

Pengaruh Kinerja Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik Nonkeuangan

¹ Muthia Harnida, ² Sri Bulkia, ³ Dewi Lesmanawati

^{1, 2, 3} Universitas Islam Kalimantan Muhammad Arsyad Al Banjari Banjarmasin,
Kalimantan Selatan, Indonesia

¹ muthiaharnida@gmail.com; ² kiasyah30@gmail.com; ³ dewilesmanawati80@gmail.com

Abstract

This study examines the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on firm value among non-financial public companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Firm value is measured using Tobin's Q, while ESG performance is measured using the ESG Score obtained from Refinitiv/LSEG Data & Analytics. Using a quantitative explanatory design, this study employs panel data covering the 2020-2024 period. The final sample consists of 39 firms and 195 firm-year observations selected through purposive sampling. The data are analyzed using descriptive statistics, correlation analysis, multicollinearity assessment, panel model selection tests, diagnostic tests, and estimation of a fixed-effects model with robust standard errors. The results indicate that ESG performance has no statistically significant effect on firm value. The ESG coefficient is negative ($B = -0.0025$) and not statistically significant ($p = 0.283$), suggesting that Indonesian capital market investors may not yet fully incorporate ESG performance into firm valuations. Firm size shows a significant negative effect on Tobin's Q, while profitability and leverage are not significant after controlling for firm-specific effects. The findings contribute to ESG research in emerging markets and imply that stronger ESG communication and better sustainability disclosure quality are needed to improve the value relevance of ESG information.

Keywords: ESG; Firm Value; Non-financial Public Companies.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai perusahaan diproksikan dengan Tobin's Q, sedangkan kinerja ESG diukur menggunakan ESG Score dari Refinitiv/LSEG Data & Analytics. Sampel ditentukan melalui purposive sampling berdasarkan ketersediaan data ESG, data keuangan, dan data pasar yang diperlukan untuk mengukur variabel. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 39 perusahaan dengan total 195 observasi firm-year. Analisis data dilakukan melalui regresi panel menggunakan *Fixed Effects Model* dengan *standard errors yang diperkuat (robust standard errors)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ($B = -0,0025$; $p = 0,283$). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja ESG belum sepenuhnya menjadi informasi yang relevan dalam proses valuasi perusahaan di pasar modal Indonesia. Ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap Tobin's Q, sedangkan profitabilitas dan leverage tidak berpengaruh signifikan setelah karakteristik perusahaan dikontrol. Hasil penelitian ini berkontribusi terhadap penelitian ESG di pasar negara berkembang dan menyiratkan bahwa komunikasi ESG yang lebih kuat serta kualitas pengungkapan keberlanjutan yang lebih baik diperlukan untuk meningkatkan relevansi nilai informasi ESG.

Kata Kunci: ESG; Nilai Perusahaan; Perusahaan Publik Nonkeuangan.

PENDAHULUAN

Isu lingkungan, sosial, dan tata kelola atau *Environmental, Social, and Governance* (ESG) semakin menempati posisi penting dalam praktik manajemen perusahaan dan pengambilan keputusan

investasi saat ini. Perubahan iklim, degradasi lingkungan, ketimpangan sosial, pelanggaran hak pemangku kepentingan, serta berbagai kegagalan tata kelola perusahaan telah mendorong perusahaan untuk tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba jangka pendek, tetapi juga pada keberlanjutan bisnis jangka panjang. Dalam konteks tersebut, ESG berkembang sebagai kerangka non-keuangan yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan mampu mengelola dampak operasional, risiko keberlanjutan, serta hubungan dengan para pemangku kepentingan.

Perkembangan ESG tidak dapat dilepaskan dari perubahan cara investor menilai kualitas perusahaan. Investor institusional global semakin mempertimbangkan informasi non-keuangan untuk menilai ketahanan, reputasi, dan prospek pertumbuhan perusahaan. Informasi keuangan historis tetap penting, tetapi tidak selalu cukup untuk menjelaskan risiko masa depan yang berkaitan dengan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Perusahaan yang memiliki praktik ESG yang kuat umumnya dipersepsikan lebih mampu mengelola risiko, menjaga legitimasi, serta membangun hubungan jangka panjang dengan para pemangku kepentingan. Oleh karena itu, kinerja ESG berpotensi menjadi faktor yang relevan dalam pembentukan nilai perusahaan.

