

# DAMPAK ESG DAN KINERJA KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN, DIMODERASI KEPEMILIKAN ASING

**Elizabeth Lucky Maretha Sitinjak, Yusni Warastuti, Y. Wisnu Djati Sasmito**

*Magister Akuntansi, FEB Unika Soegijapranata  
Akuntansi, FEB Unika Soegijapranata  
Manajemen, FEB Unika Soegijapranata*

## ABSTRACT

*ESG dimensions and recognizing the strategic role of foreign ownership in shaping market perceptions. This study aims to examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) scores and financial performance on value of the firm, and to assess the moderating role of foreign ownership in Indonesian capital market. The sample consists of 80 publicly listed companies in Indonesia Capital Market that have ESG scores available for the period 2021 to 2023. Firm valuation is measured by Price to Book Value (PBV), while the independent variables include Current Ratio (CR), Debt to Equity Ratio (DER), Return on Assets (ROA), and ESG components: Environmental Score (ENV), Social Score (SOC), and Governance Score (GOV), along with the aggregated ESG Score. The analysis was conducted using EViews-13 and panel data regression models, including both Fixed Effect and Moderated Regression Analysis. The findings indicate that ROA, ENV, SOC, and GOV scores have a positive and significant effect on firm value. Interestingly, the aggregated ESG Score shows a significant negative effect on PBV, suggesting possible distortion when sustainability dimensions are not assessed individually. CR has a negative significant effect, while DER shows a positive significant effect before moderation. After including foreign ownership as a moderating variable, the influence of CR, DER, and ESG Score becomes statistically insignificant, indicating that foreign investors tend to neutralize the effect of liquidity, leverage, and overall ESG disclosures. This study highlights the importance of disaggregating*

**Keywords:** Foreign Ownership, Financial Performance, ESG Score, Value of The Firm.

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh skor Environmental, Social, and Governance (ESG) serta kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan, serta menilai peran moderasi kepemilikan asing di pasar modal Indonesia. Sampel terdiri dari 80 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki skor ESG untuk periode 2021 hingga 2023. Penilaian nilai perusahaan diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV), sedangkan variabel independen mencakup *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Assets* (ROA), dan komponen ESG: *Environmental Score* (ENV), *Social Score* (SOC), dan *Governance Score* (GOV), termasuk skor ESG agregat. Analisis dilakukan menggunakan EViews-13 dengan model regresi data panel, termasuk Fixed Effect dan Moderated Regression Analysis. Temuan menunjukkan bahwa ROA, ENV, SOC, dan GOV berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Menariknya, skor ESG agregat justru menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap PBV, yang mengindikasikan kemungkinan distorsi ketika dimensi keberlanjutan tidak dianalisis secara terpisah. CR berpengaruh negatif signifikan, sedangkan DER berpengaruh positif signifikan sebelum dimoderasi. Setelah memasukkan kepemilikan asing sebagai variabel moderasi, pengaruh CR, DER, dan skor ESG menjadi tidak signifikan secara statistik, menunjukkan bahwa investor asing cenderung menetralkan pengaruh likuiditas, *leverage*, dan pengungkapan ESG secara keseluruhan. Studi ini menekankan pentingnya menganalisis dimensi ESG secara terpisah dan mengakui peran strategis kepemilikan asing dalam membentuk persepsi pasar.

**Kata kunci:** Kepemilikan Asing, Kinerja Keuangan, Nilai Perusahaan, Skor ESG

**Klasifikasi JEL:** G32, G30, M14, Q56

## 1. PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan dalam beberapa dekade terakhir. Peningkatan minat investor domestik maupun asing terhadap perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan dinamika baru dalam pengambilan keputusan investasi. Salah satu indikator utama yang menjadi perhatian investor adalah nilai perusahaan, karena mencerminkan persepsi pasar terhadap prospek keuntungan jangka panjang.

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan yang likuid umumnya dianggap stabil secara keuangan dan memiliki risiko lebih rendah. Meskipun beberapa penelitian di pasar negara berkembang menunjukkan hubungan positif antara likuiditas dan nilai perusahaan, hasil temuan masih beragam, terutama di sektor industri tertentu (Pham & Nguyen, 2019; Akbar et al., 2019). Hal ini menunjukkan adanya celah riset mengenai relevansi likuiditas dalam menentukan nilai perusahaan, khususnya dalam konteks ekonomi yang tidak pasti.

Solvabilitas, sebagai indikator kemampuan memenuhi kewajiban jangka panjang, juga memengaruhi persepsi risiko investor. Rasio utang yang tinggi dapat dianggap sebagai sinyal negatif, sedangkan struktur modal yang sehat mencerminkan stabilitas perusahaan. Namun, kajian empiris di Indonesia masih terbatas, dan hasilnya belum konsisten. Kondisi pasar modal yang lebih volatil dibandingkan negara maju menjadi salah satu tantangan dalam menggeneralisasi temuan (Utami & Prasetyono, 2016).

