

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum

Pemilihan ini menggunakan perusahaan manufaktur subsektor *Food and Beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai objek penelitian. Subsektor ini dipilih karena memiliki karakteristik operasional yang insentif terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola, sehingga relevan untuk menguji pengaruh *Environmental, Social, dan Governance (ESG) Score* terhadap nilai perusahaan. Populasi pada awal penelitian ini mencakup seluruh perusahaan subsektor *Food and Beverage* yang terdaftar di BEI selama periode 2021-2024, yaitu sebanyak 76 perusahaan.

Pemilihan sampel dilakukan melalui metode *purposive sampling* dengan menetapkan tiga kriteria seleksi:

Tabel 4. 1 Kriteria Sampel

No.	Deskripsi Pemilihan Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur <i>Food and Beverage</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut selama periode 2021-2024.	100
2.	Perusahaan manufaktur <i>Food and Beverage</i> yang memiliki data <i>ESG Score</i> yang tersedia dan tercatat lengkap pada database Bloomberg selama periode 2021-2024.	(81)
3.	Perusahaan manufaktur <i>Food and Beverage</i> yang mengungkapkan informasi mengenai frekuensi rapat komite audit pada <i>annual report</i> selama periode 2021-2024.	(0)
4.	Perusahaan manufaktur <i>Food and Beverage</i> sampel	19
5.	Jumlah sampel penelitian (4 tahun × 19 perusahaan)	76

Penerapan ketiga kriteria tersebut menghasilkan 19 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian dengan total observasi sebanyak 76 data panel yang dimana $19 \text{ perusahaan} \times 4 \text{ tahun}$.

Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan pada tabel berikut.

Tabel 4. 2 Daftar Nama Perusahaan Sampel Penelitian

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	AALI	PT Astra Agro Lestari Tbk
2	ANJT	PT Austindo Nusantara Jaya Tbk
3	UNSP	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk
4	BISI	PT BISI International Tbk
5	CPRO	PT Central Proteina Prima Tbk
6	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
7	DSNG	PT Dharma Satya Nusantara Tbk
8	BWPT	PT Eagle High Plantations Tbk
9	AISA	PT FKS Food Sejahtera Tbk
10	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
11	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
12	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
13	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
14	LSIP	PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk
15	CLEO	PT Sariguna Primatirta Tbk
16	SSMS	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk.
17	SMAR	PT Sinar Mas Agro Resources & Technology Tbk
18	TBLA	PT Tunas Baru Lampung Tbk
19	ULTJ	PT. Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah peneliti (2026)

Berdasarkan tabel di atas sebagian besar perusahaan sampel merupakan emiten yang berkapitalisasi menengah hingga besar yang telah menjalankan praktik

pengungkapan keberlanjutan secara konsisten, sehingga memiliki rekam jejak ESG *Score* yang dapat ditelusuri melalui database Bloomberg. Karakteristik tersebut menjadikan sampel ini representatif untuk menguji relevansi ESG *Score* sebagai determinan nilai perusahaan pada konteks perusahaan publik di Indonesia.

4.2 Statistika Deskriptif

Pada penelitian ini analisis data dilakukan dengan menggunakan bantuan Microsoft excel serta menggunakan perangkat lunak Stata 17. Statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini adalah mean, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum. Berikut ini merupakan hasil pengujian statistik deskriptif:

Tabel 4. 3 Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviasi	Min	Max
ESG <i>Score</i>	48,01434	8,067222	30,74	65,84
Tobin's Q	1,532895	1,098609	0,57	7,35
Pengawasan Komite Audit	6,618421	6,092546	3	43

Sumber: *Output Stata 17*

Berdasarkan hasil pengujian statistik pada tabel di atas dapat diketahui statistik deskriptif pada tiap-tiap variabel dengan sampel sebanyak 76 yang terdapat di 19 perusahaan dalam waktu 4 tahun dalam pengamatan subsektor *Food and Beverage* yang terdaftar di BEI pada periode 2021-2024, yaitu sebagai berikut:

a. *Environmental, Social, and Governance (ESG) Score*

Variabel *Environmental, Social, and Governance (ESG) Score* diukur menggunakan skor ESG yang diperoleh dari database Bloomberg. Berdasarkan Tabel 4.3, ESG *Score* memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 48,01434, standar

deviasi sebesar 8,067222, nilai minimum sebesar 30,74, dan nilai maksimum sebesar 65,84. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG pada perusahaan manufaktur subsektor *Food and Beverage* selama periode 2021–2024 masih bervariasi antarperusahaan.

