspektif *stakeholder theory*, dewan direksi berperan dalam memastikan kualitas dan kredibilitas pengungkapan ESG sebagai bentuk akuntabilitas perusahaan kepada pemangku kepentingan. Sementara itu, berdasarkan *signaling theory*, *ESG disclosure* berfungsi sebagai sinyal kualitas perusahaan yang diterima pasar, namun kekuatan sinyal tersebut bergantung pada efektivitas mekanisme tata kelola. Efektivitas pengaruh *ESG disclosure* terhadap *market performance* tidak hanya ditentukan oleh kualitas informasi yang diungkapkan, tetapi juga oleh struktur tata kelola perusahaan. *Board size* berperan sebagai mekanisme pengawasan yang memengaruhi kualitas monitoring terhadap proses pelaporan ESG, sehingga berdampak pada konsistensi dan kredibilitas informasi yang diterima pasar (Yan et al., 2021:5). *Board size* yang proporsional meningkatkan efektivitas pengawasan dan mengurangi potensi bias manajerial dalam pengungkapan ESG (Chebbi & Ammer, 2022:18), sehingga memperkuat kekuatan sinyal ESG dalam memengaruhi penilaian pasar. Sebaliknya, *board size* yang kurang efektif dapat menurunkan kualitas pengawasan, sehingga melemahkan kredibilitas sinyal ESG dan mengurangi sensitivitas pasar terhadap informasi tersebut yang tercermin dalam *market performance*.

Temuan penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang beragam terkait peran *board size* dalam hubungan tersebut. Meeprom et al., (2024:14) mengungkapkan bahwa pengaruh *ESG disclosure* terhadap *market performance* sangat bergantung pada peran *board size*. Berbeda dengan Tanjaya & Ratmono, (2024:10) yang menemukan bahwa *board size* tidak mampu memoderasi hubungan *ESG disclosure* terhadap *market performance*. Maka, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

H₄ : *Board Size* dapat memoderasi pengaruh *ESG disclosure score* terhadap *Market Performance*

Board Size* dalam memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Market Performance

Dalam perspektif *stakeholder theory*, dewan direksi berperan dalam mengarahkan keputusan strategis perusahaan, termasuk pengelolaan peluang investasi yang tercermin dalam *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS tidak hanya merepresentasikan potensi pertumbuhan, tetapi juga membutuhkan mekanisme tata kelola yang efektif agar dapat dikonversi menjadi peningkatan nilai perusahaan. Selanjutnya, IOS dalam perspektif pasar juga berfungsi sebagai sinyal prospek pertumbuhan perusahaan yang dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap kinerja masa depan (Febrianty & Mertha, 2021:243). Namun, kekuatan sinyal tersebut dalam memengaruhi *market performance* bergantung pada efektivitas dewan dalam mengarahkan dan mengawasi keputusan investasi.

Board size berperan sebagai mekanisme pengawasan yang memengaruhi kualitas pengawasan dan pengambilan keputusan investasi. Ukuran dewan yang proporsional dapat meningkatkan efektivitas monitoring, sehingga memperkuat kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan peluang investasi yang tercermin dalam IOS (Handriani & Robiyanto, 2018:13). Kondisi ini memperkuat konversi IOS menjadi peningkatan nilai pasar. Sebaliknya, *board size* yang tidak efektif dapat melemahkan fungsi pengawasan, sehingga mengurangi efektivitas pemanfaatan IOS terhadap kinerja pasar. Dengan demikian, *board size* diduga memengaruhi kekuatan hubungan antara IOS dan *market performance* melalui efektivitas pengawasan dan proses pengambilan keputusan investasi perusahaan.

H₅ : *Board Size* dapat memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Market Performance*

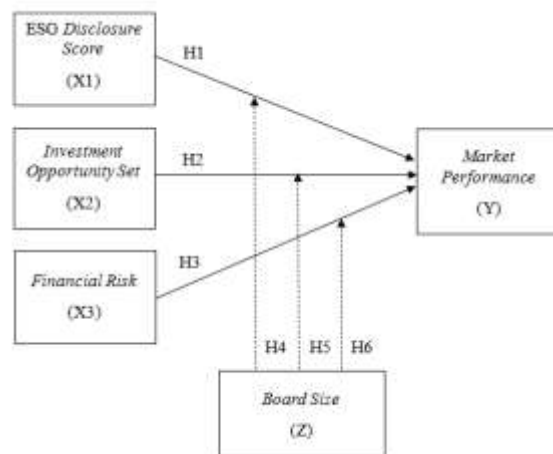
Board Size* dalam memoderasi pengaruh *Financial Risk* terhadap *Market Performance

Dalam perspektif *stakeholder theory*, dewan direksi memiliki peran penting dalam memastikan efektivitas kebijakan keuangan perusahaan, khususnya terkait struktur pendanaan dan pengelolaan risiko. *Financial risk* mencerminkan tingkat ketidakpastian yang menjadi perhatian utama investor

dalam menilai stabilitas dan keberlanjutan kinerja perusahaan. Tingkat *financial risk* dapat memengaruhi *market performance*, di mana risiko yang tinggi cenderung menurunkan nilai pasar karena dianggap meningkatkan beban keuangan dan risiko kebangkrutan (Tricahyani & Budiantara, 2024:584). Namun, dalam kondisi tertentu, penggunaan utang juga dapat mencerminkan peluang pertumbuhan apabila dikelola secara efektif (Gz & Lisiantara, 2022:3985). Selanjutnya, berdasarkan *signaling theory*, financial risk dipersepsikan sebagai sinyal kondisi fundamental perusahaan yang memengaruhi penilaian pasar.