Profitabilitas secara teori berkorelasi positif terhadap nilai perusahaan karena menunjukkan kapasitas menghasilkan arus kas. Studi seperti Jensen & Meckling (1976) dan Fama & French (1998) menekankan pentingnya profitabilitas dalam valuasi. Namun, di Indonesia, hubungan ini masih diperdebatkan. Beberapa penelitian menemukan pengaruh signifikan, sementara yang lain menunjukkan bahwa profitabilitas tidak selalu berdampak langsung terhadap harga saham, tergantung pada sektor dan fase siklus bisnis (Wasiuzzaman & Nurdin, 2019).

Lima tahun terakhir ini, perhatian investor global beralih pada prinsip keberlanjutan, yang tercermin dalam skor ESG. ESG mencakup komitmen perusahaan terhadap lingkungan (E), kepedulian sosial (S), dan tata kelola yang baik (G). Di pasar global, ESG semakin digunakan dalam pengambilan keputusan investasi (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015). Namun, di BEI, bukti empiris mengenai seberapa besar ESG memengaruhi nilai perusahaan masih terbatas dan belum menunjukkan hasil yang konsisten (Khan et al., 2016). Celah riset ini penting karena investor asing, terutama institusional, mulai memprioritaskan aspek keberlanjutan dalam portofolionya.

Sejumlah riset telah mengkaji pengaruh indikator keuangan terhadap nilai perusahaan, namun belum banyak yang mengintegrasikan indikator keuangan dan skor ESG dalam satu model, terutama dengan mempertimbangkan peran kepemilikan asing sebagai moderator. Di sisi lain, investor asing cenderung lebih sensitif terhadap risiko keberlanjutan, sehingga dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan mengisi celah keilmuan dengan menganalisis secara simultan (1) Pengaruh likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan skor ESG terhadap nilai perusahaan. (2) Peran kepemilikan asing sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Maka perumusan masalah penelitian ini adalah Bagaimana pengaruh likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan skor

ESG terhadap nilai perusahaan di pasar modal Indonesia? Apakah kepemilikan asing memoderasi hubungan antara indikator keuangan dan skor ESG terhadap nilai perusahaan?

## **2. TINJAUAN PUSTAKA**

### **2.1. Pasar Modal Indonesia dan *Environmental, Social, and Environment Governance* (ESG)**

Pasar modal Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan dengan pasar maju. Volatilitas pasar dan ketidakpastian ekonomi memengaruhi keputusan investasi. Oleh karena itu, faktor-faktor seperti likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas memiliki pengaruh yang berbeda dalam konteks Pasar Modal Indonesia. Pham & Nguyen (2019) berpendapat bahwa di pasar berkembang, hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan sering kali dipengaruhi oleh volatilitas ekonomi dan ketidakpastian pasar.

Pasar modal Indonesia semakin berfokus pada prinsip-prinsip Environmental, Social, and Governance (ESG) dalam upaya untuk mendorong keberlanjutan dan menarik investasi. Seiring dengan meningkatnya kesadaran akan tanggung jawab sosial dan lingkungan, negara-negara anggota Pasar Modal Indonesia mulai mengadopsi standar ESG untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan. Ini termasuk upaya untuk mendorong penerbitan obligasi hijau dan sukuk, yang merupakan instrumen penting dalam mendanai proyek-proyek berkelanjutan.

Sejak pandemi COVID-19, ada peningkatan signifikan dalam investasi yang berorientasi pada ESG. Banyak investor di kawasan ini mengakui bahwa perusahaan yang menerapkan prinsip ESG cenderung lebih tahan terhadap risiko pasar, sehingga mereka mulai memasukkan kriteria ESG dalam analisis dan keputusan investasi mereka. Sebuah survei oleh MSCI menunjukkan bahwa 79% responden di Asia-Pasifik telah meningkatkan investasi mereka di bidang ESG akibat pandemi.

Pasar Modal Indonesia juga mencatat pertumbuhan yang signifikan dalam penerbitan produk investasi yang berfokus pada keberlanjutan, seperti obligasi hijau. Hal ini menunjukkan komitmen yang kuat dari negara-negara anggota untuk mendukung ekonomi rendah karbon. Dengan meningkatnya permintaan untuk laporan ESG dan transparansi dari perusahaan, pasar modal Indonesia mengharuskan perusahaan untuk lebih proaktif dalam menyediakan informasi terkait ESG. Beberapa bursa saham di kawasan ini telah mengimplementasikan kebijakan yang mendorong pengungkapan ESG, yang bertujuan untuk meningkatkan kepercayaan investor. Secara keseluruhan, Pasar Modal Indonesia sedang dalam transisi menuju keberlanjutan, dengan ESG menjadi salah satu pilar utama dalam strategi investasi dan pertumbuhan ekonomi. Perusahaan yang dapat mengintegrasikan prinsip-prinsip ESG ke dalam model bisnis mereka diharapkan dapat meraih manfaat yang lebih besar, baik dalam hal reputasi maupun akses ke modal.

