

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan sektor Energi dan sektor Manufaktur (Basic Material, Healthcare, Industrials, Consumer Cyclical, dan Consumer Non-Cyclical) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki skor Environmental, Social, and Governance (ESG) yang dipublikasikan secara berturut-turut oleh database Refinitiv Eikon (LSEG Refinitiv) selama periode 2021–2024.

Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling berdasarkan ketersediaan data skor Environmental, Social, dan Governance secara terpisah, data Tobin's Q, ukuran perusahaan, dan leverage yang lengkap dan konsisten selama empat tahun pengamatan. Berdasarkan proses seleksi tersebut, diperoleh 31 perusahaan non-keuangan yang memenuhi seluruh kriteria sampel, sehingga total data panel yang dianalisis berjumlah $31 \text{ perusahaan} \times 4 \text{ tahun} = 124$ observasi (balanced panel), sebagaimana disajikan pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1 Kriteria Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Perusahaan sektor Energi dan Manufaktur yang terdaftar di BEI serta memiliki data ESG Score periode 2021–2024	256
Perusahaan yang tidak memiliki skor Environmental, Social, dan Governance secara terpisah dan berturut-turut pada Refinitiv Eikon selama 2021–2024	225
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	31
Jumlah Observasi (4 tahun)	124

Sumber: Data sekunder yang diolah peneliti, 2026.

Perlu dicatat bahwa penelitian ini menggunakan komponen ESG secara terpisah (Environmental, Social, dan Governance) sebagai tiga variabel independen, alih-alih ESG Score gabungan, guna melihat pengaruh masing-masing pilar keberlanjutan terhadap nilai perusahaan secara lebih rinci. Variabel leverage dalam bab ini diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), yaitu total liabilitas dibagi dengan total ekuitas masing-masing perusahaan pada setiap tahun pengamatan, sesuai dengan operasionalisasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Daftar 31 perusahaan sampel penelitian beserta sektornya disajikan lengkap pada Lampiran 1. Sampel penelitian mencakup delapan perusahaan sektor Energi (ABMM, ADRO, AKRA, BUMI, BYAN, ITMG, PGAS, dan PTBA) serta 23 perusahaan sektor Manufaktur yang terbagi ke dalam sub-sektor Basic Material, Healthcare, Industrials, Consumer Cyclical, dan Consumer Non-Cyclicals.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian, meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel selama periode 2021–2024. Hasil analisis statistik deskriptif disajikan pada Tabel 4.2 berikut.

Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
Environmental (E)	124	8,00	93,00	59,44	20,09
Social (S)	124	14,00	96,00	60,87	19,03
Governance (G)	124	7,00	92,00	53,36	21,79
ESG Score	124	11,00	88,00	58,39	17,61
Tobin's Q	124	0,57	12,92	2,01	2,32

Leverage (DER)	124	0,13	6,47	0,95	0,89
Ukuran Perusahaan (Ln Aset)	124	27,90	33,79	31,41	1,14

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada Tabel 4.2, diperoleh gambaran mengenai masing-masing variabel penelitian sebagai berikut. Skor Environmental memiliki nilai rata-rata (mean) sebesar 59,44 dengan rentang 8,00 hingga 93,00 dan standar deviasi 20,09, menunjukkan variasi kinerja lingkungan yang cukup besar antarperusahaan sampel.

Skor Social memiliki nilai rata-rata tertinggi di antara ketiga pilar ESG, yaitu 60,87, dengan rentang 14,00 hingga 96,00 dan standar deviasi 19,03, menunjukkan bahwa secara umum perusahaan sampel relatif lebih baik dalam mengelola aspek sosial dibandingkan dua pilar ESG lainnya.

Skor Governance memiliki nilai rata-rata terendah, yaitu 53,36, namun dengan standar deviasi terbesar di antara ketiga pilar (21,79), mengindikasikan variasi praktik tata kelola yang paling beragam di antara perusahaan sampel, dengan rentang nilai 7,00 hingga 92,00. Sebagai gambaran umum, ESG Score gabungan memiliki nilai rata-rata 58,39 dengan rentang 11,00 hingga 88,00 dan standar deviasi 17,61.

