
Aspek Manakah Yang Memberikan Imun Lebih Baik Bagi Kinerja Keuangan & Penilaian Pasar Perusahaan?

Fanji Indra Julian Dini
Universitas Padjajaran
juliandiddini@gmail.com

Abstrak

Masih banyak pertanyaan yang muncul mengenai dampak penerapan ESG terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Studi ini bertujuan menganalisis dan mengkaji secara empiris pengaruh pengungkapan aspek E, S, dan G terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Menggunakan sampel perusahaan energi yang tercatat di BEI dari tahun 2017 – 2022. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Menggunakan regresi linier berganda, penelitian ini menemukan bahwa secara keseluruhan ESG berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan di sektor energi. Namun, dilihat dari setiap aspek ESG, ditemukan bahwa pengungkapan *Environment*, *Social* dan *Governance* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Selanjutnya pengungkapan indikator lingkungan dan sosial tidak berpengaruh signifikan terhadap penilaian pasar perusahaan. Sedangkan pengungkapan tata kelola berpengaruh negatif signifikan atas penilaian pasar perusahaan. Ini menunjukkan perusahaan yang melakukan kegiatan ESG sebagai sarana membangun reputasi namun tidak disertai dengan peningkatan kinerja keuangan yang disebabkan pembiayaan untuk aktivitas ESG sangat besar. Ini menyebabkan masalah keagenan yang mengakibatkan ketimpangan antara kepentingan manajer dan pemegang saham. Pada akhirnya mempengaruhi penilaian pasar perusahaan.

Kata Kunci: *Kinerja Keuangan; Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola; Penilaian Pasar; Keberlanjutan*

Abstract

There are still many questions that arise regarding the impact of implementing ESG on the company's financial performance and market valuation. This study aims to analyze and empirically examine the effect of disclosing aspects of E, S, and G on the company's financial performance and market valuation. Using a sample of energy companies listed on the IDX from 2017 - 2022. Using a purposive sampling method. Using multiple linear regression, this research finds that overall ESG affects the financial performance and market valuation of companies in the energy sector. However, looking at every aspect of ESG, it was found that Environmental, Social, and Governance disclosures did not have a significant influence on the company's financial performance. Furthermore, disclosure of environmental and social indicators does not have significant effect on the company's market assessment. Meanwhile, governance disclosure has a significant negative effect on the company's market assessment. This shows that companies carry out ESG activities as a means of building their reputation but aren't accompanied by an increase in financial performance due to very large funding for ESG activities. This causes agency problems that result in an imbalance between the interests of managers and shareholders. Ultimately affecting the company's market valuation.

Keywords: *Financial Performance; Environmental, Social, and Governance; Firm Value; Sustainability*

PENDAHULUAN

Kurangnya peminat ESG di Indonesia masih dapat dimengerti. Ini karena investasi dalam ESG membutuhkan biaya yang tidak sedikit. Penerapan ESG juga membutuhkan waktu, tenaga kerja, dan proses yang panjang. Terlebih, dampak penerapan ESG tidak dirasakan langsung oleh perusahaan. Karena ini proses yang kompleks dan berisiko. Sehingga membuat perusahaan ragu untuk terlibat didalamnya (Geissdoerfer et al., 2018). Tidak hanya itu, kompleksitas keberlanjutan mungkin melibatkan trade-off keuangan dan menghambat tujuan keuangan jangka pendek perusahaan (Bocken & Geradts, 2020). Kebijakan pengungkapan ESG yang diwajibkan pada akhirnya dapat menyebabkan perilaku manajemen yang tidak jelas dan oportunistik (Aboud & Diab, 2018). Pemenuhan tanggung jawab sosial yang disyaratkan oleh sistem evaluasi ESG tidak meningkatkan kepentingan pemegang saham dan hilangnya peluang bisnis (Zhang et al., 2023). Berdasarkan kompleksitas inilah, banyak perusahaan masih mempertanyakan manfaat keuangan dari penerapan ESG, ini menimbulkan pertanyaan dari praktik bisnis, apakah dengan menerapkan ESG yang unggul akan menghasilkan keuntungan finansial yang lebih besar (Bansal et al., 2021). Dari sudut pandang perusahaan dan manajer, memenuhi tanggung jawab ESG dalam arti sebenarnya berarti tidak hanya mengambil inisiatif ESG untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang substantif, tetapi juga mengungkapkan informasi nyata mengenai tanggung jawab ESG perusahaan (Cort & Esty, 2020). Bagi perusahaan, praktik ESG berarti melakukan investasi (Aydoğmuş et al., 2022). Melalui tiga aspek dari ESG ini akan memperluas jenis dan cakupan dari kinerja perusahaan dan merupakan cara yang efektif bagi perusahaan untuk menarik modal eksternal dan mencapai pertumbuhan berkelanjutan (Wang et al., 2023).

Stakeholder theory menegaskan bahwa perusahaan memerlukan dukungan dari pemangku kepentingan agar dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. (Freeman et al., 2021). Faktanya, teori legitimasi menyatakan bahwa kegiatan keberlanjutan dapat membantu perusahaan memperkuat legitimasinya dengan menunjukkan bahwa ia mampu memenuhi kebutuhan para pemangku kepentingannya yang saling bertabrakan dan pada saat yang sama beroperasi secara menguntungkan (Buallay, 2019). Penerapan ESG yang baik akan membantu perusahaan menerima lebih banyak dukungan dari berbagai pemangku kepentingan. Dukungan dan perhatian yang ditunjukkan oleh para pemangku kepentingan diperlukan sehingga dapat memberikan efek positif bagi kinerja keuangan perusahaan (Safriani & Utomo, 2020), langkah yang dilakukan dapat berupa penanaman modal yang pada akhirnya membantu meningkatkan kegiatan operasi perusahaan, langkah lainnya yaitu dorongan untuk menggunakan produk perusahaan oleh para stakeholder lainnya. Dengan demikian, perusahaan dapat mencapai target laba yang diinginkan.

Banyak penelitian yang mengaitkan kinerja ESG terhadap keuangan perusahaan. Beberapa penelitian mengaitkannya dengan kinerja keuangan dan menemukan hasil yang positif (Ademi & Klungseth, 2022; Chen et al., 2023; Dkhili, 2023; Durlista & Wahyudi, 2023; Kalia & Aggarwal, 2023). Tidak hanya itu, riset lain juga melihat dari sudut pandang yang berbeda untuk melihat bagaimana ESG mempengaruhi kinerja perusahaan, diantaranya dari aspek budaya (Shin et al., 2023), peran CEO (Velte, 2019), competitive advantage (Dkhili, 2023), inovasi perusahaan (Pinheiro et al., 2023) bahkan pengaruh ESG terhadap miopia manajerial (Zhang et al., 2023). Selain itu, penerapan ESG dapat membantu perusahaan terhindar dari kesulitan keuangan dan kebangkrutan (Habib, 2023). Serta berdampak bagi rating kredit perusahaan (Bhattacharya & Sharma, 2019). Penjelasan ini didukung oleh Value Creation Theory, dimana perusahaan harus berfikir tentang bagaimana sebuah program dapat berkontribusi pada perubahan dan menciptakan nilai

lebih banyak dari pada apa yang dikonsumsi (King, 2021). Perusahaan yang memperhatikan kesejahteraan seluruh pemangku kepentingan sehingga memiliki kinerja lingkungan, sosial dan tata kelola yang lebih baik dapat melindungi investor dari risiko penurunan pada saat krisis keuangan (Beloskar & Rao, 2023). Investor dapat menggunakan informasi ESG dapat menjadi indikasi bagi kinerja saham perusahaan di masa yang akan datang, lewat ESG perusahaan mampu memberikan perlindungan terhadap dampak negatif selama masa krisis (Beloskar & Rao, 2023).