Adapun aliran pemikiran dari Penelitian ini adalah nilai perusahaan yang merupakan indikator utama dapat mencerminkan persepsi pasar dari kinerja dan prospek suatu perusahaan. Nilai perusahaan ini dapat dipengaruhi oleh faktor internal keuangan, seperti likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas, serta oleh faktor keberlanjutan, yaitu skor ESG (*Environmental, Social, Governance*). Di tengah

meningkatnya kesadaran akan keberlanjutan dan praktik tata kelola yang baik, investor, terutama investor asing. Hal ini terjadi, oleh karena mempertimbangkan faktor ESG dalam keputusan investasinya. Oleh karena itu, kepemilikan asing dipandang sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh indikator-indikator tersebut terhadap nilai perusahaan. Selain itu, perbedaan sektor industri juga berpotensi memengaruhi bagaimana indikator-indikator tersebut diterjemahkan oleh pasar, mengingat tingkat eksposur ESG dan risiko finansial yang bervariasi antar sektor.

## **2.2. Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan ukuran penting yang mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek masa depan perusahaan. Penilaian nilai perusahaan dapat dilakukan melalui berbagai metode, termasuk pendekatan diskonto arus kas dan penilaian berbasis pasar (Damodaran, 2012). Beberapa penelitian menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal, termasuk kinerja keuangan, tata kelola perusahaan, serta kondisi pasar secara keseluruhan (Graham & Dodd, 2008). Nilai perusahaan biasanya diukur berdasarkan nilai pasarnya, yang mencerminkan persepsi pasar terhadap profitabilitas perusahaan di masa mendatang. Nilai perusahaan tidak hanya mencerminkan kinerja keuangan saat ini tetapi juga bagaimana perusahaan dikelola.

## **2.3. Kepemilikan Asing**

Kepemilikan asing merujuk pada proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor luar negeri. Penelitian oleh Douma et al. (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan asing dapat berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, karena investor asing sering kali membawa pengetahuan, pengalaman, dan sumber daya tambahan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, ada juga penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan asing tidak selalu berdampak positif, terutama jika terdapat ketidaksesuaian dalam tujuan investasi dan strategi perusahaan (Chari & Henry, 2008). Namun, ketika investor asing terlibat dalam memiliki perilaku *herding*, investor lokal cenderung mengambil keputusan investasi berdasarkan tren pasar umum atau keputusan investor asing. Ini berarti jika investor asing melihat kinerja perusahaan yang baik atau nilai ESG yang tinggi sebagai sinyal positif, mereka akan cenderung mengikuti tren tersebut dan meningkatkan kepemilikan mereka di perusahaan-perusahaan terdaftar di pasar modal.

## **2.4. Likuiditas dengan Nilai Perusahaan**

Likuiditas mengacu pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aset yang tersedia. Perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih mampu menghadapi situasi darurat keuangan dan memiliki fleksibilitas dalam pengambilan keputusan investasi (Brealey & Myers, 2011). Penelitian menunjukkan bahwa likuiditas memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan, karena investor cenderung lebih percaya pada perusahaan yang dapat dengan mudah memenuhi kewajiban jangka pendek (Amihud & Mendelson, 1986). Namun, ada penelitian yang juga menemukan bahwa likuiditas yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan bahwa perusahaan tidak menggunakan asetnya secara efisien (D'Aveni, 1990).

H1a: Likuiditas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

H1b: Likuiditas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan moderasi kepemilikan asing.

## **2.5. Solvabilitas dengan Nilai Perusahaan**

Solvabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Hal ini sering kali dievaluasi melalui rasio utang terhadap ekuitas dan rasio utang total. Penelitian oleh Myers (1977) menunjukkan bahwa tingkat utang yang tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan, yang pada gilirannya dapat berdampak negatif pada nilai perusahaan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki struktur modal yang seimbang dan solvabilitas yang baik dianggap lebih stabil dan menarik bagi investor, sehingga berpotensi meningkatkan nilai perusahaan (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006).

Konsep operating dan financial leverage berguna untuk analisis, perencanaan dan pengendalian keuangan. Leverage merupakan pengguna aset dan sumber dana yang berasal dari pinjaman, karena memiliki bunga pinjaman sebagai beban tetap, maka perusahaan berusaha untuk dapat meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham perusahaan. Leverage yang meningkat akan meningkatkan variabilitas (risiko) mengurangi keuntungan yang akan diperoleh investor. Jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya, maka penggunaan leverage membuat turun tingkat keuntungan pemegang saham. Oleh karena itu, sangat penting keputusan finansial memperhatikan keseimbangan antara tingkat imbal hasil dengan risiko yang dihadapi.

