

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian mengamati konstituen Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia pada periode 2022–2025. Bahan penelitian berupa data sekunder dari laporan tahunan (annual report), laporan keberlanjutan (sustainability report), laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, struktur kepemilikan saham, dan harga saham perusahaan. Dokumen serta data tersebut diakses melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia, Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia, dan masing-masing perusahaan. Pelaksanaan penelitian dimulai pada bulan April 2026 dan berlangsung sampai dengan selesai.

3.2. Jenis Penelitian

Pendekatan penelitian bersifat kuantitatif dokumenter dengan desain asosiatif-eksplanatori. Sifat kuantitatif ditunjukkan oleh pengukuran seluruh variabel secara numerik dan penggunaan analisis statistik. Sifat dokumenter berkaitan dengan sumber data yang berupa laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan, informasi struktur kepemilikan, serta data harga saham perusahaan.

Melalui desain asosiatif-eksplanatori, penelitian menguji pengaruh pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, termasuk peran moderasi kepemilikan institusional. Pengujian dilakukan pada unit perusahaan-tahun (firm-year) dengan susunan data panel tidak seimbang (unbalanced panel data).

Ketersediaan observasi yang memenuhi kriteria berbeda antarperusahaan dan antartahun dalam periode 2022–2025. Panel tidak seimbang memungkinkan observasi yang memenuhi syarat tetap digunakan meskipun suatu perusahaan tidak memiliki data pada seluruh tahun pengamatan. Karena data penelitian bersifat observasional, hasil regresi dipahami sebagai hubungan empiris sesuai spesifikasi model. Hasil tersebut tidak dimaksudkan sebagai pembuktian mutlak hubungan sebab-akibat.

3.3. Populasi dan Sampel

Seluruh perusahaan yang menjadi konstituen Indeks SRI-KEHATI selama 2022–2025 merupakan populasi penelitian. Pembaruan indeks berlangsung secara berkala pada bulan Mei dan November. Dengan demikian, cakupan penelitian meliputi delapan evaluasi mayor: Mei 2022, November 2022, Mei 2023, November 2023, Mei 2024, November 2024, Mei 2025, dan November 2025.

Sampel ditentukan melalui purposive sampling dengan kriteria yang mengikuti tujuan penelitian. Seleksi diterapkan pada unit perusahaan-tahun (firm-year), sehingga kelayakan satu tahun pengamatan dinilai tersendiri. Observasi yang memenuhi seluruh kriteria tetap dimasukkan meskipun perusahaan yang bersangkutan tidak mempunyai data lengkap pada semua tahun penelitian.

Observasi sampel dipilih berdasarkan kriteria berikut.

1. Pada tahun pengamatan yang bersangkutan, perusahaan tercantum sebagai konstituen Indeks SRI-KEHATI dalam periode evaluasi yang digunakan.
2. Tersedia laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan perusahaan untuk menilai pengungkapan ESG pada tahun pengamatan.
3. Tersedia laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit beserta komponen yang diperlukan untuk menghitung Price to Book Value.
4. Harga penutupan saham perusahaan pada akhir tahun tersedia untuk digunakan dalam perhitungan Price to Book Value.

5. Informasi saham yang dimiliki institusi dan saham beredar perusahaan tersedia untuk perhitungan kepemilikan institusional.
6. Seluruh variabel dalam model memiliki data lengkap pada observasi perusahaan-tahun yang dipilih.

Hasil seleksi menghasilkan 32 perusahaan dengan 83 observasi perusahaan-tahun. Jumlahnya tersebar menjadi 19 observasi pada tahun 2022, 22 observasi pada tahun 2023, 20 observasi pada tahun 2024, serta 22 observasi pada tahun 2025. Tidak semua perusahaan muncul dalam setiap tahun pengamatan, sehingga dataset termasuk data panel tidak seimbang (unbalanced panel data).

Dalam panel tidak seimbang, kelengkapan data pada satu observasi menjadi dasar penggunaannya dalam analisis. Perusahaan tidak harus terpilih pada tahun lain agar observasinya yang memenuhi kriteria dapat dipertahankan. Akibatnya, jumlah observasi berbeda setiap tahun, sementara setiap baris yang masuk ke dalam regresi tetap mempunyai data lengkap bagi seluruh variabel model.

Tabel 3. 1 Distribusi Observasi Sampel Penelitian

Tahun	Jumlah observasi perusahaan-tahun
2022	19
2023	22
2024	20
2025	22
Total	83

Sumber: Data diolah oleh penulis (2026).

3.4. Tahapan Penelitian

Penelitian dilaksanakan melalui tahapan berikut.

1. Menentukan perusahaan yang tercantum sebagai konstituen Indeks SRI-KEHATI pada periode 2022–2025.
2. Menerapkan kriteria purposive sampling untuk memilih observasi perusahaan-tahun.
3. Menghimpun laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, harga saham, dan informasi kepemilikan saham.
4. Menyusun instrumen penilaian pengungkapan ESG dengan mengacu pada GRI Standards 2021.
5. Menelaah pengungkapan ESG dalam laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan melalui content analysis.
6. Menilai indikator dengan skor 1 untuk informasi yang diungkapkan dan skor 0 untuk informasi yang tidak diungkapkan.
7. Memperoleh ESG Disclosure Index (ESGDI) bagi masing-masing observasi perusahaan-tahun.
8. Menghitung Price to Book Value (PBV) dari harga pasar saham, ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk, dan saham beredar.
9. Membandingkan saham yang dimiliki institusi dengan saham beredar untuk menghitung kepemilikan institusional.
10. Menyusun dataset panel tidak seimbang dengan 32 perusahaan dan 83 observasi perusahaan-tahun.
11. Mengubah skala PBV melalui logaritma natural untuk memperoleh LnPBV.
12. Mengurangi ESGD dan INST dengan rata-ratanya masing-masing melalui mean-centering sehingga diperoleh ESG_C dan INST_C.
13. Mengalikan ESG_C dengan INST_C untuk membentuk interaksi ESG_INST_C.

14. Menganalisis data dalam EViews melalui statistik deskriptif, diagnostik model, pemilihan model panel, serta Moderated Regression Analysis.
15. Menguji hipotesis dan membahas hasilnya dengan merujuk pada teori serta penelitian terdahulu.
16. Merumuskan kesimpulan sesuai hasil analisis dan tujuan penelitian.

3.5. Teknik Pengumpulan Data

Data dihimpun menggunakan dokumentasi dan studi literatur. Dokumentasi mencakup pengumpulan daftar konstituen Indeks SRI-KEHATI, laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, struktur kepemilikan saham, serta harga saham perusahaan pada periode 2022–2025.

Situs resmi Bursa Efek Indonesia dan perusahaan menjadi sumber laporan tahunan, laporan keberlanjutan, serta laporan keuangan. Daftar konstituen indeks diambil dari publikasi resmi Bursa Efek Indonesia dan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia. Harga saham diperoleh melalui data perdagangan yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia.

Studi literatur menelaah buku, artikel ilmiah, standar pelaporan, dan bahan lain yang berkaitan dengan ESG, nilai perusahaan, kepemilikan institusional, moderasi, serta regresi panel. Telaah ini mendasari kerangka teori, pengembangan hipotesis, penetapan ukuran variabel, dan metode analisis penelitian.

3.6. Jenis Data, Sumber, dan Alat

Penelitian menggunakan data sekunder untuk periode 2022–2025. Data tersebut mencakup daftar konstituen Indeks SRI-KEHATI, laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, struktur kepemilikan saham, serta harga saham perusahaan.

Informasi ESG dinilai melalui content analysis atas laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan. Komponen PBV berasal dari laporan keuangan tahunan serta harga penutupan saham akhir tahun. Komposisi atau struktur pemegang saham dalam laporan tahunan digunakan sebagai sumber pengukuran kepemilikan institusional.

Pengolahan dilakukan dengan Microsoft Excel dan EViews. Excel digunakan untuk mencatat skor indikator, menghitung ESG Disclosure Index, PBV, dan kepemilikan institusional, lalu melakukan transformasi $\ln$ PBV, mean-centering, serta pembentukan interaksi. EViews digunakan untuk statistik deskriptif, diagnostik, pemilihan model panel, estimasi moderasi, dan pengujian hipotesis.

Tabel 3. 2 Jenis Data, Sumber, dan Alat

Jenis data	Sumber data	Kegunaan	Alat bantu
Daftar konstituen SRI-KEHATI periode 2022–2025	Bursa Efek Indonesia dan KEHATI	Penentuan populasi dan observasi sampel	Microsoft Excel
Laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan 2022–2025	Situs resmi BEI dan perusahaan	Penilaian indikator pengungkapan ESG	Microsoft Excel
Laporan keuangan tahunan yang telah diaudit	Situs resmi BEI dan perusahaan	Memperoleh nilai ekuitas dan jumlah saham beredar	Microsoft Excel
Data harga saham penutupan akhir tahun	Data perdagangan saham Bursa Efek Indonesia	Perhitungan PBV	Microsoft Excel
Struktur pemegang saham	Laporan tahunan perusahaan	Perhitungan kepemilikan institusional	Microsoft Excel
PBV hasil perhitungan	Hasil pengolahan data	Transformasi PBV menjadi LnPBV	Microsoft Excel
ESGD dan INST	Hasil pengolahan data	Mean-centering dan pembentukan ESG INST C	Microsoft Excel
Data panel tidak seimbang	Hasil pengolahan akhir	Estimasi regresi data panel dan pengujian hipotesis	EViews

Sumber: Diolah oleh penulis.

3.7. Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

Model menempatkan pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) sebagai variabel independen, nilai perusahaan sebagai variabel dependen, dan kepemilikan institusional sebagai moderator. PBV sebagai proksi nilai perusahaan digunakan dalam bentuk LnPBV pada estimasi regresi. Interaksi pengungkapan ESG dengan kepemilikan institusional dimasukkan untuk menilai keberadaan efek moderasi.