Kendati begitu, masih menjadi pertanyaan, apakah investasi pada ESG akan sangat berdampak pada perusahaan setelah banyak proses, biaya, tenaga kerja dan usaha yang dikeluarkan untuk ESG. Beberapa penelitian mengaitkan dengan masalah keagenan yang dapat muncul dari investasi. Masalah agensi (Peng & Isa, 2020) akan mempengaruhi aktivitas terkait ESG ketika manajer melakukan aktivitas semacam itu dengan motif tersembunyi untuk mendapatkan reputasi alih-alih fokus pada penciptaan nilai bagi pemegang saham. Untuk menjawab pertanyaan ini, telah banyak studi yang dilakukan untuk menghadirkan bukti empiris pengaruh ESG bagi kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Meski begitu, hasil dari penelitian mengenai topik ESG membawa kebingungan yang lebih dalam. Hal ini dikarenakan penelitian sebelumnya tidak konsisten. Beberapa studi (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022; Buallay, 2019; Ghazali & Zulmaita, 2020; Narula et al., 2024) menghasilkan penemuan yang menyajikan bahwa ESG memiliki dampak negatif atau tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar. Adanya ketidakkonsistenan ini membuat penulis ingin mengetahui apakah ESG benar-benar mampu memberikan perlindungan terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar suatu perusahaan. Studi ini mencoba memberikan kontribusi dan bukti empiris untuk menjawab kebingungan atas pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar. Riset ini menggunakan saran dari Ademi & Klungseth (2022) untuk menganalisis setiap komponen ESG terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Dengan melihat bagaimana setiap aspek E, S dan G mampu mempengaruhi kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Selain itu, penelitian berfokus pada data di tahun 2017 hingga tahun 2022 sehingga lebih menangkap dampak peringkat ESG terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar. Studi ini bermaksud untuk menganalisis pengaruh pengungkapan environmental, social, dan governance pada kinerja keuangan dan penilaian pasar di perusahaan sektor energi di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Riset ini termasuk penelitian kuantitatif. Peneliti dalam studi ini memakai data skunder yang telah tersedia di Bursa Efek Indonesia. Studi ini menggunakan sampel dari perusahaan sektor energi yang tercatat di BEI, sampel di ambil dari perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan keberlanjutan dari tahun 2017 -2022.

Berikut populasi dari perusahaan energi yang terdaftar di BEI:

Tabel 1. Populasi dan Sampel

Perusahaan Terdaftar	Jumlah Perusahaan
Jumlah Perusahaan Tercatat di BEI (Populasi)	82
Jumlah Perusahaan Yang Tidak Mempublikasikan Laporan Keberlanjutan Dari Tahun 2017-2022	73
Jumlah Perusahaan Yang Digunakan (Sampel)	9

Sumber: Bursa Efek Indonesia (IDX)

Studi ini memakai dua variabel independent yaitu *financial performance* (kinerja keuangan) dan *firm value* (penilaian pasar). Dari hasil riset terdahulu dan latar belakang teori yang digunakan, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Pengungkapan *Environmental* (lingkungan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

H1b: Pengungkapan *Social* (sosial) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

H1c: Pengungkapan *Governance* (tata kelola) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

Dan hipotesis kedua, pengaruh ESG terhadap nilai pasar perusahaan.

H2a: Pengungkapan *Environmental* (lingkungan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

H2b: Pengungkapan *Social* (sosial) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

H2c: Pengungkapan *Governance* (tata kelola) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

Untuk mengukur kinerja perusahaan peneliti menggunakan pengukuran berbasis akuntansi dengan menggunakan ROCE. ROCE adalah salah satu ukuran yang paling sering digunakan untuk mengukur variable kinerja keuangan perusahaan, dilakukan dengan cara:

$$ROCE = \frac{EBIT}{Assets - current liabilities} \quad (1)$$

Penelitian ini menggunakan Tobin's Q untuk mengukur variabel nilai pasar perusahaan. Tobin's Q merupakan rasio nilai pasar suatu perusahaan terhadap biaya penggantian asetnya.

$$Tobin's Q = \frac{Equity\ market\ value + liabilities\ market\ value}{Equity\ book\ value + Liabilities\ market\ value} \quad (2)$$

Variabel bebas dari studi ini adalah pengungkapan *environmental*, *social* dan *governance*. Variabel ini dapat diukur dengan indikator pengungkapan *environmental* menggunakan standar GRI. Baik itu GRI 2016, GRI 2021, dan GRI G4. Alasan menggunakan tiga jenis standari GRI adalah karena data di tahun 2017 dan 2018 masih banyak yang menggunakan standar GRI G4. Sedangkan di tahun 2020-2021 merupakan peralihan dari standar GRI 2016 ke standar GRI 2021. Teknik pengukuran pengungkapan *environment* dan *social* sama didasari dari pengukuran (Durlista & Wahyudi, 2023). Adapun untuk pengungkapan *governance* didasari dari penelitian Ulfah (2023) yang hanya menggunakan item tata kelola di sebagai bahan acuan. Dengan menggunakan variabel dummy dan memberikan skor 1 bagi organisasi yang mengungkapkan item sesuai dengan standar GRI, serta skor 0 untuk item yang tidak diungkapkan organisasi dalam laporan keberlanjutan yang telah diterbitkan. Setiap item akan dihitung dan dibagi dengan total indikator dalam modul GRI. Studi ini juga menambahkan dua variabel kontrol yang terdiri dari *size* dan *lverage*. Banyak penelitian yang mengaitkan ukuran perusahaan dengan kinerja keuangan, perusahaan besar cenderung mengeksploitasi skala ekonomi dan ruang lingkup ekonomi sehingga meningkatkan efisiensi operasional kearah positif, menghasilkan kinerja keuangan yang lebih baik (Ademi & Klungseth, 2022). Sedangkan *lverage* mencerminkan struktur modal perusahaan dan risiko gagal bayar, dan tingkat *lverage* diatas tingkat optimal berkolerasi negatif dengan kinerja keuangan (Ademi & Klungseth, 2022).

Untuk Model Regresi Berganda, penulis menggunakan rumusan sebagai berikut:

$$\text{Performa Keuangan} = \alpha - \beta_1 ENV + \beta_2 SOC + \beta_3 GOV + \beta_4 SIZE + \beta_5 Leverage + \epsilon \quad (4)$$

$$\text{Nilai Perusahaan} = \alpha - \beta_1\text{ENV} + \beta_2\text{SOC} + \beta_3\text{GOV} + \beta_4\text{SIZE} + \beta_5\text{Leverage} + \varepsilon \quad (5)$$

Keterangan:

Performa Keuangan	= Variabel Dependen (Y1)
Nilai Perusahaan	= Variabel Dependen (Y2)
α	= Konstanta
β_1 - β_2	= Konstanta Regresi
ENV	= Environmental (Variabel Independen)
SOC	= Social (Variabel Independen)
GOV	= Governance (Variabel Independen)
SIZE	= Ukuran Perusahaan (Variabel Kontrol)
LEVERAGE	= Rasio Leverage (Variabel Kontrol)
e	= Error

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Statistik Deskriptif

Penelitian ini memanfaatkan data yang di peroleh dari BEI. Terdapat 9 perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan dan laporan keberlanjutan dari tahun 2017 – 2022 secara berturut-turut.

