

Pengaruh Corporate Governance dan ESG terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Farish Rahmawan

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
farish.rahmawan@gmail.com

Irene Rini Demi Pengestuti

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
irenerinidp@lecturer.undip.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* dan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. Variabel independen dalam penelitian ini mencakup ukuran dewan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan ESG, sedangkan nilai perusahaan menggunakan ukuran Tobin's Q. Sampel terdiri dari 29 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2018–2023 dengan total 118 observasi. Analisis menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, ukuran dewan dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan. Hal ini menegaskan pentingnya tata kelola dan ESG dalam meningkatkan kepercayaan investor.

Kata kunci: Corporate Governance, ESG, Nilai Perusahaan, Tobin's Q

ABSTRACT

This study aims to analyse the effect of corporate governance and Environmental, Social, and Governance (ESG) on firm value in Indonesian manufacturing companies. The independent variables are board size, institutional ownership, managerial ownership, and ESG, while firm value is proxied by Tobin's Q. The sample comprises 29 manufacturing companies listed on the IDX for the 2018–2023 period, yielding 118 observations. The data were analysed using multiple linear regression. The results show that institutional ownership and ESG positively and significantly affect firm value, while board size and managerial ownership have no significant effect. These findings emphasise the role of ownership structures and ESG practices in enhancing firm value.

Keywords: Corporate Governance, ESG, Firm Value, Tobin's Q

PENDAHULUAN

Data menurut Direktori Industri Manufaktur Indonesia 2023 yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS), tercatat sebanyak 32.193 perusahaan skala menengah dan besar masih aktif beroperasi di sektor manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa sektor manufaktur memiliki kontribusi yang cukup besar dalam mendukung perekonomian nasional melalui aktivitas produksi, ekspor, dan penyerapan tenaga kerja. Namun, sektor ini juga menghadapi tantangan besar, terutama dalam menjaga stabilitas nilai perusahaan di tengah dinamika pasar global serta meningkatnya tuntutan terhadap praktik bisnis berkelanjutan.

Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian modern sebagai sarana penghimpunan dana dan pengalokasian sumber daya secara efisien. Melalui mekanisme investasi saham, investor dapat menilai prospek perusahaan berdasarkan kinerja keuangan, kondisi makroekonomi, serta sentimen pasar (Jogiyanto, 2017). Dalam konteks manajemen

keuangan, nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap prospek pertumbuhan dan profitabilitas jangka panjang. Rasio Tobin's Q sering digunakan sebagai indikator utama untuk menilai sejauh mana pasar menghargai aset perusahaan dibandingkan dengan biaya perolehannya (Tobin, 1969). Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan efektivitas manajemen dalam mengelola aset dan menciptakan kepercayaan investor terhadap prospek jangka panjang perusahaan.

Periode pengamatan penelitian selama 2018–2023, menunjukkan nilai perusahaan pada sektor manufaktur di Indonesia mengalami fluktuasi dan cenderung menurun, di mana rata-rata rasio Tobin's Q turun dari 2,45 pada tahun 2018 menjadi 1,47 pada tahun 2023. Kondisi ini menandakan penurunan kepercayaan investor terhadap kinerja dan prospek industri manufaktur. Penurunan tersebut tidak hanya disebabkan oleh faktor internal seperti menurunnya profitabilitas dan meningkatnya leverage, tetapi juga faktor eksternal seperti pandemi COVID-19 yang menekan produksi dan permintaan global.

Kondisi tersebut menyebabkan penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) menjadi krusial. Menurut teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976), hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*) berpotensi menimbulkan konflik kepentingan akibat perbedaan tujuan. Mekanisme tata kelola seperti ukuran dewan direksi (*board size*), kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial berperan penting dalam mengurangi konflik tersebut melalui peningkatan pengawasan dan penyelarasan kepentingan. Kepemilikan institusional dapat berfungsi sebagai pengawas eksternal yang efektif, sedangkan kepemilikan manajerial menyatukan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Aspek keberlanjutan seperti dimensi Environmental, Social, and Governance (ESG) juga menjadi perhatian utama dalam menciptakan nilai perusahaan. Berdasarkan teori pemangku kepentingan (Freeman, 1984), perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada berbagai pihak seperti karyawan, masyarakat, pemerintah, dan lingkungan. Implementasi ESG mencerminkan kepedulian perusahaan terhadap keberlanjutan lingkungan, tanggung jawab sosial, serta tata kelola yang etis. Kasus di negara Indonesia, penerapan ESG juga didorong oleh regulasi POJK No.51/POJK.03/2017 tentang laporan keberlanjutan serta *Sustainable Development Goals* (SDGs) yang diatur dalam Peraturan Presiden No.59 Tahun 2017. Namun, tingkat penerapan ESG di Indonesia, khususnya pada sektor manufaktur, masih tergolong rendah.