Tabel 3.3 merangkum definisi operasional dan cara mengukur setiap variabel penelitian.

Tabel 3. 3 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi dan Pengukuran	Referensi
Pengungkapan ESG (ESGD)	Keluasan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang diungkapkan perusahaan. $ESGD = (\sum Xi/n) \times 100\%$	UN Global Compact (2004); GRI (2021); Ulvy dan Herianti (2026)
Nilai Perusahaan (LnPBV)	Penilaian pasar terhadap nilai buku ekuitas perusahaan. $BVPS = E/S$; $PBV = P/BVPS$; $LnPBV = \ln(PBV)$	Damodaran (2012); Hartono (2019)
Kepemilikan Institusional (INST)	Proporsi saham beredar yang dimiliki lembaga atau badan hukum. $INST = (SI/S) \times 100\%$	Shleifer dan Vishny (1986); McConnell dan Servaes (1990)
Interaksi Moderasi (ESG_INST_C)	Interaksi ESG dan INST setelah mean-centering. $ESG_C = ESGD - \overline{ESGD}$; $INST_C = INST - \overline{INST}$; $ESG_INST_C = ESG_C \times INST_C$	Aiken dan West (1991)

Keterangan:

Xi = skor indikator ESG, yaitu 1 jika diungkapkan dan 0 jika tidak diungkapkan;

n = jumlah seluruh indikator dalam checklist ESG;

P = harga pasar per saham pada akhir tahun;

E = total ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk;

S = jumlah saham biasa yang beredar; dan

SI = jumlah saham yang dimiliki oleh institusi.

Dalam operasionalisasi penelitian, ESGD, LnPBV, dan INST menggunakan skala rasio. Mean-centering terhadap ESGD dan INST menghasilkan ESG_C serta INST_C. Perkalian keduanya membentuk ESG_INST_C untuk pengujian moderasi. Sumber: Diolah oleh penulis

Nilai perusahaan direpresentasikan oleh PBV. Pada estimasi regresi, ukuran tersebut digunakan dalam bentuk LnPBV setelah transformasi logaritma natural. Transformasi ini bertujuan memperkecil rentang antarobservasi dan pengaruh nilai yang relatif ekstrem.

Nilai buku per saham diperoleh dari ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk dibagi jumlah saham biasa yang beredar pada akhir tahun. Saham treasury dikeluarkan dari perhitungan saham beredar karena telah dibeli kembali dan berada dalam penguasaan perusahaan.

PBV disajikan dalam bentuk asli pada pengumpulan dan pemaparan data, kemudian digunakan sebagai LnPBV pada regresi. Transformasi logaritma natural memperkecil rentang pengamatan dan membatasi dominasi nilai PBV yang relatif tinggi. Konsep yang diukur tetap nilai perusahaan, sedangkan skala penggunaannya dalam persamaan berubah.

Kategori institusi mencakup perusahaan, perusahaan induk, lembaga keuangan, bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, reksa dana, pemerintah, yayasan, serta badan hukum lainnya. Saham milik individu tidak dihitung sebagai kepemilikan institusional. Bagian saham publik hanya diperhitungkan jika laporan perusahaan mengidentifikasi pemiliknya sebagai lembaga atau badan hukum.

Variabel interaksi disusun setelah ESGD dan INST menjalani mean-centering, yakni pengurangan masing-masing observasi dengan rata-rata variabelnya. Hasilnya adalah ESG_C dan INST_C, yang kemudian dikalikan menjadi ESG_INST_C. Nilai asli ESGD serta INST dinyatakan sebagai persentase pada skala 0 sampai dengan 100.

3.8. Metode Analisis Data

EViews digunakan untuk menganalisis panel tidak seimbang berisi 32 perusahaan dan 83 observasi perusahaan-tahun pada 2022–2025. Estimasi menempatkan LnPBV sebagai variabel dependen. ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C menjadi variabel penjelas dalam persamaan.

Analisis mencakup statistik deskriptif, estimasi dan pemilihan model panel, diagnostik, penerapan robust standard errors, serta Moderated Regression Analysis. Hasilnya digunakan untuk pengujian hipotesis, evaluasi koefisien determinasi, dan klasifikasi efek moderasi.

3.8.1. Statistik Deskriptif

Karakteristik data dijelaskan melalui statistik deskriptif pengungkapan ESG (ESGD), Price to Book Value (PBV), logaritma natural Price to Book Value (LnPBV), dan kepemilikan institusional (INST). Ukuran yang ditelaah ialah minimum, maksimum, rata-rata (mean), median, standar deviasi, skewness, serta kurtosis.

Penyajian PBV asli memberikan gambaran kelipatan penilaian pasar, sedangkan LnPBV menunjukkan distribusi variabel dependen yang digunakan pada regresi. ESG_C, INST_C, serta ESG_INST_C merupakan hasil transformasi untuk keperluan estimasi Moderated Regression Analysis.

3.8.2. Estimasi Model Regresi Data Panel

Dimensi cross-section berupa perusahaan dan dimensi time series berupa tahun digabungkan dalam regresi data panel. Susunan ini memungkinkan pengamatan atas perbedaan antarperusahaan maupun perubahan dari waktu ke waktu. Jumlah perusahaan yang diamati tidak sama setiap tahun, sehingga panel penelitian bersifat tidak seimbang.

Estimasi dipertimbangkan melalui tiga pendekatan berikut.

1. Common Effect Model (CEM)

Common Effect Model menerapkan intersep dan koefisien yang sama bagi seluruh perusahaan. Karakteristik khusus perusahaan dan periode pengamatan tidak dibedakan dalam pendekatan ini.

2. Fixed Effect Model (FEM)

Pada Fixed Effect Model, karakteristik khusus tiap perusahaan diakomodasi melalui perbedaan intersep. Pendekatan ini digunakan ketika karakteristik perusahaan diperkirakan berkorelasi dengan variabel penjelas.

3. Random Effect Model (REM)

Random Effect Model menempatkan perbedaan karakteristik perusahaan dalam komponen error acak. Pendekatan Generalized Least Squares (GLS) digunakan untuk mengestimasi model tersebut.

3.8.3. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier menjadi dasar pemilihan model panel. Pengambilan keputusan pada seluruh pengujian menggunakan tingkat signifikansi 5%.

1. Uji Chow

Kesesuaian Common Effect Model dan Fixed Effect Model dibandingkan menggunakan Uji Chow.

H0: Common Effect Model lebih sesuai.

H1: Fixed Effect Model lebih sesuai.

Keputusan Uji Chow didasarkan pada probabilitas Cross-section F. Nilai di bawah 0,05 menyebabkan H0 ditolak dan Fixed Effect Model dipilih. Jika probabilitas mencapai atau melebihi 0,05, H0 tidak ditolak sehingga Common Effect Model dipilih.

2. Uji Hausman

Uji Hausman membandingkan kesesuaian Fixed Effect Model dengan Random Effect Model.

H0: Random Effect Model lebih sesuai.

H1: Fixed Effect Model lebih sesuai.

Probabilitas Cross-section random di bawah 0,05 menjadi dasar penolakan H0 dan pemilihan Fixed Effect Model. Jika nilainya lebih besar dari atau sama dengan 0,05, H0 tidak ditolak sehingga Random Effect Model dipilih.

3. Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier membandingkan Common Effect Model dan Random Effect Model. Keputusan penelitian menggunakan probabilitas Breusch-Pagan pada kolom Cross-section.

H0: Common Effect Model lebih sesuai.

H1: Random Effect Model lebih sesuai.

Pada Uji Lagrange Multiplier, probabilitas Breusch-Pagan Cross-section di bawah 0,05 menyebabkan H0 ditolak dan Random Effect Model dipilih. Probabilitas yang lebih besar dari atau sama dengan 0,05 menyebabkan H0 tidak ditolak sehingga Common Effect Model dipilih.

Keseluruhan hasil pemilihan model menentukan pendekatan yang digunakan pada pengujian hipotesis. Semua model diestimasi dengan persamaan yang sama: LnPBV sebagai variabel dependen dan ESG_C, INST_C, serta ESG_INST_C sebagai variabel penjelas.

3.8.4. Pengujian Diagnostik dan Robust Standard Errors

Diagnostik model menelaah distribusi residual dan hubungan antarvariabel penjelas. Penelitian melaksanakan uji normalitas residual dan multikolinearitas. Potensi heteroskedastisitas serta autokorelasi ditangani melalui robust standard errors.

1. Uji Normalitas

Normalitas residual diperiksa dengan statistik Jarque-Bera pada standardized residuals. Pengujian ini digunakan untuk menilai kesesuaian distribusi residual model dengan distribusi normal.

H0: Residual berdistribusi normal.

H1: Residual tidak berdistribusi normal.

H0 tidak ditolak jika probabilitas Jarque-Bera lebih besar dari atau sama dengan 0,05, sehingga residual dinyatakan berdistribusi normal. Probabilitas di bawah 0,05 menyebabkan H0 ditolak dan residual dinyatakan tidak berdistribusi normal.

Uji normalitas diperlakukan sebagai diagnostik dan tidak menjadi satu-satunya penentu kelayakan model. Model panel terpilih dapat diestimasi dengan Generalized Least Squares, sementara penggunaan robust standard errors dapat mendukung inferensi statistik yang lebih andal.

2. Uji Multikolinearitas

Matriks korelasi ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C digunakan untuk memeriksa multikolinearitas. Pemeriksaan ini menilai apakah hubungan linear antarvariabel penjelas terlalu tinggi.

Ajija et al. (2011) digunakan sebagai rujukan batas korelasi absolut 0,85 untuk indikasi multikolinearitas tinggi. Apabila seluruh korelasi antarvariabel lebih rendah daripada batas tersebut, model dinyatakan tidak menunjukkan indikasi multikolinearitas serius.