Dalam konteks pasar modal, nilai perusahaan merepresentasikan penilaian investor terhadap kinerja, prospek, dan risiko perusahaan. Nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh indikator keuangan seperti profitabilitas dan leverage, tetapi juga oleh ekspektasi investor terhadap keberlanjutan model bisnis perusahaan. Salah satu ukuran yang banyak digunakan untuk merepresentasikan nilai perusahaan adalah Tobin's Q. Rasio ini membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai buku asetnya, sehingga dapat menangkap persepsi pasar terhadap prospek perusahaan di masa depan. Semakin tinggi Tobin's Q, semakin besar premi yang diberikan pasar terhadap aset perusahaan. Secara konseptual, hubungan antara ESG dan nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui beberapa perspektif teori yang saling melengkapi. Teori stakeholder (*Stakeholder Theory*) (Spence, 1973) menempatkan perusahaan sebagai entitas yang bertanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kepada karyawan, pelanggan, pemasok, regulator, masyarakat, dan lingkungan. Berdasarkan perspektif ini, praktik ESG yang baik dapat memperkuat hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan, mengurangi konflik sosial, meningkatkan kepercayaan, serta memperkuat legitimasi operasional. Dukungan stakeholder tersebut pada akhirnya dapat menciptakan kondisi yang lebih stabil bagi perusahaan untuk mempertahankan kinerja dan meningkatkan nilai pasar.

Dari perspektif teori agency (Jensen & Meckling, 1976), tata kelola yang baik dalam kerangka ESG juga dapat menurunkan potensi konflik antara manajemen dan para pemegang saham. Mekanisme tata kelola seperti transparansi, akuntabilitas, pengawasan dewan, dan perlindungan hak pemegang saham dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen serta meningkatkan kualitas pengambilan keputusan. Dengan demikian, dimensi *governance* dalam ESG tidak hanya berfungsi sebagai aspek kepatuhan, tetapi juga sebagai mekanisme pengendalian yang dapat mendukung penciptaan nilai bagi perusahaan.

Teori legitimasi (*Legitimacy Theory*) menjelaskan bahwa perusahaan berupaya memperoleh dan mempertahankan penerimaan sosial dengan memastikan aktivitas bisnisnya selaras dengan nilai, norma, dan harapan masyarakat (Suchman, 1995). Dalam konteks ESG, praktik keberlanjutan dapat menjadi sarana bagi perusahaan untuk menunjukkan tanggung jawab lingkungan, sosial, dan tata kelola, sehingga memperkuat legitimasi perusahaan di mata publik dan regulator. Selain itu, teori legitimasi juga menjelaskan bahwa perusahaan perlu memperoleh penerimaan sosial agar aktivitas bisnisnya dapat terus berjalan. Praktik ESG menjadi salah satu cara bagi perusahaan untuk menunjukkan kesesuaian antara aktivitas bisnis dan nilai-nilai sosial yang berkembang di masyarakat. Perusahaan yang mampu menunjukkan tanggung jawab terhadap lingkungan, kesejahteraan sosial, dan tata kelola yang baik akan lebih mudah mempertahankan legitimasi di mata publik dan regulator. Dalam jangka panjang, legitimasi tersebut dapat mengurangi risiko reputasi, risiko regulasi, serta tekanan eksternal yang dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Teori signaling (Spence, 1973) juga memberikan dasar penting untuk memahami relevansi ESG di pasar modal. Dalam kondisi asimetri informasi, investor tidak selalu memiliki akses yang sama terhadap informasi internal perusahaan. Kinerja dan pengungkapan ESG dapat berfungsi sebagai

sinyal mengenai kualitas manajemen, transparansi, komitmen keberlanjutan, serta kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang. Apabila sinyal tersebut dipandang kredibel dan material, investor dapat menilai perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik sebagai perusahaan yang memiliki prospek lebih berkelanjutan, sehingga berpotensi meningkatkan valuasi pasar

Beberapa penelitian menunjukkan hasil yang berbeda. Atan et al. (2018), misalnya, menemukan bahwa pengungkapan ESG tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dalam konteks pasar berkembang. Velte (2017) juga melaporkan bukti yang beragam mengenai hubungan antara ESG dan valuasi pasar. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa manfaat ekonomi ESG dapat dipengaruhi oleh karakteristik institusional, tingkat perkembangan pasar modal, kualitas regulasi, kesadaran investor, serta kematangan praktik keberlanjutan di masing-masing negara.