Nilai maksimum ESG *Score* sebesar 65,84 diperoleh oleh PT Austindo Nusantara Jaya Tbk pada tahun 2023, yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat pengungkapan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola paling tinggi dibandingkan perusahaan sampel lainnya. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan telah menyampaikan informasi keberlanjutan secara lebih komprehensif sehingga memberikan transparansi yang lebih baik kepada para pemangku kepentingan. Sebaliknya, nilai minimum sebesar 30,74 diperoleh oleh PT Tunas Baru Lampung Tbk pada tahun 2021, yang menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG perusahaan tersebut masih lebih rendah dibandingkan perusahaan lain pada sampel penelitian. Perbedaan nilai maksimum dan minimum tersebut mencerminkan bahwa implementasi dan pengungkapan ESG pada perusahaan subsektor *Food and Beverage* di Indonesia belum menunjukkan tingkat keseragaman. Standar deviasi sebesar 8,067222 yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata menunjukkan bahwa penyebaran data ESG *Score* masih berada di sekitar nilai rata-ratanya sehingga variasi data relatif terkendali.

b. Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Variabel nilai perusahaan diproksikan menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, Tobin's Q memiliki nilai rata-rata sebesar 1,532895,

standar deviasi sebesar 1,098609, nilai minimum sebesar 0,57, dan nilai maksimum sebesar 7,35. Nilai rata-rata yang lebih besar dari satu menunjukkan bahwa secara umum perusahaan sampel memperoleh penilaian pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai buku asetnya.

Nilai Tobin's Q tertinggi sebesar 7,35 diperoleh oleh PT Sariguna Primatirta Tbk pada tahun 2024. Nilai tersebut menunjukkan bahwa pasar memberikan apresiasi yang sangat tinggi terhadap prospek perusahaan sehingga nilai pasar perusahaan jauh melebihi nilai buku asetnya. Sebaliknya, nilai Tobin's Q terendah sebesar 0,57 dimiliki oleh PT Austindo Nusantara Jaya Tbk pada tahun 2022 dan 2024, serta PT PP London Sumatra Indonesia Tbk pada tahun 2024. Nilai Tobin's Q yang berada di bawah satu menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian yang lebih rendah dibandingkan nilai buku aset perusahaan pada periode tersebut. Perbedaan yang cukup besar antara nilai minimum dan maksimum menunjukkan bahwa persepsi investor terhadap prospek perusahaan manufaktur subsektor *Food and Beverage* masih sangat beragam. Standar deviasi sebesar 1,098609 juga menunjukkan adanya variasi penilaian pasar antarperusahaan selama periode penelitian.

c. Pengawasan Komite Audit

Variabel pengawasan komite audit diproksikan menggunakan frekuensi rapat komite audit selama satu tahun. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, variabel ini memiliki nilai rata-rata sebesar 6,618421, standar deviasi sebesar 6,092546, nilai minimum sebesar 3 kali, dan nilai maksimum sebesar 43 kali. Nilai rata-rata

tersebut menunjukkan bahwa secara umum perusahaan sampel telah menyelenggarakan rapat komite audit lebih banyak daripada ketentuan minimum yang berlaku.

Frekuensi rapat komite audit tertinggi sebanyak 43 kali dimiliki oleh PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk pada tahun 2023. Jumlah rapat tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki intensitas aktivitas pengawasan yang sangat tinggi dibandingkan perusahaan lain pada sampel penelitian. Sebaliknya, frekuensi rapat terendah sebanyak 3 kali dimiliki oleh PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk pada tahun 2022, PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk pada tahun 2022, serta PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk pada tahun 2021, 2022, dan 2023. Jumlah rapat tersebut menunjukkan bahwa perusahaan melaksanakan rapat komite audit pada tingkat minimum selama satu tahun buku. Perbedaan yang cukup besar antara nilai minimum dan maksimum mengindikasikan bahwa intensitas aktivitas pengawasan komite audit masih bervariasi antarperusahaan. Standar deviasi sebesar 6,092546 yang mendekati nilai rata-rata juga menunjukkan bahwa penyebaran frekuensi rapat komite audit relatif tinggi, sehingga terdapat perusahaan yang melakukan rapat jauh lebih intensif dibandingkan perusahaan lainnya.

4.3 Hasil Analisis Data

4.3.1 Uji Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

4.3.1.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model Fixed Effect lebih sesuai dibandingkan Common Effect. Pengujian dilakukan menggunakan nilai probabilitas ($\text{Prob} > F$) dengan taraf signifikansi 5 persen. Hasil Uji Chow dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 4 Hasil Uji Chow

Uji Chow		
Model	Fhitung	P Value
Model 1	0,47	0,7019
Model 2	0,50	0,6831

Sumber: *Output Stata 17*

Hasil Uji Chow pada **Model 1** menunjukkan nilai $\text{Prob} > F$ sebesar 0,7019. Nilai tersebut lebih besar daripada tingkat signifikansi 0,05 sehingga tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara model *Fixed Effect* dan *Common Effect*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa ***Common Effect Model*** lebih sesuai digunakan dibandingkan *Fixed Effect Model* pada pengujian hubungan langsung antara ESG *Score* dan nilai perusahaan.