H2a: Solvabilitas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

H2b: Solvabilitas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan moderasi kepemilikan asing.

## **2.6. Profitabilitas dengan Nilai Perusahaan**

Profitabilitas adalah ukuran seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan laba dari pendapatan yang diperoleh. Rasio profitabilitas seperti return on assets (ROA) dan return on equity (ROE) sering digunakan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki nilai pasar yang lebih tinggi, karena mereka dapat memberikan imbal hasil yang lebih baik bagi pemegang saham. Namun, beberapa penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan tidak selalu konsisten, tergantung pada kondisi pasar dan sektor industri (Wasiuzzaman & Nurdin, 2019).

H3a: Profitabilitas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan terhadap terhadap Nilai Perusahaan.

H3b: Profitabilitas Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan terhadap terhadap Nilai Perusahaan dengan moderasi kepemilikan asing.

## **2.7. ESG dengan Nilai Perusahaan**

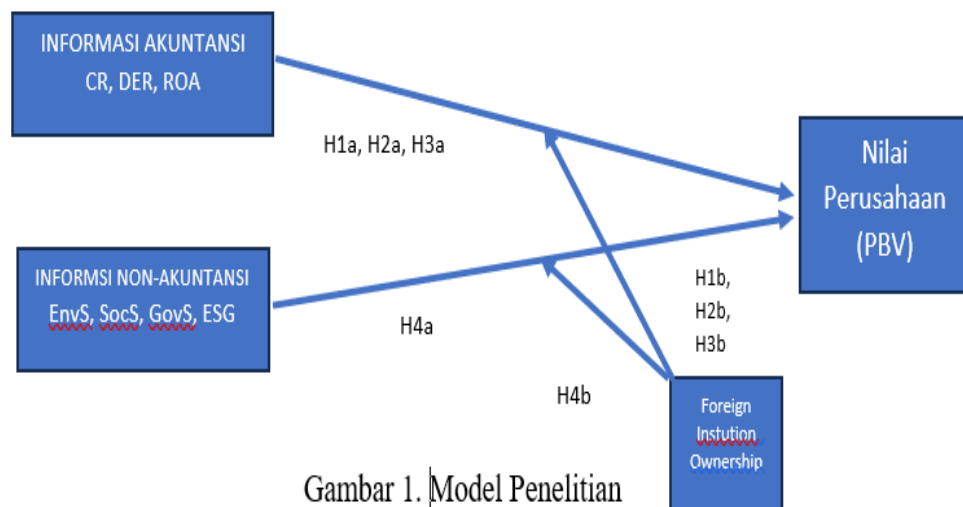
Studi Friede, *et al.* (2021) menemukan bukti kuat bahwa kinerja ESG memiliki dampak positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, terutama di pasar negara berkembang dan di perusahaan yang memiliki kepemilikan asing yang signifikan. Lins, *et al.* (2019). menguji peran ESG sebagai mekanisme yang meningkatkan nilai perusahaan,

terutama selama masa ketidakpastian ekonomi, dengan peran investor asing yang semakin meningkat. Nguyen, *et al* (2021). menunjukkan bahwa perusahaan dengan praktik CSR/ESG yang kuat menarik investor jangka panjang, termasuk investor asing, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan.

Skor ESG (Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola) semakin dianggap penting dalam penilaian nilai perusahaan, terutama di era di mana keberlanjutan dan tanggung jawab sosial menjadi perhatian utama bagi investor. Penelitian oleh Eccles *et al.* (2014) menunjukkan bahwa perusahaan dengan praktik ESG yang baik cenderung memiliki performa keuangan yang lebih baik dan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Hal ini karena investor semakin mempertimbangkan risiko dan peluang yang terkait dengan aspek keberlanjutan, yang dapat mempengaruhi keputusan investasi mereka (Friede *et al.*, 2015). Namun, masih terdapat gap penelitian mengenai sejauh mana skor ESG berpengaruh terhadap nilai perusahaan di Pasar Modal Indonesia.

H4a: *Environment Score, Social Score, Governance Score, ESG Score* Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

H4b: *Environment Score, Social Score, Governance Score, ESG Score* Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berdampak berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan moderasi kepemilikan asing.



Gambar 1. Model Penelitian

### 3. METODE DAN DATA

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Pasar Modal Indonesia. Sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria penyampelan penelitian ini, yaitu:

1. Seluruh perusahaan yang terdaftar pada Pasar Modal Indonesia pada tahun 2021 – 2023.
2. Seluruh perusahaan yang memiliki skor *Environment, Social, and Governance* (ESG)
3. Perusahaan yang memiliki data kepemilikan asing.
4. Perusahaan yang memiliki data lengkap selama periode amatan

Sampel penelitian terdiri dari 240 perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel. Jenis data sekunder diambil dari [idx.co.id](http://idx.co.id) yang diambil adalah CR, DER, ROA, ESG, dan kepemilikan asing selama 3 tahun berturut-turut dari tahun 2021-2023 (periode setelah COVID). Jenis perusahaan dibedakan atas perusahaan terdaftar di pasar modal milik negara (BUMN) dan milik swasta (Non BUMN). Analisis data dalam penelitian ini menggunakan EViews13 dengan menggunakan metode Ordinary Least Squares (OLS). Berikut ini urutan-urutan yang dilakukan masing-masing negara, serta keseluruhannya.

