

Do ESG practices and intellectual capital drive financial performance? panel evidence from Indonesian public firms

Noor Endah Cahyawati*, Syarifah Najla

Department of Accounting, Faculty of Business and Economics, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

*Corresponding Email addresses: noor.endah@uii.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) serta Intellectual Capital (IC) terhadap kinerja keuangan perusahaan publik di Indonesia selama periode 2016–2022. Kinerja ESG diukur menggunakan skor ESG Refinitiv, sedangkan IC dihitung melalui model *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC). Kinerja keuangan diproses menggunakan Tobin's Q untuk merepresentasikan penilaian pasar terhadap nilai perusahaan. Metode yang digunakan adalah regresi data panel dengan pendekatan Fixed Effect Model, berdasarkan hasil uji pemilihan model yang menunjukkan kesesuaian model terhadap karakteristik data. Sampel penelitian terdiri atas 35 perusahaan yang memiliki kelengkapan data secara konsisten, sehingga menghasilkan total 245 observasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG, baik secara agregat maupun pada masing-masing dimensinya (lingkungan, sosial, dan tata kelola), tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Hal ini menandakan bahwa faktor keberlanjutan belum menjadi determinan utama dalam penilaian pasar. Sebaliknya, *Intellectual Capital* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q, yang mengindikasikan bahwa efektivitas pengelolaan aset tidak berwujud lebih diapresiasi oleh investor dibandingkan inisiatif keberlanjutan. Variabel kontrol menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan, sedangkan profitabilitas dan *leverage* tidak memengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini berkontribusi dalam memperkuat literatur mengenai determinan nilai perusahaan di pasar negara berkembang dengan menunjukkan bahwa modal intelektual merupakan faktor strategis yang lebih diperhatikan pasar dibandingkan ESG. Hasil penelitian ini juga memberikan implikasi praktis bagi perusahaan untuk memprioritaskan pengembangan modal intelektual sebagai strategi peningkatan nilai pasar, serta bagi regulator untuk mendorong peningkatan kualitas, relevansi, dan kedalaman pelaporan ESG agar mampu memberikan sinyal yang lebih kuat bagi investor.

Kata kunci: ESG, *Intellectual Capital*, kinerja keuangan, ROA, *Tobin's Q*.

PENDAHULUAN

Dalam era transformasi ekonomi global dan tekanan keberlanjutan yang semakin kuat, perusahaan tidak lagi hanya dinilai dari kepemilikan aset fisik, melainkan juga dari kontribusinya terhadap pembangunan berkelanjutan dan efektivitas pemanfaatan sumber daya tak berwujud. Dua elemen kunci yang kini menjadi perhatian strategis adalah *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan *Intellectual Capital* (IC). ESG merupakan kerangka kerja yang menilai sejauh mana perusahaan memperhatikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik dalam proses bisnisnya, sedangkan IC mengacu pada aset tidak berwujud seperti pengetahuan, kapabilitas organisasi, serta relasi eksternal yang mendukung keunggulan kompetitif jangka panjang.

Pada tingkat global, ESG telah menjadi acuan utama dalam menilai keberlanjutan dan reputasi perusahaan (Buallay, 2019; Behl et al., 2022). Namun demikian, bukti empiris di negara berkembang, termasuk Indonesia, masih menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian oleh Khairunnisa dan Widiastuty (2023) menyimpulkan bahwa hanya dimensi *governance* yang konsisten berdampak positif terhadap kinerja keuangan, sementara dimensi *environmental* dan *social* belum menunjukkan pengaruh signifikan. Hal ini mencerminkan bahwa integrasi ESG dalam strategi bisnis di pasar berkembang

masih dipengaruhi oleh konteks kelembagaan, preferensi investor jangka pendek, dan kerangka regulasi yang belum matang. Sementara itu, *Intellectual Capital* telah terbukti memiliki hubungan yang lebih konsisten dengan kinerja keuangan, baik di negara maju maupun berkembang. Penelitian terdahulu (Sitanggang & Ratmono, 2019) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki modal manusia, struktural, dan relasional yang kuat cenderung memiliki efisiensi operasional dan inovasi yang lebih tinggi. Meskipun demikian, sebagian besar studi di Indonesia cenderung mengkaji ESG dan IC secara terpisah, tanpa mempertimbangkan potensi interaksi atau sinergi keduanya dalam menciptakan nilai perusahaan.