Namun, interpretasi sinyal tersebut tidak hanya ditentukan oleh tingkat *financial risk*, tetapi juga oleh mekanisme tata kelola yang mengawasi dan mengarahkan kebijakan keuangan perusahaan. Dalam konteks ini, *board size* berperan sebagai struktur pengawasan yang menentukan kapasitas dewan dalam menjalankan fungsi monitoring dan pengendalian keputusan keuangan. Ukuran dewan yang memadai meningkatkan efektivitas pengawasan serta koordinasi dalam evaluasi kebijakan pendanaan dan risiko, sehingga memengaruhi kualitas informasi yang diterima pasar. Sebaliknya, keterbatasan efektivitas dewan dapat melemahkan kualitas pengawasan dan meningkatkan ketidakpastian dalam interpretasi pasar terhadap *financial risk*. Sejalan dengan itu, temuan Hamida et al., (2025:15) menunjukkan bahwa *board size* memengaruhi pengelolaan risiko perusahaan, sementara Utami et al., (2026:43) juga menemukan bahwa ukuran dewan dapat memengaruhi tingkat *financial risk*. Dengan demikian, *board size* diduga dapat memoderasi pengaruh *financial risk* terhadap *market performance*.

H₆ : Board Size dapat memoderasi pengaruh Financial Risk terhadap Market Performance



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menganalisis pengaruh ESG *Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set*, dan *Financial Risk*, serta menguji peran *Board Size* sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan digunakan dalam penelitian ini. Perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 dari tahun 2021 hingga 2024 membentuk populasi penelitian. Berdasarkan kriteria berikut, *purposive sampling* digunakan sebagai metode pengambilan sampel:

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1.	Seluruh perusahaan yang pernah tercatat dalam Indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 selama periode 2021-2024	60
2.	Perusahaan yang tidak tercatat secara konsisten dalam Indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 selama periode 2021-2024	(32)

3.	Perusahaan yang tercatat pada lebih dari satu Indeks Saham penelitian dihitung satu kali	(7)
Jumlah Sampel Penelitian		21
Tahun Penelitian		4
Total Sampel Data Penelitian selama 4 Tahun		84

Sumber : Data sekunder yang diolah (2026)

ESG *Disclosure Score* diukur berdasarkan standar *Global Reporting Initiative* (GRI) yang mencakup aspek *Environmental*, *Social*, dan *Governance* (ESG). Penelitian ini menggunakan 49 indikator pengungkapan yang terdiri atas aspek *Environmental* (GRI 301, 302, 303, 305, dan 306), aspek *Social* (GRI 401, 403, 404, 405, dan 413), serta aspek *Governance* (GRI 205 dan 206). Indikator tersebut mengacu pada GRI *Standards* 2016, 2018, dan 2020 yang digunakan perusahaan dalam pelaporan keberlanjutan. Pengukuran dilakukan melalui metode *dummy* dengan pemberian skor 1 apabila indikator diungkapkan dan skor 0 apabila tidak diungkapkan.

Teknik Analisis Data

Analisis data panel dengan bantuan STATA 17 adalah metode yang digunakan dalam analisis penelitian ini. Regresi data panel dipilih karena dapat mengintegrasikan data *cross-section* dan *time series*, yang memungkinkan untuk memperhitungkan variasi individu yang tidak teramati dan lebih baik menangkap dinamika deret waktu perilaku bisnis. Sebelum dilakukan pengujian, variabel dependen dan variabel independen diolah menggunakan *winsorization* pada persentil 5% dan 95% untuk mengurangi pengaruh observasi ekstrem (*outlier*). Selanjutnya, variabel independen dilakukan *mean centering* untuk mengurangi potensi multikolinearitas serta menghasilkan estimasi yang lebih stabil pada model regresi dan moderasi.

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data. Pemilihan model dilakukan melalui *Chow Test*, *Hausman Test*, dan *Lagrange Multiplier Test* untuk menentukan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Uji multikolinearitas dilakukan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF). Estimasi regresi menggunakan *robust standard errors* untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas. Analisis moderasi dilakukan dengan membentuk variabel interaksi, yang dihasilkan dari perkalian antara variabel independen dan variabel moderasi.

Model regresi tersebut dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESGDS}_{it} + \beta_2 \text{MBVE}_{it} + \beta_3 \text{DER}_{it} + \beta_4 \text{BS}_{it} + \beta_5 (\text{ESGDS}_{it} \times \text{BS}_{it}) + \beta_6 (\text{MBVE}_{it} \times \text{BS}_{it}) + \beta_7 (\text{DER}_{it} \times \text{BS}_{it}) + e_{it}$$

Keterangan:

Tobin's Q	: Market performance
α	: Konstanta
β	: Koefisien regresi
ESGDS	: ESG Disclosure Score
MBVE	: Market to Book Value of Equity (Investment Opportunity Set)
DER	: Debt to Equity Ratio (Financial risk)
BS	: Board size
ESGDS $\times$ BS	: Interaksi antara ESG Disclosure Score dengan Board Size
MBVE $\times$ BS	: Interaksi antara Investment Opportunity Set dengan Board Size
DER $\times$ BS	: Interaksi antara Financial Risk dengan Board Size
e	: Error
i	: Cross section (Perusahaan)
t	: Time series (Periode penelitian)

HASIL

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian yang telah melalui proses *winorization* pada persentil 5% dan 95% serta *mean centering* pada variabel independen.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q	84	1.3918	0.7305	0.8009	3.6451
ESGDS	84	8.33e-09	0.0612	-0.0396	0.1595
MBVE	84	7.86e-08	1.0729	-1.0013	1.8429
DER	84	9.29e-08	1.2633	-1.3299	1.5143
BS	84	7.9881	2.6819	4	13

Sumber: Hasil olahan STATA 17 (2026)

Berdasarkan hasil statistik deskriptif terhadap 84 observasi, Tobin's Q (Y) memiliki nilai rata-rata sebesar 1.3918 dengan standar deviasi 0.7305, menunjukkan perbedaan tingkat penilaian pasar antar perusahaan dalam sampel. Nilai ini mencerminkan bahwa secara umum perusahaan memiliki *market performance* yang relatif baik, meskipun terdapat heterogenitas antar entitas.