Meskipun berbagai teori tersebut mendukung hubungan positif antara ESG dan nilai perusahaan, bukti empiris yang tersedia belum sepenuhnya konsisten. Sejumlah studi internasional menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik cenderung memiliki kinerja keuangan dan valuasi pasar yang lebih baik. Meta-analisis Friede, Busch, dan Bassen (2015) menunjukkan bahwa mayoritas studi menemukan hubungan positif atau netral antara ESG dan kinerja keuangan perusahaan, sehingga ESG secara umum tidak dipandang sebagai faktor yang menurunkan kinerja keuangan. Fatemi, Glaum, dan Kaiser (2018) juga menemukan hasil yang menunjukkan bahwa kekuatan ESG dapat meningkatkan nilai perusahaan, sementara kelemahan ESG dapat menurunkan valuasi. Temuan yang sejalan juga dikemukakan oleh Eccles, Ioannou, dan Serafeim (2014), Albuquerque et al. (2020), serta Gillan, Koch, dan Starks (2021). Secara umum, penelitian-penelitian tersebut menegaskan bahwa praktik ESG dapat mendukung penciptaan nilai perusahaan melalui penurunan risiko, penguatan reputasi, dan peningkatan ketahanan perusahaan dalam menghadapi kondisi pasar yang tidak pasti.

Hasil penelitian empiris di Indonesia juga masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Sebagian penelitian membuktikan bahwa kinerja ESG atau kinerja keberlanjutan berpengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan (Margareta, 2025). Hasil temuannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan ESG tinggi justru mengalami penurunan nilai perusahaan. Namun, sebagian penelitian lain menemukan bahwa ESG tidak signifikan dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan (Soraya dan Trihastuti, 2026). Pasar modal di Indonesia merupakan konteks penting untuk dikaji karena praktik keberlanjutan dan pengungkapan ESG berkembang dalam kerangka pasar yang terus berubah. Otoritas Jasa Keuangan telah menerbitkan POJK Nomor 51/POJK.03/2017 mengenai penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik. Regulasi ini mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi terkait aktivitas keberlanjutan. Meskipun demikian, integrasi informasi ESG dalam keputusan investasi di Indonesia masih berkembang dan belum tentu setara dengan pasar maju yang memiliki tradisi investasi berkelanjutan yang lebih matang.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024. Penelitian ini menggunakan ESG Score dari Refinitiv/LSEG Data & Analytics sebagai ukuran kinerja ESG dan Tobin's Q sebagai ukuran nilai perusahaan. Dengan mengacu pada *Stakeholder Theory*, *Signaling Theory*, *Legitimacy Theory*, dan *Agency Theory*, penelitian ini memandang ESG sebagai informasi nonkeuangan yang secara teoritis dapat menciptakan nilai melalui penguatan hubungan dengan stakeholder, penurunan asimetri informasi, perolehan legitimasi, serta perbaikan tata kelola. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur ESG di pasar berkembang, khususnya Indonesia, dengan menggunakan data panel selama 5 tahun observasi serta skor ESG dari Refinitiv/LSEG Data & Analytics yang relatif lebih terstandar dibandingkan dengan pengukuran berbasis pengungkapan manual semata. Penelitian ini menguji pengaruh ESG dan nilai perusahaan dengan mengontrol karakteristik keuangan perusahaan berupa profitabilitas, leverage, dan ukuran perusahaan, sehingga hasil yang diperoleh dapat memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai peran ESG dalam valuasi pasar.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain eksplanatori. Penelitian ini menggunakan data panel karena data yang dianalisis menggabungkan dimensi cross-section dan time-series. Populasi penelitian ini adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024. Sampel dipilih menggunakan purposive sampling dengan beberapa kriteria. Pertama, perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode observasi. Kedua, perusahaan memiliki data ESG Score dari Refinitiv/LSEG Data & Analytics. Ketiga, perusahaan memiliki data keuangan lengkap yang dibutuhkan untuk menghitung Tobin's Q, ROA, DER, serta ukuran perusahaan. Keempat, perusahaan memiliki observasi yang lengkap selama periode 2020-2024. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 39 perusahaan dengan periode observasi 5 (lima) tahun, sehingga jumlah observasi akhir adalah 195 data.