Kebaruan penelitian ini terletak pada pendekatan integratif yang menguji pengaruh simultan antara kinerja ESG dan *Intellectual Capital* terhadap kinerja keuangan perusahaan publik di Indonesia. Penelitian ini tidak hanya mengkaji hubungan langsung, namun juga menawarkan kerangka analisis yang lebih komprehensif dengan mempertimbangkan kedua elemen strategis tersebut sebagai determinan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini dilakukan dalam konteks implementasi POJK No. 51/POJK.03/2017 tentang keuangan berkelanjutan, sehingga menawarkan tinjauan kontekstual terhadap efektivitas regulasi dan kesiapan perusahaan Indonesia dalam mengadopsi prinsip keberlanjutan. Dengan menggunakan data panel dari 87 perusahaan publik selama periode 2016–2022, serta mengintegrasikan pendekatan regresi panel tetap (*Fixed Effect Model*), penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoritis dalam memperkaya literatur mengenai keberlanjutan dan aset tidak berwujud, serta kontribusi praktis bagi manajer perusahaan, investor, dan regulator dalam menyusun strategi penciptaan nilai yang selaras dengan prinsip keberlanjutan jangka panjang.

LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESIS DEVELOPMENT INTRODUCTION

Tinjauan Pustaka

Penelitian ini didasarkan pada tiga teori utama yang menjelaskan keterkaitan antara *Environmental, Social, and Governance (ESG)*, *Intellectual Capital*, dan kinerja keuangan perusahaan, yaitu Teori Stakeholder, Teori Legitimasi, dan Teori Sumber Daya Berbasis (*Resource-Based View/RBV*). Ketiga teori ini masing-masing menjelaskan aspek berbeda dari variabel penelitian. *Stakeholder Theory* menjelaskan ekspektasi pemangku kepentingan terhadap dimensi sosial dan tata kelola; *Legitimacy Theory* menjelaskan motivasi perusahaan dalam menerapkan praktik lingkungan dan ESG secara keseluruhan; sedangkan RBV menjelaskan bagaimana modal intelektual (IC) sebagai sumber daya internal mampu menciptakan keunggulan kompetitif.

Teori stakeholder yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menyatakan bahwa keberhasilan suatu perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan menciptakan keuntungan bagi pemegang saham, tetapi juga oleh kemampuannya memenuhi harapan dari berbagai kelompok yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan, seperti karyawan, konsumen, pemerintah, komunitas, dan investor. Dalam konteks ini, kinerja ESG merupakan bentuk tanggung jawab perusahaan dalam merespons kepentingan para pemangku kepentingan (stakeholders) secara menyeluruh. Studi sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip ESG secara konsisten cenderung mendapatkan dukungan lebih besar dari stakeholder yang berujung pada peningkatan reputasi, loyalitas konsumen, serta efisiensi operasional (El Ghoul et al., 2011). Oleh karena itu, implementasi ESG diyakini dapat memberikan kontribusi terhadap pencapaian kinerja keuangan yang lebih baik.

Teori legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan akan selalu berupaya untuk memastikan bahwa aktivitas dan operasionalnya dapat diterima oleh masyarakat luas melalui penyesuaian terhadap nilai, norma, dan kepercayaan yang berlaku. Sejalan dengan pandangan ini, Deegan (2002) menyatakan bahwa pengungkapan informasi keberlanjutan, termasuk praktik ESG, merupakan bentuk strategi perusahaan untuk mendapatkan legitimasi sosial. Perusahaan yang mampu menunjukkan komitmen terhadap isu lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik akan memperoleh kepercayaan dari masyarakat dan pemangku kepentingan lainnya. Legitimasi yang diperoleh ini selanjutnya akan berdampak positif terhadap peningkatan nilai perusahaan dan pencapaian tujuan finansial jangka panjang (Suchman, 1995).

Teori RBV (Barney, 1991) menyatakan bahwa keunggulan kompetitif jangka panjang dapat diperoleh melalui penguasaan dan pemanfaatan sumber daya strategis yang memiliki karakteristik

valuable (bernilai), rare (langka), inimitable (tidak mudah ditiru), dan non-substitutable (tidak dapat digantikan). Salah satu bentuk sumber daya tersebut adalah *Intellectual Capital*, yaitu aset tak berwujud yang mencakup modal manusia, modal struktural, dan modal relasional.

Pengelolaan modal intelektual secara efektif dapat menghasilkan inovasi, efisiensi, dan nilai tambah yang mendorong peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Metode pengukuran IC secara kuantitatif umumnya menggunakan pendekatan *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)* sebagaimana dikembangkan oleh Pulic (2000), dan telah digunakan secara luas dalam penelitian-penelitian sebelumnya (Sitanggang & Ratmono, 2019; Budita & Fidiana, 2023).