Variabel ESGDS, MBVE, dan DER memiliki rata-rata mendekati nol sebagai konsekuensi *mean centering*. Dengan demikian, nilai tersebut tidak dapat diinterpretasikan sebagai nilai variabel absolut, melainkan sebagai deviasi terhadap rata-rata sampel yang digunakan dalam model estimasi. Lebih lanjut, standar deviasi ESGDS (0.0612), MBVE (1.0729), dan DER (1.2633) menunjukkan adanya variasi karakteristik antar perusahaan pada masing-masing aspek, yang meliputi tingkat pengungkapan ESG, peluang pertumbuhan, dan struktur pendanaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun data telah melalui proses *winorization* dan *centering*, heterogenitas antar perusahaan tetap terjaga dalam sampel penelitian.

Sementara itu, BS memiliki rerata 7.9881 dengan deviasi standar 2.6819, yang menunjukkan variasi ukuran dewan direksi yang relatif moderat. Rentang 4–13 menunjukkan struktur tata kelola yang cukup beragam namun masih dalam batas wajar perusahaan publik. menunjukkan perbedaan struktur tata kelola perusahaan, meskipun masih berada dalam kisaran umum perusahaan publik

Pemilihan Model Regresi

Dalam regresi data panel, terdapat tiga jenis pendekatan model, yakni *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM), yang memiliki karakteristik berbeda. Oleh karena itu, dalam menetapkan model regresi yang paling tepat, perlu dilakukan berbagai pengujian. Pengujian tersebut meliputi *chow test*, *hausman test*, dan *Lagrange Multiplier* (LM) *test*.

Chow Test

Chow test dilakukan untuk menguji model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Dalam *chow test*, jika nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 0.05$, maka model terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Sebaliknya, apabila hasil probabilitas lebih besar dari $\alpha = 0.05$, maka model terpilih adalah *Common Effect Model* (CEM).

Tabel 3. Chow Test

Uji Kesesuaian Model	F(20, 59)	Prob > F	Hasil
<i>Chow test</i>	42.81	0.0000	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)

Sumber: Hasil olahan STATA 17 (2026)

Hausman Test

Hausman test dimanfaatkan untuk menguji dan menentukan model terbaik antara *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Random Effect Model* (REM). Apabila hasil menunjukkan probabilitas

lebih kecil dari $\alpha = 0.05$, maka model yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Sebaliknya, *Random Effect Model* (REM) terpilih apabila hasil probabilitas lebih besar dari $\alpha = 0.05$.

Tabel 4. *Hausman Test*

Uji Kesesuaian Model	chi ²	Prob > chi ²	Hasil
<i>Hausman test</i>	3.79	0.4356	<i>Random Effect Model (REM)</i>

Sumber: Hasil olahan STATA 17 (2026)

Lagrange Multiplier (LM) Test

LM test bertujuan untuk menguji dan menentukan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM) dengan *Random Effect Model* (REM). Apabila hasil menunjukkan probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 0.05$, maka model yang terpilih adalah *Random Effect Model* (REM). Namun, jika hasil probabilitas lebih besar dari $\alpha = 0.05$, maka model yang dinyatakan terbaik adalah *Common Effect Model* (CEM).

Tabel 5. *LM Test*

Uji Kesesuaian Model	chibar ² (01)	Prob > chibar ²	Hasil
<i>LM test</i>	93.84	0.0000	<i>Random Effect Model (REM)</i>

Sumber: Hasil olahan STATA 17 (2026)

Berdasarkan hasil *Chow test*, *Hausman test*, dan LM test, dapat disimpulkan bahwa model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model* (REM). Dengan demikian, seluruh pengujian selanjutnya dilakukan menggunakan pendekatan REM.

Asumsi Klasik

Untuk memastikan kelayakan model regresi data panel, dilakukan pengujian asumsi klasik terhadap variabel penelitian. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan tidak adanya korelasi tinggi antar variabel independen, yang dibuktikan dengan besarnya nilai VIF dan *tolerance* yang berada di bawah batas yang ditetapkan. Selanjutnya, untuk mengantisipasi potensi heteroskedastisitas, estimasi model regresi dilakukan menggunakan *robust standard errors*, sehingga estimasi parameter tetap konsisten dan efisien.

Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel dalam penelitian ini dilakukan guna menganalisis pengaruh variabel independen yakni ESG Disclosure Score (ESGDS), *Investment Opportunity Set* yang diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* (MBVE), dan *Financial Risk* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), terhadap variabel dependen yakni *Market Performance* yang diproksikan dengan Tobin's Q. Selain itu, pengujian juga dilakukan untuk menguji peran variabel moderasi yakni *Board Size* dengan masing-masing variabel independen dengan cara membentuk variabel interaksi.