1. Statistik deskriptif dan uji normalitas (EViews 13).
2. Regresi data panel (*Pooled, Fixed Effect, atau Random Effect*).
3. Uji Hausman untuk memilih model terbaik.
4. *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk menguji pengaruh kepemilikan asing. Hal ini dilakukan karena variabel moderator dalam penelitian ini (kepemilikan asing) bersifat kuantitatif dan data *bersifat panel time series cross-section*, pendekatan MRA sangat sesuai secara teknis dan statistik.

Analisis Regresi Berganda. Analisis dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda dengan model penelitian yang digunakan adalah:

#### Model-1:

$$PBV_{IDX} = \alpha + \beta CR + \beta DER + \beta ROA + \beta ENVs + \beta SOCS + \beta GOVS + \beta ESGS + \varepsilon$$

#### Model-2:

$$PBV_{IDX} = \alpha + \beta CR + \beta DER + \beta ROA + \beta ENVs + \beta SOCS + \beta GOVS + \beta ESGS + \beta CR*FORE + \beta DER*FORE + \beta ROA*FORE + \beta ENVs*FORE + \beta SOCS*FORE + \beta GOVS*FORE + \beta ESGS*FORE + \varepsilon$$

#### Keterangan:

|      |                                   |
|------|-----------------------------------|
| PBV  | : Nilai Perusahaan                |
| CR   | : <i>Current Ratio</i>            |
| DER  | : <i>Debt to Equity Ratio</i>     |
| ROA  | : Return on Asset                 |
| ESG  | : Environment, Social, Government |
| FORE | : Moderasi Kepemilikan Asing      |

### 3.1. Uji Model (Uji F)

Uji F menggunakan e-views13, untuk menguji pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Hipotesis Alternatif (H1) jika hasil uji F signifikan (p-value < 0,05), maka dapat disimpulkan bahwa setidaknya ada satu variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal dilakukan setelah melakukan beberapa uji, sebelum estimasi terbaik terpilih untuk digunakan.

### 3.2. Uji Hipotesis

Estimasi regresi dengan moderasi di EViews. Nilai Signifikansi (p-value) nilai p-value dari masing-masing koefisien. Jika p-value < 0,05, maka hipotesis alternatif, yang berarti

variabel tersebut berpengaruh signifikan. Jika  $p\text{-value} > 0,05$ , maka hipotesis alternatif ditolak, yang berarti variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan. Beberapa hal harus dilakukan setelah melakukan beberapa uji, sebelum estimasi terbaik terpilih untuk digunakan.

#### **4. PEMBAHASAN**

##### **4.1. Uji *Common Effect Model* (CEM) Pasar Modal Indonesia (JCI)**

Uji Model CEM Mengasumsikan bahwa semua entitas (individu/perusahaan) dan waktu bersifat homogen. Hal ini berarti tidak ada perbedaan karakteristik khusus antar entitas atau waktu. Model ini sesuai jika memang tidak ada variasi antar entitas dan waktu, tapi ini jarang terjadi dalam kenyataan. Oleh karena itu, CEM hanya digunakan sebagai baseline, dan perlu diuji apakah model ini terlalu sederhana. Hasilnya tanpa moderasi, memperlihatkan hasil  $p\text{-value} < 0,05$  maka, lebih baik menggunakan Model estimasi FEM (Model Estimasi Fix), hal ini juga akan terlihat hasilnya pada saat melakukan Uji Chow dengan membandingkan CEM dan FEM. Demikian juga halnya dengan model Pasar Modal Indonesia dengan moderasi FORE dengan nilai  $p\text{-value} < 0,05$ , maka estimasi lebih baik menggunakan model FEM.

##### **4.2. Uji *Fixed Effect Model* (FEM) Pasar Modal Indonesia (JCI)**

Model FEM mengakomodasi perbedaan karakteristik khusus (unik) antar entitas yang bersifat tetap (time-invariant). Hal ini sesuai, jika data yang diolah menunjukkan bahwa perbedaan antar entitas penting untuk dijelaskan. Uji Chow digunakan untuk melihat apakah FEM lebih baik dari CEM. Model FEM sesuai, bila entitas dalam data tidak diambil secara acak tetapi merupakan populasi atau unit penting tertentu. Hasilnya tanpa moderasi, memperlihatkan hasil  $p\text{-value} < 0,05$  maka, lebih baik menggunakan Model estimasi FEM (Model Estimasi Fix), hal ini juga akan terlihat hasilnya pada saat melakukan Uji Chow dengan membandingkan CEM dan FEM. Demikian juga halnya dengan model Pasar Modal Indonesia dengan moderasi FORE dengan nilai  $p\text{-value} < 0,05$ , maka estimasi lebih baik menggunakan model FEM.