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan teori legitimasi, perusahaan yang aktif dalam praktik ramah lingkungan berupaya mendapatkan penerimaan sosial dengan meminimalkan dampak negatif terhadap lingkungan. Praktik ini diharapkan meningkatkan citra perusahaan di mata publik dan investor, sehingga berkontribusi pada peningkatan nilai pasar dan profitabilitas. Studi sebelumnya (Zhu et al., 2022; Zahroh & Hersugondo, 2021) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan yang baik berpotensi memperkuat reputasi perusahaan dan mengurangi risiko jangka panjang, yang pada akhirnya berdampak pada kinerja keuangan.

H₁: Kinerja lingkungan (Environmental) berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dimensi sosial dari ESG mencerminkan hubungan perusahaan dengan karyawan, konsumen, dan komunitas. Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan yang memperhatikan kesejahteraan pemangku kepentingan utama dapat meningkatkan loyalitas dan produktivitas, yang kemudian meningkatkan efisiensi operasional dan laba perusahaan. Penelitian oleh Yoo & Managi (2022) serta Nugroho & Hersugondo (2022) menunjukkan bahwa program sosial yang efektif berkontribusi pada peningkatan citra dan kepercayaan publik.

H₂: Kinerja sosial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Dimensi *governance* mencerminkan kualitas pengawasan, transparansi, dan tanggung jawab manajerial perusahaan. Berdasarkan *agency theory*, tata kelola yang baik mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, yang berdampak positif pada efisiensi pengelolaan sumber daya dan nilai perusahaan. Temuan dari Sitanggang & Ratmono (2019) dan Javeed & Lefen (2019) mendukung bahwa *governance* yang kuat berkontribusi pada kinerja keuangan yang lebih tinggi.

H₃: Kinerja tata kelola (Governance) berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Ketika ketiga dimensi ESG diintegrasikan secara konsisten, perusahaan dianggap memiliki komitmen tinggi terhadap keberlanjutan. Menurut teori legitimasi dan stakeholder, komitmen ini dapat meningkatkan kepercayaan investor dan akses terhadap pendanaan, serta memperkuat posisi kompetitif. Penelitian oleh Buallay (2019) dan Khairunnisa & Widiastuty (2023) menunjukkan bahwa skor ESG secara keseluruhan memiliki potensi memperbaiki nilai perusahaan.

H₄: Kinerja ESG secara keseluruhan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Intellectual Capital (IC) atau modal intelektual merupakan aset tidak berwujud perusahaan yang mencakup modal manusia (pengetahuan dan keterampilan karyawan), modal struktural (sistem, proses, dan budaya organisasi), serta modal relasional (hubungan eksternal dengan pelanggan, pemasok, dan mitra). Landasan teoritis utama yang digunakan dalam menjelaskan peran IC terhadap kinerja keuangan adalah *Resource-Based View* (RBV) sebagaimana dikembangkan oleh Barney (1991). Teori ini menyatakan bahwa sumber daya yang bernilai, langka, tidak mudah ditiru, dan tidak dapat disubstitusi (VRIN) akan memberikan keunggulan kompetitif berkelanjutan bagi perusahaan. Modal intelektual, terutama dalam konteks industri berbasis pengetahuan dan inovasi, memenuhi kriteria VRIN tersebut.

Secara empiris, sejumlah penelitian telah membuktikan bahwa IC berkontribusi positif terhadap penciptaan nilai dan profitabilitas perusahaan. Salah satu pendekatan yang banyak digunakan untuk

mengukur IC secara kuantitatif adalah *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) yang dikembangkan oleh Pulic (2000). Pendekatan ini membagi IC menjadi tiga komponen: efisiensi modal manusia, efisiensi modal struktural, dan efisiensi modal yang digunakan. Penelitian yang dilakukan oleh Sitanggang dan Ratmono (2019), serta Budita dan Fidiana (2023), menunjukkan bahwa IC berpengaruh positif signifikan terhadap *Return on Assets* (ROA) dan *Tobin's Q* dalam konteks perusahaan publik di Indonesia. Namun demikian, sebagian besar penelitian sebelumnya cenderung memisahkan kajian ESG dan IC sebagai dua variabel yang berdiri sendiri. Padahal, dalam praktik manajemen strategis modern, ESG dan IC merupakan dua bentuk aset tidak berwujud yang saling melengkapi dan secara kolektif membentuk nilai jangka panjang perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menggabungkan keduanya untuk memperoleh pemahaman yang lebih utuh tentang faktor-faktor determinan kinerja keuangan. Berdasarkan landasan teori dan temuan empiris tersebut, hipotesis berikut diajukan:

H₅: *Intellectual Capital* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-komparatif untuk menguji pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) serta *Intellectual Capital* (IC) terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data panel perusahaan publik non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016 hingga 2022.

