

PENGARUH PENGUNGKAPAN ESG, RISIKO HUTANG, DAN INTENSITAS MODAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN (Studi Kasus pada Perusahaan BUMN Tahun 2021-2023)

Razaysa Alikha Khansa, Endang Kiswara¹

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

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the effect of ESG disclosure on the financial performance of state-owned enterprises (SOEs) in 2021–2023, the effect of leverage on the financial performance of state-owned enterprises (SOEs) in 2021–2023, and the effect of capital intensity on the financial performance of state-owned enterprises (SOEs) in 2021–2023.

The population of this study was state-owned enterprises (SOEs) in 2021–2023. The sample was selected using a simple random sampling method that met the following criteria: The research subjects were state-owned enterprises (SOEs) in 2021–2023, SOEs that published annual reports and sustainability reports consecutively for the 2021–2023 period, and SOEs that used the Global Reporting Index (GRI) to prepare their sustainability reports for 2021–2023. The data used in this study were secondary data, with Eviews data analysis techniques.

Based on the analysis of State-Owned Enterprises (SOEs) consistently from 2021 to 2023, several conclusions can be drawn: (1) The study shows that ESG disclosure does not have a significant impact on financial performance, therefore, hypothesis H1 is rejected. (2) The study shows that leverage has a negative and significant impact, therefore, hypothesis H2 is accepted. (3) The study shows that capital intensity has a positive and significant impact on financial performance, therefore, hypothesis H3 is accepted.

Keywords: ESG Disclosure, SOEs, financial performance, leverage, capital intensity

PENDAHULUAN

Persaingan pasar yang semakin ketat menuntut perusahaan untuk meningkatkan efektivitas dan efisiensi kinerja keuangan guna mempertahankan daya saing. Kinerja keuangan menjadi indikator penting bagi pemangku kepentingan, terutama investor, dalam menilai potensi pertumbuhan dan keberlanjutan perusahaan. Kinerja keuangan digunakan untuk menilai tingkat keberhasilan perusahaan dari aspek keuangan, khususnya terkait pendanaan yang diperoleh selama periode tertentu (Inawati & Rahmawati, 2023), serta menjadi dasar utama pengambilan keputusan investasi (Yuliani, 2021).

Kinerja keuangan tercermin dalam laporan keuangan yang menyajikan informasi mengenai kondisi dan kinerja perusahaan kepada pengguna informasi internal maupun eksternal (Cahyana & Suhendah, 2020). Efektivitas dan efisiensi operasional perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan nilai bagi pemegang saham dapat diukur melalui kinerja keuangan, karena kinerja yang baik mencerminkan kualitas perusahaan yang positif, sedangkan kinerja yang buruk dapat berdampak negatif terhadap keberlangsungan usaha dan persepsi investor (Chininga *et al.*, 2024).

¹ Corresponding author

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan salah satu pelaku ekonomi strategis di Indonesia yang memiliki peran penting dalam perekonomian nasional. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Pasal 1 mendefinisikan BUMN sebagai badan usaha yang modalnya sebagian besar dimiliki negara melalui penyertaan langsung dari kekayaan negara yang dipisahkan. BUMN tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba, tetapi juga memiliki mandat untuk memberikan manfaat bagi masyarakat dan mendukung pembangunan nasional sebagaimana ditegaskan dalam Peraturan Menteri BUMN No. PER-05/MBU/2007.

Peran ganda BUMN sebagai entitas bisnis dan agen pembangunan menjadikan kinerja keuangannya sebagai sorotan publik karena berkaitan langsung dengan pengelolaan kekayaan negara dan tingkat kepercayaan masyarakat. Laporan Kinerja Kementerian BUMN menunjukkan bahwa laba bersih agregat BUMN mengalami peningkatan signifikan dari Rp40,99 triliun pada tahun 2020 menjadi Rp303,74 triliun pada tahun 2022, sebelum mengalami perlambatan pada tahun 2023 dengan realisasi sebesar Rp231,50 triliun hingga Triwulan III. Penurunan tersebut mengindikasikan adanya tekanan terhadap struktur keuangan BUMN yang berpotensi memengaruhi profitabilitas dan efisiensi operasional.

Dinamika kinerja tersebut tidak terlepas dari kondisi pemulihan ekonomi pascapandemi COVID-19 pada periode 2021–2023, di mana perusahaan perlu menyesuaikan model bisnis, struktur pendanaan, dan pemanfaatan aset agar kinerja keuangan dapat kembali stabil. Setiap perusahaan memiliki tanggung jawab untuk menjaga kinerja keuangannya, termasuk BUMN yang juga menghadapi tuntutan peningkatan akuntabilitas dan transparansi, terutama dalam aspek keberlanjutan dan tata kelola (Mipo, 2022).

Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) menjadi salah satu faktor yang mendapat perhatian dalam upaya mendorong kinerja keuangan berkelanjutan. Otoritas Jasa Keuangan melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 mendorong penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik untuk menjaga keseimbangan antara aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan. Tujuan keuangan berkelanjutan tersebut diwujudkan melalui pengungkapan ESG yang diharapkan dapat memengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Kewajiban pengungkapan keberlanjutan diperkuat melalui SEOJK 16/POJK.04/2021 yang mewajibkan pencantuman informasi tanggung jawab sosial dan lingkungan dalam laporan tahunan, serta UU No.40 Tahun 2007 Pasal 74 yang mewajibkan perusahaan yang berkaitan dengan sumber daya alam melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Ketentuan tersebut menegaskan bahwa praktik ESG bukan lagi bersifat sukarela, melainkan menjadi kewajiban hukum bagi perusahaan di Indonesia. *Environmental, Social, and Governance* dipahami sebagai seperangkat standar dan praktik untuk menilai perhatian perusahaan terhadap dampak lingkungan, tanggung jawab sosial, dan kualitas tata kelola dalam pengambilan keputusan bisnis (Hill, 2020; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Penerapan ESG memberikan peluang bagi perusahaan untuk memperluas pasar dan meningkatkan profitabilitas melalui pengelolaan bisnis yang berkelanjutan (Henisz *et al.*, 2019). Tantangan implementasi ESG masih dihadapi perusahaan di Indonesia akibat keterbatasan pemahaman, biaya, dan kesulitan penentuan indikator, sebagaimana ditunjukkan oleh survei Mandiri Institute tahun 2023 serta kondisi negara berkembang yang belum memiliki sanksi dan insentif ESG yang memadai (Yoon *et al.*, 2018).

Risiko hutang juga menjadi faktor penting yang memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Risiko hutang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya dan berkaitan dengan penggunaan sumber dana berbiaya tetap dalam struktur modal (Ningsih & Nuryani, 2021). Penggunaan utang yang berlebihan

berpotensi menekan laba dan meningkatkan risiko keuangan perusahaan (Mipo, 2022). Fenomena ini terlihat pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk yang memiliki DER sekitar 590%, jauh di atas kisaran umum industri konstruksi, serta pada BUMN karya lain dengan DER tinggi yang mencerminkan risiko keuangan yang signifikan.

Intensitas modal juga diindikasikan memengaruhi kinerja keuangan karena mencerminkan efisiensi pemanfaatan aset dalam menghasilkan penjualan (Knesl *et al.*, 2019; Kalbuana *et al.*, 2021). Perusahaan dengan aset besar yang dikelola secara efektif berpotensi meningkatkan penjualan dan profitabilitas (Siboro & Santoso, 2021). Hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang beragam terkait pengaruh ESG, risiko hutang, dan intensitas modal terhadap kinerja keuangan, sehingga hubungan ketiga variabel tersebut masih belum konsisten. Keterbatasan penelitian yang secara khusus mengkaji perusahaan BUMN di Indonesia menunjukkan adanya celah riset yang perlu diisi, mengingat karakteristik BUMN yang berbeda dari perusahaan swasta. Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh pengungkapan ESG, risiko hutang, dan intensitas modal terhadap kinerja keuangan perusahaan BUMN di Indonesia.

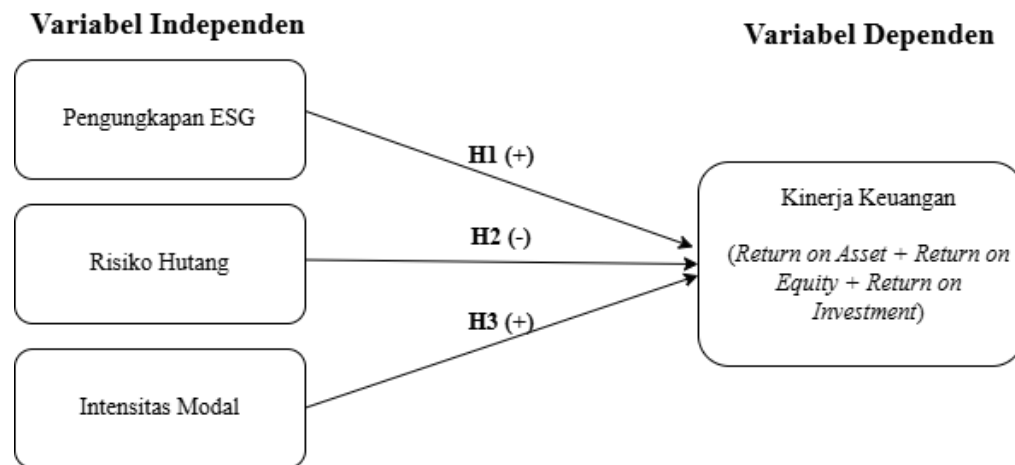
TELAAH PUSTAKA

Teori Legitimasi

Teori legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan akan menyesuaikan kebijakan serta perilaku operasionalnya untuk menjaga kesesuaian dengan nilai dan norma yang berlaku di masyarakat (Dowling & Pfeffer, 1975). Legitimasi dipahami sebagai persepsi bahwa tindakan suatu entitas selaras dengan sistem nilai yang dibangun secara sosial, sehingga perusahaan berupaya memperoleh, mempertahankan, atau memulihkan legitimasi melalui berbagai tindakan dan pengungkapan informasi kepada publik (Suchman, 1995). Dalam konteks pelaporan perusahaan, teori legitimasi menekankan bahwa penyampaian laporan keuangan maupun laporan keberlanjutan digunakan sebagai sarana untuk menunjukkan bahwa operasional dan kinerja perusahaan dapat diterima oleh masyarakat dan pemangku kepentingan (Cardillo & Basso, 2025).