##### **4.3. Uji *Random Effect Model* (REM) Pasar Modal Indonesia (JCI)**

Model REM mengakui adanya perbedaan antar entitas, tapi menganggapnya sebagai komponen acak (random variable), bukan tetap. Model ini sesuai jika entitas dalam data diambil secara acak dari populasi besar dan ingin generalisasi hasilnya. Lebih efisien daripada FEM jika asumsi independensinya terpenuhi. Hasilnya tanpa moderasi, memperlihatkan hasil  $p\text{-value} < 0,05$  maka, lebih baik menggunakan Model estimasi FEM (Model Estimasi Fix), hal ini juga akan terlihat hasilnya pada saat melakukan Uji Chow dengan membandingkan CEM dan FEM. Demikian juga halnya dengan model Pasar Moda Indonesia dengan moderasi FORE dengan nilai  $p\text{-value} < 0,05$ , maka estimasi lebih baik menggunakan model FEM.

##### **4.4. Uji Chow, Hausman, LM Pasar Modal Indoensia**



Hasil Chow Test, menguji estimasi model CEM dan FEM, bila p-value < 0.05, maka menggunakan Model Estimasi FEM. Model FEM akan baik bila tidak ada korelasi antara variabel bebas dan efek individual. Model estimasi FEM perlu uji Hausman, uji ini untuk estimasi model FEM dan REM, mana diantara estimasi ini terbaik.

Uji Hausman, yaitu menguji Model Estimasi FEM dan REM, dimana hasil REM > View > Fixed/ Random Effects Testing > Correlated Random Effects - Hausman Test. Jika p-value < 0.05, maka lebih menggunakan FEM, namun jika p-value  $\geq$  0.05, maka lebih menggunakan REM. Hasilnya terlihat p-value  $\geq$  0.05, maka Model Estimasi REM yang digunakan.

Hasil tanpa moderasi kepemilikan asing (FORE) model estimasi REM lebih sesuai karena p-value < 0,05. Demikian juga bila dilakukan moderasi, model estimasi REM lebih baik untuk persamaan moderasi kepemilikan asing (FORE), karena p-value < 0,05. Namun, kita pastikan kembali dengan menguji model estimasi CEM vs REM dengan Uji Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM), bila hasil Breusch-Pagan LM Test p-value < 0.05, maka modelnya lebih baik menggunakan REM. Sebaliknya, bila LM p-value  $\geq$  0.05, maka menggunakan model estimasi CEM. Hasilnya pada tabel di atas nilai p-value < 0,05, maka menggunakan Model Estimasi REM.

#### 4.5. Pemilihan Model Estimasi

Model CEM, FEM, dan REM semua merupakan model estimasi dengan model data panel, Dimana penyakit klasik tidak semuanya harus diujikan. Hal ini disesuaikan dengan data disetiap Pasar Modal Indonesia, apakah sesuai dengan kriteria yang ada di tabel 2, dimana setiap model CEM, FEM, dan REM dilihat hasil P-Value, dengan uji-uji Chow, Hausman, LM. Pasar Modal Indonesia secara estimasi model menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM). Artinya ada perbedaan karakteristik antar perusahaan (*cross-section*) yang bersifat tetap/unik, seperti reputasi manajemen, budaya perusahaan, tata kelola, industri tempat perusahaan berada. FEM mengontrol efek tetap yang tidak bisa diamati (*unobserved heterogeneity*) antar perusahaan. Perusahaan di Pasar Modal Indonesia pada umumnya, memiliki rasio keuangan CR, DER, ROA yang sama atau mendekati sama, tapi karena industri atau kualitas manajemennya berbeda, maka nilai perusahaannya juga beda.

**Tabel 2. Penentuan Penyakit Klasik**

| TEST                 | OLS<br>(FEM & CEM) | GLS (REM)      |
|----------------------|--------------------|----------------|
| Normalities          | No                 | Yes            |
| Heteroskedasticities | Yes                | No             |
| Multicollinearities  | Yes, jika IV >1    | Yes, jika IV>1 |
| Autocorrelation      | No                 | No             |

Sumber: [evIEWS-13.com](https://evIEWS-13.com) & Hasil Statistic diolah (2025)

Analisis determinan nilai perusahaan (PBV) pada pasar modal Indonesia, Pemilihan FEM menunjukkan bahwa terdapat karakteristik khusus yang bersifat tetap dan signifikan antar perusahaan di Pasar Modal Indonesia, seperti tata kelola, sektor industri,

atau kondisi internal perusahaan, yang memengaruhi nilai perusahaan secara konsisten. Dengan demikian, efek tetap perlu dikontrol agar hasil estimasi tidak bias.