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI pada periode pengamatan. Teknik purposive sampling digunakan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan memiliki skor ESG lengkap (lingkungan, sosial, dan tata kelola) dari basis data Refinitiv Eikon.
2. Perusahaan secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahunan dan laporan keuangan yang telah diaudit selama periode pengamatan.
3. Tersedia data untuk perhitungan Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) dan variabel kontrol.
4. Perusahaan di sektor keuangan dikecualikan karena perbedaan struktur pelaporan keuangan.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 35 perusahaan yang menjadi sampel penelitian, sehingga menghasilkan total 245 observasi perusahaan-tahun ($35 \text{ perusahaan} \times 7 \text{ tahun}$). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari: Laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan (melalui situs www.idx.co.id), Skor ESG dari Refinitiv Thomson Reuters database, dan harga saham dan data nilai pasar dari Yahoo Finance dan Investing.com. Pengukuran seluruh variabel dalam penelitian ini dijelaskan secara rinci pada Tabel 2.

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Variabel	Indikator / Pengukuran	Sumber Data	Referensi (Penelitian Najla)
Kinerja Lingkungan (ENS)	Environmental Pillar Score (0–100), mengukur emisi, inovasi, penggunaan sumber daya	Refinitiv Thomson Reuters database	Zahroh & Hersugondo (2021)
Kinerja Sosial (SOS)	Social Pillar Score (0–100), mencakup tenaga kerja, HAM, komunitas, tanggung jawab produk	Refinitiv Thomson Reuters database	Zahroh & Hersugondo (2021)
Kinerja Tata Kelola (GS)	Governance Pillar Score (0–100), mencakup manajemen, dewan, pemegang saham, strategi CSR	Refinitiv Thomson Reuters database	Zahroh & Hersugondo (2021)
Kinerja ESG (ESG Score)	Skor gabungan ESG (0–100), termasuk skor kontroversi ESG	Refinitiv Thomson Reuters database	Zahroh & Hersugondo (2021)
<i>Intellectual Capital (IC)</i>	Diukur menggunakan model VAICTM (Pulic, 2000), terdiri dari: 1) VACA = VA/CE; 2) VAHU = VA/HC; 3) STVA = SC/VA; dan 4) VAICTM = VACA + VAHU + STVA	Annual Report perusahaan	Febriany (2019)

Variabel	Indikator / Pengukuran	Sumber Data	Referensi (Penelitian Najla)
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ln Total Aset	Osiris Database	Khairunnisa & Widiastuty (2023)
Leverage (LEV)	Long-term Debt / Shareholder Equity	Osiris Database	Khairunnisa & Widiastuty (2023)
Profitabilitas (ROA)	Net Income / Average Total Assets	Osiris Database	Khairunnisa & Widiastuty (2023)
Kinerja Keuangan (Tobin's Q)	(Market Cap + Book Value of Debt) / Book Value of Total Assets	Osiris Database	Zahroh & Hersugondo (2021)

Untuk menguji hipotesis penelitian, digunakan analisis regresi dengan beberapa model berikut ini:

Model 1 – Pengaruh Langsung dari Kinerja Lingkungan

$$TOBINQ = \alpha_1 + \beta_1 ENS + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Model 2 – Pengaruh Langsung dari Kinerja Sosial

$$TOBINQ = \alpha_3 + \beta_1 SOS + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Model 3 - Pengaruh Langsung dari Kinerja Tata Kelola

$$TOBINQ = \alpha_5 + \beta_1 GS + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Model 4 - Pengaruh Langsung dari Kinerja ESG agregat

$$TOBINQ = \alpha_5 + \beta_1 ESG + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Model 5 - Pengaruh Langsung dari Modal Intelektual

$$TOBINQ = \alpha_5 + \beta_1 IC + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon$$

Keterangan:

TobinQ = Kinerja Keuangan

ESG = Skor ESG Agregat,

ENS, SOS, GOV = Skor Pilar ESG,

IC = Intellectual Capital,

SIZE = Ukuran perusahaan,

LEV = Leverage,

ROA = Return on Assets

ϵ = Error term.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Hasil deskripsi statistik data penelitian dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2. Deskripsi Statistik

	TOBINQ	ENS	SOS	GS	ESG	IC	ROA	SIZE	LEV
Mean	2.24	41.10	58.14	52.75	52.09	7.83	6.81	18.40	0.42
Maximum	9.91	86.97	95.88	94.01	87.17	22.16	22.42	24.90	1.66
Minimum	0.10	0.38	5.44	8.16	8.60	-6.29	-9.46	13.96	0.00
Std. Dev.	2.52	24.04	22.10	22.43	19.19	5.41	6.10	2.34	0.42
Observations	245	245	245	245	245	245	245	245	245

Output: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Variabel kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan melalui Tobin's Q menunjukkan nilai minimum 0,10 dan maksimum 9,91 dengan rata-rata 2,24 serta standar deviasi 2,52. Rata-rata yang berada di atas satu mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya, meskipun variasinya relatif besar antar perusahaan.