3. Penanganan Heteroskedastisitas dan Autokorelasi

Varians residual dalam data panel dapat berbeda antarperusahaan, dan residual suatu perusahaan dapat berkorelasi antarwaktu. Estimasi akhir karena itu menggunakan White period (cross-section cluster) standard errors and covariance untuk mengantisipasi kondisi tersebut.

Perusahaan ditetapkan sebagai cluster karena setiap entitas dapat menyumbang beberapa observasi tahunan. Pengelompokan cross-section ini menghasilkan standard error yang robust terhadap potensi heteroskedastisitas dan korelasi residual antarperiode di dalam perusahaan yang sama.

Penelitian mengaktifkan degree-of-freedom correction atau d.f. correction dalam EViews. Penyesuaian ini diterapkan pada standard error, t-statistic, dan probabilitas dengan mempertimbangkan jumlah cluster sampel. Keputusan hipotesis kemudian menggunakan probabilitas koefisien dari model dengan White period (cross-section cluster) serta d.f. correction.

White period digunakan untuk mengoreksi matriks kovarians dan standard error. Prosedur ini berbeda dari uji White yang menilai keberadaan heteroskedastisitas. Penerapannya mempertahankan koefisien regresi, tetapi dapat mengubah standard error, t-statistic, dan probabilitas koefisien.

3.8.5. Moderated Regression Analysis

Moderated Regression Analysis menguji peran kepemilikan institusional dalam hubungan pengungkapan ESG dan nilai perusahaan. Analisis dilakukan dalam regresi panel dengan memasukkan pengungkapan ESG, kepemilikan institusional, serta hasil interaksi keduanya.

Pembentukan interaksi didahului mean-centering ESGD dan INST, yaitu mengurangi setiap pengamatan dengan rata-rata variabel yang bersangkutan. Langkah ini memudahkan interpretasi koefisien utama dan mengurangi multikolinearitas nonessensial antara variabel utama dan interaksi (Aiken & West, 1991).

Hasil mean-centering dinyatakan dalam persamaan berikut.

$$ESG_C_{it} = ESGD_{it} - ESG\bar{D}$$

$$INST_C_{it} = INST_{it} - INST\bar{T}$$

Perhitungan interaksi mengikuti persamaan berikut.

$$ESG_INST_C_{it} = ESG_C_{it} \times INST_C_{it}$$

Persamaan regresi moderasi penelitian dinyatakan sebagai berikut.

$$\text{LnPBV}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG_C}_{it} + \beta_2 \text{INST_C}_{it} + \beta_3 \text{ESG_INST_C}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

LnPBV_{it} = logaritma natural PBV perusahaan i pada tahun t;

α = konstanta;

β_1 = koefisien pengungkapan ESG;

β_2 = koefisien kepemilikan institusional;

β_3 = koefisien interaksi pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional;

ESG_C_{it} = pengungkapan ESG setelah mean-centering;

INST_C_{it} = kepemilikan institusional setelah mean-centering;

ESG_INST_C_{it} = interaksi ESG_C dan INST_C;

μ_i = komponen efek khusus perusahaan; dan

ε_{it} = error term.

Pemusatan variabel mengubah titik acuan interpretasi koefisien utama. Koefisien β_1 menunjukkan pengaruh ESG terhadap LnPBV pada rata-rata kepemilikan institusional. Koefisien β_2 menjelaskan pengaruh kepemilikan institusional ketika ESG berada pada rata-ratanya. Adapun β_3 menunjukkan perubahan pengaruh ESG terhadap LnPBV yang berkaitan dengan perubahan kepemilikan institusional.

3.8.6. Pengujian Hipotesis

Hipotesis diuji pada taraf signifikansi 5% menggunakan hasil regresi panel dengan White period (cross-section cluster) standard errors and covariance serta d.f. correction. Output terkoreksi tersebut menjadi dasar pengambilan keputusan.

1. Uji t

Signifikansi parsial setiap koefisien regresi dinilai melalui uji t.

a. Pengujian H1 tentang pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan didasarkan pada koefisien β_1 .

b. Pengujian H2 tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan didasarkan pada koefisien β_2 .

c. Pengujian H3 tentang moderasi kepemilikan institusional dalam hubungan pengungkapan ESG dengan nilai perusahaan didasarkan pada koefisien β_3 .

Hipotesis memperoleh dukungan empiris jika probabilitas koefisien lebih kecil dari 0,05, yang menunjukkan pengaruh signifikan. Sebaliknya, probabilitas yang lebih besar dari atau sama dengan 0,05 menunjukkan pengaruh tidak signifikan, sehingga hipotesis tidak memperoleh dukungan empiris.

Tanda koefisien digunakan untuk membaca arah hubungan: nilai positif menunjukkan hubungan searah dan nilai negatif menunjukkan hubungan berlawanan. Karena hipotesis dirumuskan tanpa arah tertentu, keputusan mengenai dukungannya terutama bergantung pada signifikansi koefisien.

2. Koefisien Determinasi

Kemampuan variabel penjelas menerangkan variasi nilai perusahaan dinilai dengan koefisien determinasi. Penelitian menggunakan Adjusted R-squared karena persamaan memuat lebih dari satu variabel penjelas.

Adjusted R-squared menggambarkan proporsi variasi LnPBV yang dapat diterangkan oleh ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C. Variasi yang belum menjelaskan berkaitan dengan variabel di luar model penelitian.

3.8.7. Penentuan Jenis Moderasi

Klasifikasi peran kepemilikan institusional mengikuti Sharma et al. (1981). Penentuannya memperhatikan signifikansi koefisien pengaruh langsung institusional (β_2) serta koefisien interaksi (β_3).

Interaksi yang positif dan signifikan diinterpretasikan sebagai penguatan pengaruh pengungkapan ESG oleh kepemilikan institusional, sedangkan interaksi negatif dan signifikan diinterpretasikan sebagai pelemahan. Jika β_3 tidak signifikan, bukti empiris moderasi belum diperoleh. Dalam keadaan terakhir, tanda positif atau negatif β_3 tidak menjadi dasar untuk menyatakan adanya penguatan maupun pelemahan.

Tabel 3. 4 Kriteria Penentuan Peran Variabel Moderasi

Kondisi	Klasifikasi	Interpretasi
β_2 tidak signifikan dan β_3 signifikan	Pure moderator	INST tidak berpengaruh langsung terhadap LnPBV, tetapi memoderasi pengaruh ESG terhadap LnPBV
β_2 signifikan dan β_3 signifikan	Quasi moderator	INST berpengaruh langsung terhadap LnPBV dan sekaligus memoderasi pengaruh ESG terhadap LnPBV
β_2 signifikan dan β_3 tidak signifikan	Variabel prediktor, bukan moderator	INST hanya mempunyai pengaruh langsung terhadap LnPBV dan tidak terbukti memoderasi pengaruh ESG
β_2 tidak signifikan dan β_3 tidak signifikan	Tidak terdapat bukti pengaruh langsung maupun moderasi	INST tidak terbukti mempunyai pengaruh langsung dan tidak terbukti memoderasi pengaruh ESG

Sumber: Diadaptasi dari Sharma et al. (1981).

3.9. Pengambilan Kesimpulan

Penarikan kesimpulan mengacu pada estimasi regresi panel dan pengujian hipotesis. Koefisien regresi, signifikansi parsial, koefisien determinasi, serta signifikansi interaksi diperhatikan untuk menjawab tujuan penelitian.

Bukti moderasi kepemilikan institusional terutama ditentukan oleh signifikansi koefisien interaksi. Arah interaksi dibaca sebagai penguatan atau pelemahan hanya apabila koefisiennya signifikan.

Pembahasan menghubungkan hasil empiris dengan Agency Theory, Signaling Theory, dan penelitian terdahulu yang relevan. Keterkaitan ini digunakan untuk menjawab rumusan masalah, menilai pencapaian tujuan, serta menyusun implikasi dan saran penelitian.

BAB IV

PROSEDUR DAN PENYUSUNAN

4.1. Keadaan Umum Objek Penelitian

Penelitian berfokus pada perusahaan konstituen Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia selama 2022–2025. Observasi perusahaan-tahun (firm-year) dipilih melalui purposive sampling dengan menerapkan kriteria pada bagian metodologi.

Seleksi dan pengumpulan data menghasilkan 83 observasi perusahaan-tahun dari 32 perusahaan. Observasi terdiri atas 19 pada tahun 2022, 22 pada tahun 2023, 20 pada tahun 2024, dan 22 pada tahun 2025. Jumlah tersebut berbeda karena perusahaan yang memenuhi kriteria sampel tidak sama pada setiap tahun pengamatan.

Dataset termasuk data panel tidak seimbang (unbalanced panel data), sehingga setiap perusahaan dapat muncul pada sebagian tahun penelitian. Meski kelengkapan periode tiap perusahaan berbeda, seluruh observasi yang terpilih memiliki data untuk mengukur Environmental, Social, and Governance, Price to Book Value, dan kepemilikan institusional.

Data penelitian merupakan data sekunder dari laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, struktur kepemilikan saham, serta harga saham. Publikasi resmi Bursa Efek Indonesia, Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia, dan situs perusahaan menjadi sumber pengumpulan dokumen tersebut.

Pengungkapan ESG dinilai dengan content analysis laporan tahunan dan laporan keberlanjutan. Komponen PBV diambil dari laporan keuangan serta harga saham, sedangkan komposisi pemegang saham digunakan untuk menghitung kepemilikan institusional. Hasil pengumpulan kemudian disusun menurut identitas perusahaan dan tahun, sehingga satu baris mewakili satu observasi perusahaan-tahun.