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Descriptive

	N	Mean	Median	Min	Max	Std. Deviation
Environmental	46	49,783	0,394	0,000	1	31,728
Social	46	46,913	0,412	0,000	1	28,734
Governance	46	47,044	0,273	0,045	1	41,898
Size	46	3097,609	30,755	28,916	32,376	83,424
Leverage	46	54,130	0,526	0,261	0,961	18,562
Kinerja Keuangan	46	18,696	0,105	-0,009	0,819	17,222
Nilai Perusahaan	46	113,413	1,042	0,756	2,433	30,714

Sumber: Hasil Uji SPSS

Mean, nilai rata-rata dari variabel kinerja keuangan perusahaan ialah 18,696 dan nilai perusahaan sebesar 113,413. Sedangkan nilai *Mean* dari *environmental* sebesar 49,783, *social* sebesar 46,913 dan *governance* sebesar 47,044. Lalu nilai *Mean* dari *size* adalah 3097,609 dan *leverage* 54,130. *Median*, yaitu nilai tengah dari variabel penelitian. Tiap-tiap variabel bebas dari penelitian ini yaitu kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan memiliki nilai median sebesar 0,105 dan 1,042. Untuk variabel independen *environmental* memiliki *median* yaitu 0,394, *social* dengan *median* 0,412 dan *governance* dengan *median* 0,273. Lalu dua variabel kontrol ukuran perusahaan dan *leverage* masing-masing memiliki *median* yaitu sebesar 30,755 dan 0,526. *Minimum*, nilai terendah untuk variabel dependen kinerja keuangan perusahaan adalah -0,009 dan 0,756 untuk nilai perusahaan. Sedangkan nilai *minimum* dari variabel *environmental* dan *social* adalah 0,000. Dan 0,045 untuk variabel *governance*. Lalu untuk *size* dengan *minimum* adalah 28,916 dan 0,261 untuk nilai *minimum leverage*. *Maximum*, nilai tertinggi. Kinerja keuangan memiliki *maximum* adalah 0,819, sedangkan nilai perusahaan dengan *maximum* yaitu 2,433. Lalu untuk tiga variabel independen *environmental*, *social*, dan *governance* sama-sama memiliki *maximum* 1. Dan terakhir untuk dua variabel kontrol dari penelitian ini yaitu *size* dan *leverage* masing-masing memiliki nilai *maximum* sebesar 32,376 dan 0,961. *Standar Deviation*, nilai simpangan baku untuk variabel dependen kinerja keuangan perusahaan adalah 17,222 dan 30,714 untuk *standar deviation* nilai perusahaan. Kemudian untuk

variabel independen *environmental* memiliki *standar deviation* sebesar 31,728, *social* dengan *standar deviation* 28,734 dan *overnance* dengan *standar deviation* 41,898. Sedangkan untuk dua variabel kontrol *size* dan *leverage* memiliki *standar deviation* 83,424 dan 18,562.

Uji Normalitas

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Kinerja Keuangan (Y1)

		Unstandardized Residua
N		46
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	0,000000
	Std. Deviation	13,02386551
Most Extreme Differences	Absolute	0,115
	Positive	0,115
	Negative	-0,81
Test Statistic		0,115
Asymp.Sig. (2-tailed) ^c		0,156 ^d

a. Test distribution is Normal

b. Calculated from data

c. Lilliefors Significance Correction

d. This is a lower bound of the true significance

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dari hasil uji normalitas untuk variabel kinerja keuangan menggunakan 46 data observaris, didapati bahwa hasil uji statistik menghasilkan nilai sebesar 0,115 yang memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,156, sehingga dapat ditegaskan bahwa data berdistribusi normal (H_0 diterima). Ini dapat ditunjukkan dengan nilai signifikansi 0,156 yang mana nilai ini lebih besar dari 0,05.

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Nilai Perusahaan (Y2)

		Unstandardized Residua
N		46
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	0,000000
	Std. Deviation	,2489174042
Most Extreme Differences	Absolute	0,119
	Positive	0,119
	Negative	-0,87
Test Statistic		0,119
Asymp.Sig. (2-tailed) ^c		0,103 ^d

a. Test distribution is Normal

b. Calculated from data

c. Lilliefors Significance Correction

d. This is a lower bound of the true significance

Sumber: Hasil Uji SPSS

Selanjutnya uji normalitas untuk variabel dependen nilai perusahaan. Dari tabel 5. Terlihat bahwa uji statistik variabel nilai perusahaan ialah 0,119 dengan signifikansi sebesar 0,103. Dari hasil diputuskan bahwa data berdistribusi normal. Karena signifikansi hasil uji normalitas bernilai 0,103 yang mana nilai ini lebih besar dari pada 0,05. Maka H_0 diterima.

Uji Multikolinearitas

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas Kinerja Keuangan (Y1)

Model	Unstad. Coefficients		Stand. Coeff. Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error				Tolerance	VIF
(Constant)	66,573	82,768		0,804	0,426		
Environmental	0,155	0,121	0,286	1,283	0,207	0,287	3,484
Social	0,067	0,119	0,112	0,565	0,575	0,364	2,746
Governance	0,036	0,067	0,088	0,539	0,593	0,541	1,848
Size	-0,011	0,028	-0,055	-0,410	0,684	0,801	1,248
Leverage	-0,473	0,113	-0,510	-4,181	0,000	0,961	1,041

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dari hasil uji multikolinearitas di Tabel 6, diketahui bahwa tidak terdapat multikolinearitas antar variabel bebas (independent). Ini dapat dilihat dari data nilai VIF atau *Variance Inflation Factor* setiap variabel kecil dari 10. Sedangkan untuk variabel kontrol disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas, hal ini dapat disimpulkan karena nilai VIF tiap-tiap variabel kontrol kecil dari 10.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas Nilai Perusahaan (Y2)

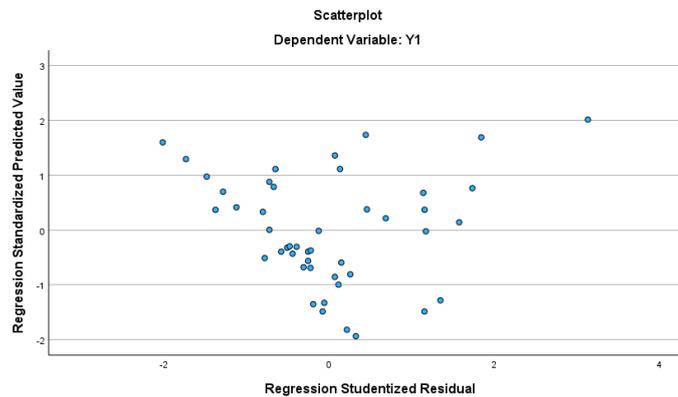
Model	Unstad. Coefficients		Stand. Coeff. Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error				Tolerance	VIF
(Constant)	-9,459	158,189		-0,060	0,953		
Environmental	0,067	0,232	0,069	0,290	0,773	0,287	3,484
Social	0,232	0,227	0,217	1,024	0,312	0,364	2,746
Governance	-0,249	0,128	-0,340	-1,951	0,058	0,541	1,848
Size	0,055	0,053	0,149	1,039	0,305	0,801	1,248
Leverage	-0,892	0,216	-0,539	-4,126	0,000	0,961	1,041