Kinerja lingkungan (ENS) memiliki nilai minimum 0,38 dan maksimum 86,97 dengan rata-rata 41,10. Nilai tersebut menunjukkan bahwa secara umum perusahaan berada pada tingkat kinerja

lingkungan yang moderat dengan dispersi data yang cukup lebar. Kinerja sosial (SOS) memiliki nilai rata-rata tertinggi di antara ketiga pilar ESG, yaitu sebesar 58,14, dengan rentang nilai antara 5,44 hingga 95,88, mengindikasikan komitmen sosial perusahaan yang relatif lebih baik dibandingkan dimensi lingkungan maupun tata kelola. Sementara itu, kinerja tata kelola (GS) menunjukkan nilai minimum 8,16 dan maksimum 94,01, dengan rata-rata 52,75 dan standar deviasi 22,43, mencerminkan perbedaan yang cukup signifikan dalam implementasi mekanisme tata kelola antarperusahaan. Skor ESG keseluruhan memiliki rentang nilai antara 8,60 hingga 87,17 dan rata-rata 52,09, yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel berada pada tingkat kinerja keberlanjutan yang memadai menurut standar Refinitiv.

Variabel Intellectual Capital (IC) menunjukkan kisaran nilai antara -6,29 hingga 22,16 dengan rata-rata 7,83. Rata-rata tersebut mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan mampu menciptakan nilai tambah melalui modal intelektual, meskipun masih terdapat perusahaan yang mencatatkan nilai IC negatif.

Profitabilitas yang diukur melalui ROA menunjukkan nilai minimum -9,46 dan maksimum 22,42, dengan rata-rata 6,81 dan standar deviasi 6,10. Variasi yang lebar ini mencerminkan heterogenitas kinerja operasi antarperusahaan, termasuk adanya perusahaan yang mengalami kerugian. Ukuran perusahaan (SIZE) yang diukur melalui logaritma natural total aset memiliki nilai rata-rata 18,40, mengindikasikan bahwa sampel didominasi oleh perusahaan berskala besar. Leverage (LEV) memiliki nilai minimum 0,00 dan maksimum 1,66 dengan rata-rata 0,42, yang menunjukkan bahwa struktur pendanaan perusahaan cenderung berada pada tingkat yang sehat karena tidak didominasi oleh penggunaan utang jangka panjang.

Secara keseluruhan, hasil statistik deskriptif menunjukkan adanya variasi yang substansial dalam kinerja ESG, modal intelektual, profitabilitas, ukuran, dan struktur pendanaan perusahaan. Variasi ini memberikan dasar empiris yang memadai untuk melakukan analisis lebih lanjut mengenai pengaruh ESG dan Intellectual Capital terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil Analisis Regresi

Penelitian ini menguji pengaruh komponen ESG (ENS, SOS, GS), skor ESG keseluruhan, serta Intellectual Capital (IC) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q. Estimasi dilakukan melalui lima model regresi yang masing-masing memasukkan satu variabel utama dengan tiga variabel kontrol, yaitu ROA, SIZE, dan LEV. Hasil analisis regresi penelitian dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini.

Table 3 Hasil Analisis Regresi

Variabel	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4	MODEL 5
	Coeff. (t-value)	Coeff. (t-value)	Coeff. (t-value)	Coeff. (t-value)	Coeff. (t-value)
ENS	0.003 (0.539)				
SOS		-0.002 (0.727)			
GS			0.005 (0.292)		
ESG				0.005 (0.487)	
IC					0.055** (0.048)
ROA	0.011 (0.603)	0.009 (0.666)	0.009 (0.664)	0.011 (0.611)	-0.005 (0.806)
SIZE	-0.545(0.000)	-0.539 (0.000)	-0.541(0.000)	-0.547 (0.000)	-0.543 (0.000)
LEV	-0.389(0.248)	-0.405 (0.231)	-0.361(0.289)	-0.385 (0.256)	-0.341 (0.314)

Output: Hasil Olah Data Software Eviews 13. Catatan: ENS: Skor Pilar *Environmental*, SOS: Skor Pilar *Social*, GS: Skor Pilar *Governance*; ESG: Skor Pilar *ESG Score*, IC: Intellectual Capital, SIZE: Ukuran perusahaan, ROA: *Return on Assets*, and LEV: *Leverage*

Hasil Model 1 menunjukkan bahwa kinerja lingkungan (ENS) tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q dengan koefisien 0,003 dan *t-value* 0,539. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pasar belum mempertimbangkan kinerja lingkungan sebagai faktor penentu nilai perusahaan. Pada Model 2, kinerja sosial (SOS) juga tidak memberikan pengaruh signifikan (koefisien -0,002; *t-value* 0,727). Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas sosial perusahaan belum cukup kuat memengaruhi persepsi pasar.

