



# ANALISIS MODERASI HAMBATAN KEUANGAN DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DALAM PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Akhmad Badar Wiryawan Sulistio  
Dwi Ratmono<sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

## ABSTRACT

*The aim of this research is to analyze the moderating effects of financial constraints and institutional ownership of ESG disclosure on firm value. There's a ESG disclosure as independent variable, financial constraints and institutional holdings as moderating variables, firm value as dependent variables, then ROA, size, and leverage as control variables.*

*This study comprises 44 non-financial companies listed on Indonesia Stock Exchange for the period 2019—2023. The sample consist of secondary data that collected using a non-statistical purposive sampling method. Data are analyzed by descriptive and inferential statistics to profile the sample and examining the hypotheses.*

*Based on the inferential statistics through multiple regression analysis, the result show that ESG disclosure is positively impact the firm's value. Moreover, moderating variabel indicates that financial constraints negatively moderate the impact, while institutional ownership is not statistically significant in moderating the effect.*

**Keywords:** ESG disclosure, KZ Index, institutional ownership, firm value

## PENDAHULUAN

Laporan keuangan adalah hal penting berisi informasi yang mencerminkan kondisi dan kinerja keuangan perusahaan. Salah satu hasil laporan keuangan adalah nilai perusahaan. Valuasi adalah hal krusial bagi *stakeholders* khususnya investor untuk menentukan nominal moneter yang diinvestasikan. Investor dapat menilai perusahaan secara deskriptif untuk meninjau performa masa lalu ataupun prediktif untuk memprakirakan hal pada masa depan (Easton dkk., 2021).

Dewasa ini, perusahaan tidak hanya berorientasi pada profit semata. Konsep keberlanjutan yang dikemas dalam *Triple Bottom Line* menyatakan bahwa perusahaan juga harus berkomitmen terhadap efek sosial dan lingkungan. Meskipun konsep tersebut diterapkan oleh manajemen secara internal, publik dapat mengukurnya dengan salah satu metrik yaitu *Environmental, Social, and Governance* yang biasanya diterbitkan oleh pihak ketiga (Miller, 2020). *Environmental, Social, and Governance* adalah istilah populer pada abad ke-21 berupa seperangkat standar untuk mengukur dampak lingkungan dan sosial (Krantz & Jonker, 2024). ESG menjadi topik yang menarik dalam dunia investasi karena

---

<sup>1</sup> Corresponding author

perusahaan yang memperhatikan aspek keberlanjutan dipandang lebih rendah risiko, memiliki arah yang jelas untuk jangka panjang, dan cukup siap dengan ketidakpastian (Tandon, 2023).

Pelaporan keberlanjutan pertama kali dipopulerkan oleh Global Reporting Initiative (GRI) yang dibentuk pada 1997. GRI berupaya agar organisasi membudayakan pemahaman dan pengungkapan kinerja keberlanjutan, serta akuntabilitas dan perbaikan keberlanjutan. Namun, tidak puas sampai di situ karena pelaporan yang disusun berdasarkan aturan GRI dianggap memiliki kelemahan yaitu variabilitas. Hal ini berakibat pada praktik pengungkapan yang tidak konsisten sehingga dapat mengganggu komparabilitas data keberlanjutan di berbagai entitas (Woods, 2003). Untuk merespons kelemahan itu, dibentuklah International Sustainability Standards Board (ISSB) pada 2021. ISSB dipandang dapat berkontribusi signifikan dalam pelaporan keberlanjutan karena pedoman yang lebih komprehensif, konsisten, dan dapat dibandingkan di seluruh industri dan negara (de Villiers dkk., 2024).

Peran penting laporan keberlanjutan dalam praktiknya dicontohkan dengan pimpinan manajemen aset raksasa BlackRock yaitu Larry Fink, tercatat pernah menulis surat kepada para CEO perusahaan pada Januari 2018 mengenai bisnis tidak hanya mengejar keuntungan semata, tetapi juga bagaimana dapat memberikan kontribusi positif kepada masyarakat (Hill, 2020). Lebih dari itu, BlackRock juga bekerja sama dengan analis ESG yaitu Morgan Stanley Capital International untuk menerbitkan iShares MSCI Global Sustainable Development Goals, suatu indeks saham berisi perusahaan dengan praktik keberlanjutan yang baik. Hal ini menunjukkan bahwa aspek kualitatif seperti laporan keberlanjutan mulai dianggap sebagai sesuatu yang material.

Penelitian mengenai pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan sudah cukup banyak dilakukan dan menemukan hasil yang beragam. Chen dkk. (2024) menemukan bahwa ESG berbanding lurus dengan nilai perusahaan, serupa dengan Tang dkk. (2024). Ada pun, terdapat penelitian yang menemukan bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Arofah & Khomsiyah, 2023; Prabawati & Rahmawati, 2022). Selain itu, ada juga riset yang menyatakan bahwa ESG sama sekali tidak berpengaruh signifikan terhadap perspektif investor di pasar modal (Junius dkk., 2020; Yeye & Egbunike, 2023).