Berdasarkan data Bloomberg (2023), skor ESG perusahaan manufaktur meningkat hingga 45,91% pada tahun 2022, namun kembali menurun menjadi 19,53% pada 2023. Penurunan ini mengindikasikan kurangnya konsistensi dan kesadaran perusahaan terhadap praktik keberlanjutan. Di sisi lain, tingkat kepemilikan institusional juga menurun dari 35,65% (2018) menjadi 29,99% (2023), yang menunjukkan melemahnya fungsi pengawasan eksternal terhadap manajemen.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang cukup beragam seperti milik Albitar et al. (2020) yang menemukan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah penerapan Integrated Reporting menegaskan pentingnya transparansi dan tanggung jawab sosial terhadap kepercayaan pasar. Studi milik Putra (2024) meneliti perusahaan di Indonesia dan menemukan bahwa praktik GCG tetap berperan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan selama masa pandemi, meskipun efektivitasnya menurun akibat tekanan eksternal. Studi milik Ahmad et al. (2024) juga menegaskan bahwa di pasar berkembang Asia, penerapan ESG mampu menjembatani hubungan antara tanggung jawab sosial dan kinerja keuangan, terutama ketika didukung oleh kemampuan manajerial dan kualitas institusional yang baik. Sementara itu, Sarker dan Hossain (2023) menemukan bahwa struktur kepemilikan dan ukuran dewan direksi secara signifikan memengaruhi nilai perusahaan

manufaktur di Bangladesh.

Temuan penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara corporate governance, ESG, dan nilai perusahaan masih bersifat kontekstual dan belum konsisten di berbagai negara berkembang. Dalam konteks Indonesia, riset mengenai keterkaitan antara mekanisme tata kelola, keberlanjutan, dan nilai perusahaan masih terbatas, khususnya pada sektor manufaktur yang memiliki kontribusi cukup banyak terhadap ekonomi nasional. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *corporate governance* (*board size*, *institutional ownership*, *managerial ownership*) dan ESG terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia, dengan Tobin's Q sebagai parameter nilai perusahaan. Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis pengaruh board size terhadap nilai perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh institutional ownership terhadap nilai perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh managerial ownership terhadap nilai perusahaan.
4. Menganalisis pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (Jensen & Meckling, 1976)

Teori keagenan (*Agency Theory*) yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan kontraktual antara principal (pemilik atau pemegang saham) dan agent (manajer) dalam mengelola perusahaan. Dalam praktiknya, perbedaan kepentingan antara kedua pihak seringkali menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*). Pemilik menginginkan peningkatan nilai perusahaan dan keuntungan jangka panjang, sedangkan manajer cenderung berfokus pada kepentingan pribadi seperti bonus, jabatan, dan kenyamanan kerja. Konflik ini dapat menyebabkan munculnya *agency cost* yang menurunkan efisiensi perusahaan.

Penanganan dalam mengurangi konflik tersebut memerlukan mekanisme pengawasan yang efektif melalui penerapan corporate governance. Struktur kepemilikan, seperti kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, menjadi instrumen penting dalam teori ini. Kepemilikan institusional dapat berperan sebagai pihak pengawas eksternal yang mampu menekan perilaku oportunistik manajemen. Sementara itu, kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham karena manajer juga memiliki saham perusahaan. Selain itu, ukuran dewan (*board size*) yang optimal dapat meningkatkan efektivitas pengawasan internal melalui pengambilan keputusan yang lebih objektif dan kolektif. Dengan demikian, penerapan tata kelola yang baik diharapkan dapat menekan biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan (*firm value*).