Sumber: Hasil Uji SPSS

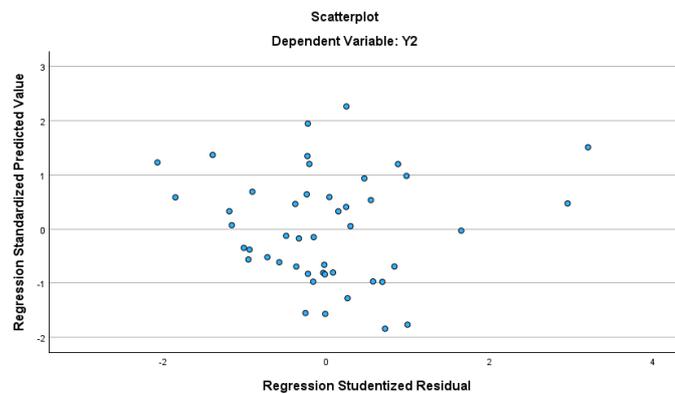
Begitu juga dengan hasil uji multikolinearitas atas variabel dependen Nilai perusahaan. Dari Tabel 7, terlihat bahwa baik itu variabel dependen *environmental*, *social* dan *governance* mempunyai nilai VIF yang lebih kecil dari 10. Dilain sisi, dua variabel kontrol, yaitu *size* dan *leverage* juga menghasilkan nilai VIF yang lebih kecil dari 10. Maka ditegaskan tidak adanya masalah multikolinearitas antar variabel bebas.

Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas ini dilakukan agar peneliti mengetahui apakah ada atau tidaknya penyimpangan klasik heterokedastisitas terhadap data penelitian. Penyimpangan ini terjadi karena adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi (Ghozali, 2016). Uji heterokedastisitas ini dilihat melalui penyebaran data pada grafik *Scatterplots*. Berikut ini gambar grafik *scatterplots* untuk variabel kinerja keuangan dan nilai perusahaan:



Gambar 1. Hasil Uji Heterokedestisitas Kinerja Keuangan



Gambar 2. Hasil Uji Heterkedastisitas Penilaian Pasar

Dari dua grafik *Scatterplots* baik itu pengujian terhadap variabel dependen kinerja keuangan (Y1) dan variabel nilai perusahaan (Y2). Keduanya grafik memiliki titik-titik biru yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Selain itu, titik-titik ini tidak tersebar dengan membentuk pola tertentu atau membentuk pola bergelombang kemudian menyempit dan bergelombang. Maka dari gambar grafik diatas, dapat diputuskan bahwa tidak terdapat masalah heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dimaksudkan untuk memberikan pemahaman kepada peneliti bahwa tidak adanya korelasi antara residual pada periode t dengan kesalahan residual pada periode t-1 dalam model *regresi linear* (Ghozali, 2016). Uji autokorelasi menjadi sangat penting untuk pengguna data *time series*. Autokorelasi ini dapat dilihat dengan membandingkan nilai *durbin watson* (DW).

Tabel 7. Koefisien Determinasi Kinerja Keuangan (Y1)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate	Durbin Watson
1	0,654	0,428	0,357	13,814	1,715

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dari tabel 8 dapat terlihat bahwa nilai untuk variabel Y1 yaitu kinerja keuangan memiliki *durbin watson* sebesar 1,715. Ada atau tidaknya autokorelasi dapat dinilai jika $4-d > dU$. Dimana nilai $4-d = 2,285$. Dan nilai $n=46$ dengan nilai $k=5$ maka di dapat nilai

$dU = 1,7748$. Nilai $4-d = 2,285 > dU = 1,7748$ sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 8. Koefisien Determinasi Nilai Perusahaan (Y2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate	Durbin Watson
1	0,586	0,343	0,261	26,402	2,014

Sumber: Hasil Uji SPSS

Tabel 9 menunjukkan nilai durbin watson untuk variabe Y2 yaitu nilai perusahaan. Dengan nilai durbin watson sebesar 2, 014, maka ada atau tidaknya autokorelasi dapat dinilai dari $dU < DW < (4-dU)$ atau $(4-d) > dU$. Dengan $k = 5$ dan $n = 46$, maka dihasilkan nilai dU sebesar 1,748. Nilai $4-dU = 2, 2252$ maka $dU = 1,7748 < DW = 2,014 < (4-dU) = 2,2252$. Atau $(4-d) = 1,986 > dU = 1,7748$. Dengan ini dinyatakan bahwa tidak terdapat autokorelasi di nilai perusahaan.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi menggambarkan persentasi pengaruh antara variabel bebas secara serentak terhadap variabel terikat. Selain menggunakan koefisien determinasi, banyak penelitian juga menggunakan R^2 untuk mengevaluasi model regresi (Ghozali, 2016). Berikut tabel koefisien determinasi untuk studi ini:

Tabel 9. Koefisien Determinasi Kinerja Keuangan (Y1)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate
1	0,654	0,428	0,357	13,814

Sumber: Hasil Uji SPSS

Hasil regresi linear berganda untuk variabel dependen kinerja keuangan menghasilkan koefisien determinasi (R^2) yang dapat diamati di tabel 10. Dari hasil ini terlihat bahwa R^2 sebesar 0,428 dengan *adjusted R²* sebesar 0,357. Angka ini menegaskan bahwa dalam penelitian ini, variabel kinerja keuangan perusahaan dapat dipengaruhi sebanyak 35,7% oleh pengungkapan *environmental*, *social* dan *governance* dalam laporan keberlanjutan perusahaan.

Tabel 10. Koefisien Determinasi Nilai Perusahaan (Y2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate
1	0,586	0,343	0,261	26,402

Sumber: Hasil Uji SPSS

Tabel 11 memperlihatkan hasil uji koefisien determinasi untuk variabel nilai perusahaan. Berdasarkan hasil ini dapat ditemukan bahwa nilai R^2 adalah sebanyak 0,343 dengan nilai *adjusted R²* yang diwujudkan sebesar 0,261. Ini menunjukkan bahwa variabel nilai perusahaan dapat dipengaruhi sebanyak 26,1% oleh pengungkapan *environmental*, *social* dan *governance* dalam laporan keberlanjutan.

Uji F

Uji F ini dimaksudkan untuk dapat melihat pengaruh yang terjadi pada seluruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Tingkatan ukuran yang digunakan untuk menyimpulkan apakah pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat berpengaruh simultan atau tidak adalah sebesar 0,05 atau 5% jika nilai signifikan $F < 0,05$

maka dapat diartikan bahwa variabel independen secara simultan mempengaruhi variabel dependen ataupun sebaliknya (Ghozali, 2016).