Variabel Tobin's Q memiliki rata-rata 2,01 dengan nilai maksimum 12,92 yang cukup ekstrem dibandingkan nilai minimum 0,57. Nilai ekstrem tersebut terutama berasal dari PT Bayan Resources Tbk (BYAN) pada tahun 2022–2024, yang mengalami lonjakan nilai pasar akibat kenaikan harga komoditas batu bara. Rata-rata leverage (DER) sebesar 0,95 menunjukkan bahwa secara rata-rata total utang perusahaan sampel hampir menyamai total ekuitasnya, dengan variasi yang cukup besar (standar deviasi 0,89) dan nilai maksimum 6,47. Ukuran perusahaan (Ln Total Aset) memiliki rata-rata 31,41 dengan variasi yang relatif kecil (standar

deviasi 1,14), mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan sampel relatif homogen dari sisi skala aset.

4.3 Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

Sebelum melakukan estimasi regresi data panel, terlebih dahulu dilakukan pengujian untuk menentukan model estimasi terbaik di antara Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM), melalui Uji Chow dan Uji Hausman.

4.3.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model CEM atau FEM yang lebih tepat digunakan dalam penelitian ini. Hasil Uji Chow disajikan pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistik	d.f.	Prob.
Cross-section F	12,666	(30, 88)	0,0000

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Hasil Uji Chow menunjukkan nilai probabilitas Cross-section F sebesar 0,0000 dengan derajat bebas 30, 88 ($< 0,05$), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, model yang lebih tepat digunakan adalah Fixed Effect Model (FEM), bukan Common Effect Model (CEM). Selanjutnya dilakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah FEM atau Random Effect Model (REM) yang lebih tepat.

4.3.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan apakah model FEM atau REM yang lebih tepat digunakan. Hasil Uji Hausman disajikan pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11,358	5	0,0447

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Hasil Uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0447 ($< 0,05$), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, model yang lebih tepat digunakan dalam penelitian ini adalah Fixed Effect Model (FEM). Karena hasil Uji Chow maupun Uji Hausman konsisten mengarah pada FEM (menolak CEM maupun REM), maka Uji Lagrange Multiplier tidak diperlukan, sebab uji tersebut hanya digunakan apabila Uji Chow memilih CEM.

4.3.3 Model Estimasi Terpilih

Berdasarkan hasil Uji Chow dan Uji Hausman, model estimasi yang dipilih dan digunakan dalam analisis regresi data panel penelitian ini adalah Fixed Effect Model (FEM). Sebagai perbandingan, hasil estimasi ketiga model (CEM, FEM, dan REM) disajikan pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5 Perbandingan Hasil Estimasi CEM, FEM, dan REM

Variabel	CEM (Coef. / Prob.)	FEM (Coef. / Prob.)	REM (Coef. / Prob.)
Konstanta	7,888 / 0,177	-5,295 / 0,772	7,064 / 0,454
Environmental (E)	0,0057 / 0,718	-0,0322* / 0,086	-0,0173 / 0,288
Social (S)	-0,0246 / 0,178	-0,0271 / 0,204	-0,0168 / 0,363
Governance (G)	0,0314** / 0,012	0,0147 / 0,313	0,0219* / 0,087
Leverage (DER)	0,5634** / 0,015	-0,2087 / 0,322	-0,0281 / 0,887
Ukuran Perusahaan (SIZE)	-0,2205 / 0,247	0,3063 / 0,613	-0,1320 / 0,667
R ²	0,134	0,839	0,043
Adj. R ²	0,098	0,775	-

*Keterangan: ** signifikan pada $\alpha = 5\%$; * signifikan pada $\alpha = 10\%$.
Model terpilih: Fixed Effect Model (FEM). Sumber: Hasil olah data, 2026.*

4.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan terhadap model estimasi terpilih (Fixed Effect Model) untuk memastikan bahwa model regresi yang dihasilkan bersifat BLUE (Best Linear Unbiased Estimator) dan layak digunakan untuk pengujian hipotesis.

4.4.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah residual model regresi terdistribusi normal, menggunakan uji Jarque-Bera. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas

Uji	Statistik	Probabilitas	Keterangan
Jarque-Bera	2021,311	0,0000	Residual tidak terdistribusi normal

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Hasil pengujian menunjukkan nilai statistik Jarque-Bera sebesar 2021,311 dengan nilai probabilitas 0,0000 ($< 0,05$), sehingga H_0 ditolak dan residual dinyatakan tidak terdistribusi normal.