Pengujian yang sama dilakukan pada **Model 2** yang memasukkan variabel interaksi antara ESG *Score* dan Pengawasan Komite Audit dan menghasilkan nilai $\text{Prob} > F$ sebesar 0,6831, lebih besar daripada tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* belum memberikan peningkatan kemampuan estimasi dibandingkan ***Common Effect Model***. Berdasarkan Uji Chow,

Common Effect Model menjadi kandidat model yang digunakan pada kedua model dalam penelitian ini.

4.3.1.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan model terbaik antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pengambilan Keputusan dilakukan berdasarkan nilai probabilitas ($\text{Prob} > \chi^2$). Nilai probabilitas di atas 0,05 menunjukkan bahwa *Random Effect Model* merupakan model yang lebih sesuai. Hasil uji hausman dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 5 Hasil Uji Hausman

Uji Hausman		
Model	Fhitung	P Value
Model 1	0,29	0,5930
Model 2	0,39	0,8236

Sumber: *Output Stata 17*

Hasil Uji Hausman pada **Model 1** menunjukkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0,5930. Nilai tersebut lebih besar daripada taraf signifikansi 0,05 sehingga *Random Effect Model* dipilih sebagai model estimasi yang paling sesuai. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perbedaan koefisien antara *Fixed Effect* dan *Random Effect* tidak signifikan sehingga asumsi ***Random Effect*** dapat diterima. Lalu, untuk hasil Uji Hausman **Model 2** menghasilkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0,8236, lebih besar daripada taraf signifikansi 0,05. Nilai tersebut menunjukkan bahwa ***Random Effect Model*** tetap menjadi model estimasi yang paling sesuai untuk menguji pengaruh ESG Score terhadap nilai perusahaan setelah memasukkan variabel moderasi pengawasan komite audit.

4.3.1.3 Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji Lagrange Multiplier digunakan untuk membandingkan *Common Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pengujian bertujuan mengetahui apakah terdapat efek individual antarperusahaan yang memerlukan penggunaan *Random Effect Model*. Hasil uji lagrange dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 6 Hasil Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji Lagrange Multiplier		
Model	Fhitung	P Value
Model 1	73.76	0,0000
Model 2	71.97	0,0000

Sumber: *Output Stata 17*

Hasil pengujian pada **Model 1** menunjukkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0,0000, lebih kecil daripada taraf signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan adanya efek individual yang signifikansi pada data panel sehingga *Random Effect Model* lebih sesuai dibandingkan *Common Effect Model*. Sementara itu, **Model 2** menghasilkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0,0000, sehingga *Random Effect Model* kembali lebih layak digunakan dibandingkan *Common Effect Model*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa karakteristik masing-masing perusahaan memberikan pengaruh terhadap variasi nilai perusahaan sehingga efek individual perlu dipertimbangkan pada proses estimasi.

4.3.2 Uji Asumsi Klasik

4.3.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan yang tinggi antarvariabel independen pada model regresi. Model regresi

dikatakan bebas dari multikolinearitas apabila nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) lebih kecil dari 10 dan nilai *Tolerance* ($1/VIF$) lebih besar dari 0,10. Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 7: Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Variabel	VIF	1/VIF
Model 1	ESG	1,00	1,000000
Model 2	ESG	2,34	0,427919
	ESGxRKA	2,34	0,427919

Sumber: *Output Stata 17*

Pada **Model 1** hanya menggunakan satu variabel independen, yaitu ESG *Score*. Hasil pengujian multikolinearitas menunjukkan nilai VIF sebesar 1,00 dan nilai *Tolerance* sebesar 1,000. Nilai tersebut berada jauh di bawah batas maksimum VIF yang sebesar 10 serta memiliki nilai *Tolerance* di atas 0,10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model 1 tidak mengalami gejala multikolineritas. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa ESG *Score* tidak memiliki korelasi dengan variabel independen lain karena model ini hanya terdiri atas satu variabel bebas.

Sementara itu, **Model 2** memasukkan variabel interaksi antara ESG *Score* dan Pengawasan Komite Audit (ESGxRKA). Hasil pengujian menunjukkan bahwa ESG *Score* memiliki nilai VIF sebesar 2,34, sedangkan variabel interaksi ESGxRKA memiliki nilai VIF sebesar 2,34. Nilai rata-rata VIF sebesar 2,34 masih berada jauh di bawah batas maksimum sebesar 10. Nilai *Tolerance* masing-masing variabel sebesar 0,427919, lebih besar dibandingkan batas maksimum 0,10.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa model 2 tidak mengalami gejala multikolinearitas. Variabel independen dan variabel interaksi masih mampu

memberikan informasi yang berbeda sehingga tidak menyebabkan ketidakstabilan estimasi koefisien regresi. Berdasarkan hasil pengujian tersebut pada kedua model yang ada, seluruh variabel memenuhi kriteria bebas multikolinearitas sehingga analisis regresi dapat dilanjutkan ke tahap berikutnya.