Tabel 11. Uji F Kinerja Keuangan (Y1)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	5712,791	5	1142,558		
Residual	7632,948	40	190,824	5,998	0,000
Total	13345,739	45			

Sumber: Hasil Uji SPSS

Tabel 12 merupakan hasil uji Anova untuk variabel dependen Kinerja Keuangan (Y1). Dari hasil uji yang terdapat di tabel ANOVA didapati bahwa nilai F sebesar 5,998 dengan signifiansi sebesar 0,000, disimpulkan bahwa H1 diterima. Karena signifikansi $0,000 < 0,05$. Artinya variabel bebas penelitian yang terdiri dari pengungkapan indikator *environmental*, indikator *social*, dan indikator *governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor energi di Indonesia.

Tabel 12. Uji F Nilai Perusahaan (Y2)

ANOVA					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	14569,209	5	2913,842		
Residual	27881,943	40	697,049	4,180	0,004
Total	42451,152	45			

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dari tabel 13 terlihat bahwa uji F menghasilkan nilai sebesar 4,180 dengan nilai signifikan yang dihasilkan sebesar 0,004. Maka karena itu, diputuskan bahwa H1 diterima. Karena nilai signifikansi berada pada nilai $0,004 < 0,005$ yang artinya bahwa semua variabel independen (bebas) yang terdiri dari pengungkapan indikator *environmental*, indikator *social*, dan indikator *governance* memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yaitu nilai pasar perusahaan.

Pengujian Hipotesis

Dalam studi ini, peneliti menggunakan regresi berganda. Berikut ini merupakan hasil pengujian regresi berganda dari penelitian ini:

Tabel 13. Hasil Uji Regresi Berganda Kinerja Keuangan (Y1)

Variabel	Prediksi Arah	B	t	Sig.
(Constant)		66,573	0,804	
Environmental	H1: (+)	0,155	1,283	0,103
Social	H2: (+)	0,067	0,565	0,288
Governance	H3: (+)	0,036	0,539	0,296
Size	-	-0,011	-0,410	0,342
Leverage	-	-0,473	-4,181	0,000***

Keterangan: *sig.<0,1; ** sig. <0,05; *** sig.<0,001

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dimana:

Y = Kinerja Keuangan

X1 = Pengungkapan *Environmental*

X2 = Pengungkapan *Social*

X3 = Pengungkapan *Governance*

Nilai konstanta yang bernilai positif sebesar 66,573. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel independen yang meliputi pengungkapan topik *environmental* (X1), topik *social* (X2), dan topik *governance* (X3) dan variabel kontrol yang terdiri dari *size* dan *leverage* bernilai 0 persen atau tidak mengalami perubahan, maka nilai kinerja keuangan akan naik sebesar 66, 573. Kinerja keuangan diukur dengan menggunakan ROCE. Dari tabel 14, pengungkapan *environmental* berpengaruh positif, menunjukkan bahwa semakin banyak jumlah indikator *environmental* yang diungkapkan, maka akan berdampak pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Namun, hasil ini belum memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja. Jadi dapat diputuskan bahwa H_{a1a} , ditolak. Pengungkapan isu *social* juga berakibat positif terhadap variabel kinerja keuangan perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa isu *social* dalam laporan keberlanjutan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Meski begitu, pengungkapan ini tidak memiliki dampak yang signifikan pada kinerja keuangan. Berarti dapat disimpulkan bahwa H_{a2a} , ditolak.

Pengungkapan *governance*, dari tabel 14, dapat terlihat bahwa pengungkapan *governance* menghasilkan pengaruh positif atas kinerja keuangan perusahaan. Jadi, semakin banyak item *governance* yang diungkapkan dalam laporan keberlanjutan, maka akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Namun begitu, pengungkapan aspek *governance* ini tidak efek yang signifikan pada kinerja keuangan. Maka dari itu hipotesis H_{a3a} , ditolak. Tabel 14, menunjukkan bahwa *size* dan *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Ini menyiratkan bahwa semakin kecil *size* dan *leverage* perusahaan maka akan semakin bagus kinerja keuangan, begitu pula sebaliknya. Berbeda dengan *leverage* dengan yang menghasilkan tingkat signifikan sebesar 0,000 maka variabel kontrol ini memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan dengan nilai signifikansi di tingkat $\alpha = 1\%$.

Tabel 14. Hasil Uji Regresi Berganda Nilai Perusahaan (Y2)

Y = -9,459 + 0,067 X1 + 0,232 X2 - 0,249 X3 + 0,055 - 0,892 + e				
Variabel	Prediksi Arah	B	t	Sig.
(Constant)		-9,459	-0,060	
Environmental	H1: (+)	0,067	0,290	0,387
Social	H2: (+)	0,232	1,024	0,156
Governance	H3: (-)	-0,249	-1,951	0,029**
Size	-	0,055	1,039	0,153
Leverage	-	-0,892	-4,126	0,000***

Keterangan: *sig.<0,1; ** sig. <0,05; *** sig.<0,001

Sumber: Hasil Uji SPSS

Dari hasil regresi diketahui bahwa nilai konstanta sebesar -9,459 yang membuktikan bahwa ketika variabel bebas yang terdiri dari pengungkapan topik *environmental*, *social*, dan *governance* yang diikuti variabel kontrol *size* dan *leverage* naik tidak diikuti kenaikan atau terjadi penurunan terhadap variabel terikat yaitu nilai pasar perusahaan. Pada tabel 15 dapat dilihat bahwa pengungkapan *environmental* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan bahwa pengungkapan dalam laporan keberlanjutan akan meningkatkan nilai perusahaan dimata investor. Namun pengaruh ini

tidak signifikan. Dapat disimpulkan bahwa, H_{a1b} ditolak. Selanjutnya variabel pengungkapan *social* juga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Ini berarti semakin banyak item sosial yang diungkapkan akan semakin baik nilai perusahaan dimata investor. Meski begitu, variabel ini tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa H_{a2b} ditolak. Pengungkapan *governance* terhadap nilai perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa H_{a3b} ditolak. Dapat diinterpretasikan bahwa semakin sedikit jumlah item yang diungkapkan dalam laporan keberlanjutan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan dimata investor. Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,029 maka variabel ini berpengaruh pada tingkat signifikansi 5%. Variabel kontrol *size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan namun pengaruh ini tidak signifikan. Selanjutnya, variabel kontrol *leverage* yang berpengaruh *negative* dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan signifikansi 0,000.

Diskusi dan Analisis

Pengaruh Pengungkapan *Environmental, Social, dan Governance* Terhadap Kinerja Keuangan.

Pengungkapan lingkungan (*environmental*) menunjukkan tidak adanya dampak yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan di sektor energi. Data sembilan perusahaan yang digunakan dari tahun 2017 – 2022 menunjukkan bahwa dari tahun 2017-2020 pengungkapan lingkungan yang dilakukan perusahaan masih terbilang sedikit. Bahkan sebagian besar perusahaan masih mengungkapkan kurang dari 20 item dari total 30 item pelaporan. Sedangkan di tahun 2021 dan 2022 perusahaan mulai mengungkapkan lebih dari 20 item pelaporan. Di Indonesia (PWC, 2023), publikasian laporan keberlanjutan telah disyaratkan bagi lembaga keuangan dan perusahaan terbuka sejak tahun 2019 dan bagi perusahaan tercatat 2020. Akan tetapi, karena mewabahnya Covid-19, penerapannya diundur ke tahun 2021.