Tabel 4. 1 Karakteristik Data Panel Penelitian

Karakteristik	Keterangan
Objek penelitian	Perusahaan konstituen Indeks SRI-KEHATI
Periode pengamatan	2022–2025
Jumlah perusahaan unik	32 perusahaan
Observasi tahun 2022	19 perusahaan-tahun
Observasi tahun 2023	22 perusahaan-tahun
Observasi tahun 2024	20 perusahaan-tahun
Observasi tahun 2025	22 perusahaan-tahun
Total observasi	83 perusahaan-tahun
Struktur data	Panel tidak seimbang
Unit analisis	Perusahaan-tahun

Sumber: Diolah oleh penulis

Panel tidak seimbang mempertahankan setiap observasi yang memenuhi syarat tanpa mewajibkan perusahaan tersedia pada seluruh tahun. Karena itu, jumlah entitas dan jumlah pengamatan harus dibedakan. Angka 32 menunjukkan perusahaan unik dalam dataset, sedangkan 83 merupakan akumulasi pasangan perusahaan-tahun yang memenuhi kriteria pada periode 2022–2025.

4.2. Proses Penyusunan Kertas Kerja

Kertas kerja disusun mengikuti rangkaian pengumpulan dokumen, pemeriksaan data, pengukuran variabel, transformasi, dan penyusunan dataset panel untuk EViews. Selain mencatat hasil pengolahan, kertas kerja menjadi sarana

pengendalian agar setiap nilai analisis dapat ditelusuri ke perusahaan, tahun, dokumen, serta halaman sumbernya.

1. Pengumpulan Data Sekunder

Pengumpulan dimulai dari daftar konstituen Indeks SRI-KEHATI serta dokumen perusahaan periode 2022–2025. Dokumen yang dihimpun meliputi laporan tahunan, laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, harga saham, dan struktur kepemilikan saham.

Laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan menjadi bahan penilaian pengungkapan ESG. Perhitungan PBV menggunakan laporan keuangan tahunan dan harga penutupan saham akhir tahun. Komposisi atau struktur pemegang saham dalam laporan tahunan menjadi dasar perhitungan kepemilikan institusional.

Pencatatan pengumpulan mengikuti kode perusahaan dan tahun pengamatan. Dengan prosedur ini, komponen dalam satu baris data dipastikan merujuk pada entitas dan periode yang sama.

2. Pemeriksaan dan Verifikasi Data

Dokumen yang terkumpul diperiksa untuk memastikan kesesuaian kode perusahaan, tahun laporan, kelengkapan, satuan angka, mata uang, serta komponen setiap variabel. Hanya observasi dengan data lengkap bagi perhitungan ESGD, PBV, LnPBV, dan INST yang dimasukkan dalam dataset.

Konsistensi satuan penuh, ribuan, jutaan, atau miliar diperiksa sebelum angka digunakan. Pada laporan keuangan berdenominasi dolar Amerika Serikat, ekuitas dikonversikan terlebih dahulu ke rupiah memakai kurs tanggal pelaporan. Penyamaan mata uang diperlukan karena harga saham Bursa Efek Indonesia dinyatakan dalam rupiah, sehingga pembilang dan penyebut PBV harus menggunakan mata uang yang sama.

Verifikasi diterapkan pada setiap observasi perusahaan-tahun, tanpa mensyaratkan kelengkapan empat tahun untuk satu perusahaan. Seluruh pengamatan yang memenuhi kriteria dipertahankan, menghasilkan panel tidak seimbang dengan 32 perusahaan dan 83 observasi perusahaan-tahun.

3. Pengukuran Pengungkapan ESG

Content analysis laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan digunakan untuk mengukur Environmental, Social, and Governance. Penilaian mengikuti daftar indikator penelitian yang disusun berdasarkan GRI Standards 2021.

Informasi yang sesuai dengan indikator dan ditemukan dalam laporan diberi skor 1. Indikator yang tidak diungkapkan diberi skor 0. Total skor kemudian dibagi jumlah indikator dalam checklist penelitian.

Perhitungan ESGD dinyatakan sebagai berikut.

$$ESGD_{it} = (\sum X_{it}/n) \times 100\%$$

Keterangan:

$ESGD_{it}$ = ESG Disclosure Index perusahaan i pada tahun t;

$\sum X_{it}$ = jumlah indikator ESG yang diungkapkan perusahaan i pada tahun t; dan
 n = jumlah seluruh indikator dalam checklist penelitian.

Setiap indikator mempunyai bobot sama dalam pendekatan unweighted disclosure index. Dengan pengukuran ini, ESGD yang lebih tinggi berarti cakupan informasi ESG yang diungkapkan perusahaan lebih luas.

4. Pengukuran Nilai Perusahaan dan Transformasi LnPBV

Price to Book Value digunakan sebagai proksi nilai perusahaan. Perhitungannya diawali dengan memperoleh nilai buku per saham atau Book Value per Share melalui rumus berikut.

$$BVPS_{it} = E_{it}/S_{it}$$

Nilai PBV selanjutnya diperoleh melalui rumus berikut.

$$PBV_{it} = P_{it}/BVPS_{it}$$

Keterangan:

$BVPS_{it}$ = nilai buku per saham perusahaan i pada tahun t;

E_{it} = total ekuitas yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk;

S_{it} = jumlah saham biasa yang beredar; dan

P_{it} = harga pasar per saham pada akhir tahun.

Saham treasuri tidak dihitung sebagai saham beredar karena telah dibeli kembali oleh perusahaan. Jika ekuitas dilaporkan dalam dolar Amerika Serikat, nilainya disamakan terlebih dahulu ke rupiah sebelum BVPS dihitung.

PBV yang telah dihitung kemudian diubah ke bentuk logaritma natural berikut.

$$\ln PBV_{it} = \ln(PBV_{it})$$

Rentang PBV yang lebar dan adanya nilai jauh di atas observasi lain menjadi dasar penggunaan transformasi. Estimasi regresi menggunakan $\ln PBV$ sebagai variabel dependen. PBV dalam bentuk asli tetap disajikan pada statistik deskriptif serta gambaran fenomena penelitian.

5. Pengukuran Kepemilikan Institusional

Rasio kepemilikan institusional diperoleh dengan membagi jumlah saham institusi dengan saham perusahaan yang beredar pada akhir tahun.

$$INST_{it} = (SI_{it}/S_{it}) \times 100\%$$

Keterangan:

$INST_{it}$ = persentase kepemilikan institusional perusahaan i pada tahun t;

SI_{it} = jumlah saham yang dimiliki institusi; dan

S_{it} = jumlah saham biasa yang beredar.

Saham milik perusahaan induk, perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, reksa dana, pemerintah, yayasan, serta badan hukum lain termasuk kategori institusional. Kepemilikan individu dikeluarkan dari kategori ini. Saham publik dimasukkan hanya ketika pemiliknya dapat dikenali sebagai lembaga atau badan hukum. Saham treasuri juga tidak dihitung sebagai kepemilikan institusional.

6. Mean-Centering ESGD dan INST

ESGD dan INST terlebih dahulu dipusatkan sebelum interaksi disusun. Mean-centering dilakukan dengan mengurangi setiap pengamatan dengan rata-rata variabel yang bersangkutan.

Dari 83 observasi, diperoleh rata-rata ESGD sebesar 68,34337 dan INST sebesar 70,87822. Nilai tersebut menjadi acuan penyajian perhitungan variabel terpusat berikut.

$$ESG_C_{it} = ESGD_{it} - 68,34337$$

$$INST_C_{it} = INST_{it} - 70,87822$$

Excel menghitung pemusatan dengan rata-rata berpresisi penuh, sementara manuskrip menampilkan lima desimal untuk keperluan penyajian. Secara matematis, rata-rata ESG_C dan INST_C setelah pemusatan berada pada atau sangat dekat dengan nol. Selisih kecil dari nol dapat muncul akibat pembulatan angka yang ditampilkan.

Pemusatan hanya diterapkan pada variabel pembentuk interaksi, sehingga $\ln PBV$ tidak menjalani mean-centering. Dengan titik acuan tersebut, koefisien ESG_C dibaca pada rata-rata kepemilikan institusional, sedangkan koefisien INST_C dibaca pada rata-rata pengungkapan ESG.

7. Pembentukan Variabel Interaksi

ESG_C dan INST_C dikalikan untuk memperoleh variabel interaksi berikut.

$$ESG_INST_C_{it} = ESG_C_{it} \times INST_C_{it}$$

Peran moderasi diuji melalui ESG_INST_C untuk menilai apakah kepemilikan institusional mengubah pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan. Bukti moderasi diperoleh apabila probabilitas koefisien interaksi lebih kecil daripada taraf signifikansi penelitian.

8. Penyusunan Dataset Panel dan Pengolahan EViews

Hasil pengukuran disusun dalam Excel menurut kode perusahaan serta tahun pengamatan. Satu baris mencatat satu pasangan perusahaan-tahun. Dataset final berisi ESGD, PBV, LnPBV, INST, ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C.

Data diimpor ke EViews sebagai panel tidak seimbang dengan 32 cross-section, periode 2022–2025, dan 83 observasi. Analisis mencakup statistik deskriptif, normalitas residual, multikolinearitas, serta estimasi Common Effect Model, Fixed Effect Model, dan Random Effect Model. Pemilihan model didasarkan pada Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier. Model akhir kemudian menggunakan White period (cross-section cluster) standard errors and covariance dengan d.f. correction.

Koefisien, t-statistic, dan probabilitas output akhir digunakan untuk pengujian hipotesis. Khusus hipotesis moderasi, keputusan didasarkan pada signifikansi ESG_INST_C sebagai interaksi pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional.