Berdasarkan hasil pemilihan model terbaik sebelumnya, estimasi dilakukan menggunakan pendekatan REM dengan *Robust Standard Error* untuk memperoleh hasil yang lebih reliabel. Hasil estimasi regresi disajikan pada tabel berikut.

Tabel 6. Uji Hipotesis

Variabel	Coefficient	Robust Std. Error	p-value	Keterangan
ESGDS	-0.2359	0.4532	0.603	Tidak signifikan
MBVE	0.5013	0.0997	0.000	Signifikan
DER	-0.1446	0.0801	0.071	Tidak signifikan
BS	-0.0815	0.0311	0.009	Signifikan
ESGDS×BS	0.0031	0.0169	0.854	Tidak signifikan
MBVE×BS	0.0032	0.0004	0.000	Signifikan
DER×BS	0.0057	0.0024	0.020	Signifikan
Constant	1.7647	0.1894	0.000	

Keterangan: N = 84; Wald $\chi^2 = 1612.65$; Prob > $\chi^2 = 0.0000$; R^2 overall = 0.8579; $\alpha = 5\%$
Sumber: Hasil olahan STATA 17 (2026)

Berdasarkan hasil diatas, maka bentuk persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$\text{Tobin's } Q = 1.764675 - 0.2359 \text{ ESGDS} + 0.5013 \text{ MBVE} - 0.1446 \text{ DER} - 0.0815 \text{ BS} \\ + 0.0031 \text{ ESGDS} \times \text{BS} + 0.0032 \text{ MBVE} \times \text{BS} + 0.0057 \text{ DER} \times \text{BS} + \varepsilon$$

Nilai Prob > χ^2 sebesar 0.0000 menunjukkan bahwa model regresi secara keseluruhan layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Sementara itu, nilai koefisien determinasi (R^2 overall) sebesar 0.8579 menunjukkan bahwa 85.79% variasi *market performance* dapat dijelaskan oleh *ESG disclosure score*, *investment opportunity set*, *financial risk*, *board size*, serta variabel interaksi dalam model penelitian. Sisanya sebesar 14.21% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian. Tingginya nilai koefisien determinasi tersebut menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan yang baik dalam merepresentasikan hubungan antara faktor keberlanjutan, peluang pertumbuhan, risiko keuangan, dan tata kelola perusahaan dengan *market performance*. Selain itu, penggunaan data panel memungkinkan model menangkap variasi antar perusahaan dan antar periode pengamatan secara simultan sehingga informasi yang diperoleh menjadi lebih komprehensif.

Selanjutnya, interpretasi koefisien regresi dan pengujian hipotesis dilakukan untuk mengetahui arah dan signifikansi pengaruh masing-masing variabel dalam model penelitian. Nilai konstanta sebesar 1.7647 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen bernilai nol, maka nilai perusahaan diperkirakan sebesar 1.764675.

1. Variabel ESGDS memiliki koefisien sebesar -0.2359 dengan signifikansi 0.603, yang artinya variabel *ESG disclosure score* terbukti tidak berpengaruh terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis pertama (H_1) ditolak.
2. MBVE memiliki koefisien 0.5013 dengan signifikansi 0.000 yang artinya, variabel IOS (MBVE) terbukti berpengaruh positif terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis kedua (H_2) diterima.
3. DER dengan koefisien -0.1446 dan nilai signifikansi 0.071, dapat diartikan bahwa variabel *financial risk* (DER) tidak terbukti berpengaruh terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H_3) ditolak.
4. BS memiliki koefisiensi -0.0815 dengan nilai signifikansi 0.009, yang artinya bahwa variabel *board size* terbukti berpengaruh negatif terhadap *market performance*.
5. Interaksi antara *ESG disclosure score* dan *Board Size* ($\text{ESGDS} \times \text{BS}$) memiliki koefisiensi 0.0031 dengan nilai signifikansi 0.854, sehingga dapat diartikan bahwa *board size* tidak mampu memoderasi pengaruh *ESG disclosure score* terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis keempat (H_4) ditolak.
6. Interaksi antara MBVE dan *Board Size* ($\text{MBVE} \times \text{BS}$) memiliki koefisiensi 0.0032 dengan nilai signifikansi 0.000, dapat diartikan bahwa *board size* mampu memoderasi dengan memperkuat hubungan variabel IOS terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis kelima (H_5) diterima.
7. Interaksi antara DER dan *Board Size* ($\text{DER} \times \text{BS}$) memiliki koefisiensi 0.0057 dengan nilai signifikansi 0.020, dapat diartikan bahwa *board size* mampu memoderasi dengan memperkuat hubungan variabel *financial risk* terhadap *market performance*. Dengan demikian, hipotesis keenam (H_6) diterima.

PEMBAHASAN

ESG Disclosure Score terhadap Market Performance

Hasil pengujian membuktikan bahwa *ESG disclosure score* tidak berpengaruh terhadap *market performance* perusahaan yang terhimpun dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi ESG belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai perusahaan di pasar modal. Berdasarkan *signaling*

theory, pengungkapan ESG seharusnya menjadi sinyal positif yang mampu mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan investor. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum memperoleh respons yang cukup kuat dari pasar. Kondisi ini dapat disebabkan karena ESG *disclosure score* hanya mengukur tingkat pengungkapan informasi ESG, bukan kualitas implementasi praktik ESG itu sendiri. Selain itu, kualitas dan kelengkapan pengungkapan ESG antarperusahaan yang masih beragam menyebabkan informasi tersebut belum sepenuhnya dipandang relevan dalam mendukung pengambilan keputusan investasi.