Berdasarkan data dari sembilan perusahaan, pengungkapan sosial sedikit lebih banyak diungkapkan oleh perusahaan sektor energi dibandingkan pengungkapan lingkungan. Isu terkait kepegawaian, kesehatan pekerja dan keselamatan kerja bagi pekerja, pelatihan dan pendidikan, dan isu terkait masyarakat cukup sering dilaporkan. Bagi perusahaan sektor energi pengembangan dan peningkatan kualitas SDM adalah aspek penting dalam rangka meningkatkan kapasitas pekerja. Kesehatan dan keselamatan kerja merupakan masalah penting yang diwajibkan untuk sektor ini. Untuk pengungkapan tata kelola tidak memiliki pengaruh bagi peningkatan kinerja keuangan perusahaan sektor energi. Bahkan jumlah item pengungkapan untuk tata kelola jauh lebih sedikit dibandingkan pengungkapan isu lingkungan dan sosial. Di tahun 2017 – 2020 banyak perusahaan yang mengungkapkan 1 item terkait tata kelola dari total 22 item untuk GRI G4 dan GRI 2016. Di tahun 2021 -2022 perusahaan mulai mengungkapkan lebih banyak item terkait isu tata kelola.

Hasil studi ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya (Aboud & Diab, 2018; Ademi & Klungseth, 2022; Beloskar & Rao, 2023; Dkhili, 2023; Durlista & Wahyudi, 2023; Safriani & Utomo, 2020; Velte, 2019) yang menyatakan bahwa kinerja ESG yang bagus, baik itu ESG keseluruhan maupun kinerja dari tiga parameter yang diukur terpisah mampu meningkatkan reputasi perusahaan dan membawa manfaat ekonomi bagi pertumbuhan kinerja perusahaan. Sedangkan menurut beberapa teori yang mendukung ESG (*stakeholder theory, legitimacy theory, dan value creation theory*). Dalam *stakeholder theory* dan *legitimacy theory* ketika perusahaan berhasil mengelola hubungan baik antar pemangku kepentingan sehingga memberikan manfaat yang positif bagi mereka. Dengan begitu, kinerja ESG turut andil berperan memberikan dampak untuk keberlangsungan

operasional perusahaan. Yang pada akhirnya membantu perusahaan meningkatkan profitabilitas sehingga memaksimalkan kinerja perusahaan. Sedangkan menurut *value creation theory*, ESG meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan melalui pengembangan produk dan layanan yang berkelanjutan sehingga menghasilkan peningkatan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dapat di indikasikan bahwa semakin banyak perusahaan mengungkapkan item terkait isu ESG turut meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Dalam laporan keberlanjutan, para *stakeholder* dapat melihat bagaimana perusahaan memandang isu lingkungan dan tindak lanjut yang dilakukan oleh perusahaan terkait isu tersebut. Laporan keberlanjutan ini dijadikan *stakeholder* sebagai alat komunikasi, penilaian dan pemeriksaan mengenai pandangan perusahaan terhadap isu lingkungan. Hasil studi ini searah dengan beberapa penelitian lain (Atan et al., 2018; Buallay, 2019; Ghazali & Zulmaita, 2020; Husda & Handayani, 2021; Narula et al., 2024; Singh et al., 2023) yang menghasilkan bahwa tidak ada pengaruh ESG, yang diukur secara individual dari setiap aspek lingkungan, sosial dan tata kelola pada kinerja keuangan perusahaan. Tidak hanya itu, kebermanfaatan bagi perusahaan tidak dapat dilihat secara langsung oleh perusahaan. Pemenuhan tanggung jawab sosial yang disyaratkan untuk mencapai sistem evaluasi dengan ESG tidak meningkatkan kepentingan pemegang saham dan ini juga dapat menyebabkan hilangnya peluang bisnis. Pada akhirnya masalah tersebut menyebabkan penurunan kinerja keuangan perusahaan (Zhang et al., 2023).

Menurut teori keagenan (Husda & Handayani, 2021) agen dan principal memiliki prioritas dan tujuan yang berbeda, dimana agen akan berbuat untuk *personal benefit* berupa reputasi sementara itu laba merupakan tujuan yang ingin dicapai pemilik. Premis ini (Singh et al., 2023) menyiratkan bahwa organisasi melakukan kegiatan ESG sebagai sarana membangun reputasi dan membahayakan tujuan memaksimalkan kekayaan pemilik. Dalam hal ini, manajer umumnya mengabaikan tuntutan pemegang saham dan memprioritaskan target mereka dari pada memberikan pengembalian yang layak pada pemegang saham. Ini dikarenakan keberhasilan yang dirasakan perusahaan tidak terasa dalam waktu dekat. Selain itu (Yoo & Managi, 2022), untuk mendapatkan hasil yang lebih maksimal dari ESG, maka perusahaan dapat menyeimbangkan antara pengungkapan dan tindakan ESG untuk membantu perusahaan menciptakan strategi keuangan yang lebih ideal. Jadi perusahaan dapat meningkatkan pengungkapan dan tindakan untuk meningkatkan kinerja keuangan. Banyak indikator yang dapat mempengaruhi hasil ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kalia & Aggarwal (2023) menemukan bahwa ESG berpengaruh positif di negara-negara maju, dan hubungan ini menjadi tidak signifikan bahkan negatif untuk negara-negara berkembang. Ini bisa dikaitkan dengan tingkat perkembangan pasar yang berbeda. Sedangkan Shin et al. (2023) menemukan keterikatan budaya yang dapat mempengaruhi kinerja ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Size memiliki dampak negatif namun tidak signifikan ketika dikaitkan dengan kinerja perusahaan di sektor energi. Semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin tinggi tingkat kinerja keuangannya. Perusahaan yang lebih kecil (Atan et al., 2018), lebih dihargai oleh pasar, karena pasar mengantisipasi bahwa perusahaan tersebut mempunyai potensi untuk menjadi lebih berharga di masa depan. Yang akhirnya berdampak pada profitabilitas perusahaan. Selain itu (Risna & Putra, 2021), *size* dapat menyebabkan menurunnya kinerja keuangan pada perusahaan, hal ini dikarenakan munculnya biaya yang besar untuk memelihara aset-aset perusahaan yang banyak dan diikuti oleh lingkup operasional yang juga besar, sehingga peningkatan pada asset yang dimiliki oleh perusahaan tidak diikuti oleh peningkatan jumlah perolehan laba pada perusahaan, sehingga ini menyebabkan penurunan efektivitas perusahaan dalam mengelola asetnya untuk meningkatkan profitabilitas atau kinerja keuangannya. Variabel kontrol rasio *leverage* menghasilkan dampak negatif dan

signifikan pada kinerja keuangan. Peningkatan rasio *leverage* akan membuat kinerja keuangan perusahaan makin rendah. *Leverage* yang tinggi menggambarkan banyaknya hutang yang digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan, dan menyebabkan semakin besar risiko bisnis yang mungkin dihadapi perusahaan (Risna & Putra, 2021). Penggunaan hutang yang banya sebagai sumber pendanaan akan berdampak terhadap keberlangsungan usaha perusahaan. Masalah ini akan menjadikan beban perusahaan makin besar yang nantinya akan mempengaruhi kegiatan operasional perusahaan (Azzahra & Wibowo, 2019).