Perbedaan temuan ini membutuhkan eksplanasi lebih lanjut. Espinosa-Méndez dkk. (2023) menggunakan hambatan keuangan untuk menelaah lebih jauh pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan. *Financial constraints* digunakan karena aktivitas keberlanjutan seperti optimalisasi pencegahan polusi dan tanggung jawab sosial membutuhkan pembiayaan ekstra. Kemudian, Wu dkk. (2022) menggunakan struktur kepemilikan yang di dalamnya terdapat kepemilikan institusional untuk menginvestigasi lebih lanjut pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan. Ada pun, kepemilikan digunakan dengan argumen bahwa komposisi pemilik memengaruhi aktivitas bisnis yang dapat ditelaah dari perspektif biaya keagenan. Oleh karenanya, penelitian mengenai pengaruh *environmental, social, and governance* terhadap nilai perusahaan dengan moderasi hambatan keuangan dan kepemilikan institusional menarik untuk dilakukan.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Teori Sinyal

Teori *signaling* diprakarsai oleh Spence (1973) yang memiliki esensi eksplanasi aktivitas dua pihak, komunikator dan komunikan, terhadap akses suatu informasi. Komunikator atau pihak pengirim harus memilih apa dan bagaimana cara mengomunikasikan suatu informasi. Di sisi lain, komunikan atau penerima harus memilih bagaimana menginterpretasikan dan merespons informasi tersebut (Connelly dkk., 2010). Teori ini pertama kali digunakan untuk menjelaskan pasar tenaga kerja, tetapi pada perkembangannya juga dapat diaplikasikan ke berbagai bidang seperti antropologi dan keuangan.

Teori *signaling* dalam keuangan secara umum digunakan untuk menjelaskan respons *stakeholders* atas suatu informasi yang diterbitkan mengenai perusahaan baik itu dari pihak pertama maupun pihak ketiga. Certo (2003) menjelaskan bahwa persepsi investor dapat dipengaruhi oleh informasi yang tercantum dalam prospektus *initial public offering* (IPO). Perusahaan yang baru akan melantai di bursa tentu tidak banyak diketahui publik sehingga ini menimbulkan asimetris informasi. Untuk mengatasinya, bursa dapat menonjolkan profil anggota dewan baik itu komisaris maupun direksi sebagai sinyal legitimasi dan kualitas perusahaan kepada calon investor. Dengan begitu, pandangan calon investor secara subjektif akan menilai bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus pada masa mendatang.

### Teori Pemangku Kepentingan

Pemangku kepentingan atau *stakeholders* adalah sehimpunan kelompok maupun individu yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh kebijakan suatu perusahaan. Kelompok atau individu tersebut tidak terbatas pada pemegang saham, tetapi juga karyawan, pelanggan, pemasok, sampai dengan lingkungan sekitar. Teori ini menjelaskan bahwa bisnis hendaknya dapat meningkatkan nilai *stakeholders* dibanding memperoleh laba semata (Freeman, 1984). Perusahaan hendaknya memperhatikan kepentingan *stakeholders* secara holistik untuk mendapatkan manfaat yang dapat meningkatkan performa operasional dan dampak sosial.

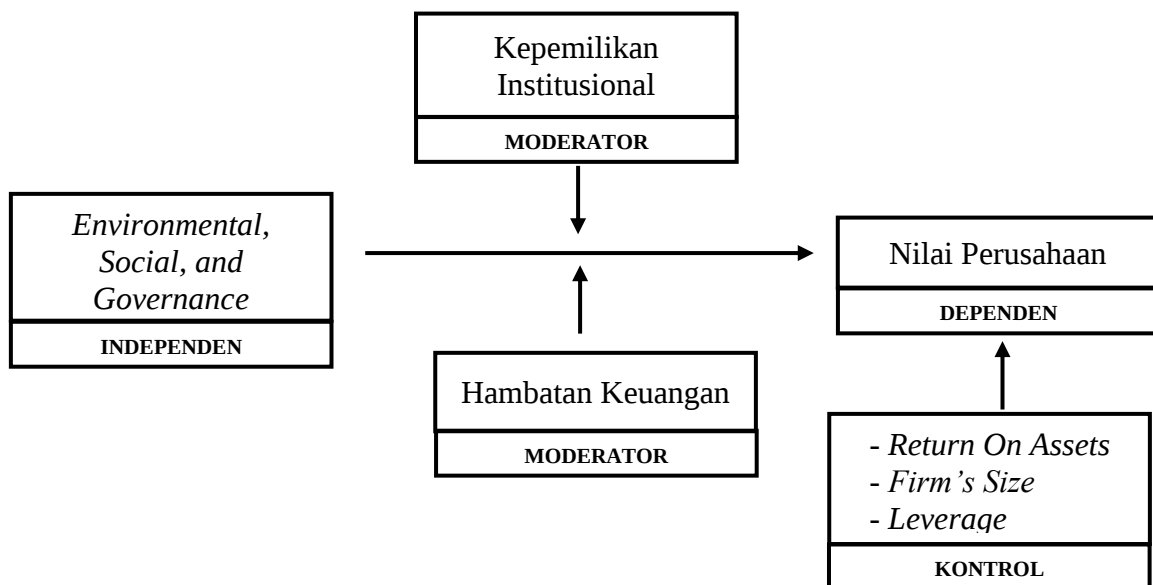
Penelitian Langrafe dkk. (2020) menemukan manfaat dari pemahaman dan penerapan teori *stakeholder*. Pertama, peningkatan kerja sama karena aspirasi pihak yang berkepentingan didengar dan diperhatikan, sehingga mereka merasa memiliki nilai dalam operasional. Kedua, peningkatan pengambilan keputusan karena tidak jarang pihak luar memiliki informasi yang tidak manajemen ketahui. Terakhir, peningkatan kepercayaan karena perhatian etis perusahaan terhadap para pemangku kepentingan sehingga menimbulkan perikatan yang berkelanjutan. Selain itu, Nnadi & Mutyaba (2023) menemukan bahwa perusahaan yang menyelaraskan tujuannya dengan *stakeholders* dapat memperoleh keunggulan kompetitif dibandingkan hanya memperhatikan nilai pemegang saham.