Ellili (2022) menyatakan bahwa laporan keuangan yang transparan, yang mencerminkan peningkatan laba, likuiditas yang baik, serta stabilitas keuangan, berperan penting dalam memperkuat legitimasi perusahaan karena memenuhi ekspektasi publik terhadap akuntabilitas dan transparansi. Dalam penelitian ini, teori legitimasi relevan untuk menjelaskan pengungkapan ESG sebagai upaya perusahaan memperoleh dan mempertahankan *social license to operate* dengan menunjukkan bahwa aktivitas ekonominya sejalan dengan nilai dan norma sosial yang berlaku (Suchman, 1995; Almeida, 2023). Selaras dengan itu, Sari dan Fitriani (2023) menjelaskan bahwa pengungkapan ESG dilakukan perusahaan untuk mempertahankan legitimasi di mata pemangku kepentingan dan berpotensi meningkatkan kinerja keuangan. Selain itu, risiko hutang dipandang sebagai representasi tanggung jawab perusahaan dalam mengelola struktur pendanaan, sementara intensitas modal mencerminkan komitmen investasi jangka panjang yang dapat memperkuat legitimasi perusahaan melalui pengelolaan sumber daya yang bertanggung jawab (Belinda *et al.*, 2023).

Kerangka Teoretis



Perumusan Hipotesis

Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Pengungkapan ESG berperan sebagai alat komunikasi strategis yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan, etis, dan bertanggung jawab. Dalam perspektif teori legitimasi, pengungkapan tersebut berfungsi sebagai mekanisme perusahaan untuk menunjukkan bahwa aktivitas operasionalnya selaras dengan nilai, norma, dan ekspektasi masyarakat, sehingga perusahaan berupaya memperoleh, mempertahankan, atau memulihkan legitimasi dari para pemangku kepentingan melalui penyampaian informasi yang lebih luas dan transparan (Cardillo & Basso, 2025). Transparansi ESG membantu membangun persepsi positif, memperkuat reputasi, serta meningkatkan penerimaan sosial dari investor, regulator, dan masyarakat, yang pada akhirnya berkontribusi terhadap stabilitas operasional dan kinerja perusahaan (Ellili, 2022).

Secara empiris, Mohammad dan Wasiuzzaman (2021) menemukan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, yang menunjukkan bahwa praktik perusahaan yang berorientasi pada kepentingan pemangku kepentingan mampu meningkatkan performa finansial. Temuan serupa dikemukakan oleh Al-Shaer dan Zaman (2019) yang menyatakan bahwa komunikasi ESG yang transparan meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak pada perbaikan kinerja keuangan. Oleh karena itu, pengungkapan ESG tidak hanya mencerminkan tanggung jawab etis perusahaan, tetapi juga menjadi strategi penting dalam mendukung profitabilitas dan keberlanjutan usaha jangka panjang.

H₁: Pengungkapan ESG memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pengaruh Risiko Hutang terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Risiko hutang mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam struktur pendanaannya dan memiliki peran penting dalam menilai kinerja keuangan. Pengelolaan utang yang masih terkendali menunjukkan kemampuan manajemen dalam memanfaatkan dana pinjaman untuk investasi produktif, sehingga dapat meningkatkan kredibilitas, stabilitas keuangan, dan profitabilitas perusahaan selama beban bunga masih dapat ditanggung oleh arus kas (Auliyah & Saleh, 2024). Sebaliknya, tingkat hutang yang tinggi dan tidak dikelola dengan baik berpotensi menimbulkan beban bunga yang besar, menekan laba bersih, dan menurunkan rasio profitabilitas perusahaan (Ahmed *et al.*, 2024).

Dalam kerangka teori legitimasi, struktur risiko hutang membentuk persepsi publik mengenai tanggung jawab perusahaan dalam mengelola kewajiban keuangannya. Risiko hutang yang terlalu tinggi dapat menimbulkan kekhawatiran atas kemampuan perusahaan

dalam menjaga kelangsungan usaha dan berpotensi mengurangi legitimasi di mata pemangku kepentingan (Pujiastuti, 2025). Penelitian Kim *et al.* (2023) dan Yuliani (2021) menunjukkan bahwa risiko hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan karena peningkatan leverage dapat menurunkan peringkat kredit dan meningkatkan biaya pendanaan. Oleh karena itu, pengelolaan risiko hutang yang optimal menjadi penting untuk menjaga profitabilitas, persepsi investor, serta keberlanjutan jangka panjang perusahaan (Arhinful & Radmehr, 2023).

H₂: Risiko hutang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pengaruh Intensitas Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Intensitas modal menggambarkan besarnya investasi aset tetap yang digunakan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan mencerminkan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap aset berwujud dalam menjalankan operasionalnya (Siboro & Santoso, 2022). Intensitas modal yang tinggi umumnya menunjukkan kebutuhan investasi besar pada aset tetap, yang berimplikasi pada tingginya biaya tetap dan rendahnya fleksibilitas perusahaan dalam merespons perubahan pasar. Apabila peningkatan biaya tersebut tidak diimbangi dengan pertumbuhan pendapatan, maka profitabilitas perusahaan dapat tertekan (Adomako & Nguyen, 2020).