Tidak signifikannya pengaruh ESG *disclosure* terhadap *market performance* juga dapat dijelaskan oleh karakteristik investor di pasar berkembang seperti Indonesia yang masih cenderung berorientasi pada kinerja keuangan dan keuntungan jangka pendek. Investor umumnya lebih mempertimbangkan informasi yang berkaitan langsung dengan profitabilitas, pertumbuhan, dan prospek perusahaan dibandingkan informasi keberlanjutan yang manfaatnya bersifat jangka panjang. Kondisi tersebut semakin relevan pada perusahaan yang tergabung dalam SRI-KEHATI dan SMINFRA18, khususnya sektor infrastruktur yang bersifat padat modal dan berorientasi jangka panjang. Akibatnya, manfaat ESG *disclosure* belum sepenuhnya tercermin dalam *market performance* perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan Putri & Puspawati (2023:259), Husada & Handayani (2021:138), serta Tanjaya & Ratmono (2024:10) yang menemukan bahwa ESG *disclosure* tidak berpengaruh terhadap *market performance* perusahaan.

Investment Opportunity Set terhadap Market Performance

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) yang diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* (MBVE) berpengaruh positif terhadap *market performance* perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung memperoleh penilaian pasar yang lebih baik. Berdasarkan *signaling theory*, tingginya nilai MBVE memberikan sinyal positif kepada investor mengenai kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan peluang investasi dan menciptakan pertumbuhan di masa mendatang. Sinyal tersebut meningkatkan optimisme investor terhadap prospek perusahaan sehingga mendorong peningkatan permintaan saham dan pada akhirnya meningkatkan *market performance* perusahaan.

Pengaruh positif IOS terhadap *market performance* menunjukkan bahwa pasar tidak hanya menilai kondisi perusahaan saat ini, tetapi juga mempertimbangkan potensi pertumbuhan dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai di masa depan. Perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi dipersepsikan memiliki prospek ekspansi, peningkatan pendapatan, dan kemampuan menciptakan keuntungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah. Kondisi ini semakin relevan bagi perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 karena sebagian besar perusahaan dalam indeks tersebut memerlukan investasi berkelanjutan untuk mendukung pengembangan usaha dan pertumbuhan jangka panjang. Hasil penelitian ini konsisten dengan Salamah & Komara (2025:1699), Nopianti & Suhayati (2022:70), serta Febrianty & Mertha (2021:243) yang menyatakan bahwa peluang investasi yang tinggi menjadi sinyal positif bagi investor dan mampu meningkatkan penilaian pasar terhadap perusahaan.

Financial Risk terhadap Market Performance

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial risk* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap *market performance* perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat risiko keuangan yang tercermin dari penggunaan utang belum menjadi faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam menilai perusahaan di pasar modal. Berdasarkan *signaling theory*, struktur pendanaan perusahaan dapat menjadi sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan tingkat DER belum mampu memberikan sinyal yang cukup kuat untuk memengaruhi penilaian pasar terhadap perusahaan. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa investor tidak serta-merta memandang peningkatan utang sebagai sinyal negatif maupun penurunan utang sebagai sinyal positif dalam

menentukan keputusan investasi.

Tidak signifikannya pengaruh *financial risk* terhadap *market performance* juga dapat disebabkan oleh karakteristik perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18, khususnya perusahaan yang membutuhkan pendanaan dalam jumlah besar untuk mendukung kegiatan operasional dan ekspansi usaha. Dalam kondisi tersebut, penggunaan utang merupakan hal yang wajar dan masih berada pada tingkat yang dapat ditoleransi oleh investor. Akibatnya, investor cenderung lebih memfokuskan perhatian pada kemampuan perusahaan dalam mengelola dana yang diperoleh untuk menciptakan pertumbuhan dan profitabilitas dibandingkan pada besarnya utang itu sendiri. Hasil penelitian ini sejalan dengan Nikonov & Setyawan (2025:1098) serta Rahmadani & Wulandari (2022:152) yang menyatakan bahwa perubahan struktur pendanaan tidak selalu memperoleh respons signifikan dari pasar, sehingga tidak tercermin dalam *market performance* perusahaan.

Board Size dalam Memoderasi Pengaruh ESG Disclosure Score terhadap Market Performance

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *board size* tidak mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure Score terhadap *market performance* perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran dewan direksi belum berperan efektif sebagai mekanisme tata kelola dalam meningkatkan relevansi informasi ESG terhadap penilaian pasar. Berdasarkan *stakeholder theory*, dewan direksi memiliki tanggung jawab strategis dalam mengarahkan perusahaan, mengintegrasikan kepentingan para pemangku kepentingan ke dalam pengambilan keputusan, serta memastikan implementasi praktik keberlanjutan berjalan secara efektif. Dengan demikian, semakin besar ukuran dewan direksi diharapkan dapat meningkatkan kapasitas perusahaan dalam mengelola dan mengungkapkan informasi ESG yang berkualitas. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa keberadaan dewan direksi yang lebih besar belum mampu memperkuat pengaruh ESG disclosure terhadap *market performance* perusahaan.