**Tabel 3. Hasil Uji F dan Uji T Model-1**

| <b>Variables Independent</b> | <b>JCI (N=237)</b>           | <b>Simpulan</b>     |
|------------------------------|------------------------------|---------------------|
| CR T-test (sig)              | -2.89412<br>(0.0044)         | H1a Ditolak         |
| DER T-test sig)              | 3.977844<br>(0.0001)         | H1b Ditolak         |
| ROA T-test (sig)             | <b>5.772459<br/>(0.0000)</b> | <b>H3a Diterima</b> |
| ENVS T-test (sig)            | <b>3.782255<br/>(0.0002)</b> | <b>H4a Diterima</b> |
| SOCS T-test (sig)            | <b>3.000412<br/>(0.0032)</b> | <b>H4b Diterima</b> |
| GOVS T-test (sig)            | <b>5.441858<br/>(0.0000)</b> | <b>H4c Diterima</b> |
| ESGS T-test (sig)            | -4.8588<br>(0.0000)          | H4d Ditolak         |
| F-Test (Sig)                 | 14.47883 (0.0000)            |                     |
| R-squared                    | 0.890714                     |                     |
| Adj. R-squared               | 0.829196                     |                     |

Sumber: Olahan Data Eviews-13

Hasil Pasar Modal Indonesia terdapat pengaruh positif signifikan antara ROA, ENVS, SOCS, dan ESGS terhadap Nilai Perusahaan (PBV). Hal ini memperlihatkan H3a, H4a, b, c serta H3b, H4e, f, g diterima, artinya profitabilitas (ROA), dan Skore Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola dapat meningkatkan nilai perusahaan di Pasar Modal Indonesia.

Kinerja keuangan profitabilitas (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV). Hal ini terjadi karena adanya efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba. Demikian juga halnya dengan masing-masing Skor ESG (Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola) terhadap Nilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia berpengaruh positif signifikan. Temuan ini menekankan pentingnya mengevaluasi komponen ESG secara terpisah dan memperhatikan peran strategis kepemilikan asing dalam membentuk persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Setelah dimoderasi oleh kepemilikan asing, pengaruh CR, DER, ROA dan ESG agregat menjadi tidak signifikan, yang menunjukkan bahwa keberadaan investor asing cenderung menetralkan pengaruh dari likuiditas, struktur modal, dan pengungkapan ESG secara umum. CR seringkali ditemukan negatif signifikan terhadap PBV karena likuiditas berlebih dianggap sebagai sinyal inefisiensi penggunaan aset (Setiawan, *et al.*, 2024). Hasil DER yang selalu positif baik sebelum di

moderasi maupun telah dimoderasi, menunjukkan adanya sektor *high growth*, DER yang tinggi bisa dilihat sebagai *leverage* positif untuk ekspansi.

**Tabel 4. Hasil Uji F dan Uji T Model-2**

| <b>Variable Independent</b>   | <b>JCI (N=237)</b>       | <b>Simpulan</b>     |
|-------------------------------|--------------------------|---------------------|
| CR T-test (sig)               | -0.901075 (0.3691)       | H1a Ditolak         |
| DER T-test (sig)              | 2.148603 (0.0333)        | H2a Ditolak         |
| <b>ROA T-test (sig)</b>       | <b>3.544513 (0.0005)</b> | <b>H3a Diterima</b> |
| ENVS T-test (sig)             | 0.682652 (0.4959)        | H4a Ditolak         |
| SOCS T-test (sig)             | 0.30478 (0.7610)         | H4b Ditolak         |
| GOVS T-test (sig)             | 0.640783 (0.5227)        | H4c Ditolak         |
| ESGS T-test (sig)             | -1.494656 (0.1372)       | H4d Ditolak         |
| CR*FORE T-test (sig)          | -0.348013 (0.7283)       | H1b Ditolak         |
| DER*FORE T-test (sig)         | 2.225 (0.0276)           | H2b Ditolak         |
| ROA*FORE T-test (sig)         | 0.51312 (0.6087)         | H3b Ditolak         |
| <b>ENVS*FORE T-test (sig)</b> | <b>4.087667 (0.0001)</b> | <b>H4e Diterima</b> |
| <b>SOCS*FORE T-test (sig)</b> | <b>3.712532 (0.0003)</b> | <b>H4f Diterima</b> |
| <b>GOVS*FORE T-test (sig)</b> | <b>5.029671 (0.0000)</b> | <b>H4g Diterima</b> |
| ESGS*FORE T-test (sig)        | -4.93088 (0.0000)        | H4h Ditolak         |
| F-Test (Sig)                  | 16.2931 (0.0000)         |                     |
| R-squared                     | 0.912354                 |                     |
| Adj. R-squared                | 0.856357                 |                     |