Tabel 1. Definisi Operasional

Variabel	Pengukuran	Pen	Keterangan
Nilai Perusahaan	TobinQ	(Nilai pasar ekuitas +total utang) / total aset	Variabel dependen
Kinerja ESG	ESG	ESG Score Refinitiv/LSEG Data & Analytics	Variabel independen
Profitabilitas	ROA	Laba bersih / total aset	Variabel kontrol
Leverage	DER	Total utang / total ekuitas	Variabel kontrol
Size perusahaan	SIZE	Ln (total aset)	Variabel kontrol

Sumber: Data diolah (2026)

Model regresi panel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{TobinQ_it} = \beta_0 + \beta_1\text{ESG_it} + \beta_2\text{ROA_it} + \beta_3\text{DER_it} + \beta_4\text{SIZE_it} + \varepsilon_it$$

Analisis data dilakukan melalui statistik deskriptif, korelasi Pearson, uji multikolinearitas dengan Variance Inflation Factor (VIF), serta pemilihan model regresi panel. Pemilihan model dilakukan menggunakan Chow Test, Hausman Test, dan Lagrange Multiplier Test untuk menentukan model terbaik antara Common Effect Model, Fixed Effect Model, dan Random Effect Model. Berdasarkan hasil pengujian, Fixed Effect Model dipilih sebagai model estimasi utama. Selanjutnya, karena hasil uji diagnostik menunjukkan adanya heteroskedastisitas dan autokorelasi, estimasi akhir dilakukan menggunakan Fixed Effect Model dengan clustered robust standard errors pada tingkat perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Median	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Tobin's Q	195	1,277	1,09	0,85	0,2	5,64
ESG Score	195	51,632	52,14	18,439	13,08	89,17
ROA	195	0,091	0,08	0,101	-0,13	0,72
DER	195	1,58	0,41	8,483	0	117,14
Size	195	21,663	21,71	1,036	18,97	23,69

Sumber: Data Diolah (2026).

Secara keseluruhan, statistik deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel memiliki karakteristik yang cukup beragam, baik dari sisi nilai perusahaan, kinerja ESG, profitabilitas, leverage, maupun ukuran perusahaan. Variasi terbesar terlihat pada variabel DER, yang menunjukkan adanya perbedaan struktur pendanaan yang cukup tajam antarperusahaan. Sementara itu, skor ESG menunjukkan bahwa tingkat kinerja keberlanjutan perusahaan publik nonkeuangan di Indonesia masih bervariasi, dari sangat rendah hingga tinggi.

Korelasi Pearson**Tabel 3. Korelasi Pearson**

Variabel	Tobin's Q	ESG	ROA	DER	SIZE
Tobin's Q	1,000	0,296	0,356	0,031	-0,135
ESG	0,296	1,000	0,329	0,024	0,300
ROA	0,356	0,329	1,000	-0,013	-0,096
DER	0,031	0,024	-0,013	1,000	-0,124
Size	-0,135	0,300	-0,096	-0,124	1,000

Sumber: Data Diolah (2026).

Korelasi antarvariabel independen tidak menunjukkan hubungan yang terlalu kuat. Ini mengindikasikan bahwa tidak ada masalah korelasi ekstrem antarvariabel bebas.

Uji Multikolinearitas**Tabel 4. Uji Multikolinearitas**

VIF	
ESG	1,289
ROA	1,18
DER	1,023
SIZE	1,178
Mean VIF	1,167

Sumber: Data Diolah (2026).

Hasil uji multikolinearitas menunjukkan nilai di bawah 10, sehingga tidak terjadi gejala multikolinearitas pada model penelitian.

Uji Pemilihan Model**Tabel 5. Tes Pemilihan Model**

Test	t-statistic	p-value	Decision
Chow Test	80,639	<0,001	FEM preferred over CEM
Breusch-Pagan LM Test	216,26	<0,001	Panel model preferred over CEM
Hausman/Mundlak Test	37,855	<0,001	FEM preferred over REM

Sumber: Data Diolah (2026).

Hasil pemilihan model menunjukkan bahwa Fixed Effect Model lebih tepat karena Uji Chow Test dan Hausman/Mundlak signifikan.