Pengaruh Pengungkapan *Environmental, Social, dan Governance* dan Nilai Pasar Perusahaan

Pengungkapan lingkungan dan pengungkapan sosial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Data dari sembilan perusahaan yang diteliti dari tahun 2017 – 2022 menemukan bahwa masih sedikit perusahaan sektor energi di Indonesia yang mengungkapkan item lingkungan di laporan keberlanjutannya. Selain itu, (Aydoğmuş et al., 2022) pengaruh aspek lingkungan terhadap penilaian pasar perusahaan terjadi karena isu lingkungan membutuhkan waktu lama untuk memberikan hasil bagi perusahaan. Ditambah beberapa proyek yang berakaitan dengan isu lingkungan memerlukan waktu bertahun-tahun untuk diselesaikan dan dapat menikmati dampaknya terhadap nilai pasar perusahaan. Item pengungkapan sosial juga terbilang sedikit di tahun 2017 hingga tahun 2020. Ini karena dari tahun 2017 -2020 laporan keberlanjutan masih bersifat sukarela. Sejak tahun 2021 -2022 Indonesia mulai mewajibkan laporan keberlanjutan untuk perusahaan terdaftar, apalagi perusahaan yang memang memiliki dampak langsung terhadap lingkungan. Buallay (2019) menyatakan bahwa ESG berkembang karena manajemen eksekutif dan dewan direksi menggunakan kebijakan sosial demi kepentingan mereka sendiri. Maka dari itu, kebijakan ini dapat menimbulkan biaya, biaya ini ditanggung oleh pemangku kepentingan sehingga menurunkan nilai pasar perusahaan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa, hasil dari studi ini tidak sejalan dengan hasil riset yang dilakukan oleh Dulista dan Wahyudi (2023) dan riset oleh Aydoğmuş et al. (2022), yang menemukan pengungkapan aspek sosial berpengaruh terhadap penilaian pasar perusahaan. Sedangkan aspek lingkungan tidak berpengaruh terhadap penilaian pasar perusahaan. Ademi & Klungseth (2022) dan penelitian oleh Dkhili (2023), yang menjumpai bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik akan memberikan perusahaan keunggulan kompetitif dan menjadi insentif untuk mencapai harapan serta pengakuan pemegang saham yang dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Hasil studi ini bertentang dengan *signaling theory* yang mengungkapkan bahwa perusahaan dengan ESG yang baik menunjukkan kinerja lingkungan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola yang baik sebagai sinyal positif untuk dikabarkan ke stakeholdernya. Sinyal ini disampaikan perusahaan kepada pemilik modal, kreditor, dan para pemangku kepentingan lainnya sehingga dapat mempengaruhi keputusan perilaku investasi mereka (Zhang et al., 2023). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Husada dan Handayani (2021) sama-sama menemukan tidak adanya pengaruh pengungkapan lingkungan dan sosial terhadap penilaian pasar perusahaan. Ini membuktikan bahwa praktik *good corporate governance* hasil belum berjalan sepenuhnya, perusahaan mengungkapkan informasi non keuangan hanya sebagai bentuk kepatuhan. Pengungkapan tata kelola berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan sektor energi di Indonesia. Meskipun hasil ini tidak sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya (Aydoğmuş et al., 2022; Buallay, 2019; Durlista & Wahyudi, 2023) yang menjumpai bahwa pengungkapan terhadap isu tata kelola berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan. Namun, masih terdapat

penelitian yang memberikan hasil yang sama terkait pengaruh tata kelola terhadap nilai pasar perusahaan (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022; Safriani & Utomo, 2020).

Bodhanwala & Bodhanwala (2022) menemukan bahwa komponen tata kelola memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap Tobin's Q yang menyiratkan bahwa para pelaku pasar saham di perusahaan rekreasi tidak terlalu menganggap kepatuhan tata kelola sebagai biaya yang akan berdampak besar pada keuntungan investor. Ini juga mungkin berarti bahwa nilai pasar saham pariwisata sangat sensitif terhadap peningkatan belanja ESG. Dengan begitu, pengungkapan ESG belum menjadi aspek yang menjadi bahan pertimbangan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi (Safriani & Utomo, 2020). Lebih lanjut, pengungkapan informasi non keuangan memiliki efek negatif terhadap penciptaan nilai perusahaan dimana hal tersebut terjadi akibat dari pemenuhan tuntutan-tuntutan para pemangku kepentingan yang dibebankan pada perusahaan sehingga menciptakan konflik agensi. Keterkaitan antara ESG dengan nilai pasar perusahaan ini dapat dikaitkan dengan jenis industri yang berbeda. Seperti berpengaruh lemah untuk industri yang sensitif, memiliki pengaruh di negara-negara maju, dan jenis pengungkapannya (Aboud & Diab, 2018). Selain itu (Bukreeva & Grishunin, 2023), investor tidak mengapresiasi baik kinerja maupun pengungkapan ESG secara terpisah. Tetapi perusahaan harus melakukan dua praktik ini agar disebut sebagai perusahaan yang memiliki tanggung jawab terhadap ESG di mata pasar. Tidak jelasnya pengaruh ESG terhadap kinerja saham perusahaan saat pandemi, ini menunjukkan bahwa investor bersikap acuh tak acuh terhadap tingkat kinerja ESG perusahaan (Bodhanwala & Bodhanwala, 2023). Dalam prakteknya (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022) perusahaan yang mengeluarkan biaya dalam upaya keberlanjutan. Upaya ini harus menghasilkan manfaat ekonomi bagi investor, jika tidak, dalam jangka panjang pemegang saham tidak akan menyetujui keputusan manajemen mengenai biaya ESG yang dikeluarkan perusahaan. Karena investor lebih memperhatikan kelangsungan usaha, arus kas, dan profitabilitas dibandingkan menaii perusahaan dari parameter keberlanjutan.

Teori keganan yang menyoroti mengenai perbedaan kepentingan antara manajemen (agen) dengan pemegang saham. Dengan menggunakan biaya ESG, manajemen dapat menambah beban, dan meningkatkan laba untuk memberikan reputasi baik akan kinerjanya sebagai agen. Pandangan teori keganan lebih lanjut (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022) menyatakan bahwa kesenjangan antara kepentingan manajemen dan pemegang saham terkait ESG akan menyebabkan konflik keagenan dan selanjutnya dapat mempengaruhi nilai pasar perusahaan selama periode krisis. Karena pengungkapan ESG bersifat diskresioner (Singh et al., 2023) upaya perusahaan terhadap pengungkapan tersebut tidak diterima oleh pemangku kepentingan sehingga berdampak negatif terhadap kinerja pasar perusahaan. Pengaruh ini juga dapat di jelaskan dalam teori legitimasi, dimana perusahaan lebih fokus untuk menggambarkan kinerja baik pada pemangku kepentingan eksternal. Manajer umumnya mengabaikan tuntutan pemegang saham dan memprioritaskan target mereka dari pada memberikan pengembalian yang layak bagi pemegang saham (Singh et al., 2023). Selain itu, *Size* berpengaruh positif tetapi tidak cukup signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hasil ini membuktikan bahwa investor tidak melihat ukuran perusahaan sebagai suatu indikator yang akan mempengaruhi keputusan investasi mereka. Investor justru lebih menghargai perusahaan kecil karena pasar mengantisipasi bahwa perusahaan tersebut mempunyai potensi untuk menjadi lebih berharga dimasa depan kecil (Atan et al., 2018). *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Dengan tingginya rasio *leverage* menunjukkan perusahaan memiliki total hutang yang lebih besar dari total asetnya, ini menyebabkan investor merespon dengan negative sehingga menimbulkan penurunan nilai pasar perusahaan.