Sumber: Olahan Data Eviews-13 (2025)

## 5. SIMPULAN

Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur di bidang keuangan dan keberlanjutan dengan mengkonfirmasi bahwa profitabilitas (ROA) dan skor ESG secara signifikan memengaruhi nilai perusahaan di Pasar Modal Indonesia. Hasil ini memperkuat teori sinyal (*signal theory*), yang menyatakan bahwa informasi keuangan dan non-keuangan yang disampaikan oleh perusahaan menjadi sinyal penting bagi investor dalam pengambilan keputusan. Selain itu, temuan ini juga mendukung teori stakeholder dan teori legitimasi, di mana perusahaan yang secara aktif menunjukkan kinerja baik pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola memperoleh legitimasi lebih tinggi dari pasar dan investor, yang kemudian tercermin dalam peningkatan nilai pasar perusahaan. Peran kepemilikan asing sebagai moderator yang memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan menambah dimensi baru dalam pemahaman hubungan antara investor global, keuangan, dan keberlanjutan dalam konteks pasar berkembang.

**Implikasi Praktis.** Temuan ini memberikan wawasan penting bagi manajemen perusahaan, investor, dan pembuat kebijakan. Bagi manajemen, hasil penelitian ini

menunjukkan perlunya mempertahankan efisiensi dalam menghasilkan laba serta meningkatkan kualitas pelaporan dan implementasi ESG secara terpisah, karena masing-masing dimensi (lingkungan, sosial, tata kelola) terbukti berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Bagi investor, terutama investor institusional, penelitian ini menunjukkan pentingnya mempertimbangkan indikator ESG dalam menilai potensi jangka panjang emiten, bukan semata-mata berdasarkan indikator keuangan. Bagi regulator seperti OJK dan BEI, hasil ini dapat menjadi dasar untuk mendorong kebijakan yang mendukung transparansi dan peningkatan kualitas pengungkapan ESG agar lebih komprehensif dan dapat diakses secara publik.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, cakupan data dibatasi hanya pada periode 2021–2023 dan perusahaan-perusahaan yang memiliki skor ESG, sehingga hasilnya belum tentu mencerminkan seluruh sektor industri di pasar modal Indonesia. Kedua, pengukuran skor ESG didasarkan pada data sekunder yang bersifat kuantitatif, tanpa mempertimbangkan kualitas implementasi nyata ESG di lapangan. Ketiga, efek moderasi hanya diuji pada satu variabel yaitu kepemilikan asing, sementara variabel moderasi lain seperti tipe industri, ukuran perusahaan, atau kepemilikan institusional lokal belum dianalisis.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Akbar, S., Shah, S. Z. A., & Saeed, M. (2019). Liquidity and firm performance: Evidence from an emerging market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(1), 151-161.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Environments*, 17(2), 223-249.
- Berger, A. N., & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Chari, A., & Henry, P. B. (2008). Firm-specific information and the efficiency of investment. *Journal of Financial Environments*, 87(3), 636-655.
- Dincer, H., & Hacıoglu, U. (2013). The effects of capital structure on firm value: Empirical evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(10), 40-50.
- Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.

- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- 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.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2021). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 11(1), 210-233.
- IDX Statistics. [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Environments*, 3(4), 305-360.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2019). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 74(4), 1785-1824.
- Mitton, T. (2006). Stock market liberalization and operating performance at the firm level. *Journal of Financial Environments*, 81(3), 625-647.
- Mollah, S., & Zaman, M. (2015). Sariah supervision, corporate governance and performance: Conventional vs Islamic banks. *Journal of Banking & Finance*, 58, 418-435.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Environments*, 5(2), 147-175.
- Nguyen, P. A., Kecskés, A., & Mansi, S. (2021). Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors. *Journal of Banking & Finance*, 122, 105932.
- Pham, P. K., & Nguyen, T. P. (2019). The relationship between liquidity and firm value in Vietnam: Evidence from the stock exchange. *Journal of Applied Environment Sciences*, 14(2), 534-545.
- Phuong, N. C., & Hoang, T. V. (2018). Factors affecting firm value in Vietnam: A study of listed firms on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Environments, and Business*, 5(2), 75-84.

- Utami, I. S., & Prasetiono. (2016). Corporate governance mechanisms and firm value: A comparative study of listed companies in Indonesia, Malaysia, and Singapore. *International Journal of Business and Management Invention*, 5(2), 32-45.
- Setiawati, L P E, Ni Putu Ayu M.M., Kadek I. K. D. (2023). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Ukuran terhadap Nilai Perusahaan. *Riset dan E-Jurnal Manajemen Informatika Komputer*, Vol. 7, No. 1. Pp. 222-227.