Berdasarkan teori legitimasi, intensitas modal juga dapat dipandang sebagai bentuk komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan operasional dan stabilitas jangka panjang melalui investasi pada aset produktif. Penelitian Nurcahya *et al.* (2024) menemukan bahwa intensitas modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, yang menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset secara efisien berdampak pada peningkatan kinerja keuangan. Temuan ini diperkuat oleh Kurniawati *et al.* (2025) yang menyatakan bahwa investasi aset yang tepat menjadi sinyal efektivitas manajemen dalam mengelola sumber daya dan potensi pertumbuhan perusahaan, sehingga berkontribusi positif terhadap kinerja keuangan.

H₃: Intensitas Modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Tabel 1
Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala Data
Kinerja Keuangan	Jumlah dari <i>return on asset</i> , <i>return on equity</i> , <i>return on investment</i>	Rasio
Pengungkapan ESG	Total indikator indeks GRI yang diungkapkan perusahaan dibagi total indeks GRI yang di gunakan	Rasio
Risiko Hutang	Total liabilitas dibagi total ekuitas	Rasio
Intensitas Modal	Total aset dibagi total pendapatan	Rasio

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian dalam studi ini adalah perusahaan BUMN tahun 2021-2023. Penetapan sampel dilakukan dengan teknik *simple random sampling* terhadap Perusahaan BUMN yang memiliki kelengkapan data. Teknik *simple random sampling* memberikan kesempatan yang sama bagi setiap anggota populasi yang memenuhi data penelitian yang menjadikannya sebagai sampel penelitian (Gujarati & Porter, 2009). Data dari sampel penelitian ini adalah:

1. Objek penelitian merupakan perusahaan BUMN Tahun 2021 – 2023 dalam Kementerian BUMN secara konsisten.
2. Perusahaan BUMN yang menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan secara konsisten untuk periode 2021 – 2023.
3. Perusahaan BUMN yang menggunakan *Global Reporting Initiative* (GRI) untuk membuat laporan keberlanjutan tahun 2021 – 2023

Jenis, Sumber, dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini memanfaatkan data kuantitatif serta menggunakan data sekunder. Data tersebut dapat berasal dari sumber internal maupun eksternal perusahaan, yang umumnya diperoleh melalui akses internet atau dengan menelaah informasi yang telah terdokumentasi maupun dipublikasikan sebagai data sekunder (Sekaran & Bougie, 2020). Data penelitian berasal dari laporan keberlanjutan dan laporan tahunan yang dapat diakses melalui *website* perusahaan BUMN selama waktu 2021 sampai 2023.

Penelitian ini menggunakan metode dokumentasi sebagai metode mengumpulkan data dengan meninjau *annual report* perusahaan BUMN yang diterbitkan di situs *website* resmi perusahaan dan skor ESG perusahaan yang dihitung menggunakan indeks pelaporan *Global Reporting Initiative* (GRI) yang dilaporkan pada laporan keberlanjutan perusahaan.

Metode Analisis

Untuk menentukan kekuatan hubungan diantara variabel independen dan dependen, penelitian ini memakai metode kuantitatif berdasarkan analisis regresi data panel. Model regresi data panel pada penelitian ini diolah menggunakan *software EViews* 13. Metode analisis yang diterapkan ialah statistik deskriptif, uji pemilihan model (uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *langrange multiplier*), uji asumsi klasik (uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi), serta uji hipotesis (koefisien determinasi, uji F, dan uji T).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) selama periode penelitian pada tahun 2021-2023 digunakan sebagai populasi pada analisis ini. Dalam sampel penelitian, penelitian ini menggunakan *simple random sampling* yang menghasilkan 27 perusahaan dengan rincian profil perusahaan yang menjadi studi kasus penelitian adalah sebagai berikut.

Tabel 2
Rincian Studi Kasus Perusahaan

No	Kriteria Sampel Penelitian	Jumlah
1.	Perusahaan BUMN di Indonesia dalam Kementerian BUMN di tahun 2021-2023	65
2.	Perusahaan BUMN yang memenuhi kriteria penelitian dan terpilih dengan teknik <i>simple random sampling</i>	27
Periode pengamatan		3
Jumlah observasi awal penelitian (27 x 3)		81
Jumlah observasi yang digunakan dalam analisis setelah penyesuaian data		72

Sumber: Data sekunder yang di olah dengan *Eviews* 13, 2025

Tabel 2 menunjukkan bahwa dari 65 perusahaan BUMN yang menjadi populasi, sebanyak 27 perusahaan sebagai sampel. Periode pengamatan selama tiga tahun memperoleh 81 observasi perusahaan. Setelah dilakukan proses penyesuaian data untuk menghapus observasi yang nilainya ekstrem agar hasil analisis lebih representatif jumlah observasi yang digunakan dalam analisis adalah 72 observasi.