Selanjutnya, Model 3 memperlihatkan bahwa kualitas tata kelola (GS) tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q (koefisien 0,005; *t-value* 0,292). Begitu pula Model 4 yang menguji pengaruh skor ESG secara agregat, hasilnya menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan dengan koefisien 0,005 dan *t-value* 0,487. Temuan ini menegaskan bahwa aspek keberlanjutan yang diukur melalui ESG belum menjadi determinan utama penilaian pasar di Indonesia.

Berbeda dengan seluruh komponen ESG, Model 5 menunjukkan bahwa Intellectual Capital (IC) berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, ditunjukkan oleh koefisien 0,055 dan *t-value* signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen. Dengan demikian, IC menjadi satu-satunya variabel yang terbukti meningkatkan nilai pasar perusahaan. Sementara itu, variabel SIZE secara konsisten berpengaruh negatif signifikan pada seluruh model, sedangkan ROA dan LEV tidak menunjukkan pengaruh signifikan.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Intellectual Capital (IC) merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan pasar (Tobin's Q), sedangkan seluruh komponen ESG—baik ENS, SOS, GS maupun ESG Score—tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Pola ini menunjukkan dinamika struktur pasar modal Indonesia yang berbeda dari negara dengan standar keberlanjutan lebih maju. Untuk memberikan pemahaman yang komprehensif, temuan penelitian ini dibahas dengan mengaitkan hasil empiris dan bukti penelitian terdahulu yang relevan. Pertama, ENS, SOS, GS, dan ESG tidak berpengaruh terhadap Tobin's Q. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dimensi sosial dan tata kelola tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan *Stakeholder Theory*, seharusnya peningkatan praktik sosial dan tata kelola meningkatkan dukungan stakeholder. Namun, hasil empiris mengindikasikan bahwa investor Indonesia belum memasukkan aspek sosial dan tata kelola sebagai indikator utama penilaian pasar.

Legitimacy Theory berpendapat bahwa aktivitas lingkungan dan praktik ESG diperlukan untuk memperoleh penerimaan sosial. Namun, tidak signifikannya ENS dan skor ESG agregat menunjukkan bahwa sinyal legitimasi tersebut belum direspons oleh pasar, kemungkinan karena kualitas pengungkapan ESG yang belum seragam serta rendahnya literasi keberlanjutan di kalangan investor. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian terdahulu dalam konteks Indonesia. Temuan ini sejalan dengan studi Zahroh dan Hersugondo (2021) yang menyatakan bahwa ESG cenderung tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan akibat rendahnya konsistensi pelaporan dan minimnya respon pasar terhadap sinyal keberlanjutan. Temuan ini juga sejalan dengan hasil Amalia dan Kusuma (2023) yang menyoroti bahwa tingkat kepedulian investor Indonesia terhadap faktor keberlanjutan masih lebih rendah dibandingkan pasar maju di Eropa atau Amerika Utara. Penelitian terdahulu oleh Ladyve et al. (2020) bahkan menemukan bahwa komponen lingkungan dan sosial dapat memberikan pengaruh negatif terhadap ROA, ROE, dan Tobin's Q karena aktivitas keberlanjutan sering dianggap sebagai beban biaya, bukan investasi jangka panjang. Di sisi lain, penelitian global yang dilakukan oleh Yoo dan Managi (2022) menunjukkan bahwa ESG dapat berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan di negara yang memiliki standar pelaporan ESG yang kuat dan tingkat kepercayaan investor yang tinggi. Namun, temuan tersebut tidak sepenuhnya tercermin dalam pasar Indonesia, yang masih berada pada tahap awal transisi menuju integrasi keberlanjutan dalam penilaian risiko. Hasil penelitian ini memperkuat argumen tersebut karena variabel ESG—baik per pilar maupun agregat—tidak memengaruhi nilai perusahaan.