Ketidaknormalan tersebut terutama dipicu oleh adanya nilai Tobin's Q yang ekstrem pada PT. Bayan Resources Tbk (BYAN) tahun 2022–2024 (mencapai 11,77–12,92), yang jauh melampaui nilai perusahaan lain dalam sampel, serta oleh sifat estimasi within FEM yang sensitif terhadap observasi ekstrem pada masing-masing individu perusahaan. Mengingat jumlah observasi yang relatif besar ($n = 124$), berdasarkan teorema limit pusat (central limit theorem), penyimpangan normalitas pada tingkat ini umumnya tidak

menyebabkan bias serius terhadap konsistensi estimasi koefisien regresi, meskipun demikian hasil pengujian ini tetap perlu menjadi catatan keterbatasan penelitian.

4.4.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi yang tinggi antar variabel independen, menggunakan nilai Variance Inflation Factor (VIF). Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Keterangan
Environmental (E)	2,501	Tidak terjadi multikolinearitas
Social (S)	3,039	Tidak terjadi multikolinearitas
Governance (G)	1,841	Tidak terjadi multikolinearitas
Leverage (DER)	1,068	Tidak terjadi multikolinearitas
Ukuran Perusahaan (SIZE)	1,187	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Seluruh variabel independen memiliki nilai VIF di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius di antara variabel independen dalam model penelitian ini.

4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji Breusch-Pagan untuk mengetahui apakah terdapat ketidaksamaan varians residual. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.8.

Tabel 4.8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji	LM Statistic	Prob. Chi-Square	Keterangan
Breusch-Pagan	1,430	0,9210	Tidak terjadi heteroskedastisitas (homoskedastisitas)

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Hasil pengujian menunjukkan nilai LM statistic sebesar 1,430 dengan nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0,9210 ($> 0,05$), sehingga H_0 diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, atau dengan kata lain model regresi bersifat homoskedastisitas.

4.4.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan menggunakan uji Durbin-Watson (DW) untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode $t-1$. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.9.

Tabel 4.9 Hasil Uji Autokorelasi

Uji	Nilai Durbin-Watson (d)	Keterangan
Durbin-Watson (DW)	1,840	Berada pada rentang $dU < d < 4-dU$; tidak terdapat gejala autokorelasi

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Hasil pengujian menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 1,840, yang berada cukup dekat dengan angka 2. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi yang serius pada model regresi Fixed Effect yang digunakan.

4.5 Analisis Regresi Data Panel

Berdasarkan hasil pemilihan model pada sub-bab 4.3, analisis regresi data panel dalam penelitian ini menggunakan Fixed Effect Model (FEM). Hasil estimasi FEM untuk kelima variabel penelitian (di luar efek tetap masing-masing perusahaan) disajikan pada Tabel 4.10.

Tabel 4.10 Hasil Regresi Data Panel – Fixed Effect Model

Variabel	Koefisien (Beta)	Std. Error	t-Statistik	Prob.
Konstanta	-5,2952	18,2207	-0,291	0,7720
Environmental (E)	-0,0322	0,0186	-1,738	0,0858
Social (S)	-0,0271	0,0212	-1,279	0,2043
Governance (G)	0,0147	0,0145	1,015	0,3127
Leverage (DER)	-0,2087	0,2096	-0,996	0,3222
Ukuran Perusahaan (SIZE)	0,3063	0,6025	0,508	0,6125

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Berdasarkan Tabel 4.10, persamaan regresi data panel dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha_i - 0,0322 E_{it} - 0,0271 S_{it} + 0,0147 G_{it} - 0,2087 DER_{it} + 0,3063 SIZE_{it} + e_{it}$$

Keterangan: Tobin's Q adalah nilai perusahaan; E adalah skor Environmental; S adalah skor Social; G adalah skor Governance; DER adalah leverage (Debt to Equity Ratio); SIZE adalah ukuran perusahaan (Ln Total Aset); α_i adalah intersep spesifik masing-masing perusahaan (fixed effect); i adalah perusahaan; t adalah tahun; dan e adalah error term.

4.6 Uji Hipotesis

4.6.1 Uji t (Uji Parsial)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen (Environmental, Social, dan Governance) secara parsial terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q), dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (0,05).