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3
Analisis Statistik Deskriptif

	KK	ESG	DER	CIR
Mean	0.081929	0.619585	2.667725	5.102851
Median	0.122020	0.563560	1.358535	2.574650
Maximum	1.322960	0.957630	16.76522	24.44904
Minimum	-5.553420	0.228810	-3.835500	0.660850
Std. Dev.	0.751204	0.185819	3.286538	5.711531
Skewness	-5.906892	0.355781	2.264224	1.564810
Kurtosis	45.56983	2.014671	9.584748	4.394970
Jarque-Bera	5855.267	4.431578	191.5972	35.22138
Probability	0.000000	0.109067	0.000000	0.000000
Sum	5.898860	44.61015	192.0762	367.4052
Sum Sq. Dev.	40.06578	2.451541	766.8947	2316.133
Observations	72	72	72	72

Sumber: *Output data Eviews 13,2025*

Tabel 3 menunjukkan temuan analisis deskriptif menghasilkan total observasi sejumlah 72. Variabel kinerja keuangan (KK) memiliki mean senilai 0,081 standar deviasi senilai 0,751, minimum senilai -5,553, dan maksimumnya senilai 1,322. Pengungkapan ESG (ESG) dengan *mean* senilai 0,619, standar deviasi senilai 0,185, minimum senilai 0,228, dan maksimumnya senilai 0,957. Untuk risiko hutang (DER) memiliki mean senilai 2,667 standar deviasi senilai 3,286, minimum senilai -3,835, dan maksimumnya senilai 16,765. Intensitas modal (CIR) memiliki mean senilai 5,102, standar deviasinya senilai 5,711, minimum 0,660, dan maksimum 24,449.

Uji Pemilihan Model Uji Chow

Tabel 4
Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	2.642727	(23,45)	0.0026
<i>Cross-section Chi-Square</i>	61.540183	23	0.0000

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan *EViews 13, 2025*

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan didapatkan hasil nilai uji *Chow* sebesar 0,0000 baik pada uji *Cross-section Chi-square* dan 0,0026 pada *Cross-section F*. Nilai prob <0,05 yang artinya model yang dipilih adalah FEM (*Fixed Effect Model*) sehingga diperlukan uji *Hausman* antara FEM (*Fixed Effect Model*) dan REM (*Random Effect Model*).

Uji Hausman

Tabel 5
Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-sq Statistic</i>	<i>Chi-Sq d.f.</i>	<i>Prob</i>
<i>Cross-section random</i>	7.109412	3	0.0685

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan *EViews 13, 2025*

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, didapatkan nilai uji hausman sebesar 0.0685 > 0,05 yang artinya model yang dipilih adalah REM (*random effect model*). Tahapan selanjutnya adalah melakukan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) untuk

membandingkan *Random Effect Model* (REM) dengan *Common Effect Model* (CEM), dengan tujuan memastikan apakah *Random Effect Model* (REM) tersebut memberikan hasil yang lebih tepat.

Uji Lagrange Multiplier (LM)

Tabel 6
Hasil Uji Lagrange Multiplier

	<i>Cross-section</i>	<i>Time</i>	<i>Both</i>
<i>Breusch-Pagan</i>	5.238232 (0.0221)	1.56439 (0.2110)	6.80263 (0.0091)

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan *EViews* 13, 2025

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, didapatkan nilai uji *Lagrange Multiplier* adalah $0.0091 < 0,05$ artinya model yang dipilih adalah REM (*Random Effect Model*). Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang cocok digunakan pada penelitian ini adalah REM.

Uji Asumsi Klasik

Tabel 7
Hasil Uji Asumsi Klasik

	Multikolinearitas		Heteroskedastisitas	Normalitas
	<i>Coef Variance</i>	VIF	<i>Probability</i>	<i>Probability</i>
				0.117203
ESG	0.146332	1.033112	0.8114	Autokorelasi <i>Prob Chi-Square</i>
DER	0.000583	1.287853	0.0834	
CIR	0.000193	1.284178	0.5152	
				0.0531

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan *EViews* 13, 2025

Sesuai temuan uji normalitas menggunakan uji Jarque-Bera, dihasilkan nilai probabilitas senilai 0.117203. Nilai probabilitas melebihi batas signifikansi 0,05 yang menyatakan residual berdistribusi normal. Berdasarkan hasil uji multikolinearitas, didapatkan nilai VIF < 10 , maka tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi. Tabel 7, menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki probabilitas $> 0,05$, antara lain: ESG sebesar 0,8114, DER sebesar 0,0834, CIR sebesar 0,5152. Hal ini menunjukkan bahwa model penelitian tidak mengalami masalah heteroskedastisitas. Hasil uji autokorelasi, didapatkan nilai *p value* uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation*, yaitu sebesar $0,0531 > 0,05$ maka tidak ada autokorelasi pada data penelitian dan data dapat digunakan untuk analisis lebih lanjut.

Uji Hipotesis

Tabel 8
Hasil Uji Hipotesis

	t-Statistik	f-Statistik
	<i>Probability</i>	<i>Probability</i>
C	0.5401	0.00000
ESG	0.5258	Koefisien Determinasi <i>R-squared</i>
DER	0.0000	
CIR	0.0009	
		0.473216