## Teori Keagenan

Teori keagenan diperkenalkan oleh Jensen & Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa terdapat potensi konflik kepentingan dalam penyelenggaraan perusahaan sebagai akibat dari pemisahan kepemilikan dan kekuasaan manajerial. Pemilik atau *principal* mendelegasikan kepengurusan kepada manajer yang biasa disebut *agent*. Namun, Manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik sehingga hal ini menimbulkan biaya keagenan atau *agency costs*. Biaya keagenan membutuhkan upaya mitigasi agar kepentingan pemilik dan manajer dapat terakomodasi. Metodenya antara lain menyesuaikan insentif melalui kompensasi, struktur *corporate governance* yang efisien, dan mekanisme pengawasan yang baik

Mitigasi biaya keagenan dapat dilakukan salah satunya dengan pengawasan dari investor institusional. Institusi memiliki peranan penting karena dapat memantau kinerja perusahaan dan perilaku manajer, serta memengaruhi pengambilan keputusan (Gul dkk., 2012). Adanya pengawasan dari investor institusional akan meningkatkan efektivitas penggunaan sumber daya perusahaan. Dengan demikian, risiko organisasi untuk mengalami kesulitan keuangan dapat direduksi (Indriastuti dkk., 2021).

**Gambar 1. Kerangka Penelitian**



## Pengaruh *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Teori pemangku kepentingan menjelaskan bahwa perusahaan hendaknya tidak hanya memperhatikan *stakeholders* internal yang terdampak langsung, tetapi juga salah satunya pihak eksternal seperti investor. Kegiatan yang dapat mendekatkan manajemen dengan investor adalah pengungkapan keberlanjutan yang berisi tindakan perusahaan dalam tanggung jawabnya terhadap lingkungan, masyarakat sekitar, dan tata kelola. Informasi ini memberitahu bahwa kinerja perusahaan tidak hanya berorientasi untuk manajemen, melainkan juga kepada masyarakat dan lingkungan. Makin banyak hal yang diungkapkan, investor akan makin merasa bahwa kepentingan mereka didengar oleh pihak internal sehingga menimbulkan rasa saling percaya (Langrafe dkk., 2020).

Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* juga dapat dijelaskan dengan teori sinyal. Informasi yang baik mengenai emiten tentu akan membentuk perspektif positif para investor. Hal ini dibuktikan melalui studi mengenai *initial public offering* (IPO) oleh Certo (2003), bahwa calon investor akan menilai baik suatu perusahaan karena informasi yang bagus mengenai komposisi dewan. Dalam konteks keberlanjutan, kegiatan yang baik seperti CSR berupa pemberdayaan masyarakat sekitar tentu akan menumbuhkan anggapan yang positif. Dengan begitu, penilaian investor mengenai emiten akan bertambah yang akan tercermin dalam kenaikan harga saham (Plastun dkk., 2019).

### **H<sub>1</sub>: ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

#### **Pengaruh Moderasi Hambatan Keuangan dalam Efek *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan**

Fleksibilitas keuangan perusahaan dapat ditinjau melalui teori keagenan. Perusahaan dengan hambatan keuangan akan menghadapi keterbatasan untuk berinvestasi di suatu aktivitas karena tingginya biaya keagenan. Hal ini dapat terjadi karena perilaku oportunis manajer yang mendahulukan keuntungan pribadi jangka pendek, sehingga kepentingan perusahaan jangka panjang yang menargetkan *stakeholder* menjadi tidak optimal karena kurangnya alokasi dana (Arifa, 2017). Perusahaan dengan biaya keagenan yang tinggi akan sulit mendapatkan pendanaan eksternal. Sebab, *cost of debt* akan meningkat atau bahkan calon kreditor menolak permohonan pinjaman karena profil risiko yang tidak sesuai (Ferrando & Mulier, 2013; La Cava dkk., 2005).

Penelitian yang dilakukan Espinosa-Méndez dkk. (2023) menemukan bahwa dampak ESG terhadap nilai perusahaan akan menurun untuk perusahaan yang memiliki hambatan keuangan yang tinggi. Selain itu, Xu & Zhu (2024) juga menemukan bahwa hambatan keuangan berpengaruh negatif terhadap profitabilitas sehingga manajemen tidak leluasa untuk menjalankan program keberlanjutan.

### **H<sub>2</sub>: Hambatan keuangan melemahkan pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan**

#### **Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional dalam Efek *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan**

Teori keagenan menjelaskan bahwa salah satu usaha mengurangi biaya *agency* adalah dengan memberlakukan sistem pengawasan yang baik. Kepemilikan institusional yang makin besar dapat mereduksi biaya keagenan karena pengawasan lebih intens dari investor. Institusi memiliki kualifikasi lebih baik, lebih aktif, dan memiliki akses informasi yang luas (Alanazi, 2021). Kegiatan *monitoring* akan mengurangi perilaku oportunis agen sehingga ketidakkongruenan tujuan dapat diminimalisasi.

Penelitian yang dilakukan Owusu dkk. (2021) dan Chaudhary (2022) menunjukkan fakta empiris bahwa tingkat kepemilikan institusional berbanding terbalik dengan *agency costs*. Biaya keagenan yang dapat ditekan akan meningkatkan peluang efisiensi operasional dan laba yang dihasilkan, sehingga perusahaan memiliki alokasi untuk berinvestasi dalam sektor lingkungan, sosial, ataupun tata kelola (Wu dkk., 2022). Lebih lanjut, penelitian Din dkk. (2022) menemukan bahwa kepemilikan institusional berdampak signifikan terhadap

return on equity (ROE) dan price-to-book value (PBV), yang menunjukkan bahwa variabel ini berperan penting dalam kinerja keuangan.