Kedua, hasil penelitian yang menyatakan bahwa Intellectual Capital (IC) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja pasar konsisten dengan sejumlah penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa IC merupakan faktor strategis dalam menciptakan nilai perusahaan. Penelitian Febriany (2019) menunjukkan bahwa IC berperan penting dalam meningkatkan efisiensi operasional dan produktivitas perusahaan, sehingga memperkuat persepsi investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan. Mawarsih et al. (2016) juga menegaskan bahwa perusahaan dengan IC tinggi memiliki keunggulan

kompetitif berbasis inovasi dan pengelolaan pengetahuan yang lebih baik, sehingga cenderung dihargai lebih tinggi oleh pasar. Hasil penelitian Najla ini memperkuat pandangan tersebut, dengan menunjukkan bahwa IC memberikan sinyal positif yang kuat bagi investor dalam menilai prospek perusahaan di sektor energi, basic materials, dan consumer non-cyclicals. Hasil penelitian ini juga senada dengan teori *resource-based view* (RBV), yang menekankan bahwa modal intelektual merupakan sumber daya tidak berwujud yang memiliki karakteristik *valuable*, *rare*, *inimitable*, dan *non-substitutable* (VRIN). Karena IC sulit ditiru oleh pesaing, pasar meresponsnya sebagai sumber keunggulan jangka panjang, sehingga tercermin pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan demikian, hasil ini memperkuat bukti empiris bahwa IC merupakan faktor internal yang sangat dihargai oleh investor di Indonesia.

Ketiga, hasil penelitian mengenai variabel kontrol juga memperkuat temuan penelitian terdahulu. Variabel SIZE konsisten berpengaruh negatif signifikan, yang sejalan dengan penelitian Rika Nurriksiana (2024) dan Shakil (2022) yang menemukan bahwa perusahaan berukuran besar cenderung memiliki valuasi yang lebih rendah akibat risiko birokrasi, tingginya biaya keagenan, serta ekspektasi pertumbuhan yang lebih kecil dibandingkan perusahaan berukuran lebih kecil. Tidak signifikannya ROA dan LEV juga sejalan dengan temuan Nugroho dan Hersugondo (2022) yang menunjukkan bahwa profitabilitas dan leverage tidak selalu menjadi determinan nilai pasar, khususnya dalam industri yang volatil.

Dengan demikian, jika dibandingkan dengan literatur terdahulu, hasil penelitian ini menegaskan bahwa pasar modal Indonesia masih lebih responsif terhadap variabel internal yang terkait langsung dengan penciptaan nilai tambah (*value added creation*) seperti IC, dibandingkan variabel non-keuangan berbasis keberlanjutan seperti ESG. Kondisi ini mencerminkan karakteristik pasar berkembang (*emerging market*), di mana investor cenderung menilai perusahaan berdasarkan kemampuan inovasi dan efisiensi internal, bukan pada komitmen keberlanjutan yang belum memiliki standar pelaporan yang mapan.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa IC merupakan faktor strategis yang konsisten meningkatkan nilai perusahaan di pasar Indonesia, sementara pengaruh ESG masih bersifat lemah dan tidak konsisten sebagaimana ditunjukkan oleh beberapa studi terdahulu. Temuan ini menguatkan pentingnya pengelolaan aset intelektual di perusahaan, serta menunjukkan perlunya peningkatan kualitas, transparansi, dan konsistensi pelaporan ESG agar faktor tersebut semakin relevan dalam penilaian pasar di masa depan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) dan Intellectual Capital (IC) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diproses dengan Tobin's Q. Berdasarkan hasil pengujian regresi, diperoleh kesimpulan :

- 1) Seluruh komponen ESG, yang terdiri dari ENS, SOS, GS, maupun skor ESG secara agregat, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa penerapan ESG di Indonesia belum menjadi faktor utama yang diperhatikan investor dalam menentukan valuasi pasar.
- 2) Intellectual Capital (IC) terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q. Hasil ini mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengelola modal intelektual, yang tercermin melalui efisiensi value added, diapresiasi oleh pasar karena berkontribusi terhadap peningkatan kapabilitas inovasi dan daya saing perusahaan. Selain itu, variabel kontrol SIZE secara konsisten berpengaruh negatif signifikan, sedangkan ROA dan LEV tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- 3) Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa IC merupakan faktor strategis yang memengaruhi kinerja pasar, sementara ESG belum memberikan dampak yang berarti terhadap nilai perusahaan pada sektor energi, basic materials, dan consumer non-cyclicals.