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan *EViews* 13, 2025

Berdasarkan tabel 8, nilai R^2 sebesar 0,473 atau 47,32% yang menunjukkan bahwa variabel independen Pengungkapan ESG, risiko hutang, intensitas modal secara simultan mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel kinerja keuangan sebesar 47,3%. Sementara itu, sisanya sebesar 52,7% dipengaruhi oleh variabel atau faktor lain yang tidak termasuk dalam model regresi penelitian ini. Hasil uji F pada tabel menunjukkan nilai F statistik sebesar 20.36168 dengan nilai signifikansi 0,000 ($<0,05$). Oleh karena itu, diinterpretasikan secara simultan variabel independen dapat memengaruhi variabel dependen berupa kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan Tabel 8 Hasil Uji t-Statistik, variabel ESG memiliki nilai *t-statistic* sebesar 0,637746 dengan tingkat probabilitas 0,5258. Karena nilai probabilitas ini lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Selanjutnya, variabel risiko hutang (DER) menunjukkan nilai *t-statistic* sebesar -7,941223 dan nilai probabilitas 0,0000. Nilai ini lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa risiko hutang (*leverage*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, artinya semakin tinggi rasio utang, kinerja keuangan perusahaan cenderung menurun. Sementara itu, variabel intensitas modal (CIR) memiliki *t-statistic* sebesar 3,488286 dengan nilai probabilitas 0,0009, yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa intensitas modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, yang berarti semakin besar proporsi total aset terhadap pendapatan, maka kinerja keuangan perusahaan juga meningkat.

Interpretasi Hasil

Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan, nilai *p-value* adalah $0.5258 > 0,05$ yang menunjukkan bahwa **H₁ ditolak** dan berarti pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara ESG dan kinerja keuangan yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor dengan mengurangi risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola (Sandberg *et al.*, 2023). Pengaruh pengungkapan ESG yang tidak signifikan dapat disebabkan oleh manfaat finansial dari pengungkapan ESG umumnya bersifat jangka panjang dan belum tercermin secara langsung dalam laporan keuangan jangka pendek. Investor dan pemangku kepentingan mungkin belum sepenuhnya mempertimbangkan ESG sebagai faktor utama dalam pengambilan keputusan investasi, terutama di pasar berkembang seperti Indonesia, di mana fokus utama masih cenderung pada indikator keuangan tradisional seperti profitabilitas dan efisiensi operasional (Hussain *et al.*, 2024).

Temuan hipotesis ini didukung oleh penelitian Alhawaj *et al.* (2023) serta (Khanchel *et al.*, 2023) yang mengungkapkan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Menurut teori legitimasi, tindakan atau pengungkapan ESG yang dilakukan oleh perusahaan berfungsi sebagai upaya untuk menunjukkan bahwa aktivitas operasionalnya telah sesuai dengan nilai, norma, serta ekspektasi masyarakat. Namun, ketika pengungkapan ESG dilakukan hanya sebagai formalitas atau bersifat simbolis (*greenwashing*), maka tindakan tersebut gagal memenuhi ekspektasi sosial. Pengungkapan yang tidak berkualitas ini justru melemahkan legitimasi karena masyarakat dan investor dapat menilai bahwa perusahaan tidak benar-benar berkomitmen pada prinsip keberlanjutan. Legitimasi tidak akan tercapai apabila pengungkapan tidak mencerminkan tindakan nyata yang sesuai dengan nilai dan tuntutan publik (Cardillo & Basso, 2025)

Pengaruh Risiko Hutang terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan, nilai *p-value* adalah $0,000 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa **H₂ diterima** dan berarti Risiko Hutang berpengaruh negatif terhadap

kinerja keuangan. Sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Parkhi *et al.* (2023) yang menyatakan bahwa risiko hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Nurcahya *et al.* (2024) yang mengungkapkan bahwa risiko hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

Dalam pandangan teori legitimasi dimana perusahaan dengan tingkat risiko hutang yang terlalu tinggi berpotensi kehilangan legitimasi di mata pemangku kepentingan karena kondisi tersebut menunjukkan risiko gagal bayar, tekanan likuiditas, serta kurangnya kemampuan manajemen dalam menjaga keberlanjutan operasional. Ketika masyarakat dan investor menilai bahwa perusahaan tidak mengelola kewajibannya secara bertanggung jawab, kepercayaan terhadap perusahaan cenderung menurun. Sebaliknya, risiko hutang yang dikelola secara proporsional memperlihatkan bahwa manajemen menjalankan praktik keuangan yang prudent dan sesuai dengan norma serta harapan publik. Pengelolaan risiko hutang yang sehat dianggap sebagai bentuk pemenuhan tanggung jawab perusahaan dalam menjaga stabilitas jangka panjang dan memastikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kepada kreditur tanpa mengabaikan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, pengelolaan struktur risiko hutang yang efektif dianggap berkontribusi pada penguatan legitimasi perusahaan di mata pemangku kepentingan (Belinda *et al.*, 2023).

Pengaruh Intensitas Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan, nilai *p-value* adalah $0.0009 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa **H₃ diterima** dan berarti intensitas modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan yang artinya semakin tinggi nilai intensitas modal yang dimiliki oleh perusahaan mencerminkan efisiensi penggunaan total aset dalam menghasilkan pendapatan. Hasil hipotesis ini sejalan dengan penelitian Nurcahya *et al.*, (2024) dan Noor & Triyono (2024) yang mengungkapkan bahwa rasio intensitas modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dan dapat meningkatkan kinerja keuangan jika dikelola secara efisien dan maksimal.