4.3. Deskripsi Kertas Kerja

Microsoft Excel digunakan untuk mendokumentasikan pengukuran variabel sebelum analisis dalam EViews. Kertas kerja memuat satu observasi perusahaan-tahun pada setiap baris. Dataset akhirnya berisi 83 baris pengamatan dari 32 perusahaan pada periode 2022–2025.

Isi kertas kerja meliputi identitas perusahaan, tahun, sumber dokumen, penilaian ESG melalui content analysis, komponen perhitungan PBV, dan struktur kepemilikan institusional. Hasil transformasi variabel serta interaksi moderasi juga dicatat di dalamnya.

Bagian ESG mencatat penilaian per indikator agar ESGD dapat diperiksa kembali berdasarkan laporan dan halaman pengungkapannya. Bagian nilai perusahaan memuat harga saham akhir tahun, ekuitas, saham beredar, nilai buku per saham, PBV, serta LnPBV. Bagian institusional mencatat saham yang dimiliki institusi, saham beredar, dan hasil persentase kepemilikannya.

Variabel asli disajikan terpisah dari variabel estimasi. ESGD, PBV, dan INST menjelaskan kondisi substantif perusahaan. Pada Moderated Regression Analysis, LnPBV menjadi variabel dependen, sedangkan ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C digunakan sebagai variabel penjelas.

Tabel 4. 2 Struktur utama kertas kerja

Kelompok	Kolom/data	Keterangan
Identitas	Kode perusahaan	Kode emiten di Bursa Efek Indonesia
Identitas	Tahun	Tahun observasi 2022–2025
ESG	Skor indikator	Skor 1 atau 0 untuk setiap indikator
ESG	Jumlah pengungkapan	Total indikator yang diberi skor 1
ESG	ESGD	Indeks pengungkapan ESG dalam persen
PBV	Harga saham	Harga penutupan saham akhir tahun
PBV	Ekuitas	Ekuitas yang diatribusikan kepada pemilik entitas induk
PBV	Saham beredar	Saham biasa beredar setelah memperhitungkan saham treasuri
PBV	BVPS	Nilai buku ekuitas per saham
PBV	PBV	Harga pasar per saham dibandingkan BVPS
PBV	LnPBV	Logaritma natural PBV
INST	Saham institusi	Jumlah saham yang dimiliki institusi
INST	INST	Persentase kepemilikan institusional
Moderasi	ESG_C	ESGD setelah mean-centering
Moderasi	INST_C	INST setelah mean-centering
Moderasi	ESG_INST_C	Hasil perkalian ESG_C dengan INST_C

Sumber: Data diolah oleh penulis (2026).

Sumber dokumen beserta halaman dicantumkan agar data dapat ditelusuri dan diperiksa ulang. Pemisahan data mentah, hasil perhitungan, dan variabel transformasi membantu mengurangi kesalahan sekaligus memungkinkan rekonstruksi tahapan pengolahan.

Susunan kertas kerja menghubungkan dokumen perusahaan dengan setiap tahap analisis. Rangkaian tersebut mencakup pengukuran variabel, transformasi LnPBV, mean-centering, pembentukan interaksi, serta penyusunan dataset akhir untuk EViews.

BAB V

PENGUJIAN DAN ANALISA

5.1. Proses Pengumpulan dan Seleksi Data

Sampel berasal dari perusahaan Indeks SRI-KEHATI periode 2022–2025. Pemilihannya mempertimbangkan keanggotaan indeks pada tahun yang diamati dan ketersediaan komponen pengukuran Environmental, Social, and Governance (ESG), Price to Book Value (PBV), serta kepemilikan institusional.

Perbedaan jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria setiap tahun membentuk data panel tidak seimbang (unbalanced panel data). Perusahaan yang terpilih pada satu tahun tidak diwajibkan muncul pada tahun lainnya. Namun, setiap observasi perusahaan-tahun dalam analisis mempunyai data lengkap bagi seluruh variabel penelitian.

Seleksi menghasilkan 32 perusahaan unik dan 83 observasi perusahaan-tahun. Tabel 5.1 menyajikan sebaran observasi menurut tahun pengamatan.

Tabel 5. 1 Distribusi Observasi Penelitian

Tahun	Jumlah Observasi
2022	19
2023	22
2024	20
2025	22
Total	83

Sumber: Data diolah oleh penulis.

Sebaran dalam Tabel 5.1 mencatat 19 observasi pada tahun 2022, 22 pada tahun 2023, 20 pada tahun 2024, dan 22 pada tahun 2025. Ketidaksamaan jumlah pengamatan tersebut memperlihatkan struktur panel tidak seimbang yang digunakan.

Dengan panel tidak seimbang, pengamatan yang memenuhi kriteria pada setiap tahun tetap dapat digunakan meskipun perusahaan tidak tersedia sepanjang periode penelitian. Susunan ini mempertahankan cakupan informasi yang lebih luas dengan 83 observasi untuk pengujian empiris.

5.2. Gambaran Umum Pengolahan Data

EViews digunakan untuk mengolah 32 cross-section atau perusahaan selama maksimum empat tahun pengamatan, yaitu 2022–2025. Sebagian perusahaan tidak mempunyai observasi pada semua tahun. Dataset karena itu diolah sebagai unbalanced panel dengan 83 observasi.

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen diukur melalui PBV dan digunakan dalam regresi sebagai LnPBV. Transformasi logaritma natural dipilih untuk memperkecil ketimpangan distribusi PBV yang memiliki rentang nilai lebar.

Pengungkapan ESG ditempatkan sebagai variabel independen dan kepemilikan institusional sebagai moderator. Keduanya menjalani mean-centering sebelum interaksi dibentuk. Pemusatan menghasilkan ESG_C serta INST_C; perkalian kedua variabel tersebut menghasilkan ESG_INST_C.

Analisis dimulai dengan statistik deskriptif dan diagnostik, dilanjutkan estimasi Common Effect Model, Fixed Effect Model, serta Random Effect Model. Uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier digunakan untuk memilih model. Model terpilih menjadi dasar pengujian parsial hipotesis dan penilaian koefisien determinasi. Semua keputusan menggunakan taraf signifikansi 5 persen atau 0,05.

Estimasinya dilengkapi White period standard errors dengan cross-section cluster dan degree of freedom correction. Koreksi ini digunakan untuk memperoleh kesalahan baku serta probabilitas pengujian yang lebih andal.

5.3. Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 5.2 merangkum karakteristik data melalui rata-rata, median, maksimum, minimum, standar deviasi, dan jumlah observasi. Ukuran-ukuran tersebut digunakan dalam analisis statistik deskriptif untuk menjelaskan gambaran umum data penelitian.

Tabel 5. 2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik	ESGD (%)	PBV (kali)	LnPBV	INST (%)
Mean	68.34337	3.487342	0.534332	70.87822
Median	73.75000	1.342686	0.294672	70.85372
Maksimum	96.25000	44.85702	3.803480	98.86866
Minimum	26.25000	0.374360	-0.982538	20.36002
Standar deviasi	14.65704	7.526154	0.966573	18.30465
Observasi	83	83	83	83

Sumber: Hasil pengolahan data menggunakan EViews, 2026.

Pengungkapan ESG (ESGD) pada Tabel 5.2 mempunyai rata-rata 68,34337 persen dan median 73,75000 persen. Nilainya berkisar dari 26,25000 persen hingga 96,25000 persen. Standar deviasi 14,65704 memperlihatkan variasi pengungkapan antarperusahaan dan antartahun. Median yang melebihi rata-rata menunjukkan adanya sejumlah pengamatan dengan pengungkapan relatif rendah yang menarik rata-rata keseluruhan ke bawah.

PBV memiliki rata-rata 3,487342 kali, sedangkan mediannya 1,342686 kali. Rentang pengamatan membentang dari 0,374360 kali sampai 44,85702 kali, dengan standar deviasi 7,526154 yang melampaui rata-ratanya. Selisih rata-rata dan median, bersama nilai maksimum yang tinggi, menunjukkan adanya beberapa PBV jauh di atas pengamatan lain. Pola tersebut mendasari pertimbangan transformasi logaritma natural pada analisis regresi.

LnPBV setelah transformasi mempunyai rata-rata 0,534332, median 0,294672, dan standar deviasi 0,966573. Rentang nilainya adalah -0,982538 sampai 3,803480. Angka minimum yang negatif berasal dari PBV minimum 0,374360 kali, sehingga tidak menunjukkan PBV negatif. Secara matematis, logaritma natural bilangan positif antara nol dan satu menghasilkan bilangan negatif. Karena itulah PBV positif di bawah satu dapat menghasilkan LnPBV minimum -0,982538.

Rata-rata kepemilikan institusional (INST) mencapai 70,87822 persen dan mediannya 70,85372 persen. Nilai terendahnya 20,36002 persen dan tertinggi 98,86866 persen. Standar deviasi 18,30465 menunjukkan perbedaan proporsi kepemilikan institusional antarperusahaan maupun antartahun. Rata-rata tersebut menggambarkan bahwa secara umum sebagian besar saham perusahaan sampel dikuasai institusi.

Statistik deskriptif menjelaskan penyebaran dan karakteristik data, tetapi belum menentukan pengaruh antarvariabel. Hubungan pengungkapan ESG serta kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan perlu dinilai melalui estimasi regresi panel dan keputusan pengujian hipotesis.