Tidak signifikannya peran moderasi *board size* mengindikasikan bahwa efektivitas dewan direksi dalam mendukung implementasi dan pengungkapan ESG tidak semata-mata ditentukan oleh jumlah anggotanya. Peran dewan direksi dalam meningkatkan kualitas pengungkapan ESG lebih bergantung pada kompetensi, pengalaman, serta kemampuan anggota direksi dalam mengintegrasikan aspek keberlanjutan ke dalam strategi perusahaan. Akibatnya, peningkatan jumlah anggota dewan direksi belum mampu meningkatkan kredibilitas informasi ESG maupun mendorong respons pasar yang lebih positif. Selain itu, tidak signifikannya pengaruh langsung ESG disclosure terhadap *market performance* mengindikasikan bahwa informasi ESG belum memiliki relevansi yang cukup kuat dalam pembentukan nilai pasar perusahaan. Kondisi tersebut menyebabkan ukuran dewan direksi tidak memiliki kemampuan yang memadai untuk memperkuat maupun memperlemah hubungan antara ESG disclosure dan *market performance*. Temuan ini sejalan dengan penelitian Husada & Handayani, (2021:138) menyatakan bahwa keterbatasan praktik tata kelola menyebabkan implementasi dan pengungkapan ESG belum dilakukan secara optimal, serta Tanjaya & Ratmono, (2024:10) yang mengungkapkan bahwa *board size* tidak mampu memoderasi pengaruh ESG disclosure score terhadap *market performance*.

Board Size dalam Memoderasi Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Market Performance

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *board size* mampu memoderasi pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap *market performance* perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024 dengan arah positif. Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran dewan direksi yang lebih besar mampu memperkuat pengaruh peluang investasi perusahaan terhadap penilaian pasar. Berdasarkan *stakeholder theory*, dewan direksi memiliki peran strategis dalam mengarahkan perusahaan serta memastikan bahwa keputusan investasi yang diambil mampu menciptakan nilai bagi para pemangku kepentingan. Sementara itu, dalam perspektif *signaling theory*, IOS mencerminkan peluang pertumbuhan dan prospek perusahaan di masa depan yang menjadi sinyal penting bagi investor dalam mengevaluasi nilai perusahaan. Oleh

karena itu, keberadaan dewan direksi yang memadai dapat meningkatkan efektivitas pengawasan dan kualitas pengambilan keputusan sehingga peluang investasi yang dimiliki perusahaan dapat dikelola secara lebih optimal.

Kemampuan *board size* dalam memperkuat hubungan antara IOS dan *market performance* menunjukkan bahwa pasar tidak hanya mempertimbangkan besarnya peluang investasi yang dimiliki perusahaan, tetapi juga kapasitas tata kelola yang mendukung realisasi peluang tersebut. Dewan direksi yang proporsional memungkinkan tersedianya keragaman pengetahuan, pengalaman, dan perspektif yang dapat meningkatkan kualitas evaluasi terhadap berbagai alternatif investasi. Kondisi ini meningkatkan keyakinan investor bahwa peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan dapat direalisasikan menjadi kinerja yang lebih baik di masa depan. Dengan demikian, sinyal positif yang tercermin dalam IOS menjadi lebih kredibel di mata investor sehingga memperoleh respons pasar yang lebih kuat dan pada akhirnya meningkatkan *market performance* perusahaan.

Board Size dalam Memoderasi Pengaruh Financial Risk terhadap Market Performance

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *board size* mampu memoderasi pengaruh *financial risk* terhadap *market performance* perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18 periode 2021–2024 dengan arah positif. Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran dewan direksi yang memadai mampu memperkuat hubungan antara risiko keuangan dan *market performance* perusahaan. Berdasarkan *stakeholder theory*, dewan direksi memiliki peran strategis dalam mengawasi kebijakan pendanaan serta memastikan bahwa keputusan keuangan yang diambil perusahaan tetap selaras dengan kepentingan para pemangku kepentingan. Sementara itu, dalam perspektif *signaling theory*, risiko keuangan merupakan informasi yang dapat menjadi sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Meskipun pengaruh langsung *financial risk* terhadap *market performance* tidak terbukti signifikan, kondisi tersebut menunjukkan bahwa investor tidak menjadikan tingkat risiko keuangan sebagai dasar utama dalam menilai perusahaan. Pada perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan SMINFRA18, penggunaan utang cenderung dipandang sebagai bagian yang wajar dari strategi pendanaan untuk mendukung kegiatan operasional maupun ekspansi usaha, sehingga tidak secara otomatis direspons sebagai sinyal positif maupun negatif oleh pasar.

Namun, ketika *financial risk* berinteraksi dengan *board size*, pengaruhnya terhadap *market performance* menjadi positif dan signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan tingkat risiko keuangan yang dimiliki perusahaan, tetapi juga memperhatikan kapasitas tata kelola yang mendukung pengelolaan risiko tersebut. Ukuran dewan direksi yang memadai memungkinkan tersedianya kombinasi pengetahuan, pengalaman, dan keahlian yang dapat meningkatkan efektivitas pengawasan serta kualitas pengambilan keputusan keuangan. Kondisi tersebut meningkatkan keyakinan investor bahwa risiko keuangan yang dihadapi perusahaan dapat dikelola secara efektif dan dimanfaatkan untuk mendukung pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian, risiko keuangan yang sebelumnya tidak memperoleh respons pasar menjadi lebih kredibel ketika didukung oleh mekanisme tata kelola yang memadai. Akibatnya, *board size* mampu memperkuat pengaruh *financial risk* terhadap *market performance* melalui peningkatan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur pendanaan dan menjaga keberlanjutan kinerja di masa depan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *ESG Disclosure Score*, *Investment Opportunity Set* (IOS), dan *Financial Risk* terhadap *Market Performance* dengan *Board Size* sebagai variabel moderasi. Berlandaskan *stakeholder theory* dan *signaling theory*, dapat disimpulkan bahwa kinerja pasar tidak hanya ditentukan oleh kondisi fundamental perusahaan, tetapi juga oleh bagaimana informasi tersebut diungkapkan dan dikelola melalui mekanisme tata kelola. Dalam hal ini, *Board Size* berperan sebagai struktur pengawasan yang memengaruhi efektivitas monitoring dan kualitas pengambilan keputusan, sehingga dapat memperkuat atau melemahkan hubungan antara variabel fundamental dan *Market Performance*.