Intensitas modal yang berpengaruh positif dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki basis aset yang kuat, kapasitas produksi besar, serta kemampuan untuk mencapai skala ekonomi yang menurunkan biaya produksi per unit dan meningkatkan daya saing jangka panjang. Sebaliknya, intensitas modal yang rendah dapat menghambat kapasitas produksi dan mengurangi keunggulan kompetitif perusahaan. Hasil ini dapat dijelaskan menggunakan teori legitimasi, dimana tingkat intensitas modal yang dimiliki perusahaan dapat dilihat sebagai bentuk upaya perusahaan untuk menunjukkan bahwa aktivitas investasinya sejalan dengan nilai, norma dan ekspektasi masyarakat. Perusahaan dengan tingkat intensitas modal yang tinggi dipandang berusaha membangun legitimasi dengan menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan operasional, stabilitas jangka panjang, serta penggunaan sumber daya secara bertanggung jawab melalui investasi besar pada aset produktif (Nurcahya *et al.*, 2024).

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis terhadap perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) secara konsisten selama tahun 2021-2023, dapat diambil beberapa kesimpulan, yaitu:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan ESG tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat

- pengungkapan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) oleh perusahaan belum mampu memberikan dampak langsung terhadap peningkatan kinerja keuangan.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko hutang berpengaruh negatif dan signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat *leverage*, maka kinerja keuangan perusahaan cenderung menurun.
 3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa intensitas modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memanfaatkan aset yang dimilikinya secara efisien untuk menghasilkan pendapatan yang optimal.
 4. Penelitian ini berlaku terbatas pada perusahaan BUMN yang menjadi sampel penelitian pada periode 2021 – 2023, sehingga tidak dapat digeneralisasikan secara langsung untuk periode lain maupun untuk perusahaan di luar BUMN.

Keterbatasan

Adapun batasan yang dapat diberikan penelitian ini ialah sebagai berikut.

1. Pengukuran pengungkapan ESG GRI Standar 2021 berpotensi menimbulkan bias pengukuran karena mungkin terdapat perbedaan fokus dan cakupan indikator sehingga tingkat pengungkapan ESG dan temuan penelitian perlu diinterpretasikan dengan lebih mendalam.
2. Hanya meneliti variabel pengungkapan ESG, risiko hutang, dan intensitas modal sehingga tidak meneliti variabel lain yang kemungkinan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan.
3. Hanya mencakup rentang waktu 2021 hingga 2023, yang tergolong singkat untuk menilai dampak jangka panjang dari pengungkapan ESG, risiko hutang, dan intensitas modal terhadap kinerja keuangan perusahaan. Berbagai faktor eksternal seperti dinamika ekonomi global, pandemi COVID-19, serta perubahan kebijakan pemerintah berpotensi memengaruhi hasil penelitian dalam periode terbatas tersebut.

Saran

Penelitian mendatang dimaksudkan dapat mempertimbangkan beberapa saran berikut.

1. Penelitian mendatang disarankan untuk mempertimbangkan penggunaan pengukuran pengungkapan ESG dengan pemetaan indikator yang lebih rinci, sehingga potensi bias pengukuran dapat diminimalkan dan hasil penelitian menjadi lebih akurat.
2. Menambahkan variabel terkait proksi pengukuran yang lebih akurat dan memiliki penilaian yang jelas untuk menghindari adanya subjektivitas dalam proses evaluasi.
3. Untuk memperoleh pemahaman yang lebih luas mengenai dampak ESG, risiko hutang, dan intensitas modal terhadap kinerja keuangan, penelitian mendatang sebaiknya menggunakan rentang waktu yang lebih panjang. Studi dengan cakupan lebih dari lima tahun dapat membantu mengidentifikasi tren dan dampak jangka panjang, serta mengurangi bias yang disebabkan oleh fluktuasi ekonomi jangka pendek.

REFERENSI

- Adomako, S., & Nguyen, N. P. (2020). Human resource slack, sustainable innovation, and environmental performance of small and medium-sized enterprises in sub-Saharan Africa. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 2984–2994. <https://doi.org/10.1002/bse.2552>
- Ahmed, F., Rahman, M. U., Rehman, H. M., Imran, M., Dunay, A., & Hossain, M. B. (2024). Corporate capital structure effects on corporate performance pursuing a strategy of innovation in manufacturing companies. *Heliyon*, 10(3). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e24677>
- Alhawaj, A., Buallay, A., & Abdallah, W. (2023). Sustainability reporting and energy sectorial performance: developed and emerging economies. *International Journal of*

- Energy Sector Management*, 17(4), 739–760. <https://doi.org/10.1108/IJESM-10-2020-0020>
- Almeida. (2023). *Legitimacy Theory Shaping Corporate ESG Practices, and The Challenges Posed by Greenwashing*.
- Al-Shaer, H., & Zaman, M. (2019). CEO Compensation and Sustainability Reporting Assurance: Evidence from the UK. *Journal of Business Ethics*, 158(1), 233–252. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3735-8>
- Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The effect of financial leverage on financial performance: evidence from non-financial institutions listed on the Tokyo stock market. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(1), 53–71. <https://doi.org/10.1108/JCMS-10-2022-0038>
- Arumi Ningsih, D., Wuryani Jurusan Akuntansi, E., Ekonomi, F., Negeri Surabaya, U., & Jurusan Akuntansi, I. (2021). *Kepemilikan Institusional, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan* (Vol. 9, Issue 2). <https://journal.unesa.ac.id/index.php/akunesa>
- Auliyah, I., & Saleh, W. (2024). Kinerja Keuangan Perusahaan Ditinjau dari Debt to Equity Ratio dan Return on Asset: Literature Review. *EKOMA : Jurnal Ekonomi*, 3(2).
- Belinda, A. W., Dewi, A. K., & Nurmala, N. (2023). Pengaruh Leverage dan Umur Perusahaan Terhadap CSRD Pada Perusahaan Pertambangan di Indonesia. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 7(2), 421–432. <https://doi.org/10.29303/jaa.v7i2.191>
- Cardillo, M. A. dos R., & Basso, L. F. C. (2025). Revisiting knowledge on ESG/CSR and financial performance: A bibliometric and systematic review of moderating variables. *Journal of Innovation and Knowledge*, 10(1). <https://doi.org/10.1016/j.jik.2024.100648>
- Chininga, E., Alhassan, A. L., & Zeka, B. (2024). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 14(3), 692–713. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Pacific Sociological Association Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. In *Source: The Pacific Sociological Review* (Vol. 18, Issue 1).
- Ellili, N. O. D. (2022). Bibliometric analysis and systematic review of environmental, social, and governance disclosure papers: Current topics and recommendations for future research. *Environmental Research Communications*, 4(9). <https://doi.org/10.1088/2515-7620/ac8b67>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth Edition).
- Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). *Five ways that ESG creates value Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why*.
- Hill, J. (2020). Chapter 9 - Defining and measuring ESG performance. In J. Hill (Ed.), *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing* (pp. 167–183). Academic Press. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/B978-0-12-818692-3.00009-8>
- Kalbuana, N., Solihin, Saptono, & Yanti, D. R. (2020). The Influence of Capital Intensity, Firm Size, and Leverage on Tax Avoidance on Companies Registered in Jakarta Islamic Index (JII) Period 2015 - 2019. *Business and Accounting Research (IJEBA) Peer Reviewed-International Journal*, 4. www.idx.co.id
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Baccar, I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision*, 61(9), 2720–2739. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252>
- Kim, Y., Jung, S., & Kim, C. (2023). The Impact of Capital Structure on the Profitability Performance of ICT Firms. *Processes*, 11(2). <https://doi.org/10.3390/pr11020635>

- Knesl, J., Garlappi, L., Fisher, A., Bena, J., Carlson, M., & Perla, J. (2019). *Capital Intensity and Investment Shocks: Implications for Stock Returns*. <https://ssrn.com/abstract=3019782>
- Kurniawati, D., Dewi, D. N., & Wijaya, L. R. P. (2025). *Pengaruh Capital Intensity dan Corporate Social Responsibility (CSR) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Subsektor Consumer Non Cyclical yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023*. 5. <https://doi.org/https://doi.org/10.38035/jafm.v6i5>
- Maria, A., Cahyana, K., & Suhendah, R. (2020). Pengaruh Leverage, Firm Size, Firm Age, dan Sales Growth In *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara* (Vol. 2, Issue 2020). www.idx.co.id.
- Mipo, M. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan CSR Sebagai Moderating Variable Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Owner*, 6(1), 736–745. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.614>
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). *Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia*. *Cleaner Environmental Systems*, 2. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Noor, F. I., & Triyono. (2024). *Pengaruh Capital Intensity, Leverage, Likuiditas, Tax to Book Ratio dan Risiko Bisnis Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Empiris Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020 - 2022)* (Vol. 22, Issue 3).
- Nurchaya, I. D., Ismawati, I., & Soleha, N. (2024). Effect of Tax Planning, Capital Intensity, and Leverage on Company Financial Performance (Empirical Studi of Manufacturing Companies in The Basic Materials Sector Listed on The Indonesian Stock Exchange 2017 - 2021). *Review of Accounting and Taxation*, 3(1), 30–40. <https://doi.org/10.61659/reaction.v3i1.178>
- Parkhi, S., Singh, S., Pushp, A., Rastogi, S., & Gautam, R. S. (2023). Debt Financing and Firm's Performance: Panel Data Analysis. *Proceedings of the 2023 Fifteenth International Conference on Contemporary Computing*, 85–93. <https://doi.org/10.1145/3607947.3607964>
- Pujiastuti, H. (2025). Pengaruh Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Return on Assets melalui Analisis Regresi Data Panel pada perusahaan Manufaktur. *Equilibrium Point: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 8(2), 99–108. <https://doi.org/10.46975/psmqqe25>
- Sari, T. K., & Fitriani, N. (2023). How do board characteristics influence the ESG disclosure in Indonesia? *Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*, 27(2), 2023. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol27.i>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2020). *An easy way to help students learn, collaborate, and grow*. www.wileypluslearningspace.com
- Siboro, E., & Santoso, H. F. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Capital Intensity terhadap Tax Avoidance Pada Perusahaan Property dan Real Estate Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016 - 2019. *JURNAL AKUNTANSI*, 21(1).
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Wahdan Arum Inawati, & Rahmawati, R. (2023). Dampak *Environmental, Social, Dan Governance (ESG) Terhadap Kinerja Keuangan*. *Jurnal Akademi Akuntansi*, 6(2), 225–241. <https://doi.org/10.22219/jaa.v6i2.26674>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(10). <https://doi.org/10.3390/su10103635>



Yuliani, E. (2021). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(2), 111. <https://doi.org/10.32502/jimn.v10i2.3108>