Tabel 4.11 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Parsial (Uji t)

Hipotesis	Variabel	Koefisien	Prob.
H1	Environmental terhadap Nilai Perusahaan	-0,0322	0,0858
H2	Social terhadap Nilai Perusahaan	-0,0271	0,2043
H3	Governance terhadap Nilai Perusahaan	0,0147	0,3127

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

H1: Environmental berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan koefisien Environmental sebesar -0,0322 dengan nilai probabilitas 0,0858. Pada tingkat signifikansi 5%, H1 ditolak. Perlu dicatat bahwa variabel ini memiliki nilai probabilitas terendah di antara ketiga komponen ESG dan signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi 10% ($\alpha = 0,10$), namun dengan arah koefisien negatif yang berlawanan dengan arah hipotesis yang diajukan.

H2: Social berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan koefisien Social sebesar -0,0271 dengan nilai probabilitas 0,2043 ($> 0,05$). Dengan demikian, H2 ditolak; Social tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan arah koefisien negatif yang juga berlawanan dengan hipotesis.

H3: Governance berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan koefisien Governance sebesar 0,0147 dengan nilai probabilitas 0,3127 ($> 0,05$). Meskipun arah koefisien sesuai dengan hipotesis (positif), nilai probabilitas tersebut berada jauh di atas 0,05 sehingga H3 ditolak.

4.6.2 Uji F (Uji Simultan)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh Environmental, Social, dan Governance secara simultan terhadap nilai perusahaan, dengan mengendalikan variabel leverage, ukuran perusahaan, dan efek tetap (fixed effect) masing-masing perusahaan.

Tabel 4.12 Hasil Uji F (Simultan)

F-Statistik	d.f.	Prob. (F-statistic)
1,688	(5, 88)	0,1459

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

H4: Environmental, Social, dan Governance secara simultan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai F-statistik sebesar 1,688 dengan probabilitas 0,1459 ($> 0,05$). Dengan demikian, H4 ditolak; secara simultan, Environmental, Social, dan Governance tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sampel selama periode 2021–2024, meskipun telah mengendalikan pengaruh leverage, ukuran perusahaan, dan karakteristik individual (fixed effect) masing-masing perusahaan.

4.6.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk menilai seberapa besar model regresi mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan (Tobin's Q). Hasil perhitungan R^2 dan Adjusted R^2 disajikan pada Tabel 4.13.

Tabel 4.13 Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R^2	Adjusted R^2
FEM Lengkap (Environmental, Social, Governance, Leverage, Ukuran Perusahaan, dan efek tetap)	0,839	0,775
FEM Hanya Efek Tetap (tanpa kelima variabel penelitian)	0,823	-
Kontribusi Tambahan Kelima Variabel (Incremental R^2)	0,0875 (8,75%)	-

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews, 2026.

Nilai R^2 keseluruhan model FEM adalah 0,839 (83,9%), namun nilai tersebut sebagian besar berasal dari efek tetap (fixed effect) yang menangkap karakteristik unik masing-masing dari 31 perusahaan sampel; model yang hanya berisi efek tetap perusahaan (tanpa variabel Environmental, Social, Governance, leverage, maupun ukuran perusahaan) saja sudah mampu menjelaskan 82,3% variasi Tobin's Q. Dengan demikian, kontribusi tambahan (incremental/partial R^2) dari kelima variabel penelitian di luar efek tetap perusahaan hanya sebesar 8,75%. Angka ini konsisten dengan hasil Uji F pada Tabel 4.12 yang menunjukkan bahwa kontribusi tersebut tidak signifikan secara statistik.

Temuan ini mengindikasikan bahwa variasi nilai perusahaan (Tobin's Q) dalam sampel penelitian ini lebih banyak dijelaskan oleh karakteristik struktural dan operasional unik masing-masing perusahaan (misalnya model bisnis, eksposur terhadap harga komoditas, dan posisi kompetitif) dibandingkan oleh perbedaan skor ESG, leverage, atau ukuran perusahaan antarwaktu.

4.7 Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, ringkasan hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 4.14 berikut:

Tabel 4.14 Kesimpulan Uji Hipotesis

Hipotesis	Variabel	Kesimpulan
H1	Komponen Environmental berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak
H2	Komponen Social berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak
H3	Komponen Governance berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

4.7.1 Pengaruh Komponen Environmental terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa Environmental tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 5% (koefisien -0,0322; probabilitas 0,0858), meskipun signifikan pada tingkat 10% dengan arah koefisien negatif. Temuan ini menolak H1 dan sekaligus berlawanan arah dengan hipotesis yang menyatakan bahwa Environmental berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penolakan ini perlu dimaknai secara berhati-hati, bukan sekadar sebagai “tidak adanya pengaruh”, melainkan sebagai indikasi adanya mekanisme pasar yang lebih kompleks di balik hubungan Environmental dan Tobin's Q pada konteks penelitian ini.