Penelitian ini menggunakan model terintegrasi yang menguji *ESG Disclosure*, IOS, dan

Financial Risk secara simultan dalam satu kerangka dengan *Board Size* sebagai variabel moderasi. Berbeda dari penelitian sebelumnya yang umumnya bersifat parsial, studi ini menunjukkan bahwa pengaruh faktor fundamental terhadap *Market Performance* bersifat kondisional dan sangat bergantung pada kualitas tata kelola perusahaan. Secara teoritis, penelitian ini memperkuat integrasi *stakeholder theory* dan *signaling theory* dengan menunjukkan bahwa *Market Performance* terbentuk melalui interaksi antara kualitas informasi fundamental dan efektivitas *governance* dalam mengarahkan serta memvalidasi sinyal yang diterima pasar. Secara praktis, hasil penelitian ini menegaskan pentingnya penguatan tata kelola perusahaan publik di Indonesia melalui optimalisasi *Board Size*, peningkatan kualitas *ESG disclosure*, pengelolaan IOS sebagai sumber pertumbuhan, serta pengendalian *Financial Risk* secara lebih terukur.

Dalam konteks kebijakan ESG, perusahaan publik perlu memandang *ESG disclosure* sebagai instrumen strategis untuk meningkatkan transparansi dan kepercayaan investor, sehingga tidak berhenti pada kepatuhan formal. Implementasi ESG juga perlu didukung standar pengungkapan yang konsisten serta penguatan peran dewan direksi dalam memastikan kredibilitas informasi yang disampaikan ke pasar. Adapun keterbatasan penelitian ini terletak pada jumlah variabel yang terbatas, penggunaan pengukuran ESG berbasis indeks pengungkapan, serta belum mempertimbangkan heterogenitas industri secara mendalam. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan menambahkan variabel lain seperti profitabilitas atau faktor makroekonomi, menggunakan ESG rating yang lebih komprehensif, serta memperluas periode dan metode analisis agar menghasilkan temuan yang lebih kuat secara empiris dan memiliki tingkat generalisasi yang lebih baik.

REFERENSI

- Abduh, M., Nurodin, I., & Tanjung, H. (2025). Pengaruh Return On Asset (ROA), Return On Equity (ROE) dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Indeks (JII) pada Periode 2020-2024). *Jurnal Masharif Al-Syariah: Jurnal Ekonomi Dan Pebankan Syariah*, 10(3), 1917–1935. <https://doi.org/https://doi.org/10.30651/jms.v10i3.27047>
- Alamsyah, M. F., & Malanua, W. (2021). Pengaruh Investment Opportunity Set, Corporate Social Responsibility, Dan Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Fokus Manajemen Bisnis*, 11(2), 154. <https://doi.org/10.12928/fokus.v11i2.4228>
- Amanah, U. N. L. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set, Profitabilitas, dan Sustainability Reporting Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(6), 1–20. <https://doi.org/https://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2084>
- Asyifa, A. J., Cahyaningtyas, N. W., & Utami, Y. (2025). Pengaruh ESG Disclosure, Retention Ratio, dan Likuiditas pada Nilai Perusahaan: Peran Moderasi Ukuran Perusahaan di Sektor Infrastruktur (2021-2023). *Iltizam Journal of Shariah Economic Research*, 9(1), 119–134. <https://doi.org/https://doi.org/10.30631/0ad98e98>
- Bank Indonesia. (2026). *BI-Rate*. <https://www.bi.go.id/id/statistik/indikator/bi-rate.aspx>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of Financial Management* (11th ed.). Thomson South-Western.
- Chebbi, K., & Ammer, M. A. (2022). Board Composition and ESG Disclosure in Saudi Arabia: The Moderating Role of Corporate Governance Reforms. *Sustainability (Switzerland)*, 14(19), 1–25. <https://doi.org/10.3390/su141912173>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of The Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/http://www.jstor.org/stable/10.2307/258887%5Cnpapers3://publication/uuid/D3FB3C33-CA8F-49A1-9051-8B7D202C59F4>
- Febrianty, N. N. A., & Mertha, I. M. (2021). Effect of Profitability, Investment Opportunity Set and Good Corporate Governance on Company Value. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 5(2), 238–246. <https://doi.org/www.ajhssr.com>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stokcholder approach*. Pitman Boston, MA.
- Githaiga, P. N., & Kosgei, J. K. (2023). Board characteristics and sustainability reporting: a case of listed firms in East Africa. *Corporate Governance (Bingley)*, 23(1), 3–17. <https://doi.org/10.1108/CG-12->