4.3.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas untuk mengetahui apakah varians residual pada model regresi bersifat konstan. Pengujian dilakukan menggunakan *Breush-Pagan/Cook-Weisberg Test*. Model dikatakan dapat memenuhi asumsi apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0,05. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Chi2(1)	Prob > chi2
Model 1	17,61	0,0000
Model 2	16,68	0,0000

Sumber: *Output Stata 1*

Hasil pada **Model 1** menghasilkan nilai Prob > χ^2 sebesar 0,0000, lebih kecil dibandingkan taraf signifikansi sebesar 5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa varians redual tidak bersifat konstan sehingga model mengalami gejala heteroskedastisitas. Keberadaan heteroskedastisitas menyebabkan standar *error* yang dihasilkan metode *Ordinary Least Squares* menjadi bias shingga pengujian statistik berpotensi menghasilkan penyesuaian kesimpulan yang kurang akurat. Kondisi tersebut memerlukan penyesuaian metode estimasi agar hasil pengujian tetap dapat dipercaya.

Pada **Model 2**, pengujian heteroskedastisitas juga dilakukan untuk model moderasi. Model kedua ini menghasilkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ sebesar 0,0000. Nilai tersebut menunjukkan bahwa model 2 juga mengalami heteroskedastisitas. Varians residual yang tidak konstan menunjukkan adanya perbedaan penyebaran *error* antarobservasi sehingga standar *error* perlu disesuaikan agar estimasi koefisien tetap valid. Untuk mengatasi masalah gejala heteroskedastisitas, maka perlu dilakukannya *Robust Standar Error (Huber-White Robust Estimator)*. Pendekatan ini menghasilkan standar *error* yang lebih tahan terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas sehingga pengujian koefisien regresi lebih akurat. Berikut hasil uji heteroskedastisitas setelah dilakukan *robust standard error*.

Tabel 4. 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas setelah dilakukan *robust standard error*

Model	TobinsQ	Coefficient	P > t
Model 1	ESGScore	-0,0477277	0,002
Model 2	ESGScore	-0,0091232	0,295
	ESGxRKA	-0,0003076	0,000

Sumber: *Output Stata 17*

Berdasarkan tabel 4.9 pada **Model 1**, penggunaan *robust standard error* tidak mengubah koefisien ESG Score. Nilai koefisien tetap sebesar -0,0477277 dengan tingkat signifikansi 0,002, sehingga hasil estimasi menjadi lebih andal untuk digunakan sebagai dasar analisis. Lalu, untuk **Model 2** menghasilkan koefisien ESG Score sebesar -0,0091232 dengan nilai signifikansi 0,295, sedangkan variabel interaksi ESGxRKA memiliki koefisien sebesar -0,0003076 dan nilai signifikansi 0,000. Penggunaan *robust standard error* memberikan estimasi yang lebih reliabel

karena telah mengoreksi pengaruh heteroskedastisitas terhadap *standar error* koefisien regresi.

4.3.3 Justifikasi Penggunaan *Random Effect Model* (REM) dengan *Robust Standard Error*

Penelitian ini tidak menyajikan hasil uji normalitas maupun uji autokorelasi sebagai bagian dari evaluasi model. Keputusan tersebut didasarkan pada karakteristik model estimasi yang digunakan, yaitu *Random Effect Model* (REM) yang diestimasi menggunakan *Generalized Least Squares* (GLS) serta dikoreksi menggunakan *robust standard error*. Pendekatan GLS tidak menjadikan normalitas residual sebagai persyaratan utama untuk memperoleh estimator yang konsisten dan efisien. Fokus evaluasi model panel lebih diarahkan pada ketepatan spesifikasi model, struktur kovarians residual, serta konsistensi dan efisiensi estimator. Penggunaan *robust covariance estimator* juga menghasilkan inferensi statistik yang tetap valid meskipun residual mengalami heteroskedastisitas maupun korelasi serial, sehingga pengujian hipotesis tetap dapat dilakukan secara andal. Literatur ekonometrika panel juga menjelaskan bahwa evaluasi model regresi data panel lebih menitikberatkan pada proses pemilihan model estimasi yang sesuai melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier sebelum menetapkan model estimasi akhir. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, model yang paling sesuai pada penelitian ini adalah *Random Effect Model* (REM), kemudian dilakukan koreksi menggunakan *robust standard error* untuk mengatasi pelanggaran heteroskedastisitas sehingga estimasi parameter tetap konsisten, efisien, dan

menghasilkan inferensi statistik yang valid. Oleh sebab itu, penelitian ini tidak menjadikan uji normalitas dan uji autokorelasi sebagai dasar penilaian kelayakan model (Baltagi, 2021).