Teori Stakeholder (Freeman, 1984)

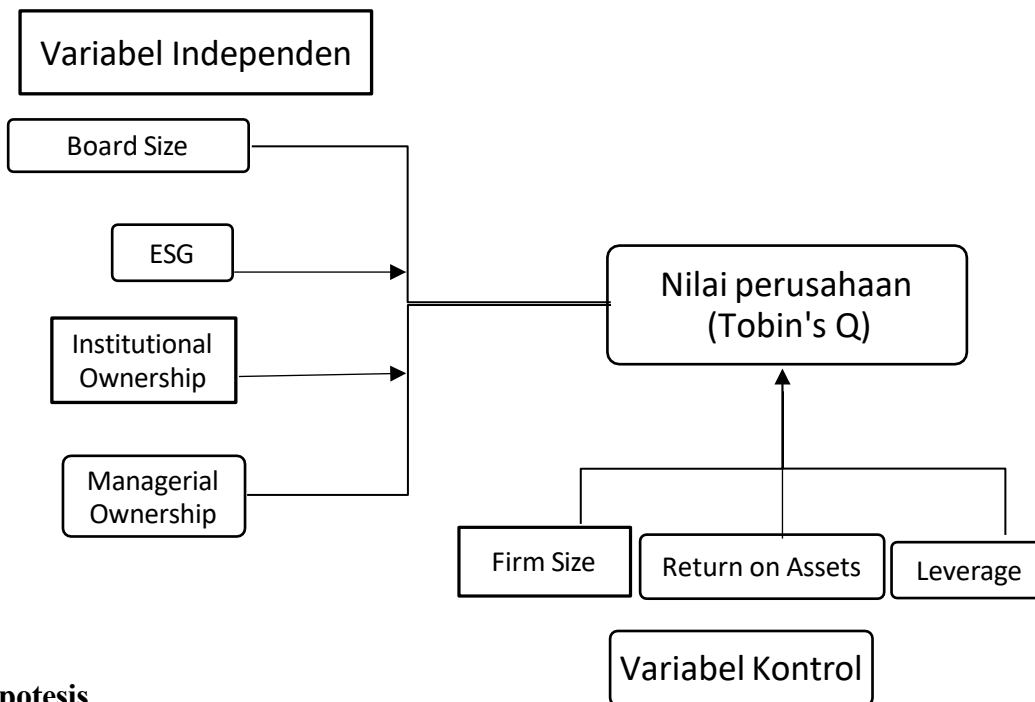
Teori Stakeholder yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menekankan bahwa keberhasilan perusahaan tidak hanya diukur dari keuntungan finansial semata, tetapi juga dari kemampuannya dalam memenuhi harapan berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Para pemangku kepentingan meliputi pemegang saham, karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat, dan pemerintah. Perusahaan harus menjaga keseimbangan antara kepentingan ekonomi dan tanggung jawab sosial agar dapat mempertahankan legitimasi dan keberlanjutan operasionalnya.

Implementasi *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam konteks ini menjadi wujud nyata penerapan teori stakeholder. Aspek lingkungan (*environmental*) menunjukkan kepedulian terhadap efisiensi energi dan pengurangan emisi; aspek sosial

(social) mencerminkan tanggung jawab terhadap kesejahteraan karyawan, konsumen, dan masyarakat; sedangkan aspek tata kelola (*governance*) memastikan adanya transparansi dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan. Praktik ESG yang baik memperkuat hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan, mengurangi risiko reputasi, serta meningkatkan kepercayaan investor dan pelanggan. Dengan demikian, kinerja ESG yang kuat dapat berkontribusi langsung terhadap peningkatan nilai perusahaan dan menciptakan keberlanjutan jangka panjang.

Kerangka Pemikiran

Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian



Hipotesis

Ukuran dewan direksi merupakan salah satu mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) yang berperan dalam mengawasi dan mengendalikan manajemen. Berdasarkan *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976), semakin banyak jumlah anggota dewan maka semakin luas fungsi pengawasan yang dapat menekan konflik keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Dalam perspektif *Signaling Theory* (Spence, 1973), dewan yang lebih besar juga memberi sinyal positif kepada investor mengenai kekuatan tata kelola dan efektivitas pengawasan perusahaan.