Hasil penelitian ini memberikan beberapa implikasi penting bagi pengembangan teori, praktik manajemen, dan kebijakan pasar modal di Indonesia. Dari sisi teoretis, temuan bahwa Intellectual

Capital berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan memperkuat pandangan *resource-based view* yang menekankan pentingnya aset tidak berwujud sebagai sumber daya strategis. Modal intelektual terbukti menjadi faktor yang mampu meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah, sehingga diapresiasi oleh pasar. Sebaliknya, ketidaksignifikanan ESG menunjukkan bahwa mekanisme *signaling* melalui pengungkapan keberlanjutan belum berjalan optimal di Indonesia. Kondisi ini mengindikasikan bahwa ESG belum dipandang sebagai informasi yang relevan atau dapat diandalkan oleh investor dalam menilai kinerja jangka panjang perusahaan.

Dari perspektif praktis, temuan penelitian ini menegaskan bahwa perusahaan perlu memprioritaskan penguatan modal intelektual melalui peningkatan kualitas sumber daya manusia, pengembangan inovasi, dan pengelolaan pengetahuan organisasi. Strategi yang berfokus pada peningkatan efisiensi internal dan inovasi terbukti memberikan pengaruh langsung terhadap persepsi pasar dan peningkatan nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan perlu memperbaiki kualitas pelaporan ESG agar dapat memberikan informasi yang lebih komprehensif, dapat diverifikasi, dan sesuai dengan standar internasional. Pengungkapan ESG yang kurang komparatif atau tidak konsisten dapat menyebabkan sinyal keberlanjutan tidak direspons oleh investor, sebagaimana terlihat dalam hasil penelitian ini.

Dari sisi regulasi, hasil penelitian ini menunjukkan perlunya peningkatan efektivitas standar pelaporan keberlanjutan di Indonesia. Regulator seperti OJK dan BEI perlu mendorong harmonisasi standar, peningkatan transparansi, dan penguatan pedoman pelaporan ESG agar informasi keberlanjutan dapat diproses secara lebih baik oleh pasar. Regulasi yang lebih jelas dan pengawasan yang lebih kuat diharapkan mampu meningkatkan kualitas laporan keberlanjutan dan pada akhirnya mendorong investor untuk mempertimbangkan ESG dalam proses pengambilan keputusan investasi. Secara keseluruhan, implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan di Indonesia masih lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal yang bersifat strategis seperti modal intelektual, sementara faktor keberlanjutan belum memberikan kontribusi signifikan. Oleh sebab itu, peningkatan kualitas pengelolaan IC dan perbaikan pelaporan ESG menjadi agenda penting bagi perusahaan dan regulator untuk meningkatkan daya saing serta memperkuat integrasi keberlanjutan dalam praktik pasar modal di masa mendatang.

REFERENSI

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Behl, A., Ferreira, F. A. F., & Pereira, L. F. (2022). Assessing sustainable business practices in the ESG framework: A multi-criteria decision analysis. *Journal of Cleaner Production*, 341, 130833. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.130833>
- Budita, D. M., & Fidiana, F. (2023). ESG, CEO Power, dan kinerja keuangan: Bukti dari perusahaan pertambangan di Indonesia. *Jurnal Ilmu Akuntansi*, 18(1), 101–120. <https://doi.org/10.24964/jia.18.1.101-120>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Ghozali, I. (2020). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure: A case study of the manufacturing sector of Pakistan. *Sustainability*, 11(1), 248. <https://doi.org/10.3390/su11010248>
- Khairunnisa, A., & Widiastuty, H. (2023). ESG performance dan kinerja keuangan di Asia Tenggara. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 14(2), 210–225. <https://doi.org/10.18202/jamal.2023.08.7023>

- Maulana, A., Wibowo, L. A., & Rachman, M. A. (2023). ESG implementation and financial performance: Empirical evidence from ASEAN public companies. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 25(1), 34–46. <https://doi.org/10.9744/jmk.25.1.34-46>
- Melinda, R. D., & Wardhani, R. (2020). The effect of ESG disclosure on financial performance with moderating role of board gender diversity. *Asian Journal of Business and Accounting*, 13(1), 1–28.
- Pulic, A. (2000). VAIC – An accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5–8), 702–714.
- Sitanggang, D. A., & Ratmono, D. (2019). Good corporate governance dan dampaknya terhadap kinerja keuangan: Studi empiris di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 16(2), 123–136. <https://doi.org/10.21002/jaki.v16i2.933>
- Velte, P. (2019). ESG performance and analyst forecast accuracy: International evidence. *Review of Managerial Science*, 13, 1005–1040. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0302-9>
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Relationship between ESG performance and financial performance of Japanese firms: A panel data analysis. *Sustainable Production and Consumption*, 30, 305–317. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2022.01.013>
- Zhu, Q., Liu, J., & Lai, K. (2022). Environmental performance and financial outcomes: Evidence from Asia-Pacific firms. *Journal of Cleaner Production*, 335, 130235. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.130235>