**H<sub>3</sub>: Kepemilikan institusional menguatkan pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan**

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan populasi berupa perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 2019-2023. Ada pun, sampel diambil menggunakan metode *non-statistical purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahun 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, dan 2023.
2. Perusahaan yang memiliki informasi pengungkapan ESG tahun 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, dan 2023 dalam *Bloomberg Intelligence ESG*.

### Variabel dan Definisi Operasional

**Tabel 1. Definisi Operasional**

| Variabel                                     | Simbol | Pengukuran                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Environmental, Social, and Governance</i> | ESGD   | Bloomberg ESG Disclosure                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <i>Kaplan-Zingales Index</i>                 | KZI    | $\begin{aligned} &(-1,001909 \times \text{Free Cash Flow} / \text{Prior PPE}) \\ &+ (0,2826389 \times \text{Tobin's Q}) \\ &+ (3,139193 \times \text{Total Debt} / \text{Total Capital}) \\ &- (39,3678 \times \text{Dividend's paid} / \text{Prior PPE}) \\ &- (1,314759 \times \text{Cash} / \text{Prior PPE}) \end{aligned}$ |
| <i>Institutional Ownership</i>               | INS    | $\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100$                                                                                                                                                                                                                                    |
| Tobin's Q                                    | TQ     | $\frac{\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{Nilai buku liabilitas}}{\text{Nilai buku aset}}$                                                                                                                                                                                                                                      |
| <i>Return on Assets</i>                      | ROA    | $\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}} \times 100$                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <i>Firm's Size</i>                           | Size   | $\ln(\text{Total Aset})$                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <i>Leverage</i>                              | Lev    | $\frac{\text{Total pinjaman}}{\text{Total aset}} \times 100$                                                                                                                                                                                                                                                                    |

### Metode Analisis Data

Data dianalisis menggunakan analisis statistik deskriptif untuk memperoleh gambaran data, dan statistik inferensial untuk mengestimasi karakteristik populasi berdasarkan sampel. Analisis statistik inferensial menggunakan regresi linear berganda yang dimulai dari uji asumsi klasik sampai dengan uji hipotesis.

Analisis regresi linear berganda pada masing-masing hipotesis menggunakan persamaan yang berbeda. Hipotesis 1 sampai 3 berturut-turut ditelaah melalui persamaan berikut:

$$TQ = \alpha + \beta_1 ESGD + \beta_2 ROA + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \varepsilon \dots\dots\dots (i)$$

$$TQ = \alpha + \beta_1 ESGD + \beta_2 KZI + \beta_3 (ESGD \times KZI) + \beta_4 ROA + \beta_5 Size + \beta_6 Lev + \varepsilon \dots\dots\dots (ii)$$

$$TQ = \alpha + \beta_1 ESGD + \beta_2 INS + \beta_3 (ESGD \times INS) + \beta_4 ROA + \beta_5 Size + \beta_6 Lev + \varepsilon \dots\dots\dots (iii)$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berikut adalah hasil analisis statistik deskriptif dan inferensial.

**Tabel 2. Populasi dan Sampel**

| No                                                   | Keterangan                                                                                                  | Banyaknya  |
|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 1                                                    | Jumlah emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada 2024                                               | 926        |
| 2                                                    | Jumlah emiten yang merupakan perusahaan sektor keuangan                                                     | (104)      |
| 3                                                    | Jumlah emiten yang baru tercatat sejak 2019                                                                 | (312)      |
| 4                                                    | Jumlah emiten yang tidak memiliki skor <i>ESG Disclosure</i> 2018—2022 secara lengkap di Bloomberg Terminal | (466)      |
| <b>Total emiten sesuai <i>purposive sampling</i></b> |                                                                                                             | <b>44</b>  |
| <b>Total Observasi<br/>(44 × 5 Periode)</b>          |                                                                                                             | <b>220</b> |

## Analisis Statistik Deskriptif

**Tabel 3. Statistik Deskriptif**

|             | count | mean   | stdev | min    | 25%    | 50%    | 75%    | max    |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ESGD</b> | 220   | 12,842 | 2,311 | 7,699  | 10,953 | 12,760 | 14,792 | 18,644 |
| <b>KZI</b>  | 220   | -0,859 | 2,146 | -5,522 | -1,851 | -0,811 | 0,625  | 4,261  |
| <b>INS</b>  | 220   | 5,220  | 3,526 | 0,559  | 1,771  | 4,971  | 8,680  | 11,620 |
| <b>TQ</b>   | 220   | 0,448  | 0,061 | 0,319  | 0,405  | 0,436  | 0,491  | 0,577  |
| <b>ROA</b>  | 220   | 4,782  | 4,058 | -5,398 | 2,241  | 4,690  | 7,427  | 15,089 |
| <b>Size</b> | 220   | 4,912  | 1,576 | 1,897  | 3,902  | 4,903  | 6,002  | 8,579  |
| <b>Lev</b>  | 220   | 7,189  | 4,320 | 0,000  | 3,294  | 8,207  | 10,382 | 15,914 |

Sumber: Luan Python Pandas pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luan statistik deskriptif di atas menunjukkan bahwa variabel independen berupa ESGD, INS, ROA, Size, dan Lev tersebar secara merata karena nilai rata-rata (*mean*) yang lebih besar dibanding deviasi standar (*stdev*). Namun, dapat diketahui bahwa variabel hambatan keuangan yang direpresentasikan oleh KZI tersebar secara tidak merata karena deviasi standar yang lebih besar daripada rata-rata. Ada pun, variabel dependen berupa TQ berdistribusi merata karena nilai rata-rata yang lebih dari deviasi standarnya.