Penelitian milik Ko et al. (2024), menunjukkan bahwa ukuran dewan yang lebih besar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena keberagaman pengalaman dan keahlian anggota dewan meningkatkan kualitas pengambilan keputusan. Namun, Morri et al. (2023) menemukan hasil yang tidak signifikan, menunjukkan bahwa pengaruh ukuran dewan bersifat kontekstual tergantung efektivitas pengelolaannya bukan jumlahnya. Dengan demikian, ukuran dewan yang dikelola secara optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui fungsi pengawasan dan koordinasi yang lebih baik.

H1: Board size berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga keuangan seperti bank, dana pensiun, atau manajer investasi. Berdasarkan *Agency*

Theory (Jensen & Meckling, 1976), investor institusional memiliki kemampuan dan insentif yang lebih besar untuk mengawasi manajemen dibandingkan investor individu. Pengawasan yang efektif dari institusi besar dapat menekan perilaku oportunistik manajer dan mendorong keputusan yang berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Hasan et al. (2023) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena institusi dengan kepemilikan besar mampu memperkuat tata kelola dan meningkatkan kepercayaan pasar. Dengan demikian, semakin tinggi kepemilikan institusional, semakin kuat fungsi pengawasan eksternal terhadap manajemen dan semakin tinggi pula nilai perusahaan.

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen, termasuk direktur dan eksekutif perusahaan. Berdasarkan *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976), kepemilikan saham oleh manajer menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga mengurangi konflik keagenan dan mendorong pengambilan keputusan yang meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil yang berbeda akan ditemukan ketika, kepemilikan yang terlalu besar memberikan dampak dominasi manajemen dan melemahkan pengawasan eksternal. Hasil penelitian Hasan et al. (2023) menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan bersifat kontekstual, tetapi secara umum kepemilikan manajerial yang proporsional dapat meningkatkan nilai perusahaan.

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Environmental, Social, and Governance (ESG) mencerminkan tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan, sosial, dan tata kelola. Berdasarkan *Stakeholder Theory* (Freeman, 1984) dan pandangan Mitchell et al. (1997), penerapan ESG yang baik memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan, meningkatkan legitimasi, serta mengurangi risiko reputasi dan regulasi.

Kinerja ESG yang unggul juga menjadi sinyal positif bagi investor mengenai kualitas manajemen dan ketahanan perusahaan. Penelitian milik Ahmad et al. (2024) dan Buallay et al. (2024) menunjukkan bahwa perusahaan dengan praktik ESG yang kuat cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi.

H4: ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh corporate governance dan Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018–2023.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode observasi. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu berdasarkan ketersediaan dan kelengkapan data variabel penelitian, khususnya data ESG yang diperoleh dari Bloomberg Terminal. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 29 perusahaan yang memenuhi syarat dengan total 118 observasi (29 perusahaan × 6 tahun) selama periode penelitian.

Variabel yang digunakan terdiri atas:

1. Variabel dependen: Nilai perusahaan yang diukur menggunakan rasio Tobin's Q.
2. Variabel independen: Board Size (ukuran dewan direksi), Institutional Ownership (kepemilikan institusional), Managerial Ownership (kepemilikan manajerial), dan ESG Score (kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola).

Sebelum melakukan analisis regresi, model penelitian diuji terlebih dahulu menggunakan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas untuk memastikan data memenuhi syarat.

Setelah syarat terpenuhi, selanjutnya dilakukan uji validitas dan reliabilitas untuk memastikan keandalan instrumen, uji statistik t untuk menguji pengaruh parsial masing-masing variabel independen terhadap nilai perusahaan, uji statistik F untuk menguji pengaruh simultan seluruh variabel independen, dan koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobins'Q	118	0,00	185,00	113,21	31,49
Board Size	118	0,00	10,00	5,52	2,07
ESG	118	0,00	6.348,00	3.644,44	1.864,34
Inst own	118	0,00	9.213,00	3.489,35	3.598,22
Mgmt Own	118	0,00	7.131,00	603,26	1.626,60
LN_FSI	118	27,26	33,89	31,03	1,62
Return on Asset	118	-40,00	15,00	3,88	6,42
Leverage	118	0,00	178,00	28,06	23,25