- 2021-0449
- Gz, A. A., & Lisiantara, G. A. (2022). Pengaruh profitabilitas, struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 6(4), 3974–3987. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i4.1030>
- Hamida, A., Colot, O., & Kechad, R. (2025). Do Board Characteristics Influence Leverage and Debt Maturity? Empirical Evidence from a Transitional Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 1–25. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080418>
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Institutional ownership, independent board, the board size, and firm performance: Evidence from Indonesia. *Contaduria y Administracion*, 64(3), 1–16. <https://doi.org/10.22201/FCA.24488410E.2018.1849>
- Hariyanto, D. B., & Ghozali, I. (2024). Pengaruh Environment, Social, Governance (ESG) Disclosure Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100 Periode 2020-2022). *Diponegoro Journal of Accounting*, 13(3), 1–13. <https://doi.org/https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/46057>
- Husada, E. V., & Handayani, S. (2021). Pengaruh Pengungkapan ESG Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bei Periode 2017-2019). *Jurnal Bina Akuntansi*, 8(2), 122–144. <https://doi.org/10.52859/jba.v8i2.173>
- International Monetary Fund. (2026). *World Economic Outlook Database*. <https://www.imf.org/external/datamapper>
- Lestari, W. D. Y., & Tumirin, T. (2024). Pengaruh Good Corporate Governance (GCG), Investment Opportunity Set (IOS) dan Risiko Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Akuntansi*, 2(3), 43–64. <https://doi.org/10.54066/jrea-itb.v2i3.2135>
- Martha, H., & Khomsiyah. (2022). The Effects Of Environmental, Social, and Governance (ESG) on Corporate Performance. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 17(1), 112–120. <https://doi.org/10.32815/jibeka.v17i1.1380>
- Meeprom, S., Boonyanet, W., & Tongkong, S. (2024). Relationship of ESG scores on firm performance: Moderating roles of board size and CEO duality. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 8(7), 1–24. <https://doi.org/10.24294/jipd.v8i7.4403>
- Mehrotra, S., Mohanty, B., & Sharma, T. (2023). Do Board Quality and Promoters' Holdings Affect Firm Performance? Evidence from Small and Medium-sized Enterprises. *FIIB Business Review*, 12(1), 1–9. <https://doi.org/10.1177/2319714520980286>
- Myers, S. C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nikonov, J., & Setyawan, I. R. (2025). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Enterprise Value dengan pendekatan PBV dan Tobin's Q pada Subsektor Food and Beverage di BEI. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, 9(6), 1090–1101. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/jmbk.v9i6.36031>
- Ningwati, G., Septiyanti, R., & Desriani, N. (2022). Pengaruh Environment, Social and Governance Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu*, 1(1), 67–78. <https://doi.org/10.35912/gaar.v1i1.1500>
- Nopianti, T., & Suhayati, E. (2022). Perspektif Nilai Perusahaan Ditinjau Dari Aspek Set Kesempatan Investasi (MBVE) Dan Pengeluaran Modal (Capex). *JEMBA: Journal of Economics, Management, Business and Accounting*, 2(1), 66–73. <https://doi.org/10.34010/jemba.v2i1.7239>
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 Tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan Bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, Dan Perusahaan Publik, Pub. L. No. 51/POJK.03/2017 (2017). <https://doi.org/www.ojk.go.id>
- Putri, C. M., & Puspawati, D. (2023). The Effect of ESG Disclosure, Company Size, and Leverage On Company's Financial Performance in Indonesia. *The International Journal of Business Management and Technology*, 7(2), 252–262. <https://doi.org/www.theijbmt.com>
- Rahmadani, F. A., & Wulandari, P. P. (2022). Pengaruh Kondisi Keuangan, Risiko Keuangan, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Sebuah Analisis pada Perusahaan Sektor Ritel Indonesia di Masa Pandemi Covid 19 Tahun 2019-2021). *Widya Akuntansi Dan Keuangan*, 4(02), 142–164. <https://doi.org/10.32795/widyaakuntansi.v4i02.2953>
- Rosalina, Waskito, J., & Utami, Y. (2025). Firm Value dan Faktor Penentunya di Sektor Energi: Peran Strategis Komisaris Independen. *Jurnal Alwatikhoebillah : Kajian Islam, Pendidikan, Ekonomi, Humaniora*, 11(2), 648–659. <https://doi.org/10.37567/alwatikhoebillah.v11i2.4029>

- Sakina, D. E. N., & Darmawan, A. (2024). Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, Governance (ESG) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Sub-Sektor Pertambangan Batu Bara Periode 2019 "“ 2022. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 8(2), 290–309. <https://doi.org/10.30871/jama.v8i2.8034>
- Salamah, J. N., & Komara, E. F. (2025). Pengaruh Good Corporate Governance , Return on Equity , Dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Subsektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019 – 2023. *Permana: Jurnal Perpajakan, Manajemen, Dan Akuntansi*, 17(3), 1686–1702. <https://doi.org/10.24905/permana.v17i3.1144>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sudana, I. M. (2023). *Manajemen Keuangan Perusahaan* (S. Saat (ed.); 3rd ed.). Erlangga.
- Tanjaya, F., & Ratmono, D. (2024). Pengaruh Environmental, Social, Dan Governance (ESG) Terhadap Kinerja Perusahaan Dengan Variabel Moderasi Board Size. *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(3), 1–13. <https://doi.org/https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/46105/31754>
- Tricahyani, & Budiantara, M. (2024). Pengaruh Debt To Equity Ratio (DER), Net Profit Margin (NPM) dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Infrastructures Terdaftar di BEI Tahun 2020–2023. 6(3), 580–593. <https://doi.org/https://doi.org/10.36985/83y6ms06>
- Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026). Financial flexibility as a moderator of corporate governance effects on SME performance and risk: Evidence from the emerging market. *Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions*, 16(1), 32. <https://doi.org/10.22495/rgcv16i1p3>
- Yan, C. C., Hui, Y. Z., & Xin, L. (2021). The relationship between board size and firm performance. *E3S Web of Conferences*, 257, 1–6. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202125702079>