## Analisis Statistik Inferensial

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas

**Tabel 4. Uji Kolmogorov-Smirnov**

| One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test  |                |                         |                         |                         |
|-------------------------------------|----------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                                     |                | Model 1                 | Model 2                 | Model 3                 |
|                                     |                | Unstandardized Residual | Unstandardized Residual | Unstandardized Residual |
| N                                   |                | 220                     | 220                     | 220                     |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup>    | Mean           | 0.0000000               | 0.0000000               | 0.0000000               |
|                                     | Std. Deviation | 0.20506910              | 0.20257998              | 0.20268270              |
|                                     | Absolute       | 0.039                   | 0.034                   | 0.053                   |
| Most Extreme Differences            | Positive       | 0.033                   | 0.025                   | 0.053                   |
|                                     | Negative       | -0.039                  | -0.034                  | -0.052                  |
| Test Statistic                      |                | 0.039                   | 0.034                   | 0.053                   |
| Asymp. Sig. (2-tailed) <sup>c</sup> |                | .200 <sup>d</sup>       | .200 <sup>d</sup>       | .200 <sup>d</sup>       |

Sumber: Luaran IBM SPSS Statistics 27 pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* di atas menunjukkan bahwa residual terdistribusi secara normal. Ini karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* yang lebih besar dari 5%.

#### Uji Multikolinearitas

**Tabel 5. Uji VIF dan Tolerance**

|        | Model 1   |       | Model 2   |       | Model 3   |       |
|--------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|        | Tolerance | VIF   | Tolerance | VIF   | Tolerance | VIF   |
| ESGD   | 0,886     | 1,128 | 0,880     | 1,136 | 0,831     | 1,204 |
| ROA    | 0,785     | 1,274 | 0,729     | 1,371 | 0,781     | 1,280 |
| Size   | 0,686     | 1,458 | 0,681     | 1,469 | 0,674     | 1,483 |
| Lev    | 0,600     | 1,668 | 0,507     | 1,974 | 0,592     | 1,690 |
| KZI    |           |       | 0,663     | 1,509 |           |       |
| KZIMod |           |       | 0,990     | 1,010 |           |       |
| INS    |           |       |           |       | 0,917     | 1,091 |
| INSMo  |           |       |           |       | 0,942     | 1,062 |

Sumber: Luaran IBM SPSS Statistics 27 pengolahan Data Sekunder pada 2024

*Output* VIF dan *Tolerance* dalam tabel 5 menunjukkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada model 1 sampai dengan 3. Ini karena VIF dan *Tolerance* yang lolos dari threshold berturut-turut kurang dari 10 dan lebih besar dari 0,10.

### Uji Heteroskedastisitas

**Tabel 6. Uji White**

|                  | Model 1  | Model 2  | Model 3  |
|------------------|----------|----------|----------|
| Obs. R-squared   | 23,16891 | 38,65847 | 35,23192 |
| Prob. Chi-Square | 0,0576   | 0,0680   | 0,1067   |

Sumber: Luaran EViews 13 pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran uji *White* di atas menunjukkan bahwa residual bersifat homoskedastis. Ini dapat diketahui dari nilai *Prob. Chi-Square* yang lebih besar dari 0,050.

### Uji Autokorelasi

**Tabel 7. Uji Durbin-Watson**

|               | Model 1<br>(n = 220, k = 5) | Model 2<br>(n = 220, k = 7) | Model 3<br>(n = 220, k = 7) |
|---------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| dU            | 1,81628                     | 1,83543                     | 1,83543                     |
| Durbin-Watson | 2,052                       | 2,109                       | 2,040                       |
| 4-dU          | 2,18372                     | 2,16457                     | 2,16457                     |

Sumber: Luaran IBM SPSS Statistics 27 pengolahan Data Sekunder pada 2024

*Output* uji *Durbin-Watson* dalam tabel 7 menunjukkan bahwa residual tidak mengalami autokorelasi. Ini karena nilai uji berada dalam range (dU, 4-dU).

### Uji Hipotesis

#### Uji Global

**Tabel 8. ANOVA**

|                 | Model 1            | Model 2            | Model 3            |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Regression Sig. | 0,000 <sup>b</sup> | 0,000 <sup>b</sup> | 0,000 <sup>b</sup> |

Sumber: Luaran IBM SPSS Statistics 27 pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran ANOVA di atas menunjukkan bahwa seluruh variabel eksogen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel endogen. Ini karena nilai signifikansi regresi yang kurang dari 0,05.

#### Uji Koefisien Determinasi

**Tabel 9. Model Summary**

|                   | Model 1 | Model 2 | Model 3 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| R-Square          | 0,238   | 0,256   | 0,255   |
| Adjusted R-Square | 0,223   | 0,235   | 0,234   |

Sumber: Luaran IBM SPSS Statistics 27 pengolahan Data Sekunder pada 2024

*Output* tabel 9 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model 1, 2, dan 3 berturut-turut mampu menjelaskan 23,8, 25,6, dan 25,5 persen variabel dependen. Ada pun, 76,2, 74,4, dan 74,5 persen sisanya dijelaskan oleh faktor lain.