Uji Diagnostik**Tabel 6. Hasil Uji Test Diagnostik**

Test	t-statistic	p-value	Conclusion
Breusch-Pagan Heteroskedasticity Test	41,196	<0.001	Heteroskedasticity detected
Wooldridge Serial Correlation Test	3,581	0.066	No serial correlation at 5%; marginal at 10%
Pesaran CD Test	-1,064	0.287	No cross-sectional dependence

Sumber: Data Diolah (2026).

Hasil penelitian menunjukkan adanya heteroskedastisitas serta korelasi serial. Oleh karena itu, model akhir diestimasi menggunakan FEM Robust Standard Error yang lebih andal dan dikelompokkan berdasarkan perusahaan untuk memperoleh inferensi statistik yang lebih andal.

Hasil Uji FEM Robust SE

Tabel 7. Hasil Estimasi Fixed Effects Model dengan Clustered Robust Standard Errors

Variabel	Coefficient	Clustered Robust SE	t-statistic	p-value	Conclusion
Tobin's Q	1,277	1,09	0,85	0,2	5,64
ESG	-0,0025	0,0023	-1,088	0.283	Not significant
ROA	-0,0836	0,2187	-0,382	0.705	Not significant
DER	0,0009	0,0006	1,423	0.163	Not significant
SIZE	-1,5864	0,3646	-4,351	<0.001	Significant negative

Sumber: Data Diolah (2026).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ESG memiliki koefisien sebesar -0,0025 dengan nilai p-value sebesar 0,283 yang artinya ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q, dengan arah negatif. Variabel ROA memiliki koefisien sebesar -0,0836 dengan nilai p sebesar 0,705. Nilai ini juga tidak signifikan, menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROA tidak terbukti berpengaruh terhadap Tobin's Q setelah karakteristik tetap perusahaan dikontrol dalam model Fixed Effects. Demikian juga dengan variabel DER, yang memiliki koefisien sebesar 0,0009 dengan nilai p-value 0,163. Hasil ini menunjukkan DER juga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sementara itu, variabel SIZE memiliki koefisien sebesar -1,5864 dengan nilai p-value < 0,001 yang menunjukkan bahwa SIZE berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Arah pengaruhnya negatif sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin rendah nilai Tobin's Q. Temuan ini dapat diartikan bahwa perusahaan yang lebih besar dalam sampel penelitian cenderung memiliki valuasi pasar yang lebih rendah relatif terhadap asetnya.

Lebih lanjut, setelah analisis, didapatkan nilai R-squared sebesar 0,726. Hasil ini menunjukkan bahwa sekitar 72,6% variasi Tobin's Q pada perusahaan dari waktu ke waktu dapat dijelaskan oleh variabel ESG, ROA, DER, dan SIZE dalam model Fixed Effects.

Pengaruh Kinerja ESG terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Koefisien ESG bernilai negatif sebesar -0,0025 dengan nilai p sebesar 0,283. Nilai p-value yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan tidak signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi 5 persen. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara statistik tidak dapat diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan skor ESG belum secara langsung diterjemahkan oleh pasar menjadi peningkatan nilai perusahaan. Dalam konteks Indonesia, investor tampaknya belum memberikan bobot yang cukup besar pada skor ESG saat menilai perusahaan. Informasi ESG mungkin sudah tersedia, tetapi belum menjadi determinan utama dalam pembentukan harga saham dan valuasi pasar. Meskipun isu keberlanjutan semakin penting secara global, investor di pasar negara berkembang seperti Indonesia mungkin masih lebih menekankan indikator keuangan konvensional saat mengevaluasi perusahaan seperti laba, prospek pendapatan, dividen, pertumbuhan penjualan, arus kas, dan kondisi makroekonomi.

Dari sudut pandang teori stakeholder (Freeman, 1984), hasil ini tidak sepenuhnya selaras dengan prediksi teoritis. Teori tersebut mengasumsikan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik akan memperoleh dukungan stakeholder yang lebih kuat, sehingga nilai perusahaan meningkat. Akan

tetapi, manfaat stakeholder tersebut mungkin tidak tercermin secara langsung dalam harga pasar. Dukungan stakeholder, reputasi, dan legitimasi dapat memberikan manfaat jangka panjang, tetapi pasar modal mungkin lebih responsif terhadap informasi yang berdampak keuangan jangka pendek dan mudah diukur. Dari perspektif teori signalling (Spence, 1973), hasil ini menunjukkan bahwa sinyal ESG belum cukup kuat untuk memengaruhi penilaian investor. Sinyal hanya efektif apabila penerima sinyal memandang informasi tersebut kredibel, relevan, dan mampu membedakan perusahaan berkualitas tinggi dari perusahaan lain. Jika investor belum memahami implikasi ekonomi skor ESG, atau jika kualitas pengungkapan ESG belum seragam, sinyal ESG dapat kehilangan daya informasinya. Dengan demikian, ESG mungkin belum mampu menurunkan asimetri informasi secara signifikan dalam konteks pasar modal Indonesia.