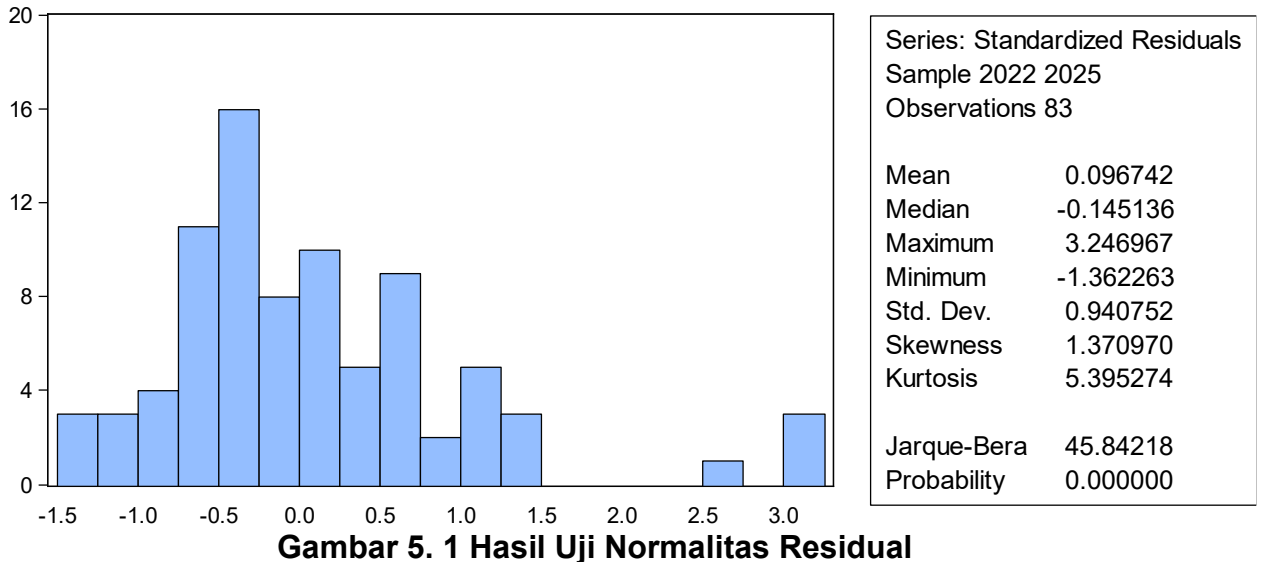
5.4. Pengujian Asumsi dan Diagnostik Model

Diagnostik model menelaah sifat residual dan kemungkinan masalah dalam hubungan antarvariabel independen. Penelitian menyajikan pemeriksaan normalitas residual serta multikolinearitas. Untuk potensi heteroskedastisitas dan autokorelasi, estimasi akhir Random Effect Model menggunakan White period standard errors dengan cross-section cluster serta degree of freedom correction.

5.4.1. Uji Normalitas Residual

Normalitas diuji pada standardized residuals dari Random Effect Model melalui statistik Jarque-Bera. Pengujian menilai apakah residual mengikuti distribusi normal dengan kriteria berikut.

1. Probabilitas Jarque-Bera di atas 0,05 menjadi dasar untuk menyatakan residual berdistribusi normal.
2. Probabilitas Jarque-Bera di bawah 0,05 menjadi dasar untuk menyatakan residual tidak berdistribusi normal.



Gambar 5. 1 Hasil Uji Normalitas Residual

Pada Gambar 5.1, standardized residuals Random Effect Model menghasilkan Jarque-Bera 45,84218 dengan probabilitas 0,000000. Probabilitas yang lebih kecil dari 0,05 menyebabkan residual dinyatakan tidak berdistribusi normal. Skewness 1,370970 memperlihatkan kemencengan ke kanan, sedangkan kurtosis 5,395274 menunjukkan bentuk distribusi yang lebih runcing daripada distribusi normal.

Ketidaknormalan residual tidak dengan sendirinya membuat koefisien regresi tidak dapat digunakan. Normalitas terutama berhubungan dengan ketepatan inferensi pada sampel terbatas dan bukan syarat utama agar koefisien tidak bias. Kondisi residual ini dicatat sebagai keterbatasan penelitian. White period standard errors dengan cross-section cluster dan degree of freedom correction diterapkan pada estimasi akhir untuk mendukung standard error serta probabilitas yang lebih andal. Koreksi tersebut tidak mengubah residual menjadi normal.

5.4.2. Uji Multikolinearitas

Korelasi antarvariabel ESG_C, INST_C, dan ESG_INST_C diperiksa melalui matriks korelasi. Pemeriksaan multikolinearitas ini menilai apakah hubungan linear di antara variabel independen terlalu kuat.

Batas korelasi antarvariabel independen yang digunakan adalah 0,85. Nilai di bawah batas tersebut menjadi dasar penilaian bahwa tidak terdapat multikolinearitas serius. Tabel 5.3 menyajikan hasil pemeriksaannya.

Tabel 5. 3 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	ESG_C	INST_C	ESG_INST_C
ESG_C	1,000000	0,341308	-0,226246
INST_C	0,341308	1,000000	-0,233578
ESG_INST_C	-0,226246	-0,233578	1,000000

Sumber: Hasil olah data menggunakan EViews.

Matriks pada Tabel 5.3 menunjukkan korelasi ESG_C dengan INST_C sebesar 0,341308, ESG_C dengan ESG_INST_C sebesar -0,226246, dan INST_C

dengan ESG_INST_C sebesar -0,233578. Nilai absolut seluruh korelasi tersebut berada di bawah 0,85.

Hasil korelasi tidak menunjukkan indikasi multikolinearitas serius dalam model penelitian. Mean-centering ESG dan kepemilikan institusional juga digunakan untuk membantu mengurangi potensi hubungan linear yang tinggi antara variabel utama dan interaksinya.

5.4.3. Penanganan Heteroskedastisitas dan Autokorelasi

Penggabungan dimensi perusahaan dan waktu dalam data panel memungkinkan variasi residual yang tidak konstan serta korelasi antarperiode pada perusahaan yang sama. Keadaan tersebut dapat memengaruhi standard error, t-statistic, dan probabilitas, walaupun koefisien regresi tidak selalu berubah.

Estimasi akhir Random Effect Model menerapkan White period standard errors and covariance dengan cross-section cluster untuk mengantisipasi kondisi tersebut. Perusahaan dijadikan kelompok, sehingga standard error lebih tahan terhadap perbedaan varians dan korelasi residual antarperiode di dalam perusahaan.

Degree of freedom correction diaktifkan agar perhitungan standard error serta probabilitas mempertimbangkan jumlah kelompok perusahaan. Oleh karena itu, keputusan hipotesis menggunakan standard error, t-statistic, dan probabilitas Random Effect Model yang telah dikoreksi melalui cross-section cluster serta degree of freedom correction.

Koreksi standard error tidak menyatakan bahwa heteroskedastisitas atau autokorelasi telah terbukti tidak ada. Prosedur ini mendukung inferensi yang lebih andal apabila varians residual berbeda atau residual berkorelasi antarperiode dalam satu perusahaan.

5.5. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tiga alternatif estimasi panel ialah Common Effect Model, Fixed Effect Model, dan Random Effect Model. Kesesuaiannya dinilai dengan uji Chow, uji Hausman, serta uji Lagrange Multiplier.

5.5.1. Uji Chow

Perbandingan Common Effect Model dengan Fixed Effect Model dilakukan melalui uji Chow. Hipotesis pengujiannya adalah sebagai berikut.

H_0 : Common Effect Model lebih sesuai digunakan.

H_1 : Fixed Effect Model lebih sesuai digunakan.

Probabilitas cross-section F menjadi dasar keputusan uji Chow. Apabila lebih kecil dari 0,05, H_0 ditolak dan Fixed Effect Model dipilih. Apabila lebih besar dari 0,05, H_0 tidak ditolak sehingga Common Effect Model dipilih.

Uji Chow menghasilkan cross-section F sebesar 37,823439 dengan probabilitas 0,0000. Nilai tersebut berada di bawah 0,05 dan menyebabkan penolakan H_0 . Hasil pengujian ini menunjukkan Fixed Effect Model lebih sesuai daripada Common Effect Model.

5.5.2. Uji Hausman

Kesesuaian Fixed Effect Model dan Random Effect Model dibandingkan melalui uji Hausman dengan hipotesis berikut.

H_0 : Random Effect Model lebih sesuai digunakan.

H_1 : Fixed Effect Model lebih sesuai digunakan.

Jika probabilitas cross-section random berada di bawah 0,05, H_0 ditolak dan Fixed Effect Model dipilih. Nilai di atas 0,05 menyebabkan H_0 tidak ditolak sehingga Random Effect Model dipilih.

Statistik chi-square pada uji Hausman sebesar 1,018397 dan probabilitasnya 0,7968. Karena probabilitas melebihi 0,05, H_0 tidak ditolak. Berdasarkan hasil tersebut, Random Effect Model lebih sesuai daripada Fixed Effect Model.

5.5.3. Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier digunakan untuk membandingkan Common Effect Model dengan Random Effect Model. Hipotesis yang diuji dinyatakan sebagai berikut.

H_0 : Common Effect Model lebih sesuai digunakan.

H_1 : Random Effect Model lebih sesuai digunakan.

Keputusan uji Lagrange Multiplier mengacu pada probabilitas Breusch-Pagan di kolom cross-section. Nilai di bawah 0,05 menyebabkan penolakan H_0 dan pemilihan Random Effect Model. Nilai di atas 0,05 menyebabkan H_0 tidak ditolak sehingga Common Effect Model dipilih.

Breusch-Pagan cross-section menghasilkan statistik 95,93012 dan probabilitas 0,0000. Probabilitas yang berada di bawah 0,05 menyebabkan H_0 ditolak. Uji Lagrange Multiplier dengan demikian mendukung penggunaan Random Effect Model dibandingkan Common Effect Model.

Tabel 5. 4 Ringkasan Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel

Pengujian	Statistik	Probabilitas	Model yang Dipilih
Uji Chow – Cross-section F	37,823439	0,0000	Fixed Effect Model
Uji Hausman – Cross-section random	1,018397	0,7968	Random Effect Model
Uji Lagrange Multiplier – Breusch-Pagan cross-section	95,93012	0,0000	Random Effect Model

Sumber: Hasil pengolahan data menggunakan EViews, 2026.