1. Tobin's Q memiliki nilai minimum sebesar 0,00 dan maksimum 185,00, dengan nilai rata-rata 113,21 dan standar deviasi 31,49. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat variasi yang cukup besar dalam nilai perusahaan antarperusahaan sampel, di mana sebagian perusahaan memiliki nilai pasar yang jauh lebih tinggi dibandingkan nilai asetnya.
2. Board Size memiliki nilai minimum 0 dan maksimum 10, dengan rata-rata 5,52 dan standar deviasi 2,07. Ini menunjukkan bahwa secara umum, jumlah anggota dewan pada perusahaan sampel berkisar antara lima hingga enam orang, meskipun terdapat perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih kecil maupun lebih besar.
3. ESG (Environmental, Social, and Governance) memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 6.348,00, dengan rata-rata 3.644,44 serta standar deviasi 1.864,34. Nilai

ini menunjukkan adanya perbedaan tingkat penerapan prinsip keberlanjutan yang sangat bervariasi di antara perusahaan, di mana sebagian perusahaan menunjukkan skor ESG yang sangat tinggi, sedangkan sebagian lainnya relatif rendah.

4. Kepemilikan Institusional (Institutional Ownership) memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 9.213,00, dengan rata-rata 3.489,35 dan standar deviasi 3.598,22. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh institusi bervariasi cukup luas antarperusahaan, menandakan adanya perbedaan dalam struktur kepemilikan yang signifikan.
5. Kepemilikan Manajerial (Managerial Ownership) memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 7.131,00, dengan rata-rata 603,26 serta standar deviasi 1.626,60. Nilai ini menunjukkan bahwa porsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen relatif kecil, namun masih terdapat perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi.
6. Ukuran Perusahaan (Firm Size) yang diproksikan dengan LN_FSI memiliki nilai minimum 27,26 dan maksimum 33,89, dengan rata-rata 31,03 dan standar deviasi 1,62. Ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dalam sampel cenderung besar, namun tetap terdapat variasi di antara perusahaan dengan aset yang lebih kecil.
7. Return on Asset (ROA) memiliki nilai minimum -40,00 dan maksimum 15,00, dengan rata-rata 3,88 serta standar deviasi 6,42. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas antarperusahaan bervariasi cukup signifikan, di mana terdapat perusahaan yang mengalami kerugian maupun yang menghasilkan laba tinggi.
8. Leverage memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 178,00, dengan rata-rata 28,06 serta standar deviasi 23,25. Nilai ini menunjukkan bahwa tingkat penggunaan utang perusahaan sampel cukup beragam, menandakan adanya perbedaan strategi pendanaan di antara perusahaan manufaktur.

Hasil Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test				
		Unstandardized Residual (Independen)	Unstandardized Residual (Kontrol)	Unstandardized Residual (Gabungan)
N		118	118	118
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	29.308	28.708	26.801
Most Extreme Differences	Absolute	.103	.103	.068
	Positive	.103	.103	.068
	Negative	-.047	-.060	-.042
Test Statistic		.103	.103	.068
Asymp. Sig. (2-tailed)		.004 ^c	.004 ^c	.200 ^{c,d}

Penelitian ini menggunakan uji Kolmogorov–Smirnov (K–S) dengan tingkat signifikansi 0,05 sebagai batas pengujian. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai sebesar 0,200 untuk data gabungan. Nilai ini lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa data residual berdistribusi normal apabila menggunakan variabel kontrol. Artinya, model regresi memenuhi asumsi normalitas sehingga penyebaran data residual tidak menyimpang.

Kondisi ini memperkuat validitas hasil regresi, karena parameter yang diestimasi akan menghasilkan nilai yang efisien dan tidak bias.