KESIMPULAN

Studi ini bertujuan menganalisis dan menguji dampak pengungkapan setiap komponen ESG atas kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Studi ini menghasilkan secara keseluruhan pengungkapan ESG berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Namun, hasil penelitian lebih lanjut menemukan bahwa pengungkapan lingkungan dan sosial tidak berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Di sisi lain, pengungkapan tata kelola berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Ini terjadi karena pengungkapan ESG masih bersifat sukarela di tahun 2017 -2020. Implikasi yang dapat diambil dari hasil penelitian ini yaitu bahwa investasi dalam ESG membutuhkan biaya yang besar dan waktu yang lama. Hasil investasi tidak dapat dilihat langsung oleh perusahaan. Penerapan ESG harus menghasilkan kebermanfaatan ekonomi bagi investor, jika tidak dalam jangka panjang masalah ini akan menyebabkan masalah keagenan. Pada akhirnya menyebabkan penurunan kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Peneliti menyarankan agar penelitian dimasa depan menggunakan *ESG Score* untuk melakukan penelitian. Data dari situs resmi yang telah terkonfirmasi akan lebih baik untuk digunakan. Seperti data dari *Bloomberg*. Sehingga data yang digunakan lebih akurat karena berasal dari sumber terpercaya. Peneliti juga menyarankan untuk menambah periode pengambilan data menjadi sepuluh tahun untuk lebih menggambarkan pengaruh ESG atas kinerja keuangan dan penilaian pasar perusahaan. Selain itu, banyak penelitian menghubungkan ESG dengan keunggulan kompetitif, inovasi, dan peran CEO untuk dapat menjelaskan pengaruh ESG bagi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aboud, A., & Diab, A. (2018). The Impact of Social, Environmental and Corporate Governance Disclosure on Firm Value Evidence From Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442–458.
- Ademi, B., & Klungseth, J. (2022). Deos It Pay to Deliver Superior ESG Performance? Evidence From US S&P 500 Companies. *Journal of Global Responsibility*, 13(4), 421–449.
- 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: An International Journal*, 29(2), 182–194.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Azzahra, A. S., & Wibowo, N. (2019). Pengaruh firm size dan leverage ratio terhadap kinerja keuangan pada perusahaan pertambangan. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 9(1), 13–20.
- Bansal, M., Samad, T. A., & Bashir, H. A. (2021). The sustainability reporting-firm performance nexus: evidence from a threshold model. *Journal of Global Responsibility*, 12(4), 491–512. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2021-0049>
- Beloskar, V. D., & Rao, S. N. (2023). Did ESG save the day? Evidence from India during the COVID-19 crisis. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30(1), 73–107.

- Bhattacharya, S., & Sharma, D. (2019). Do Environment, Social, and Governance Performance Impact Credit Ratings A Study From India. *International Journal of Ethics and Systems*, 35(3), 466–484.
- Bocken, N. M. P., & Geradts, T. H. J. (2020). Barriers and drivers to sustainable business model innovation: Organization design and dynamic capabilities. *Long Range Planning*, 53(4), 101950. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.101950>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring Relationship Between Sustainability and Firm Performance in Travel and Tourism Industry: A Global Evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251–1269.
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2023). Environmental, Social, and Governance Performance: Influence on Market Value in The COVID-19 Crisis. *Emerald: Management Decision*, 61(8), 2442–2466.
- Buallay, A. (2019). Is Sustainability Reporting (ESG) Associated With Performance? Evidence From The European Banking Sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115.
- Bukreeva, A., & Grishunin, S. (2023). Estimation of Impact of ESG Practices' Performance and Their Disclosure on Company's Value. *Procedia Computer Science*, 221, 322–329.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Cort, T., & Esty, D. (2020). ESG Standards: Looming Challenges and Pathways Forward. *Organization and Environment*, 33(4), 491–510.
- Dkhili, H. (2023). Does environmental, social and governance (ESG) affect market performance? The moderating role of competitive advantage. *Competitiveness Review: An International Business Journal*. <https://doi.org/10.1108/CR-10-2022-0149>
- Durlista, M. A., & Wahyudi, I. (2023). Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, dan Governance (ESG) Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Sub Sektor Pertambangan Batu Bara Periode 2017 - 2022. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi*, 7(3), 210. <https://journal.stiemb.ac.id/index.php/mea/article/view/3327>
- Freeman, R. E., Dmytriyev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder Theory and The Resource-Based View of The Firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757–1770.
- Geissdoerfer, M., Vladimirova, D., & Evans, S. (2018). Sustainable business model innovation: A review. *Journal of Cleaner Production*, 198, 401–416. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.06.240>
- Ghazali, A., & Zulmaita. (2020). Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) Terhadap Tingkat Profitabilitas Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sektor Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Prosiding SNAM PNJ*, 3.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23* (8th ed.). Badang Penerbit Universitas Diponegoro.

- Habib, A. M. (2023). Does Business Strategies and Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance Mitigate The Likelihood of Financial Distress? A Multiple Mediation Model. *Heliyon*, 9(7).
- Husda, 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.
- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, 14(1), 155–176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
- King, J. (2021). Expanding theory-based evaluation: Incorporating value creation in a theory of change. *Evaluation and Program Planning*, 89.
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Matta, R. (2024). ESG Scores and Firm Performance- Evidence From Emerging Market. *International Review of Economics and Finance*, 89, 1170–1184.
- Peng, L. S., & Isa, M. (2020). Environmental, Social, and Governance (ESG Practices and Performance In Shariah Firms: Agency or Stakeholder Theory? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Financial*, 16(1), 1–34.
- Pinheiro, A. B., Panza, G. B., Berhorst, N. L., Toaldo, A. M. M., & Segatto, A. P. (2023). Exploring the relationship among ESG, innovation, and economic and financial performance: evidence from the energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 1750–6220.
- PWC. (2023). *ESG in Indonesia: Access to Finance 2023*. Oxford Business Group. <https://www.pwc.com/id/en/esg/esg-in-indonesia-2023.pdf>
- Risna, L. G., & Putra, A. K. (2021). The Effect of Company Size and Leverage on Company Financial Performance In Automotive Companies and Components Listed On The IDX. *Jurnal Ilmiah Management*, 9(2), 141–155.
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3), 1–11.
- Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. (2023). Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review*, 32(3), 102071. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102071>
- Singh, A., Verma, S., & Shome, S. (2023). ESG -CFP Relationship: Exploring The Moderating Role of Financial Slack. *International Journal of Emerging Markets*, 1746–8809.
- Ulfah, M. (2023). *Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, dan Governance Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019 - 2021)*.
- Velte, P. (2019). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? *Management Research Review*, 43(5), 497–520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>

- Wang, N., Pan, H., Feng, Y., & Du, S. (2023). How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0515>
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Disclosure or Action: Evaluating ESG Behavior Towards Financial Performance. *Financial Research Letter*, 44, 102–108.
- Zhang, J., Li, Y., Xu, H., & Ding, Y. (2023). Can ESG ratings mitigate managerial myopia? Evidence from Chinese listed companies. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102878. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102878>



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/)