## Uji Individual

**Tabel 10. Model Fit Persamaan i**

| Model 1 |         |         |        |       |         |         |
|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
|         | coef    | std err | t      | P> t  | [0.025] | [0.975] |
| const   | 0,3376  | 0,068   | 4,971  | 0,000 | 0,204   | 0,471   |
| ESGD    | 0,1665  | 0,070   | 2,367  | 0,019 | 0,028   | 0,305   |
| ROA     | 0,3800  | 0,080   | 4,769  | 0,000 | 0,223   | 0,537   |
| Size    | -0,1452 | 0,072   | -2,027 | 0,044 | -0,286  | -0,004  |
| Lev     | -0,0864 | 0,067   | -1,299 | 0,195 | -0,218  | 0,045   |

Sumber: Luaran Python Statsmodels pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran *model fit* di atas menghasilkan persamaan linear sebagai berikut:

$$TQ = 0,338 + 0,167ESGD + 0,380ROA - 0,145Size - 0,086Lev + \varepsilon$$

Nilai koefisien ESGD yang positif ditambah probabilitas ( $P>|t|$ ) yang kurang dari 5% menunjukkan bahwa *environmental, social, and governance* memengaruhi variabel dependen berupa *Tobin's Q* secara positif.

**Tabel 11. Model Fit Persamaan ii**

| Model 2 |         |         |        |       |         |         |
|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
|         | coef    | std err | t      | P> t  | [0.025] | [0.975] |
| const   | 0,4610  | 0,089   | 5,183  | 0,000 | 0,286   | 0,636   |
| ESGD    | 0,1545  | 0,070   | 2,206  | 0,028 | 0,016   | 0,293   |
| KZI     | -0,0709 | 0,078   | -0,912 | 0,363 | -0,224  | 0,082   |
| KZIMod  | -0,1698 | 0,079   | -2,158 | 0,032 | -0,325  | -0,015  |
| ROA     | 0,4077  | 0,082   | 4,968  | 0,000 | 0,246   | 0,569   |
| Size    | -0,1478 | 0,071   | -2,072 | 0,039 | -0,288  | -0,007  |
| Lev     | -0,1046 | 0,072   | -1,456 | 0,147 | -0,246  | 0,037   |

Sumber: Luaran Python Statsmodels pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran *model fit* di atas menghasilkan persamaan linear sebagai berikut:

$$TQ = 0,461 + 0,155ESGD - 0,071KZI - 0,170(ESGD \times KZI) + 0,408ROA - 0,148Size - 0,105Lev + \varepsilon$$

Nilai koefisien KZIMod yang negatif dan probabilitas ( $P>|t|$ ) yang kurang dari 0,050 mengindikasikan bahwa hambatan keuangan melemahkan pengaruh *ESG*.

Tabel 12. Model Fit Persamaan iii

| Model 3 |         |         |        |       |         |         |
|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|
|         | coef    | std err | t      | P> t  | [0.025] | [0.975] |
| const   | 0,2551  | 0,077   | 3,321  | 0,001 | 0,104   | 0,406   |
| ESGD    | 0,1328  | 0,072   | 1,840  | 0,067 | -0,009  | 0,275   |
| INS     | 0,0359  | 0,045   | 0,790  | 0,430 | -0,054  | 0,126   |
| INSMod  | 0,1542  | 0,078   | 1,966  | 0,051 | -0,000  | 0,309   |
| ROA     | 0,3767  | 0,079   | 4,750  | 0,000 | 0,220   | 0,533   |
| Size    | -0,1622 | 0,072   | -2,261 | 0,025 | -0,304  | -0,021  |
| Lev     | -0,0705 | 0,067   | -1,060 | 0,291 | -0,202  | 0,061   |

Sumber: Luaran Python Statsmodels pengolahan Data Sekunder pada 2024

Luaran *model fit* di atas menghasilkan persamaan linear sebagai berikut:

$$TQ = 0,255 + 0,133ESGD + 0,036INS + 0,154(ESGD \times INS) + 0,377ROA - 0,162Size - 0,071Lev + \varepsilon$$

Nilai koefisien INSMod yang positif menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dalam pengaruh *ESG* terhadap nilai perusahaan. Namun, nilai probabilitas ( $P>|t|$ ) yang lebih besar dari 0,050 menunjukkan bahwa variabel ini tidak dapat memoderasi efek *ESG* terhadap *Tobin's Q*.

### Interpretasi Hasil Analisis Data

Segenap pengujian hipotesis di atas dapat diinterpretasikan sebagai berikut.

Tabel 13. Interpretasi Hipotesis

| Hipotesis                                                                                  | Coefficients | P> t  | Hasil Uji |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------|-----------|
| $H_1$ : <i>ESG</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan                           | 0,167        | 0,019 | Diterima  |
| $H_2$ : Hambatan keuangan melemahkan pengaruh <i>ESG</i> terhadap nilai perusahaan         | -0,170       | 0,032 | Diterima  |
| $H_3$ : Kepemilikan institusional menguatkan pengaruh <i>ESG</i> terhadap nilai perusahaan | 0,154        | 0,051 | Ditolak   |

### Pengaruh *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis pertama yang berbunyi *ESG* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dapat diterima. Hal ini karena positifnya nilai koefisien dan probabilitas yang signifikan (kurang dari 0,05). Dapat diartikan bahwa baiknya skor *ESG Disclosure* merupakan nilai tambah bagi calon investor.

Hasil riset ini mendukung penelitian Chen dkk. (2024) dan Tang dkk. (2024) yang menemukan bahwa *ESG* berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut, penemuan ini juga menjadi pendukung teori pemangku kepentingan bahwa dengan

adanya komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, *stakeholders* akan merasa kepentingannya diperhatikan. Pemangku kepentingan yang salah satunya adalah investor akan lebih percaya dengan manajemen.

### **Pengaruh Moderasi Hambatan Keuangan dalam Efek *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan**

Hipotesis pertama yang dirumuskan bahwa hambatan keuangan melemahkan efek *ESG* terhadap nilai perusahaan dapat diterima. Ini karena nilai koefisien negatif dan probabilitas yang kurang dari 5%. Dapat diartikan bahwa hambatan keuangan dianggap oleh investor sebagai aspek pengurang dalam penilaian mereka.