Pertama, dari sisi Signalling Theory, sinyal positif dari pengungkapan lingkungan hanya akan direspons pasar apabila investor menilai sinyal tersebut kredibel dan relevan secara finansial dalam jangka pendek. Pada praktiknya, peningkatan skor Environmental sering kali berasal dari investasi pada teknologi rendah emisi, sistem pengelolaan limbah, atau sertifikasi lingkungan yang bersifat capital expenditure (CapEx) besar dan tidak serta-merta meningkatkan arus kas jangka pendek. Akibatnya, dalam estimasi within (Fixed Effect Model) yang menangkap perubahan tahun-ke-tahun pada masing-masing perusahaan, kenaikan skor Environmental justru berasosiasi dengan Tobin's Q yang sedikit lebih rendah, karena pasar mengoreksi ekspektasi laba jangka pendek akibat beban investasi tersebut, bukan menolak nilai lingkungan itu sendiri. Penjelasan ini konsisten dengan konsep slack resources yang dikemukakan oleh Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021), yang menemukan hubungan negatif antara skor ESG dan kinerja keuangan pada perusahaan multilatinas karena alokasi sumber daya finansial ke aktivitas keberlanjutan dapat mengurangi profitabilitas dan valuasi jangka pendek, terutama pada pasar modal negara berkembang.

Kedua, dari sisi Agency Theory, tekanan pengawasan dari regulator dan publik terhadap sektor Energi dan Basic Material (pertambangan batu bara, logam, bahan kimia dasar) yang mendominasi sampel penelitian ini menjadikan

pengungkapan Environmental yang baik lebih berfungsi sebagai upaya mengurangi biaya keagenan dan risiko litigasi, bukan sebagai faktor pembeda (differentiator) yang menghasilkan premi valuasi. Fatemi, Glaum, dan Kaiser (2018) menemukan bahwa pengungkapan ESG tanpa disertai kekuatan (strengths) ESG yang nyata bahkan dapat menurunkan nilai perusahaan, karena investor menilai pengungkapan tersebut sebagai bentuk pengendalian risiko minimum, bukan keunggulan kompetitif.

Ketiga, nilai pasar (Tobin's Q) pada perusahaan sektor Energi dan Manufaktur berbasis komoditas sangat dipengaruhi oleh volatilitas harga komoditas global yang bersifat eksogen dan tidak berkaitan langsung dengan kinerja ESG. Nilai Tobin's Q yang ekstrem pada PT Bayan Resources Tbk (BYAN) tahun 2022–2024 didorong oleh lonjakan harga batu bara, bukan oleh perubahan skor Environmental perusahaan tersebut. Dominasi faktor harga komoditas ini memperkecil ruang bagi kinerja lingkungan untuk tampil sebagai determinan nilai perusahaan yang signifikan secara statistik.

Temuan pada penelitian ini konsisten dengan hasil Al-Tarawneh, Tayeh, Iskandrani, dan Obeidat (2024) pada perusahaan non-keuangan di Inggris, yang menemukan hubungan negatif signifikan antara skor ESG dengan Tobin's Q, serta dengan Biju et al. (2025) yang menemukan bahwa ESG dan pilar-pilarnya tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q pada perusahaan di negara berkembang. Sebaliknya, temuan ini tidak sejalan dengan Behl et al. (2022), Al Amosh, Khatib, dan Ananzeh (2023), serta Paramitha dan Devi (2024) yang menemukan pengaruh positif signifikan. Perbedaan ini menegaskan bahwa arah dan signifikansi pengaruh Environmental terhadap nilai perusahaan sangat bergantung pada karakteristik sektor, tahap perkembangan pasar modal, horizon waktu pengamatan, serta metode estimasi yang digunakan, sebagaimana juga ditunjukkan oleh meta-analisis Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang menemukan variasi arah hubungan ESG-kinerja keuangan antarstudi.