4.3.4 Analisis Regresi Model

Model pertama bertujuan untuk menguji pengaruh langsung *ESG Score* terhadap nilai perusahaan yang diproksikan menggunakan Tobin's Q. Berikut hasil regresi model 1:

Tabel 4. 10 Hasil Analisis Regresi Model

TobinsQ	Koefisien	Robust std.err	t	P > t
ESGScore	-0,0477277	0,0145429	-3,28	0,002
_cons	3,82451	0,7853997	4.87	0,000

Sumber: *Output Stata 17*

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh persamaan regresi sebagai berikut.

$$\text{TobinsQ}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{TobinsQ}_{it} = 3,824 - 0,0477 \text{ESG} + \varepsilon_{it}$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 3,8245 memiliki arti bahwa apabila *ESG Score* diasumsikan bernilai nol, maka nilai perusahaan diperkirakan sebesar 3,8245. Nilai konstanta hanya berfungsi sebagai titik awal model regresi dan tidak menjadi fokus utama penelitian karena kondisi *ESG Score* bernilai nol tidak ditemukan pada perusahaan sampel. Koefisien regresi *ESG Score* sebesar $-0,0477$ menunjukkan arah hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Setiap peningkatan *ESG Score* sebesar satu satuan diperkirakan menurunkan nilai Tobin's Q sebesar 0,0477, apabila faktor lain dianggap konstan.

Nilai probabilitas sebesar 0,002 berada di bawah taraf signifikansi 5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa koefisien regresi signifikan secara statistik pada model Common Effect dengan *robust standard error*.

Meskipun demikian, penelitian ini menggunakan model akhir yang dipilih berdasarkan tahapan pemilihan model panel. Hasil Uji Hausman dan Uji Lagrange Multiplier menunjukkan bahwa *Random Effect Model* merupakan model estimasi yang lebih sesuai. Oleh karena itu, keputusan penerimaan atau penolakan hipotesis tidak didasarkan pada Model 1 robust tersebut, melainkan mengacu pada model akhir yang digunakan pada pengujian penelitian.

4.3.5 Analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Model kedua bertujuan menguji apakah pengawasan komite audit mampu memoderasi hubungan antara *ESG Score* dan nilai perusahaan. Berikut hasil regresi model 2:

Tabel 4. 11 Hasil Analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA)

TobinsQ	Koefisien	Robust std.err	z	P > z
ESGScore	-0,0091232	0,0087056	-1,05	0,295
ESGxRKA	-0,0003076	0,0000467	-6,59	0,000

Sumber: *Output Stata 17*

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh persamaan regresi sebagai berikut.

$$\text{TobinsQ}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 (\text{ESG} \times \text{RKA})_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{TobinsQ}_{it} = 2,0719 - 0,0091 \text{ESG} - 0,0003076 \text{ESGxRKA} + \varepsilon_{it}$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 2,0719 menggambarkan nilai perusahaan ketika seluruh variabel independen dianggap bernilai nol. Koefisien *ESG Score* sebesar $-0,0091$ menunjukkan hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Nilai probabilitas sebesar 0,295 lebih besar daripada taraf signifikansi 5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *ESG Score* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Variabel interaksi *ESG Score* dan pengawasan komite audit memiliki koefisien sebesar $-0,0003076$ dengan nilai probabilitas 0,000, lebih kecil daripada taraf signifikansi 5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel interaksi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien interaksi yang bernilai negatif menunjukkan bahwa pengawasan komite audit memoderasi hubungan *ESG Score* terhadap nilai perusahaan ke arah negatif. Peningkatan intensitas pengawasan komite audit menyebabkan hubungan antara *ESG Score* dan nilai perusahaan menjadi semakin lemah.

4.3.6 Uji Fit Model

4.3.6.1 Uji Statistik F

Uji kelayakan model bertujuan mengetahui apakah model regresi yang digunakan mampu menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen secara simultan. Pengujian dilakukan menggunakan statistik F pada *Common Effect Model* serta statistik Wald pada *Random Effect Model* yang telah menggunakan *robust standard error*.

Hasil pada **Model 1** menghasilkan nilai $\text{Prob} > F$ sebesar 0,0016, lebih kecil dibandingkan taraf signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antara *ESG Score* dan nilai perusahaan. Variabel independen secara simultan mampu menjelaskan perubahan nilai perusahaan. Lalu, **Model 2** menghasilkan nilai Wald Chi^2 sebesar 44,60 dengan $\text{Prob} > \text{Chi}^2$ sebesar 0,0000. Nilai tersebut menunjukkan bahwa model moderasi layak digunakan sebagai model penelitian. *ESG Score* dan variabel interaksi secara simultan memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berikut hasil uji statistik F.