Koefisien ESG yang negatif, meskipun tidak signifikan, juga perlu diinterpretasikan dengan saksama. Nilai koefisien negatif tidak berarti bahwa ESG merugikan perusahaan secara pasti, karena hasilnya tidak signifikan secara statistik. Namun, arah negatif dapat menunjukkan adanya persepsi pasar bahwa aktivitas ESG membutuhkan biaya tambahan dalam jangka pendek. Investasi dalam pengelolaan lingkungan, pelaporan keberlanjutan, program sosial, perbaikan tata kelola, dan sistem kepatuhan dapat meningkatkan beban operasional sebelum manfaat ekonominya terlihat. Jika investor lebih berorientasi jangka pendek, biaya tersebut mungkin belum dipandang sebagai investasi yang menciptakan nilai.

Interpretasi lain adalah bahwa ESG di pasar berkembang masih berada pada tahap transisi. Perusahaan mungkin telah mulai meningkatkan pengungkapan dan skor ESG, tetapi praktik tersebut belum sepenuhnya terintegrasi ke dalam strategi bisnis yang menghasilkan efisiensi, inovasi, atau diferensiasi pasar. Jika ESG hanya dipandang sebagai kewajiban pelaporan atau kepatuhan regulasi, bukan sebagai bagian dari strategi penciptaan nilai, dampaknya terhadap nilai perusahaan tentu akan terbatas.

Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa ESG tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, terutama dalam konteks pasar berkembang. Atan et al. (2018) menemukan bahwa pengungkapan ESG tidak secara konsisten meningkatkan nilai perusahaan. Velte (2017) juga melaporkan hasil yang beragam yang menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan valuasi pasar sangat dipengaruhi oleh konteks institusional dan karakteristik pasar.

Dalam konteks Indonesia, hasil ini juga konsisten dengan penelitian yang menyatakan bahwa informasi ESG belum sepenuhnya menjadi perhatian utama investor. Pasar modal Indonesia masih didominasi oleh pertimbangan finansial konvensional. Investor ritel yang jumlahnya meningkat juga mungkin belum memiliki literasi ESG yang memadai untuk memasukkan aspek keberlanjutan ke dalam analisis investasi. Selain itu, variasi kualitas pengungkapan ESG antarperusahaan dapat membuat investor kesulitan membandingkan kinerja keberlanjutan secara konsisten. Namun, hasil penelitian ini berbeda dari studi di beberapa negara pasar maju yang menemukan hubungan positif antara ESG dan nilai perusahaan. Eccles, Ioannou, dan Serafeim (2014) menemukan bahwa perusahaan dengan praktik keberlanjutan yang kuat memiliki kinerja jangka panjang yang lebih baik. Fatemi, Glaum, dan Kaiser (2018) menunjukkan bahwa kekuatan ESG dapat meningkatkan nilai perusahaan. Albuquerque et al. (2020) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik cenderung lebih bertahan atau lebih resilien selama periode ketidakpastian ekonomi. Perbedaan hasil ini dapat terjadi karena sebagian besar studi tersebut dilakukan pada pasar yang lebih matang, dengan investor institusional yang lebih aktif menggunakan ESG sebagai bagian dari analisis risiko dan pengambilan keputusan portofolio.