Temuan ini juga diperkuat oleh bukti pada konteks yang lebih dekat dengan sampel penelitian ini, yaitu perusahaan sektor energi di Indonesia. Adi et al. (2025) yang meneliti 11 perusahaan sektor energi di BEI menemukan bahwa green process innovation, sebagai proksi aspek Environmental yang bersifat operasional dan berbiaya modal tinggi, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV), sejalan dengan pola pada penelitian ini di mana kinerja Environmental belum mampu tercermin dalam valuasi pasar dalam jangka pendek. Sebaliknya, Dorothy dan Endri (2024) yang juga meneliti sektor energi BEI menemukan pengaruh positif signifikan antara pengungkapan ESG dan nilai perusahaan, namun dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi yang memperkuat hubungan tersebut. Perbedaan hasil ini mengindikasikan bahwa pengaruh Environmental terhadap nilai perusahaan sektor energi Indonesia kemungkinan bersifat kondisional, tidak berdiri sendiri, dan baru terlihat signifikan ketika berinteraksi dengan faktor profitabilitas perusahaan yang tidak dimodelkan secara eksplisit sebagai moderator dalam penelitian ini.

4.7.2 Pengaruh Social terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Social juga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (koefisien -0,0271; probabilitas 0,2043), dengan arah negatif yang berlawanan dengan hipotesis, sehingga H2 ditolak. Ketidaksignifikanan ini secara statistik jauh lebih lemah dibandingkan Environmental, yang mengindikasikan bahwa aspek sosial memang paling tidak berkaitan dengan pergerakan Tobin's Q dari waktu ke waktu di antara ketiga pilar ESG pada sampel ini.

Penjelasan pertama merujuk pada karakter pengungkapan sosial itu sendiri. Sebagian besar item yang dinilai dalam pilar Social oleh Refinitiv (ketenagakerjaan, kesehatan dan keselamatan kerja, pengembangan masyarakat, tanggung jawab produk) merupakan aspek yang sejak POJK Nomor 51/POJK.03/2017 telah menjadi kewajiban pelaporan (mandatory disclosure) bagi emiten besar, sehingga informasi sosial yang diungkapkan menjadi relatif

homogen antarperusahaan dan antarwaktu, dan kehilangan daya sinyalnya di mata investor sebagaimana disyaratkan Signalling Theory, yang menekankan bahwa sinyal hanya efektif apabila mampu membedakan perusahaan berkualitas tinggi dari perusahaan lain (Spence, 1973).

Penjelasan kedua berkaitan dengan sifat estimasi within pada Fixed Effect Model. Skor Social bagi setiap perusahaan besar cenderung stabil dan tidak banyak berubah drastis dari tahun ke tahun, sehingga variasi time-variant yang tersisa untuk dijelaskan oleh model menjadi sangat kecil. Ketiga, dari perspektif Stakeholder Theory, manfaat aspek sosial terhadap nilai perusahaan idealnya bersifat jangka panjang, yang dampaknya baru terlihat pada horizon waktu yang lebih panjang daripada empat tahun (2021–2024) yang digunakan pada penelitian ini.

Temuan ini konsisten dengan pandangan Melinda dan Wardhani (2020) serta Biju et al. (2025), namun berbeda dengan hasil Durlista dan Wahyudi (2023) serta Minggu et al. (2023) yang menemukan pengaruh positif signifikan aspek sosial. Perbedaan tersebut kemungkinan dipengaruhi oleh perbedaan sektor penelitian serta perbedaan metode estimasi data panel yang digunakan; Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021) turut menekankan bahwa efektivitas sinyal sosial terhadap valuasi pasar sangat bergantung pada tingkat diversifikasi geografis dan slack finansial perusahaan, yang berbeda-beda antarnegara dan antarsampel penelitian.

Bukti tambahan dari konteks perusahaan sektor energi Indonesia turut memperkuat temuan ini. Amalia dan Safitri (2025) yang meneliti 40 perusahaan sektor energi di BEI menemukan bahwa ESG disclosure secara parsial, yang di dalamnya mencakup item-item pengungkapan sosial, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PER); pengaruh signifikan baru muncul ketika ESG disclosure digabungkan secara simultan dengan green investment dan green fund. Pola ini serupa dengan hasil penelitian ini, di mana Social secara individual tidak cukup kuat menjadi sinyal yang memengaruhi persepsi investor, sehingga

kontribusinya terhadap nilai perusahaan baru dapat terlihat apabila diuji bersama faktor keberlanjutan lain secara simultan atau dengan horizon waktu yang lebih panjang.

4.7.3 Pengaruh Governance terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Governance tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (koefisien 0,0147; probabilitas 0,3127), sehingga H3 ditolak, meskipun arah koefisiennya positif dan konsisten dengan arah hipotesis yang diajukan. Dari ketiga pilar ESG, Governance merupakan satu-satunya pilar yang arah pengaruhnya sejalan dengan hipotesis, namun kekuatan pengaruhnya merupakan yang paling lemah secara statistik.