Tabel 4. 12 Hasil Uji Statistik F

Model	Prob > F	Wald chi2 (2)
Model 1	0,0016	-
Model 2	0,0000	44,60

Sumber: *Output Stata 17*

4.3.6.2 Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi menunjukkan kemampuan variabel independen menjelaskan variasi variabel dependen. Pada **model 1** diperoleh nilai R^2 sebesar 0,1228. Nilai tersebut menunjukkan bahwa 12,28% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh *ESG Score*, sedangkan 87,72% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Sementara itu, **model 2** diperoleh nilai Overall R^2 sebesar 0,0594 pada *Random Effect Model*. Nilai tersebut menunjukkan bahwa *ESG Score* dan pengawasan komite audit sebagai variabel moderasi mampu menjelaskan 5,94% variasi nilai perusahaan. Sebesar 94,06% variasi nilai perusahaan dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian,

seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur modal, peluang pertumbuhan, maupun kondisi makroekonomi. Berikut hasil uji koefisien determinasi.

Tabel 4. 13 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	Overall R²
Model 1	0,1228
Model 2	0,0594

Sumber: *Output Stata 17*

4.3.7 Uji Hipotesis

4.3.7.1 ESG Score berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini didapat dari model 1 pada tabel 4.10 menunjukkan bahwa variabel ESGScore memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien sebesar - 0,0477277 dengan nilai t-statistik -3,28 dan tingkat signifikansi sebesar 0,002 ($p < 0,05$). Temuan ini mengindikasikan bahwa setiap peningkatan ESGScore justru diikuti oleh penurunan nilai Tobin's Q, sehingga dapat diinterpretasikan bahwa implementasi aspek *Environmental, Social, and Governance* (ESG) pada perusahaan dalam sampel belum mampu memberikan apresiasi positif dari pasar.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan adanya pengaruh positif ESGScore terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima atau **H1 ditolak**. Kondisi ini mengindikasikan bahwa investor tidak mempertimbangkan ESGScore sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, penerapan ESG berpotensi dipersepsikan sebagai tambahan biaya yang dapat

menekan kinerja keuangan jangka pendek, sehingga berdampak pada penurunan penilaian pasar terhadap perusahaan.

4.3.7.2 Pengawasan Rapat Komite Audit memoderasi pengaruh ESG terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian bahwa pengawasan rapat komite audit dapat memoderasi ESG terhadap nilai perusahaan didapat dalam model 2 pada tabel 4.11 yang menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *ESG Score* dan Rapat Komite Audit (*ESGxRKA*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien sebesar -0,0003076 dengan nilai zstatistik -6,59 dan tingkat signifikansi sebesar 0,000 ($p < 0,05$). Sementara itu, variabel *ESG Score* secara langsung pada model ini tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, dengan koefisien sebesar -0,0091232 dan nilai signifikansi 0,295 ($p > 0,05$).

Jika dibandingkan dengan Model 1, variabel *ESG Score* menunjukkan koefisien sebesar -0,0477277 yang berarti memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Namun, setelah dimasukkan variabel moderasi berupa interaksi *ESGxRKA* pada Model 2, nilai koefisien interaksi menjadi -0,0003076 dan signifikan secara statistik. Meskipun arah pengaruh tetap negatif, terjadi penurunan nilai absolut koefisien dari -0,0477277 menjadi -0,0003076 yang menunjukkan adanya efek moderasi dengan ESG mampu menurunkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sehingga pengawasan rapat komite audit memperkuat, bukan memperlemah dampak negatif tersebut.

Temuan ini mengindikasikan bahwa Rapat Komite Audit berperan sebagai variabel moderasi yang mampu meningkatkan kualitas hubungan antara ESG dengan nilai perusahaan, meskipun belum mampu mengubah arah hubungan menjadi positif. Keberadaan mekanisme pengawasan melalui rapat komite audit dapat mengurangi dampak implementasi ESG terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa fungsi pengawasan yang dilakukan komite audit berkontribusi dalam mengendalikan potensi inefisiensi atau biaya yang timbul dari penerapan ESG, sehingga dampak negatifnya menjadi lebih kecil dibandingkan kondisi tanpa moderasi.

Secara teoretis interaksi moderasi diharapkan memperkuat pengaruh positif ESG terhadap nilai perusahaan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa moderasi yang terjadi bersifat memperkuat dampak negatif, bukan membalikkan arah hubungan. Penelitian ini mendapati temuan yang disebabkan oleh implementasi ESG yang belum optimal serta peran komite audit yang masih berfokus pada aspek kepatuhan dan pengendalian risiko, sehingga belum sepenuhnya mampu mendorong penciptaan nilai tambah bagi perusahaan. Perusahaan perlu mengoptimalkan peran komite audit tidak hanya sebagai mekanisme pengawasan, tetapi juga sebagai mitra strategis dalam memastikan implementasi ESG berjalan efektif dan efisien. Peningkatan kualitas pengawasan, integrasi ESG dalam pengambilan keputusan strategis, serta transparansi informasi kepada investor menjadi kunci agar penerapan ESG dapat memberikan kontribusi positif terhadap peningkatan nilai perusahaan di masa mendatang.