Uji Chow mendukung Fixed Effect Model, sedangkan uji Hausman dan uji Lagrange Multiplier mendukung Random Effect Model. Dengan mempertimbangkan rangkaian keputusan tersebut, penelitian menggunakan Random Effect Model untuk pengujian hipotesis.

Model terpilih diestimasi dengan White period standard errors, cross-section cluster, dan degree of freedom correction. Penyesuaian ini digunakan untuk menghasilkan standard error serta probabilitas yang lebih andal pada pengujian parsial.

5.6. Hasil Estimasi Random Effect Model

Random Effect Model ditetapkan berdasarkan uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier. Hasil akhir model menggunakan White period standard errors dengan cross-section cluster serta degree of freedom correction.

Koreksi tersebut mempertahankan koefisien regresi, sementara standard error, t-statistic, dan probabilitas disesuaikan. Keputusan hipotesis karena itu mengacu pada output dengan standard error terkoreksi. Tabel 5.5 menyajikan hasil estimasi tersebut.

Tabel 5. 5 Hasil Estimasi Random Effect Model

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-Statistic	Probabilitas
C	0,422556	0,180222	2,344649	0,0256
ESG_C	-0,005319	0,002734	-1,945553	0,0608
INST_C	0,008260	0,003664	2,254231	0,0314
ESG_INST_C	0,000166	0,000174	0,953027	0,3479

Keterangan:

Statistik model	Nilai
R-squared	0,098945
Adjusted R-squared	0,064728
Jumlah observasi	83
Jumlah perusahaan	32

Sumber: Hasil pengolahan data menggunakan EViews, 2026.

Keterangan: Estimasi menggunakan White period standard errors dengan cross-section cluster dan degree of freedom correction.

Koefisien pada Tabel 5.5 membentuk persamaan regresi panel berikut.

$$\text{LnPBV}_{it} = 0,422556 - 0,005319 \text{ ESG_C}_{it} + 0,008260 \text{ INST_C}_{it} + 0,000166 \text{ ESG_INST_C}_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

LnPBV_{it} = logaritma natural Price to Book Value perusahaan i pada tahun t;

ESG_C_{it} = pengungkapan ESG yang telah dilakukan mean-centering;

INST_C_{it} = kepemilikan institusional yang telah dilakukan mean-centering;

ESG_INST_C_{it} = interaksi antara ESG_C dan INST_C ;

u_i = komponen efek acak perusahaan; dan

ε_{it} = komponen kesalahan perusahaan i pada tahun t.

Makna koefisien dalam persamaan dijelaskan sebagai berikut.

1. Konstanta 0,422556 merupakan prediksi LnPBV saat ESG_C , INST_C , dan ESG_INST_C sama dengan nol. Karena pemusatan telah diterapkan, ESG_C serta INST_C yang bernilai nol berarti pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional berada pada rata-ratanya.
2. Pada rata-rata kepemilikan institusional, kenaikan ESG sebesar satu poin persentase berkaitan dengan penurunan LnPBV sebesar 0,005319 sesuai koefisien ESG_C -0,005319. Dengan variabel lain tetap, perubahan ini mendekati penurunan PBV 0,53 persen. Arah estimasi tersebut tetap perlu dibaca bersama probabilitas koefisien sebelum ditarik kesimpulan statistik.
3. Koefisien INST_C 0,008260 berarti kenaikan kepemilikan institusional satu poin persentase berkaitan dengan kenaikan LnPBV sebesar 0,008260 ketika ESG berada pada rata-ratanya. Dengan variabel lain tetap, pendekatan persentasenya setara kenaikan PBV sekitar 0,83 persen.
4. Interaksi ESG dan kepemilikan institusional mempunyai koefisien ESG_INST_C 0,000166 yang berarah positif. Secara matematis, tambahan satu poin persentase kepemilikan institusional meningkatkan kemiringan hubungan ESG dan LnPBV sebesar 0,000166. Keberadaan moderasi tetap harus dinilai melalui signifikansi interaksi tersebut.

5.7. Pengujian Hipotesis

5.7.1. Uji Parsial

Pengujian parsial menilai signifikansi variabel independen terhadap variabel dependen serta signifikansi interaksi ESG dengan kepemilikan institusional. Taraf yang digunakan adalah 5 persen.

Keputusan hipotesis mengikuti kriteria berikut.

1. Hipotesis memperoleh dukungan apabila probabilitas koefisien lebih kecil dari 0,05.
2. Hipotesis tidak memperoleh dukungan apabila probabilitas koefisien lebih besar dari 0,05.

a. Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan

Estimasi ESG_C menghasilkan koefisien -0,005319, t-statistic -1,945553, dan probabilitas 0,0608. Probabilitas itu melebihi 0,05, sehingga pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan tidak signifikan pada taraf 5 persen.

Arah koefisien menunjukkan hubungan ESG dan nilai perusahaan yang berlawanan dalam estimasi sampel. Namun, ketidaksigifikannya tidak mendukung kesimpulan adanya pengaruh negatif pada populasi. H1 yang menyatakan pengaruh signifikan pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan karena itu tidak didukung.

b. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

INST_C memperoleh koefisien 0,008260 dengan t-statistic 2,254231 dan probabilitas 0,0314. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil tersebut menghubungkan proporsi institusional yang lebih tinggi dengan nilai perusahaan yang lebih tinggi ketika ESG berada pada rata-ratanya dan variabel lain tetap. Dengan demikian, H2 mengenai pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan memperoleh dukungan.

c. Peran Kepemilikan Institusional dalam Memoderasi Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan

Koefisien ESG_INST_C sebesar 0,000166 disertai t-statistic 0,953027 dan probabilitas 0,3479. Karena probabilitas melebihi 0,05, interaksi pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perubahan proporsi kepemilikan institusional belum terbukti secara statistik mengubah kekuatan hubungan pengungkapan ESG dengan nilai perusahaan. Bukti moderasi tidak diperoleh pada model ini, sehingga H3 tidak didukung.

Signifikansi pengaruh langsung kepemilikan institusional, disertai interaksi yang tidak signifikan, menunjukkan perannya sebagai variabel independen atau prediktor dalam model. Hasil tersebut belum mendukung perannya sebagai moderator.

Tabel 5. 6 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Koefisien	Probabilitas	Hasil
H1: Pengungkapan ESG berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan	-0,005319	0,0608	Tidak didukung
H2: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan	0,008260	0,0314	Didukung
H3: Kepemilikan institusional secara signifikan memoderasi pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan	0,000166	0,3479	Tidak didukung

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

5.7.2. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi menilai sejauh mana ESG, kepemilikan institusional, dan interaksi keduanya menerangkan variasi nilai perusahaan dalam model.

Random Effect Model menghasilkan R-squared 0,098945 dan Adjusted R-squared 0,064728. Berdasarkan ukuran yang telah disesuaikan tersebut, kemampuan penjelasan model atas variasi LnPBV berkisar 6,47 persen.

Interpretasi tersebut perlu mempertimbangkan bahwa kedua ukuran berasal dari weighted statistics Random Effect Model. Persamaannya telah mengalami

transformasi Generalized Least Squares, sehingga R-squared dan Adjusted R-squared ini tidak sama dengan ukuran regresi OLS biasa. Nilainya digunakan sebagai indikator kemampuan penjelasan model.

Bagian sekitar 93,53 persen berkaitan dengan faktor di luar persamaan dan komponen kesalahan. Faktor tersebut dapat mencakup profitabilitas, ukuran dan pertumbuhan perusahaan, struktur modal, kebijakan dividen, kondisi industri, serta keadaan makroekonomi.

Kemampuan penjelasan yang rendah tidak otomatis menjadikan temuan tidak dapat digunakan. Tujuan model ialah menguji hubungan variabel tertentu dengan nilai perusahaan, bukan membangun prediksi yang mencakup seluruh penentunya. Meski demikian, keterbatasan penjelasan ini perlu diperhatikan dalam penafsiran dan generalisasi hasil.

5.8. Pembahasan Hasil Penelitian

5.8.1. Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan

H1 tidak memperoleh dukungan dalam pengujian pada taraf 0,05. Koefisien ESG_C sebesar -0,005319 mempunyai probabilitas 0,0608, yang berada di atas batas tersebut. Hasil ini menunjukkan pengungkapan ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada sampel yang diteliti.

Tanda negatif ESG_C menunjukkan arah estimasi pada sampel, bukan bukti bahwa pengungkapan ESG menyebabkan nilai perusahaan menurun. Kesimpulan sebab-akibat maupun pengaruh negatif tidak dapat diberikan berdasarkan koefisien yang tidak signifikan ini.

Probabilitas 0,0608 masih berada di bawah 0,10, sehingga arah negatif dapat dibahas sebagai indikasi lemah atau marginal, meskipun tidak signifikan pada taraf 5 persen. Gambaran ini sesuai dengan Gambar 1.1, ketika rata-rata ESG naik dari 60,72 persen pada 2022 menjadi 73,07 persen pada 2025, sementara rata-rata PBV turun dari 4,22 kali ke 2,86 kali. Kesesuaian deskriptif tersebut tidak membuktikan sebab akibat dan tidak mengubah keputusan formal hipotesis pada taraf 5 persen.

Keluasan informasi ESG belum tentu segera memperoleh respons berupa kenaikan nilai perusahaan. Ukuran ESG Disclosure Index penelitian ini berasal dari content analysis dengan skor satu untuk indikator yang diungkapkan dan nol untuk indikator yang tidak diungkapkan. Pengukuran tersebut terutama menangkap cakupan pengungkapan. Kualitas, kedalaman, materialitas, serta kinerja ESG aktual belum sepenuhnya direpresentasikan oleh jumlah indikator itu.

Perusahaan dengan lebih banyak indikator yang dilaporkan belum tentu memiliki penerapan ESG yang lebih baik. Laporan dapat pula menjelaskan biaya kepatuhan, risiko lingkungan, kewajiban sosial, kebutuhan investasi keberlanjutan, dan persoalan tata kelola. Investor karena itu tidak selalu membaca tambahan informasi sebagai sinyal positif bagi valuasi perusahaan.

Konteks SRI-KEHATI juga berpotensi menjelaskan hasil ini. Konstituennya telah melewati penilaian keberlanjutan, lingkungan, sosial, dan tata kelola, sehingga pengungkapan ESG dapat menjadi ciri yang relatif umum dalam sampel. Informasi tersebut mungkin tidak lagi cukup membedakan perusahaan untuk menghasilkan kenaikan nilai secara otomatis. Investor dapat memberi perhatian lebih besar pada profitabilitas, pertumbuhan, risiko, struktur modal, prospek usaha, dan kemampuan menghasilkan arus kas.

Signaling Theory memandang pengungkapan ESG sebagai kemungkinan sinyal tanggung jawab, transparansi, dan keberlanjutan usaha. Sinyal yang efektif diharapkan mengurangi asimetri informasi serta menumbuhkan kepercayaan investor. Akan tetapi, keluasan pengungkapan dalam penelitian ini belum

memberikan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membatasi dukungan empiris bagi mekanisme sinyal tersebut pada sampel dan periode pengamatan, tanpa menolak Signaling Theory secara keseluruhan.

Maulida et al. (2025) juga tidak memperoleh bukti pengaruh signifikan ESG disclosure terhadap nilai perusahaan SRI-KEHATI. Dari ESG disclosure, environmental cost, dan firm size yang mereka uji, hanya environmental cost yang berpengaruh positif. Hasil penelitian ini mempunyai kesesuaian dengan temuan tersebut.

Temuan penelitian ini berbeda dari hubungan positif ESG disclosure dan nilai perusahaan yang dilaporkan Li et al. (2018). Perbedaan signifikansi juga muncul dibandingkan Dihadjo dan Hersugondo (2023) serta Almaeri & Yumna (2024). Kedua studi terakhir memperoleh pengaruh negatif dan signifikan dari pengungkapan ESG atau sustainability report, sementara koefisien negatif dalam penelitian ini tidak signifikan.

Objek, periode, indikator ESG, proksi nilai perusahaan, metode estimasi, dan karakteristik pasar modal yang berbeda dapat berkaitan dengan keragaman hasil tersebut. Dalam batas sampel SRI-KEHATI periode 2022–2025, penelitian ini belum menemukan bukti statistik bahwa keluasan pengungkapan ESG memengaruhi nilai perusahaan.

5.8.2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

H2 didukung oleh koefisien INST_C sebesar 0,008260 dengan probabilitas 0,0314. Probabilitas yang berada di bawah 0,05 menunjukkan pengaruh signifikan, sedangkan tanda positif menunjukkan hubungan searah. Kepemilikan institusional dengan demikian berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dalam model penelitian.

Ketika ESG berada pada rata-ratanya, tambahan satu poin persentase kepemilikan institusional berkaitan dengan kenaikan LnPBV 0,008260. Dengan variabel lain tetap, perubahan tersebut setara pendekatan kenaikan PBV sekitar 0,83 persen.

Hubungan tersebut mendukung penjelasan Agency Theory tentang pengawasan atas konflik yang dapat timbul karena kepemilikan terpisah dari pengelolaan. Investor institusional dapat menjalankan mekanisme pengawasan ini karena umumnya mempunyai kepentingan ekonomi, sumber daya, kemampuan analisis, dan akses informasi yang lebih besar daripada investor individual.

Proporsi institusional yang lebih tinggi dapat memperkuat pengawasan keputusan manajemen, membatasi tindakan oportunistik, dan mendorong pengelolaan yang sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Pengawasan tersebut berpotensi meningkatkan keyakinan investor terhadap tata kelola sehingga mendapat respons positif dalam penilaian pasar.

Pengaruh positif dan signifikan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan juga ditemukan Dihadjo dan Hersugondo (2023). Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan tersebut serta Putri et al. (2024), yang melaporkan pengaruh langsung positif pada tingkat signifikansi penelitian mereka.

Proporsi institusional dapat menjadi informasi bagi pasar di samping menggambarkan susunan pemegang saham. Kehadiran investor institusional dapat dipandang sebagai monitoring yang mendukung disiplin manajemen dan mengurangi risiko konflik keagenan.

Penafsiran tersebut perlu dibatasi pada ukuran yang digunakan. Persentase saham institusi tidak mengukur keaktifan setiap pemilik dalam mengawasi perusahaan. Temuan ini karena itu menunjukkan hubungan menurut besarnya

proporsi kepemilikan, sementara kualitas monitoring masing-masing investor institusional belum diukur secara langsung.

5.8.3. Peran Kepemilikan Institusional dalam Memoderasi Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan

Moderated Regression Analysis menghasilkan koefisien ESG_INST_C 0,000166 dan probabilitas 0,3479. Probabilitas di atas 0,05 menunjukkan interaksi ESG dengan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. H3 tentang moderasi kepemilikan institusional pada hubungan pengungkapan ESG dan nilai perusahaan karena itu tidak didukung.

Tanda positif pada interaksi hanya menjelaskan arah estimasinya. Karena koefisien tidak signifikan, tanda tersebut belum mendukung kesimpulan bahwa kepemilikan institusional memperkuat hubungan ESG dengan nilai perusahaan. Interpretasi penguatan atau pelemahan membutuhkan bukti signifikansi interaksi.

Secara teoretis, pengawasan institusional diperkirakan mendorong manajemen menyampaikan informasi ESG yang lebih kredibel. Bila mekanisme ini berlangsung, informasi dapat menjadi sinyal lebih kuat bagi investor. Hubungan ESG dengan nilai perusahaan dengan demikian diperkirakan berubah sesuai tingkat kepemilikan institusional.

Mekanisme tersebut belum didukung hasil empiris penelitian ini. Besarnya proporsi saham institusi belum tentu berarti pengawasan aktif atas substansi dan kualitas pengungkapan ESG. Perhatian investor institusional dapat lebih terarah pada kinerja keuangan, dividen, risiko investasi, serta pertumbuhan daripada cakupan informasi ESG.

Institusi pemegang saham juga dapat berbeda dalam tujuan investasi, lama kepemilikan, tingkat keterlibatan, dan perhatian terhadap keberlanjutan. Keragaman ini berarti proporsi institusional yang tinggi belum tentu menghasilkan tekanan yang sama terhadap kualitas pengungkapan ESG.

Tidak adanya moderasi juga dilaporkan oleh Putri et al. (2024) dalam hubungan sustainability reporting dan nilai perusahaan. Kesesuaian tersebut memperlihatkan bahwa pengaruh langsung kepemilikan institusional dapat muncul tanpa disertai perubahan hubungan informasi keberlanjutan dengan nilai perusahaan.

Hasil ini berbeda dari Fauziah et al. (2024) yang memperoleh penguatan hubungan ESG disclosure dengan nilai perusahaan oleh kepemilikan institusional pada sektor Consumer Cyclical. Variasi sektor, periode, karakteristik investor institusional, ukuran ESG, dan proksi nilai perusahaan dapat berkaitan dengan perbedaan hasil tersebut.

Dalam model ini, pengaruh INST_C signifikan, sedangkan ESG_INST_C tidak signifikan. Mengikuti klasifikasi Tabel 3.4 yang merujuk Sharma et al. (1981), kepemilikan institusional lebih sesuai berperan sebagai variabel independen atau predictor variable. Peran yang terlihat pada sampel adalah hubungan langsung dengan nilai perusahaan; bukti peran moderasinya belum diperoleh.

5.8.4. Implikasi Hasil Penelitian terhadap Landasan Teori

Dukungan empiris terhadap Signaling Theory dan Agency Theory berbeda dalam penelitian ini. Pada mekanisme sinyal, pengungkapan ESG tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Keluasan pengungkapan belum terbukti menjadi sinyal yang cukup kuat untuk mengubah penilaian pasar terhadap perusahaan SRI-KEHATI dalam periode pengamatan.

Informasi ESG masih dapat bermanfaat bagi investor dan pihak berkepentingan. Respons pasar kemungkinan berkaitan lebih erat dengan kualitas,

materialitas, kredibilitas, dan konsekuensi ekonomi informasi daripada jumlah indikator semata. Hasil ini karena itu membatasi dukungan terhadap sinyal keluasaan pengungkapan dalam model, tanpa menolak Signaling Theory secara keseluruhan.

Pengaruh langsung kepemilikan institusional memberikan dukungan bagi Agency Theory. Proporsi saham institusi dapat dipertimbangkan pasar sebagai mekanisme monitoring. Investor institusional berpotensi meningkatkan pengawasan manajemen dan mengurangi konflik keagenan.

Dukungan tersebut belum ditemukan melalui fungsi moderasi kepemilikan institusional. Peningkatan kredibilitas ESG yang diperkirakan mengubah hubungan pengungkapan dengan nilai perusahaan belum terbukti dalam model. Peran monitoring institusional dengan demikian terlihat pada hubungan langsung dengan nilai perusahaan, tetapi belum pada fungsi pengawasan khusus pengungkapan ESG.

Adjusted R-squared 0,064728 menunjukkan kemampuan penjelasan variabel penelitian yang masih terbatas. Nilai perusahaan dapat berkaitan pula dengan profitabilitas, pertumbuhan, ukuran perusahaan, struktur modal, dividen, kondisi industri, serta makroekonomi. Temuan penelitian karena itu perlu dibaca sebagai bukti hubungan dalam cakupan persamaan yang digunakan, bukan penjelasan lengkap seluruh faktor pembentuk nilai perusahaan.