Argumen utama yang menjelaskan temuan ini bersumber dari Agency Theory itu sendiri. Seluruh perusahaan sampel merupakan konstituen di Bursa Efek Indonesia yang secara faktual telah disyaratkan memenuhi standar tata kelola minimum yang ketat oleh BEI dan OJK, sehingga variasi skor Governance antarperusahaan dalam sampel menjadi relatif sempit, dan Governance kehilangan fungsinya sebagai faktor pembeda (differentiation factor) yang signifikan secara statistik dalam sampel spesifik ini.

Selain itu, dari sisi Signalling Theory, pasar modal Indonesia yang tergolong sebagai emerging market cenderung masih memberi bobot lebih besar pada sinyal-sinyal berbasis kinerja keuangan jangka pendek dibandingkan sinyal non-keuangan seperti kualitas tata kelola, terutama pada sektor Energi dan Manufaktur berbasis komoditas. Kondisi ini sejalan dengan temuan Naeem et al. (2022) yang menunjukkan bahwa pengaruh kinerja ESG terhadap kinerja keuangan dan nilai pasar cenderung lebih lemah dan tidak konsisten pada perusahaan di negara berkembang dibandingkan negara maju.

Hasil ini sebagian sejalan dengan Jeanice dan Kim (2023) yang juga menemukan bahwa Governance belum tentu berpengaruh signifikan terhadap nilai

perusahaan di Indonesia, namun berbeda dengan R. L. C. Utami dan Muslichah (2019) yang menemukan pengaruh positif signifikan pengungkapan (termasuk unsur tata kelola) terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan sebagai variabel antara.

Temuan ini juga sejalan dengan bukti Al Amosh, Khatib, dan Ananzeh (2023) yang secara spesifik menunjukkan bahwa di antara ketiga pilar ESG, kinerja Governance hanya berpengaruh terhadap indikator profitabilitas akuntansi (ROA) dan tidak konsisten memengaruhi indikator berbasis pasar seperti Tobin's Q -- pola yang persis tercermin pada penelitian ini, di mana Governance merupakan satu-satunya pilar dengan arah koefisien positif namun tetap tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Hal ini mengindikasikan bahwa manfaat tata kelola yang baik kemungkinan lebih cepat terserap ke dalam efisiensi operasional dan profitabilitas perusahaan, dibandingkan langsung tercermin pada persepsi dan valuasi pasar dalam jangka pendek.

4.7.4 Pengaruh ESG secara Simultan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Uji F menunjukkan bahwa Environmental, Social, dan Governance secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (F-statistik 1,688; probabilitas 0,1459), sehingga H4 ditolak. Temuan ini memperkuat pola yang telah teridentifikasi pada pengujian parsial (H1–H3): ketiga pilar ESG belum terbukti menjadi determinan nilai perusahaan yang signifikan secara statistik pada sampel dan periode penelitian ini.

Kekuatan argumen penolakan H4 diperkuat oleh bukti bahwa kontribusi tambahan (incremental R^2) dari kelima variabel penelitian terhadap penjelasan variasi Tobin's Q hanya sebesar 8,75%, jauh lebih kecil dibandingkan kontribusi efek tetap (fixed effect) sebesar 82,3%. Uji multikolinearitas juga menunjukkan tidak ada masalah kolinearitas antarvariabel independen, sehingga ketidaksignifikanan hasil Uji F benar-benar mencerminkan lemahnya daya jelas (explanatory power) ESG terhadap Tobin's Q pada konteks penelitian ini.

Temuan ini konsisten dengan Prayogo, Handayani, dan Meitiawati (2023) yang menemukan bahwa ESG Disclosure tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Indonesia meski dimoderasi ukuran perusahaan, serta dengan Biju et al. (2025). Kondisi ini juga sejalan dengan meta-analisis Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang menegaskan bahwa meskipun mayoritas studi menunjukkan hubungan positif antara ESG dan kinerja keuangan secara global, proporsi yang tidak kecil dari studi tersebut menunjukkan hubungan netral atau bahkan negatif, terutama pada indikator berbasis pasar dan pada konteks pasar modal negara berkembang. Kondisi ini sejalan dengan pandangan bahwa penerapan dan pengungkapan ESG di pasar modal negara berkembang, termasuk Indonesia, masih berada pada tahap awal internalisasi ke dalam valuasi pasar.