Perbedaan konteks pasar menjadi penjelasan yang penting. Di pasar maju, regulasi ESG lebih kuat, pelaporan keberlanjutan lebih mapan, dan investor memiliki akses yang lebih baik terhadap data ESG. Sementara itu, pasar berkembang seperti Indonesia masih berada dalam proses membangun infrastruktur informasi, standar pengungkapan, dan pemahaman investor. Dengan demikian, ESG mungkin memiliki potensi untuk menciptakan nilai, tetapi potensi tersebut belum sepenuhnya tercermin dalam harga pasar.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas yang diukur dengan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ($p\text{-value} = 0,705$). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa setelah mengendalikan efek spesifik perusahaan, perbedaan profitabilitas tidak menjelaskan variasi valuasi pasar. Salah satu kemungkinan penjelasannya adalah bahwa investor mungkin sudah mengantisipasi informasi profitabilitas, sehingga mengurangi dampak tambahan terhadap nilai perusahaan. Di samping itu, variasi profitabilitas dalam periode penelitian belum cukup kuat untuk menjelaskan perubahan nilai perusahaan. Salah satu kemungkinan penyebabnya adalah investor tidak hanya menilai profitabilitas saat ini, tetapi juga prospek pertumbuhan, stabilitas laba, risiko industri, serta strategi jangka panjang.

Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Leverage yang diproksi dengan DER sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan ($\beta=0,0009$; $p=0,163$). Hal ini menunjukkan bahwa struktur pendanaan berbasis utang tidak secara langsung menjelaskan perbedaan valuasi pasar dalam model penelitian. Dampak leverage terhadap nilai perusahaan dapat berbeda tergantung pada kemampuan perusahaan mengelola utang, biaya modal, risiko industri, serta ekspektasi investor terhadap pertumbuhan. Utang dapat menjadi sinyal ekspansi jika digunakan secara produktif, tetapi juga dapat meningkatkan risiko keuangan jika tidak dikelola dengan baik.

Pengaruh Ukuran Perusahaan (Size) terhadap Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan hubungan negatif dan signifikan secara statistik dengan nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q ($\beta = -1,5864$; $p < 0,001$). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memperoleh penilaian pasar yang lebih rendah. Hal ini bisa terjadi karena perusahaan yang lebih besar umumnya menghadapi peluang pertumbuhan yang lebih lambat dan mungkin dianggap sebagai perusahaan yang sudah mapan dengan potensi pertumbuhan masa depan yang lebih rendah. Akibatnya, investor memberikan premi valuasi yang lebih rendah kepada perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil yang memiliki prospek pertumbuhan yang lebih kuat.

SIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024. Dengan menggunakan Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan dan ESG Score dari Refinitiv/LSEG sebagai proksi kinerja ESG, penelitian ini menemukan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien ESG bernilai negatif sebesar $-0,0025$ dengan nilai $p\text{-value}$ sebesar $0,283$, sehingga hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kinerja ESG berpengaruh terhadap nilai perusahaan tidak didukung.

Temuan ini menunjukkan bahwa informasi ESG belum sepenuhnya menjadi faktor utama dalam penilaian investor terhadap perusahaan di pasar modal Indonesia. Meskipun ESG secara teoritis dapat meningkatkan legitimasi, memperkuat hubungan dengan stakeholder, dan memberi sinyal positif kepada investor, manfaat tersebut belum terlihat secara signifikan dalam valuasi pasar. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar berkembang seperti Indonesia masih berada dalam proses integrasi informasi ESG ke dalam pengambilan keputusan investasi.

Secara praktis, perusahaan perlu memperkuat strategi komunikasi keberlanjutan agar investor dapat memahami manfaat ekonomi dari program ESG. Regulator perlu meningkatkan kualitas dan keterbandingan pengungkapan ESG, sedangkan investor perlu mengembangkan literasi ESG agar mampu menilai risiko dan peluang keberlanjutan secara lebih komprehensif. Secara akademik, penelitian ini memperkuat argumen bahwa hubungan antara ESG dan nilai perusahaan sangat kontekstual dan dipengaruhi oleh kematangan pasar, kualitas regulasi, serta persepsi investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621.

- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, 29(2), 182–194.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- LSEG Data & Analytics. (2024). *Environmental, Social and Governance Scores Guide*. London Stock Exchange Group. Catatan: LSEG menjelaskan bahwa ESG Scores dirancang sebagai penilaian berbasis data atas kinerja ESG relatif perusahaan.
- Margareta, C. (2025). Pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan dengan kualitas audit sebagai variabel moderasi. *Jurnal Penelitian Akuntansi*, 6(2), 136–155.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik. Otoritas Jasa Keuangan.
- Soraya, B., & Trihastuti, A. (2026). Dampak pengungkapan Environmental, Social and Governance (ESG) dan kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2020–2023. *Journal of Environmental Economics and Sustainability*, 3(2).
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.