Hasil penelitian ini selaras dengan riset Espinosa-Méndez dkk. (2023) dan Ho dkk. (2024) yang menyatakan bahwa hambatan keuangan melemahkan efek *ESG* terhadap nilai perusahaan. Hambatan keuangan yang tinggi seperti banyaknya pinjaman tentu akan memberi perspektif buruk karena dana yang dapat dialokasikan untuk kegiatan keberlanjutan seperti pemberdayaan sosial, perawatan lingkungan, dan peningkatan efektivitas tata kelola menjadi terganggu.

### **Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional dalam Efek *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan**

Hipotesis ketiga yang tertulis kepemilikan institusional memoderasi efek *ESG* terhadap nilai perusahaan secara positif, tidak dapat diterima. Ini akibat dari nilai probabilitas yang lebih besar dari 0.050, meskipun koefisiennya positif. Efek moderasinya hanya signifikan pada tingkat *confidence interval* 90%, tidak untuk 95%.

Temuan penelitian di sini bertolak belakang dengan hasil riset Kurniawan & Rokhim (2023) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memoderasi efek *ESG* terhadap *Tobin's Q* secara negatif. Selain itu, juga tidak sejalan dengan Wu dkk. (2022) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional memoderasi secara positif. Namun, senada dengan Rastogi dkk. (2024) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi efek *ESG* terhadap *Tobin's Q* secara statistik.

Keberadaan investor institusional dalam struktur kepemilikan suatu emiten ternyata tidak terlalu diperhitungkan dalam pertimbangan investasi. Hal ini terjadi karena meskipun investor institusional memiliki kelebihan terhadap akses informasi dibandingkan investor individual, tetapi aksi mereka dalam memengaruhi kebijakan emiten agar memperhatikan *stakeholders* secara lebih komprehensif masih belum begitu efektif.

## **KESIMPULAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini memiliki kesimpulan sebagai berikut:

1. *ESG* yang direpresentasikan dengan skor pengungkapan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).
2. Hambatan keuangan yang direpresentasikan dengan *Kaplan-Zingales Index* memoderasi efek *ESG* terhadap nilai perusahaan secara negatif.

3. Kepemilikan institusional ditemukan tidak dapat memoderasi pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan.

### Keterbatasan

Riset ini memiliki keterbatasan sebagai berikut:

1. Objek penelitian terbatas pada rentang waktu 2019—2023 sehingga variasi data cukup sedikit yaitu 44 emiten atau 220 observasi. Ini mungkin terjadi karena keterbatasan sumber data yaitu Bloomberg Terminal.
2. Metode pengukuran yang digunakan pada masing-masing variabel hanya satu. Misalnya hambatan keuangan dan nilai perusahaan yang hanya diukur melalui *Kaplan-Zingales Index* dan *Tobin's Q*. Dengan begitu, keandalan (*robustness*) dalam penelitian ini masih kurang.
3. Variabel hambatan keuangan dan kepemilikan institusional hanya berkontribusi berturut-turut sebanyak 1,8% (25,6 – 23,8) dan 1,7% (25,5 – 23,8) dalam memoderasi efek ESG terhadap nilai perusahaan.

### Saran

Penulis merekomendasikan beberapa saran yang dapat dilakukan untuk penelitian selanjutnya.

1. Penelitian menghimpun objek dengan rentang waktu yang lebih lama sehingga makin banyak variasi data yang terekam. Selain itu, juga dengan mengambil data dari sumber lain seperti London Stock Exchange Group (LSEG) Data & Analytics.
2. Pengukuran variabel menggunakan metode yang berbeda. Misalnya hambatan keuangan dengan *Scale-Age (SA)* atau *Whited-Wu (WW) Index*, dan nilai perusahaan dengan *Price-to-Book Value (PBV)*.
3. Riset mempertimbangkan variabel selain hambatan keuangan dan kepemilikan institusional yang dapat memoderasi pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan.

### REFERENSI

- Alanazi, A. S. (2021). The Impact of Ownership Structure on Firms Performance. *Capital Market Authority*.  
[https://cma.org.sa/en/ResearchAndReports/Documents/The\\_impact\\_of\\_ownership\\_structure\\_on\\_firms%20performance.pdf](https://cma.org.sa/en/ResearchAndReports/Documents/The_impact_of_ownership_structure_on_firms%20performance.pdf)
- Arifa, C. (2017). Agency Theory, Accounting Information, and Corporate Financial Management: A New Framework for Developing Financial Strategies for Banking Companies. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 20(1).  
<https://doi.org/10.33312/ijar.349>
- Arofah, S. N., & Khomsiyah. (2023). Pengaruh Good Corporate Governance dan Environmental Social Governance terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan Sebagai Moderasi. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis*, 125–133.  
<https://doi.org/10.37034/infeb.v5i1.208>
- Certo, S. T. (2003). Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures. *Academy of Management Review*, 28(3), 432–446.  
<https://doi.org/10.2307/30040731>