Sebagai pembandingan, Aydoğmuş, Gülay, dan Ergun (2022) yang meneliti 1.720 perusahaan publik terbesar dunia menemukan bahwa ESG combined score berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan maupun profitabilitas; namun secara spesifik, skor Environmental individual pada penelitian tersebut justru tidak menunjukkan hubungan signifikan dengan nilai perusahaan, sementara skor Social dan Governance individual berhubungan positif signifikan -- pola yang sebagian sejalan dengan penelitian ini, di mana Environmental juga menjadi pilar dengan hasil paling jauh dari hipotesis. Perbedaan utamanya terletak pada pilar Social dan Governance: pada sampel global tersebut kedua pilar itu signifikan positif, sedangkan pada penelitian ini keduanya tidak signifikan, yang mengindikasikan bahwa signifikansi pilar ESG individual sangat bergantung pada kematangan pasar modal dan basis investor institusional yang mengintegrasikan kriteria ESG secara sistematis dalam keputusan investasi -- kondisi yang di Indonesia masih dalam tahap berkembang, sebagaimana juga ditunjukkan oleh Amalia dan Safitri (2025) pada sektor energi BEI yang menemukan bahwa ESG disclosure baru berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ketika diuji bersama variabel keberlanjutan lain secara simultan, bukan secara individual.

4.7.5 Variabel Kontrol

Leverage (DER) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) yang digunakan sebagai variabel kontrol pada penelitian ini juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan (leverage: koefisien -0,2087, probabilitas 0,3222; ukuran perusahaan: koefisien 0,3063, probabilitas 0,6125). Ketidaksignifikanan kedua variabel kontrol ini turut memperkuat pembacaan atas hasil utama penelitian: sifat estimasi within pada Fixed Effect Model membuat model hanya sensitif terhadap perubahan dari tahun ke tahun pada tiap perusahaan, sementara perbedaan struktur modal dan skala aset antarperusahaan yang relatif persisten dari waktu ke waktu sudah banyak terserap oleh efek tetap individual masing-masing perusahaan.

4.8 Interpretasi dan Implikasi

Skor Environmental tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan pada tingkat 5% (koefisien -0,0322; probabilitas 0,0858), dengan arah negatif yang mengindikasikan adanya efek trade-off jangka pendek antara belanja investasi lingkungan dan valuasi pasar. Bagi manajemen perusahaan, temuan ini menegaskan pentingnya memandang investasi lingkungan sebagai strategi mitigasi risiko dan keberlanjutan jangka panjang, bukan sebagai pendongkrak valuasi jangka pendek.

Kinerja Social tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan (koefisien -0,0271; probabilitas 0,2043), yang paling mungkin dijelaskan oleh homogenitas pengungkapan sosial di antara emiten besar konstituen BEI. Bagi perusahaan, pengungkapan sosial perlu diperkaya melampaui pemenuhan kewajiban regulasi minimum agar dapat kembali berfungsi sebagai sinyal yang material di mata investor.

Meskipun arah pengaruh Governance konsisten positif sesuai hipotesis (koefisien 0,0147), kekuatan pengaruhnya belum cukup signifikan secara statistik (probabilitas 0,3127), yang paling mungkin disebabkan oleh sempitnya variasi kualitas tata kelola antarperusahaan sampel akibat standar tata kelola minimum

yang ketat dari BEI dan OJK. Bagi regulator dan BEI, perlu dipertimbangkan pengembangan skema pemeringkatan tata kelola yang lebih granular untuk emiten besar.

Secara simultan, Environmental, Social, dan Governance belum menjadi determinan utama nilai perusahaan (F-statistik 1,688; probabilitas 0,1459). Bagi investor dan analis pasar modal, penilaian perusahaan sektor Energi dan Manufaktur di Indonesia perlu tetap mengutamakan analisis fundamental keuangan dan siklus harga komoditas sebagai pertimbangan utama dalam jangka pendek, sembari menempatkan kinerja ESG sebagai indikator pelengkap untuk mitigasi risiko jangka panjang. Bagi regulator, diperlukan penguatan mekanisme insentif (seperti insentif pajak, akses pembiayaan hijau, atau indeks ESG dengan bobot yang lebih ketat dan terdiferensiasi) agar kinerja ESG yang unggul dapat memperoleh apresiasi premium dari pasar.