4.4 Interpretasi Hasil dan Pembahasan

4.4.1 Pengaruh ESG terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis pertama menyatakan bahwa *ESG Score* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pada tabel 4.10 menunjukkan bahwa *ESG Score* memiliki koefisien sebesar $-0,0477277$ dengan nilai probabilitas 0,002, lebih kecil daripada taraf signifikansi 5 persen. Karena arah pengaruh yang ditemukan berlawanan dengan hipotesis yang menyatakan pengaruh positif, maka **H1 ditolak**. Hubungan negatif ini bukan sekadar kecenderungan acak, melainkan pola yang kuat secara statistik, di mana peningkatan *ESG Score* justru diikuti oleh penurunan nilai perusahaan yang diproksikan menggunakan Tobin's Q selama periode 2021-2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor mempersepsikan pengungkapan ESG sebagai beban, bukan sebagai sinyal positif bagi prospek perusahaan.

Penurunan nilai perusahaan pada penelitian ini perlu dipahami sebagai konsekuensi persepsi pasar, bukan hasil pembuktian berupa kenaikan biaya yang menurunkan laba lalu menurunkan nilai perusahaan, mengingat variabel mengenai laba tidak diuji secara langsung pada model regresi. Tobin's Q merupakan proksi nilai pasar yang mencerminkan ekspektasi investor terhadap prospek perusahaan pada saat informasi diterima, sehingga respons pasar bersifat *forward-looking* dan tidak menunggu laporan laba rugi periode berikutnya untuk membuktikan penurunan laba secara riil (Serafeim & Yoon, 2023). Peningkatan *ESG Score* pada subsektor *Food and Beverage* periode 2021-2024 diinterpretasikan investor sebagai penambahan beban ekonomi jangka pendek akibat investasi pengelolaan limbah,

efisiensi energi, penggunaan kemasan ramah lingkungan, serta penyusunan *sustainability report*, tanpa disertai manfaat ekonomi yang dapat diamati secara langsung. Kondisi tersebut belum sejalan dengan Robert E. Verrecchia (1983), di mana perusahaan akan melakukan pengungkapan sukarela apabila manfaat yang diperoleh melebihi biaya pengungkapan dan penulisan pola yang ditemukan pada penelitian ini justru menunjukkan kondisi sebaliknya, investor menilai biaya implementasi ESG lebih besar daripada manfaat informasi yang diberikan sehingga pengungkapan tersebut direspons melalui koreksi harga saham dan penurunan valuasi pasar. Hubungan negatif dan signifikan antara ESG Score terhadap Tobin's Q lebih tepat dimaknai sebagai bentuk penyesuaian ekspektasi pasar terhadap beban ESG yang belum diimbangi manfaat yang jelas, bukan sebagai bukti empiris atas penurunan laba perusahaan.

Kondisi ini dapat dijelaskan oleh karakteristik industri manufaktur subsektor *Food and Beverage* pada periode penelitian, yang merupakan masa pemulihan ekonomi pasca-pandemi Covid-19 yang ditandai oleh meningkatnya harga bahan baku pangan, kenaikan biaya energi dan logistik, tekanan inflasi serta perubahan daya beli masyarakat (Yudha & Roche, 2023). Pada saat yang sama, perusahaan mulai meningkatkan implementasi ESG melalui investasi pada pengelolaan limbah, efisiensi energi, penggunaan kemasan ramah lingkungan, penyediaan bahan baku berkelanjutan, serta penyusunan *sustainability report*, yang menambah beban operasional dalam jangka pendek tanpa manfaat ekonomi yang langsung terlihat (Mikolajek-Gocejna, 2024; Postiglione et al., 2024). Akibatnya,

pasar merespons negatif karena lebih mengutamakan profitabilitas dan efisiensi biaya dibandingkan aktivitas keberlanjutan (Negara et al., 2024).

Penelitian Achyani et al. (2024) dan studi subsektor *Food and Beverage* Indonesia lainnya yang juga menemukan hubungan negatif namun tidak signifikan, penelitian ini justru menghasilkan bukti yang lebih kuat karena hubungannya signifikan secara statistik. Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh karakteristik objek penelitian, di mana studi terdahulu banyak menggunakan perusahaan lintas sektor atau negara maju dengan implementasi ESG yang lebih matang dan pasar modal yang lebih responsif, sementara perusahaan *Food and Beverage* Indonesia masih berada pada tahap penguatan ESG sehingga pasar cenderung menilai aktivitas ESG sebagai beban biaya, terlebih di tengah tekanan ekonomi pasca-pandemi.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa peningkatan *ESG Score* tanpa disertai strategi komunikasi yang tepat mengenai manfaat ekonominya berisiko menurunkan valuasi pasar dalam jangka pendek. Oleh karena itu, perusahaan manufaktur subsektor *Food and Beverage* perlu mengelola biaya implementasi ESG secara efisien serta mengungkapkan manfaat jangka panjangnya secara jelas, agar aktivitas keberlanjutan tidak semata dipersepsikan sebagai beban finansial oleh investor.