- Chaudhary, P. (2022). Agency costs, board structure and institutional investors: case of India. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 44–58. <https://doi.org/10.1108/AJAR-12-2020-0130>
- Chen, Z., Sugiyama, K., Tasaka, K., Kito, T., & Yasuda, Y. (2024). Impact of environmental, social and governance initiatives on firm value: Analysis using AI-based ESG scores for Japanese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 70. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102303>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2010). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- de Villiers, C., Dimes, R., La Torre, M., & Molinari, M. (2024). The International Sustainability Standards Board's (ISSB) past, present, and future: critical reflections and a research agenda. *Pacific Accounting Review*, 36(2), 255–273. <https://doi.org/10.1108/PAR-02-2024-0038>
- Din, S. U., Arshad Khan, M., Khan, M. J., & Khan, M. Y. (2022). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*, 17(8), 1973–1997. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>
- Easton, P. D., Mcanally, M. L., & Sommers, G. A. (2021). *Financial Statement Analysis & Valuation Sixth Edition*. Cambridge Business Publishers.
- Espinosa-Méndez, C., Maquieira, C. P., & Arias, J. T. (2023). The Impact of ESG Performance on the Value of Family Firms: The Moderating Role of Financial Constraints and Agency Problems. *Sustainability (Switzerland)*, 15(7). <https://doi.org/10.3390/su15076176>
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2013). *Firms' Financing constraints Do Perceptions match the actual Situation?* [http://www.ecb.europa.eu/Fax+496913446000http://ssrn.com/abstract\\_id=2305940http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/wps/date/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/Fax+496913446000http://ssrn.com/abstract_id=2305940http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/wps/date/html/index.en.html)
- Freeman, E. A. (1984). *Strategic Management - A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., & Afzal, F. (2012). Munich Personal RePEc Archive Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure: The Case of Pakistan Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure (The Case of Pakistan). *International Journal of Business and Social Science*, 3(9).
- Hill, J. (2020). *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*. Academic Press.
- Ho, L., Nguyen, V. H., & Dang, T. L. (2024). ESG and firm performance: do stakeholder engagement, financial constraints and religiosity matter? *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 31, 263–276. <https://doi.org/10.1108/JABES-08-2023-0306>
- Indriastuti, M., Kartika, I., & Najihah, N. (2021). Financial Distress Prediction: The Ownership Structure and Management Agency Cost. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 24(2), 243–258. <https://doi.org/10.33312/ijar.514>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Junius, D., Rijanto, Y. A., Adelina, Y. E., & Adisurjo, A. (2020). The Impact of ESG Performance to Firm Performance and Market Value. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 21–41. <https://doi.org/10.29303/jaa.v5i1.84>
- Krantz, T., & Jonker, A. (2024, Januari 24). *What is environmental, social and governance (ESG)?* <https://www.ibm.com/topics/environmental-social-and-governance>

- Kurniawan, I., & Rokhim, R. (2023). Is ESG Companies' Performance Influenced by Ownership Structure? Evidence in ASEAN. *Interdisciplinary Social Studies*, 2(9). <https://doi.org/10.55324/iss.v2i9.485>
- La Cava, G., Ellis, L., Holloway, J., Kent, C., Richards, T., Shuetrim, G., & Vickery, J. (2005). *Financial Constraints, The User Cost of Capital and Corporate Investment in Australia*.
- Langrafe, T. de F., Barakat, S. R., Stocker, F., & Boaventura, J. M. G. (2020). A stakeholder theory approach to creating value in higher education institutions. *The Bottom Line*, 33(4). <https://doi.org/10.1108/BL-03-2020-0021>
- Miller, K. (2020). *The Triple Bottom Line: What It Is & Why It's Important*. <https://online.hbs.edu/blog/post/what-is-the-triple-bottom-line>
- Nnadi, M., & Mutyaba, P. E. (2023). The moderating effect of corporate sustainability attributes of products on the financial performance of firms. Dalam *Reference Module in Social Sciences*. Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-313776-1.00104-5>
- Owusu, N. A., Raphael, H. F., & Joel, T. N. (2021). Agency Costs and the Power of "Apply and Explain" from South Africa. *Journal of Financial Risk Management*, 10(04), 487–515. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2021.104026>
- Plastun, A., Makarenko, I., Kravchenko, O., Ovcharova, N., & Oleksich, Z. (2019). ESG disclosure regulation in search of a relationship with the countries' competitiveness. *Problems and Perspectives in Management*, 17(3), 76–88. [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(3\).2019.06](https://doi.org/10.21511/ppm.17(3).2019.06)
- Prabawati, P. I., & Rahmawati, I. P. (2022). The effects of Environmental, Social, and Governance (ESG) scores on firm values in ASEAN member countries. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(2), 119. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol26.iss2.art2>
- Rastogi, S., Singh, K., & Kanoujiya, J. (2024). Firm's value and ESG: the moderating role of ownership concentration and corporate disclosures. *Asian Review of Accounting*, 32(1), 70–90. <https://doi.org/10.1108/ARA-10-2022-0266>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tandon, P. (2023, November 17). 9 reasons why ESG investing is getting popular - *The Economic Times*. <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/9-reasons-why-esg-investing-is-getting-popular/articleshow/105279426.cms>
- Tang, H., Xiong, L., & Peng, R. (2024). The mediating role of investor confidence on ESG performance and firm value: Evidence from Chinese listed firms. *Finance Research Letters*, 61. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.104988>
- Woods, M. (2003). The Global Reporting Initiative. *The CPA Journal*, 73(6), 60. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/global-reporting-initiative/docview/212288493/se-2>
- Wu, S., Li, X., Du, X., & Li, Z. (2022). The Impact of ESG Performance on Firm Value: The Moderating Role of Ownership Structure. *Sustainability (Switzerland)*, 14(21), 14507. <https://doi.org/10.3390/su142114507>
- Xu, Y., & Zhu, N. (2024). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on Corporate Financial Performance in China: Based on the Perspective of Innovation and Financial Constraints. *Sustainability (Switzerland)*, 16(8), 3329. <https://doi.org/10.3390/su16083329>
- Yeye, O., & Egbunike, C. F. (2023). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure and firm value of manufacturing firms: The moderating role of profitability. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 5(3), 311–322. <https://doi.org/10.35912/ijfam.v5i3.1466>