Tabel 2. Hasil Multikolinearitas

(Dependent Variable: Tobins'Q) Coefficients ^a						
Model	Collinearity Statistics (Independen)		Collinearity Statistics (Kontrol)		Collinearity Statistics (Gabungan)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
Board Size	.906	1.104			.809	1.236
ESG	.902	1.108			.896	1.116
Inst own	.971	1.030			.922	1.085
Mgmt Own	.973	1.028			.963	1.039
LN_FSI			.606	1.649		
Return on Asset			.592	1.690	.544	1.840
Leverage			.967	1.034	.572	1.748

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mendeteksi apakah terdapat hubungan yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Model yang baik seharusnya bebas dari gejala multikolinearitas, karena kondisi tersebut dapat menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak stabil dan sulit diinterpretasikan. Berdasarkan hasil pengujian, seluruh model memiliki nilai Tolerance > 0,10 dan VIF < 10, baik pada model independen maupun model gabungan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas di antara variabel bebas.

Tabel 3. Hasil Autokorelasi

Model Summary			
Model	Durbin-Watson (Independen)	Durbin-Watson (Kontrol)	Durbin-Watson (Gabungan)
1	2.017	2.038	2.138

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lainnya dalam model regresi. Model yang baik harus bebas dari autokorelasi, karena adanya korelasi antar residual dapat menyebabkan estimasi parameter menjadi tidak efisien. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai Durbin–Watson (DW) sebesar 2,017 untuk model independen dan 2,138 untuk model gabungan. Nilai tersebut berada dalam rentang 1,5 hingga 2,5, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi, baik positif maupun negatif, di antara residual. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hasil estimasi yang diperoleh bersifat valid dan dapat dipercaya.

Tabel 4. Hasil Heterokedastisitas

Coefficients ^a							
Independen			Kontrol		Gabungan		
Model	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.	
1 (Constant)	8.959	.000	2.825	.006	3.229	.002	
Board Size	.013	.990			1.096	.276	
ESG	2.819	.006			1.372	.173	
Inst own	3.101	.002			-.792	.430	
Mgmt Own	1.407	.162			1.406	.162	
LN_FSI			.280	.780			
Return on Asset			-1.614	.109	-.082	.935	
Leverage			-1.878	.063	-2.020	.046	
a. Dependent Variable: ABS_RES							

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah terdapat ketidaksamaan varians residual pada model regresi. Model regresi yang baik harus memenuhi asumsi homoskedastisitas, yaitu kondisi di mana varians residual bersifat konstan. Apabila terjadi heteroskedastisitas, maka hasil estimasi dapat menjadi tidak efisien dan menyebabkan bias pada interpretasi koefisien regresi.

Dalam penelitian ini digunakan uji Glejser, di mana kriteria pengujianya adalah apabila nilai signifikansi (Sig.) > 0,05, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Berdasarkan hasil pengujian yang ditampilkan pada tabel di atas, diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Model tanpa variabel kontrol (Model Independen):

Variabel ESG dan Institutional Ownership memiliki nilai signifikansi masing-masing sebesar 0,006 dan 0,002, yang berarti lebih kecil dari 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa kedua variabel tersebut berpotensi menimbulkan heteroskedastisitas pada model awal. Namun, variabel lainnya seperti Board Size (Sig. = 0,990) dan Managerial Ownership (Sig. = 0,162) menunjukkan nilai di atas 0,05, yang menandakan tidak terjadi heteroskedastisitas pada variabel tersebut. Dengan demikian, model awal masih menunjukkan adanya indikasi heteroskedastisitas ringan.

2. Model dengan variabel kontrol (Model Kontrol):

Setelah menambahkan variabel kontrol Return on Asset (Sig. = 0,109) dan Leverage (Sig. = 0,063), seluruh variabel independen memiliki nilai signifikansi di atas 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dengan variabel independen maupun kontrol. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model dengan variabel kontrol tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

3. Model gabungan:

Pada model gabungan, sebagian besar variabel memiliki nilai signifikansi di atas 0,05, kecuali Leverage (Sig. = 0,046) yang sedikit di bawah batas toleransi. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat heteroskedastisitas yang terjadi relatif ringan dan tidak bersifat sistematis, sehingga model masih dapat dianggap memenuhi asumsi klasik heteroskedastisitas.

Secara keseluruhan, perbandingan antara model independen, kontrol, dan gabungan menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol (ROA dan Leverage) membantu meningkatkan kestabilan model regresi. Model gabungan terbukti lebih baik dalam mengatasi potensi heteroskedastisitas, sehingga hasil estimasi regresi dapat dinyatakan lebih efisien, reliabel, dan layak untuk digunakan dalam analisis lanjutan.

Hasil Regresi

Tabel 5. Hasil Regresi Linier Berganda

Variabel	Model 1 (Tanpa Kontrol)		Model 2 (Dengan Kontrol)	
	Unstandardized Coefficients	Sig.	Unstandardized Coefficients	Sig.
Board Size	.018	.990	-1.538	.263
ESG	.004	.006	.005	.001
Institutional Ownership	.002	.002	.002	.024
Managerial Ownership	.002	.162	.002	.153
ROA	—	—	1.139	.036
Leverage	—	—	-.281	.055
Adj r (Adj R ²)	0.148		0.237	Model 2 lebih kuat menjelaskan variasi nilai perusahaan
Uji F	4.370	.003 ^b	6.587	.000 ^b

- Hasil regresi pada Tabel 6 menunjukkan bahwa pada Model 1 (tanpa variabel kontrol), variabel ESG ($\beta = 0,004$; Sig. = 0,006) dan Institutional Ownership ($\beta = 0,002$; Sig. = 0,002) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Board Size ($\beta = 0,018$; Sig. = 0,990) dan Managerial Ownership ($\beta = 0,002$; Sig. = 0,162) tidak berpengaruh signifikan.
- Model 2 (dengan variabel kontrol) memiliki hasil regresi, variabel ESG ($\beta = 0,005$; Sig. = 0,001) dan Institutional Ownership ($\beta = 0,002$; Sig. = 0,024) tetap berpengaruh positif signifikan, sedangkan Board Size ($\beta = -1,538$; Sig. = 0,263) dan Managerial Ownership ($\beta = 0,002$; Sig. = 0,153) tetap tidak signifikan. Variabel kontrol ROA ($\beta = 1,139$; Sig. = 0,036) berpengaruh positif signifikan, sementara Leverage ($\beta = -0,281$; Sig. = 0,055) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Nilai Adjusted R² meningkat dari 0,148 menjadi 0,237, menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol memperkuat kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan. Selain itu, Uji F meningkat dari 4,370 (Sig. = 0,003) menjadi 6,587 (Sig. = 0,000), mengindikasikan bahwa model dengan kontrol lebih layak dan signifikan secara simultan.

- Secara keseluruhan, hasil ini menunjukkan bahwa ESG dan Institutional Ownership secara konsisten berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Board Size dan Managerial Ownership tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Uji t

Tabel 6. Uji t

Coefficients ^a						Kesimpulan Hasil Gabungan
Independen			Gabungan			
Model	t	Sig.	t	Sig.		
1	(Constant)	8.959	.000	.068	.000	
	Board Size	.013	.990	-1.263	.263	Ditolak pada kedua model
	ESG	2.819	.006	3.140	.001	Diterima pada kedua model
	Inst own	3.101	.002	2.511	.024	Diterima pada kedua model
	Mgmt Own	1.407	.162	2.036	.153	Ditolak pada kedua model
	Return on Asset			1.749	.036	Diterima
	Leverage			2.136	.055	Diterima

- Board Size
Memiliki nilai signifikansi $> 0,05$ pada kedua model, menunjukkan bahwa jumlah anggota dewan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Efektivitas pengawasan lebih ditentukan oleh kualitas dan koordinasi dewan, bukan oleh jumlah anggotanya.
- Managerial Ownership
Menunjukkan pengaruh tidak signifikan pada kedua model. Artinya, efek penyelarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham melemah ketika faktor keuangan diperhitungkan.
- Variabel (Institusional ownership, ESG, ROA, Leverage)
Semuanya berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa faktor keuangan belum menjadi determinan utama nilai pasar selama periode penelitian.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis, dapat disimpulkan bahwa corporate governance dan ESG berperan penting dalam menentukan nilai perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2018–2023. Hasil penelitian menunjukkan bahwa board size berpengaruh negatif namun tidak signifikan dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa jumlah anggota dewan yang dan tingkat kepemilikan manajemen yang besar tidak selalu meningkatkan efektivitas pengawasan.

Kepemilikan institusional pada penelitian ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang berarti bahwa semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki institusi, semakin baik pengawasan serta penyelarasan kepentingan antara pemegang saham

dan pengelolaan manajemen. Selain itu, variabel ESG juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, menunjukkan bahwa penerapan prinsip *Environmental, Social, and Governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor, memperkuat reputasi, serta menciptakan nilai jangka panjang bagi perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil ini mendukung teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) dan teori pemangku kepentingan (Freeman, 1984) yang menekankan pentingnya pengawasan, kepemilikan, dan tanggung jawab sosial dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang dapat menjadi pertimbangan bagi penelitian selanjutnya, yaitu:

1. Objek penelitian terbatas pada perusahaan sektor manufaktur, sehingga hasilnya belum dapat digeneralisasikan untuk sektor lain seperti keuangan atau pertambangan
2. Periode penelitian (2018–2023) mencakup masa pandemi COVID-19, yang dapat memengaruhi kondisi pasar dan menimbulkan fluktuasi kinerja perusahaan serta harga saham.
3. Data ESG masih terbatas, karena tidak semua perusahaan manufaktur melaporkan data keberlanjutan secara konsisten di Bloomberg Terminal. Hal ini menyebabkan jumlah sampel yang dapat digunakan menjadi berkurang.
4. Nilai Adjusted R² sebesar 0,251, menunjukkan masih terdapat faktor lain di luar variabel penelitian seperti kebijakan dividen yang dapat memengaruhi nilai perusahaan.
5. Perbedaan standar pelaporan ESG antarperusahaan dapat memengaruhi validitas skor ESG yang digunakan dalam penelitian ini.

Saran

Berdasarkan hasil dan keterbatasan penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Implikasi bagi Akademisi

Peneliti selanjutnya diharapkan dapat memperluas objek penelitian pada berbagai sektor industri agar hasilnya lebih representatif. Selain itu, dapat ditambahkan variabel lain seperti profitabilitas (ROI), *Market Share*, atau kebijakan dividen sebagai variabel kontrol untuk mendapatkan hasil yang lebih komprehensif. Penelitian lanjutan juga disarankan untuk menggunakan metode lain seperti GMM atau *structural equation modeling (SEM)* agar mampu menangkap hubungan antarvariabel secara lebih akurat.

2. Implikasi bagi Perusahaan

Perusahaan diharapkan dapat meningkatkan praktik *good corporate governance* melalui optimalisasi peran dewan sebagai alternatif bentuk pengawasan eksternal. Selain itu, peningkatan kinerja ESG perlu menjadi prioritas utama karena terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Implementasi ESG yang konsisten akan memperkuat reputasi perusahaan, meningkatkan kepercayaan investor, dan mendorong keberlanjutan bisnis jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, S., Mohti, W., Khan, M., Irfan, M., & Bhatti, O. K. (2024). Creating a bridge between ESG and firm's financial performance in Asian emerging markets: Catalytic role of managerial ability and institutional quality. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-01-2024-0004>
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429–444.
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – Emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81.
- Buallay, A., Fadel, S. M., Alajmi, J., & Saudagaran, S. (2024). Sustainability and firm value: The mediating role of ESG performance in Gulf Cooperation Council countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(1), 56–75.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Hasan, M. M., Khan, S., & Islam, M. S. (2023). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from emerging markets. *Asian Journal of Business and Accounting*, 16(2), 123–145.
- 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.
- Jogiyanto, H. M. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi ke-10)*. Yogyakarta: BPFE.
- Ko, C., Chen, W., & Lin, C. (2024). Board structure, governance quality, and firm performance: Evidence from East Asia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(2), 239–259.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886.
- Morri, G., Artina, E., & Mazza, T. (2023). Corporate governance and firm value in European markets: The moderating role of board diversity. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 78–96.
- Putra, F. (2024). Good corporate governance, firm performance, and COVID-19: Evidence from Indonesia. *Journal of Applied Accounting and Finance*, 8(2), 110–126.
- Sarker, M., & Hossain, M. (2023). Ownership structure, board composition, and firm value: Evidence from the manufacturing industry in Bangladesh. *Journal of Management and Governance*, 27(3), 915–940.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.