4.4.2 Pengaruh Pengawasan Komite Audit dalam Memoderasi Hubungan *ESG Score* terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis kedua menyatakan bahwa pengawasan komite audit memoderasi pengaruh *ESG Score* terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian Model 2 pada tabel

4.11 menunjukkan bahwa variabel interaksi antara ESGScore dan Rapat Komite Audit (ESGxRKA) memiliki koefisien sebesar $-0,0003076$ dengan nilai z-statistik $-6,59$ dan probabilitas sebesar $0,000$, lebih kecil daripada taraf signifikansi 5 persen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa **H2 diterima**. Akan tetapi, koefisien interaksi yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa bentuk moderasi yang terjadi adalah moderasi negatif. Oleh karena itu, bentuk moderasi akan bersifat memperkuat hubungan negatif antara ESG Score dan nilai perusahaan

Jika dibandingkan dengan Model 1, variabel ESGScore menunjukkan koefisien sebesar $-0,0477277$ yang mencerminkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Namun, setelah dimasukkan variabel moderasi berupa interaksi ESGxRKA pada Model 2, nilai koefisien interaksi menjadi $-0,0003076$ dan signifikan secara statistik, sementara pengaruh langsung ESGScore menjadi tidak signifikan. Meskipun arah hubungan tetap negatif, terjadi penurunan nilai absolut koefisien dari $-0,0477277$ menjadi $-0,0003076$. Kondisi ini menunjukkan bahwa pengawasan melalui rapat komite audit mampu menurunkan dampak negatif ESG terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, moderasi yang terjadi bersifat meningkatkan kualitas hubungan, meskipun belum mampu mengubah arah pengaruh menjadi positif.

Berdasarkan *Voluntary Disclosure Theory*, efektivitas pengungkapan sukarela bergantung pada kualitas dan kredibilitas informasi yang diterima oleh investor. Komite audit berperan dalam mengawasi proses pelaporan perusahaan sehingga informasi ESG yang disampaikan diharapkan lebih andal, transparan, namun teori ini tidak menjamin arah moderasi selalu positif dan efektivitasnya

tergantung pada bagaimana fungsi pengawasan tersebut dijalankan. Temuan ini mengindikasikan bahwa komite audit yang lebih aktif melalui frekuensi rapat justru cenderung lebih kritis dalam menyoroti biaya dan risiko dari implementasi ESG, dibandingkan mendorong optimalisasi manfaatnya. Akibatnya, pengawasan yang intensif justru mempertegas persepsi pasar bahwa aktivitas ESG merupakan beban finansial, sehingga memperkuat dampak negatifnya terhadap nilai perusahaan (Elmanaseer & Gerged, 2025).

Kondisi ini juga dapat dijelaskan oleh karakteristik perusahaan manufaktur subsektor *Food and Beverage* selama periode 2021–2024 yang berada pada fase pemulihan pascapandemi. Kenaikan harga bahan baku, biaya energi, tekanan inflasi, serta perubahan pola konsumsi mendorong perusahaan untuk lebih fokus pada efisiensi operasional dan stabilitas keuangan. Dalam situasi tersebut, komite audit cenderung lebih berperan dalam pengawasan risiko dan kepatuhan biaya dibandingkan mendorong optimalisasi nilai dari implementasi ESG, sehingga rapat yang lebih sering berkorelasi dengan sorotan yang lebih tajam terhadap beban ESG, bukan pada manfaat jangka panjangnya.

Hasil ini menegaskan bahwa efektivitas pengawasan komite audit tidak cukup diukur berdasarkan frekuensi rapat. Kualitas pengawasan juga ditentukan oleh kompetensi anggota, independensi, pengalaman, kedalaman pembahasan, serta tindak lanjut dari hasil rapat. Implikasinya, perusahaan perlu mengoptimalkan peran komite audit tidak hanya sebagai mekanisme kontrol, tetapi juga sebagai mitra strategis dalam mendukung implementasi ESG. Peningkatan kompetensi komite audit pada aspek keberlanjutan, integrasi ESG dalam pengambilan

keputusan strategis, serta peningkatan transparansi informasi kepada investor diharapkan mampu meningkatkan kredibilitas pengungkapan ESG. Dengan demikian, pengawasan yang berkualitas berpotensi mengubah hubungan ESG menjadi lebih positif dan pada akhirnya berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan.