



## Determinan Nilai Perusahaan Sektor Energi Dengan *Board Gender Diversity* dan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi

Pandri Hanandya Rama<sup>1\*)</sup>; Indra Siswanti<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> [phr.pandri@gmail.com](mailto:phr.pandri@gmail.com), Universitas Mercu Buana, Jl. Meruya Selatan No.1, RT.4/RW.1, Joglo, Indonesia

<sup>2)</sup> [indra.siswanti@mercubuana.ac.id](mailto:indra.siswanti@mercubuana.ac.id), Universitas Mercu Buana, Jl. Meruya Selatan No.1, RT.4/RW.1, Joglo, Indonesia

### Article Information:

#### Keywords:

Environmental, Social and Governance;  
Intellectual Capital;  
Return on Assets;  
Board Gender Diversity;  
Leverage;  
Energy Sector;

#### Article History:

Received : Aug 18, 2025  
Revised : Sept 02, 2025  
Accepted : Sept 29, 2025

#### Article DOI:

<http://doi.org/10.22441/jdm.v8i2.34805>

### Abstract

This study aims to determine how Environmental, Social, and Governance (ESG), Intellectual Capital, and Financial Performance variables influence Firm Value, adding Board Gender Diversity and Leverage as moderating variables that are expected to strengthen or weaken the impact of these variables. Using a purposive sampling method, 10 companies in the energy sector met the criteria for the study sample. The study employed a quantitative approach using financial data from each company's annual reports and non-financial data for the 2016-2023 period obtained from Bloomberg. These data were then processed using a panel data model using Eviews 14. The results show that ESG has a significant negative effect on Firm Value, Intellectual Capital has a significant positive effect on Firm Value, and Financial Performance has no effect on Firm Value. While moderated by Leverage, ESG has a significant positive effect, but conversely, Intellectual Capital has a significant negative effect. Financial Performance has a significant positive effect when moderated by Leverage, which indicates that high profitability under high Leverage conditions is a strong signal for investors. Board Gender Diversity does not play a significant moderating role in the relationship between Environmental, Social and Governance, Intellectual Capital, and Financial Performance on Firm Value. These findings reinforce similar research in Asian region, which has found ESG negatively impacting Firm Value. Companies should therefore prioritize ESG implementation to avoid short-term negative impacts on Firm Value, which investors perceive as inefficiency.

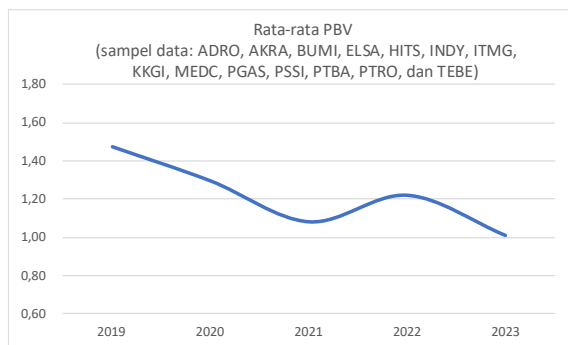
## 1. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan menjadi salah satu indikator utama untuk mengetahui pandangan investor terhadap prospek masa depan dan keberlangsungan bisnis suatu entitas ekonomi. Nilai Perusahaan yang tinggi merupakan cerminan kepercayaan investor atas performa dan tata kelola perusahaan, sehingga Nilai Perusahaan menjadi acuan utama terkait dengan keputusan investasi. Adapun perusahaan yang berkelanjutan adalah perusahaan yang mampu mencapai tujuan bisnis jangka panjang disertai nilai tambah dengan menerapkan aspek ekonomi, sosial dan lingkungan dalam strategi bisnisnya (Siswanti, et al., 2024a). Praktik *Environmental, Social, and Governance* (ESG) berperan penting terutama pada sektor yang memiliki dampak lingkungan dan sosial, termasuk di sektor energi, dan hal ini diperkuat dengan SDG 12, yakni mendorong konsumsi dan produksi yang lebih bertanggung jawab.

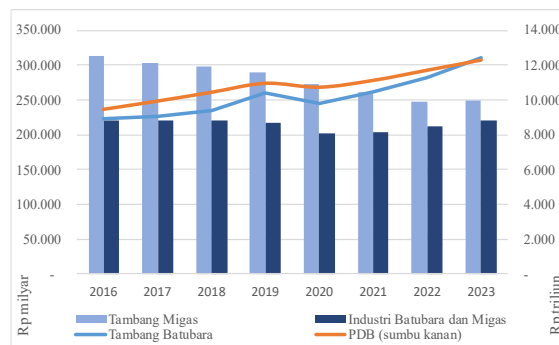
Isu lingkungan dan sosial di sektor energi menjadi perhatian utama karena aktivitas perusahaan berdampak pada penurunan kualitas lingkungan dan perubahan iklim, yang selanjutnya memengaruhi permintaan energi dan risiko

finansial perusahaan sektor energi. Upaya mengatasi isu perubahan iklim adalah dengan mengurangi laju pemanasan global, salah satunya kebijakan mengganti energi fosil dengan energi terbarukan, antara lain berupa penutupan pembangkit listrik yang menggunakan batu bara, berpotensi mengurangi permintaan energi fosil sehingga berpotensi memengaruhi keberlanjutan bisnis perusahaan energi.

Upaya tersebut memunculkan fenomena yang terjadi pada perusahaan sektor energi yakni kecenderungan penurunan Nilai Perusahaan (Gambar 1), ditengah peningkatan kontribusi sektor energi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia (Gambar 2). Hal tersebut mengindikasikan adanya ketidaksesuaian antara kinerja riil dan penilaian pasar seiring dengan tuntutan transisi energi baru terbarukan dan tekanan isu lingkungan, antara lain fluktuasi harga dan tren permintaan komoditas seperti batu bara dan minyak bumi akibat ketidakpastian global, serta pergeseran kebijakan menuju energi bersih.



Gambar 1. Tren PBV Sektor Energi



Gambar 2. PDB Lapangan Usaha 2016-2023 (Harga Konstan)

Penurunan Nilai Perusahaan ini diperkirakan dipengaruhi tren global menuju pertumbuhan berkelanjutan, meskipun Kinerja Keuangan masih menjadi faktor penting namun bukan satu-satunya pertimbangan dalam keputusan investasi. Siswanti, et al. (2024b) menyatakan perusahaan sering memprioritaskan memaksimalkan keuntungan dan memanfaatkan teknologi seefektif mungkin, mengabaikan pertimbangan lingkungan dan sosial. Oleh karena itu, variabel *environmental, social and governance* (ESG), modal intelektual, dan *return on assets* (ROA) menjadi penting untuk dikaji, karena sektor energi sangat erat kaitannya dengan kualitas lingkungan. Modal intelektual mencerminkan kemampuan agen dalam mengelola dan mengoptimalkan aset tidak berwujud, sedangkan kinerja keuangan (ROA) merupakan sinyal penting bagi investor terkait profitabilitas dan efisiensi perusahaan. Ketiga variabel ini secara teoritis dan empiris diyakini dapat memengaruhi nilai perusahaan sektor energi di Indonesia.

Praktik keberlanjutan yang ditingkatkan tidak hanya mengurangi degradasi lingkungan tetapi juga menumbuhkan kepercayaan pemangku kepentingan dan tanggung jawab perusahaan (Syahidun et al., 2025). Shakil (2021) berpendapat investor kini memberikan penalti kepada perusahaan yang tidak menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan dengan baik, atau memiliki skor ESG rendah. Penelitian mengenai pengaruh ESG terhadap Nilai Perusahaan telah dilakukan oleh sejumlah peneliti terdahulu, antara lain Sugiyanto et al. (2021), dan Ting et al. (2019), menunjukkan ESG memiliki hubungan positif dengan Nilai Perusahaan, namun Ramadhan et al. (2023), dan Behl et al. (2022), membuktikan jika ESG secara keseluruhan maupun parsial per elemen tidak berdampak terhadap Nilai Perusahaan.

Selain itu, faktor lain yang berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan adalah Modal Intelektual. Pengakuan secara global mengenai pentingnya Modal Intelektual terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan telah meningkatkan perhatian terhadap Modal Intelektual dalam dua dekade terakhir (Nimtrakoon, 2015). Ross et. al. dalam Ulum (2013) menjelaskan bahwa Modal Intelektual mencakup seluruh proses dan aset-aset yang biasanya tidak muncul dalam neraca, dan seluruh aset tidak berwujud (*trademarks, patent, brands*) yang biasanya sudah diperhitungkan dalam metode akuntansi modern. Pernyataan tersebut mendukung pendapat Pulic (2000) yang menunjukkan bahwa sumber daya penting dalam kesuksesan kinerja perusahaan adalah Modal Intelektual. Hasil penelitian Gantino & Alam (2021), dan Yulawati & Alinsari (2022) membuktikan jika Modal Intelektual memengaruhi kinerja perusahaan, meskipun Hartawan et al. (2022), menyatakan tidak ada pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan.

Selanjutnya, Kinerja Keuangan menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan, yang secara teoritis berkontribusi pada Nilai Perusahaan. Sebagaimana dijelaskan Risman (2021), tujuan utama pendirian suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan keuntungan. Salah satu indikator Kinerja Keuangan adalah *Return on Assets* (ROA), yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari aset yang dimiliki atau efisiensi operasional. Hasil penelitian Alwan & Risman (2023) membuktikan jika Kinerja Keuangan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan, namun Sihombing et al. (2023) membuktikan jika Kinerja Keuangan tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil penelitian-penelitian sebelumnya terkait pengaruh ESG, Modal Intelektual dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan belum dapat bagaimana variabel-variabel dimaksud berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan karena

hasilnya inkonsisten. Mengacu pada teori agensi, keberadaan dewan direksi yang beragam dan penggunaan utang dapat memperbaiki tata kelola karena terdapat tambahan perspektif dari pihak-pihak yang melakukan pengawasan terhadap tindakan manajemen. Pengaruh ketiga variabel ini terhadap Nilai Perusahaan berpotensi dimoderasi oleh variabel seperti *Board Gender Diversity* (keberagaman gender dalam dewan direksi) dan *Leverage*.

*Board Gender Diversity* (BGD) dapat memperkaya perspektif pengambilan keputusan strategis, diyakini mampu meningkatkan kualitas pengambilan keputusan, pengawasan, dan inovasi, sehingga memperkuat dampak positif dari faktor-faktor tersebut. Dalam perusahaan, direksi wanita dianggap lebih efektif dalam memilih keputusan strategis perusahaan dibandingkan dengan direksi pria (Sila et al., 2016). Keterlibatan wanita dalam dewan direksi memberikan manfaat bagi kesadaran sosial perusahaan dan meningkatkan kinerja kolektif serta misi perusahaan karena meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Arayssi et al., 2016).

Adapun *Leverage* dapat menambah pengawasan dari sisi kreditur sehingga mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerjanya agar dapat membayar bunga dan pokok utang. *Leverage* sebagai cerminan struktur pendanaan mampu memperkuat maupun memperlemah dampak variabel utama terhadap Nilai Perusahaan, dengan mempengaruhi risiko keuangan dan fleksibilitas investasi perusahaan. *Debt to Equity Ratio* (DER) menjadi salah satu rasio yang dapat digunakan untuk menilai *leverage*, yakni rasio yang mengukur proporsi uang yang dibayarkan oleh kreditur dengan membagi seluruh utang perusahaan dengan total ekuitas (Brigham & Houston, 2019). *Leverage* yang rendah menjadi sinyal bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajibannya. *Leverage* pada titik tertentu berpotensi menambah Nilai Perusahaan namun ketika melewati titik tertentu tersebut dapat berakibat menurunkan Nilai Perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu terkait ESG, Modal Intelektual, dan ROA terhadap Nilai Perusahaan masih menunjukkan inkonsistensi sedangkan analisis dengan pendekatan menyoroiti peran moderasi ganda juga belum banyak dilakukan dalam literatur terkini. Selain itu, terdapat studi terpisah tentang beberapa variabel ini namun masih jarang ditemukan penelitian yang menggabungkan seluruh elemen ini dalam satu kerangka analitis, sehingga memberikan perspektif baru tentang bagaimana faktor-faktor tersebut berinteraksi untuk membentuk Nilai Perusahaan di sektor energi. Berdasarkan fenomena tersebut, penulis ingin mengetahui lebih lanjut dengan melakukan penelitian mengenai “Determinan Nilai Perusahaan Sektor Energi dengan *Board Gender Diversity* dan *Leverage* sebagai Variabel Moderasi”, untuk menganalisis interaksi antar variabel dimaksud dan diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih jelas terkait dengan faktor-faktor yang memengaruhi Nilai Perusahaan sektor energi.

## 2. KAJIAN LITERATUR

**Teori Keagenan** menjelaskan hubungan antara prinsipal (pemilik/investor) dan agen (manajemen perusahaan), yang sering kali menimbulkan konflik kepentingan karena perbedaan tujuan antara kedua pihak (Jensen & Meckling, 1976). Dalam penelitian ini Teori Keagenan digunakan untuk menjelaskan bagaimana praktik pengambilan keputusan oleh manajemen sejalan dengan kepentingan pemilik sehingga pemilik harus memiliki mekanisme untuk mengontrol perilaku dan mengevaluasi kinerja manajemen. Konflik antara pemilik dan manajemen dapat mengurangi Nilai Perusahaan karena menimbulkan biaya agensi dari pengawasan dan insentif untuk memastikan manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Teori keagenan juga menjelaskan dampak pengungkapan *CSR* terhadap transparansi informasi, mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan efisiensi pasar modal (Anwar & Malik, 2020).

Penanganan konflik kepentingan dapat dilakukan melalui mekanisme tata kelola yang baik, sehingga memunculkan efektifitas pengambilan keputusan, efisiensi pengawasan, transparansi dan akuntabilitas manajemen. *BGD* dapat meningkatkan kualitas pengawasan dan mengurangi konflik agensi dengan menghadirkan sudut pandang yang berbeda dalam pengambilan keputusan strategis, sedangkan *Leverage* sebagai utang eksternal menimbulkan kewajiban pembayaran yang dapat mendorong manajemen menjadi lebih disiplin dalam mengelola perusahaan, sehingga meminimalisir perilaku oportunistik. *BGD* dan *Leverage* diharapkan dapat meningkatkan kualitas pengendalian dan tata kelola perusahaan sehingga meningkatkan laba, serta informasi penerapan *ESG*, dapat memengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan.

**Teori Sinyal** mengkaji bagaimana manajemen memandang pertumbuhan perusahaan di masa depan, dan bagaimana pandangan tersebut dapat memengaruhi reaksi investor potensial terhadap perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Dalam penelitian ini Teori Sinyal digunakan untuk menjelaskan bagaimana praktik pengungkapan informasi non keuangan terkait *BGD*, *ESG*, maupun informasi finansial yang dilaporkan oleh perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. Bagi perusahaan yang sahamnya dimiliki publik, pasar akan bereaksi terhadap informasi perusahaan, yang ditunjukkan antara lain dengan perubahan volume transaksi maupun harga saham. Pada umumnya investor mencari keuntungan, sehingga cenderung lebih tertarik pada perusahaan bereputasi baik (Brigham & Ehrhardt, 2019).

Salah satu informasi yang dapat digunakan untuk mengetahui prospek perusahaan adalah informasi terkait rasio profitabilitas, yakni rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (Kasmir, 2017). Kinerja keuangan seperti ROA, yang menunjukkan efektivitas perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan keuntungan menjadi contoh sinyal yang kuat. Terkait dengan penggunaan dana, Hikmah et al. (2023) menjelaskan bahwa teori sinyal juga memiliki relevansi dalam menjelaskan dampak keputusan perusahaan menggunakan sumber pendanaan

eksternal terhadap Nilai Perusahaan. Informasi non keuangan yang disajikan antara lain terkait dengan pengungkapan penerapan *ESG* oleh perusahaan sehingga *stakeholders* dapat menilai dukungan perusahaan terhadap praktek usaha yang berkelanjutan. Selain itu, kehadiran wanita dalam jajaran direksi/komisaris memberikan sinyal bahwa perusahaan peduli terhadap kaum wanita/kelompok minoritas, yang menunjukkan perhatian perusahaan pada tanggung jawab sosial (Bear et al., 2010).

**Teori Legitimasi** digunakan untuk menjelaskan bahwa dalam memperoleh legitimasi, perusahaan berusaha agar aktivitasnya dapat diterima menurut persepsi pihak eksternal (Deegan, 2002). Dengan menjalankan hal tersebut, maka akan menimbulkan citra perusahaan yang baik jika dilihat dari sisi masyarakat ataupun pihak berkepentingan lainnya. Pengungkapan informasi non keuangan dalam hal ini penerapan *ESG* bertujuan untuk menunjukkan bagaimana perusahaan menjalankan aktivitasnya dan dampaknya terhadap masyarakat. Ketika operasional maupun tindakan perusahaan sudah menerapkan nilai dan norma sosial yang berlaku, serta menghindari konflik dengan masyarakat sekitar maka dapat dikatakan bahwa perusahaan telah memperoleh legitimasi dari lingkungannya.

**Nilai Perusahaan** mencerminkan kondisi perusahaan saat ini terkait dengan sejauh mana perusahaan mencapai tujuan operasionalnya (Fahmi, 2015), dan mengindikasikan persepsi investor atas kinerja perusahaan, yang salah satunya dibentuk melalui transaksi saham di bursa. Menurut Brigham & Houston (2019), semakin tinggi harga saham, semakin tinggi Nilai Perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini, pengukuran Nilai Perusahaan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV), karena rasio PBV menjadi alat prediksi terbaik atas tingkat return saham di masa mendatang (Fama dan French, 1992). Nilai Perusahaan diperoleh dengan perhitungan rasio perbandingan harga pasar saham saat penutupan di bursa dengan nilai buku saham yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan sebagai berikut:

$$Price\ to\ Book\ Value_t = Stock\ Market\ Price_t / Stock\ Book\ Value_t$$

Semakin tinggi nilai PBV menunjukkan Nilai Perusahaan akan semakin baik, namun jika PBV di bawah angka Satu maka Nilai Perusahaan kurang baik, sehingga persepsi investor terhadap perusahaan juga kurang baik, karena nilai PBV di bawah satu menggambarkan harga jual perusahaan lebih rendah dari nilai buku perusahaan (Siswanti et al., 2015). Hal ini dapat menjadi sinyal bahwa pasar/investor menilai kondisi perusahaan tidak baik. PBV yang tinggi menjadi harapan pemilik perusahaan karena mencerminkan tingginya kemakmuran pemilik perusahaan.

**Environmental, Social and Governance.** Menurut OECD (2020), aspek ESG mempertimbangkan elemen-elemen lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam pengambilan keputusan serta alokasi aset untuk menghasilkan keuntungan jangka panjang yang berkelanjutan. ESG menjadi penanda kemauan terhadap keberlanjutan yang meningkatkan reputasi, tetapi juga berpotensi menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham. Saat ini terdapat kecenderungan adanya peningkatan kesadaran dari *stakeholders* bahwa suatu entitas bisnis seharusnya mempertimbangkan dampak usahanya terhadap masyarakat, lingkungan dan tentunya kinerja keuangan (Alkaraan et al., 2022). Tujuan perusahaan tidak dapat dipisahkan dari lingkungan dan masyarakat tempat perusahaan tersebut beroperasi, dan kegagalan dalam menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan dalam jangka panjang menjadikan bisnis tidak berkelanjutan (Jihadi et al., 2021).

Menurut Shakil (2021), perusahaan yang tidak menghiraukan faktor ESG serta tidak mengintegrasikan kriteria ESG pada kegiatan bisnis akan menghadapi penolakan dari investor. Informasi ESG merupakan petunjuk bahwa perusahaan dikelola secara optimal dan mendukung keberlanjutan, yang berdampak positif pada persepsi investor dan mengurangi asimetri informasi (Fatemi et al., 2018). Kinerja ESG yang baik tercermin dari skor ESG *disclosure*, yakni semakin tinggi skornya, maka kinerja ESG perusahaan semakin baik. Informasi kinerja ESG diperoleh berdasarkan skor Bloomberg, yang didasarkan pada luasnya informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang diungkapkan perusahaan dalam materi yang dipublikasikan untuk mengumpulkan informasi tentang perusahaan.

ESG = skor Environmental, Social, and Governance yang diberikan oleh Bloomberg (lag -1 periode),

Menurut Teori Legitimasi, kinerja ESG yang baik dapat meningkatkan Nilai Perusahaan dengan memperbaiki relasi dengan pemangku kepentingan sekaligus mengurangi risiko terkait ESG. Menurut teori sinyal, informasi penerapan ESG dapat meningkatkan reputasi perusahaan, memberikan sinyal positif kepada pemangku kepentingan, dan meningkatkan kepercayaan terhadap perusahaan. Penelitian Coelho et al. (2023), Makhdalena et al. (2023), Aydoğmuş et al. (2022), Yu & Xiao (2022), Sugiyanto et al. (2021), Ting et al. (2019), Fatemi et al. (2018), menunjukkan *ESG* memiliki hubungan positif dengan Nilai Perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H1: Environmental, Social, and Governance berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.**

**Modal Intelektual.** Menurut Bontis et al. (2000), Modal Intelektual dapat diidentifikasi sebagai kumpulan aset tak berwujud (kemampuan, kompetensi, dan sumber daya) yang memicu peningkatan kinerja organisasi dan menciptakan nilai tambah untuk perusahaan. Modal intelektual juga dapat dijelaskan sebagai seluruh pengetahuan yang dimiliki oleh karyawan perusahaan, organisasi, dan kemampuan untuk menciptakan *value added* dan keunggulan bersaing yang berkelanjutan (Siswanti & Sukoharsono, 2019).

Pulic (1998) memperkenalkan metode pengukuran tidak langsung terhadap Modal Intelektual yaitu dengan mengukur efisiensi dari nilai tambah yang dihasilkan oleh kemampuan intelektual perusahaan yang disebut *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC™). Model VAIC™ dimulai dengan mengukur kemampuan perusahaan untuk

menciptakan *value added* (VA), sebagai indikator paling objektif untuk menilai keberhasilan bisnis dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam penciptaan nilai, yang dihitung sebagai selisih antara Output dan Input (Ulum, 2013). Output mempresentasikan *revenue* dan mencakup seluruh produk dan jasa yang dijual di pasar sedangkan Input mencakup seluruh beban yang digunakan dalam memperoleh *revenue* yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan, dan dalam model ini beban karyawan tidak termasuk dalam input (Ulum, 2013), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Value Added (VA)} = \text{OUT (Pendapatan Penjualan \& pendapatan lain-lain)} - \text{IN (Biaya penjualan \& biaya lain-lain)}$$

Selanjutnya, model VAIC<sup>TM</sup> mengukur ketiga jenis efisiensi sebagai berikut:

$$\text{VAIC}^{\text{TM}} = \text{VACA} + \text{VAHU} + \text{STVA}$$

$$\text{VAIC}^{\text{TM}} = \frac{\text{Value Added}}{\text{Capital Employed}} + \frac{\text{Value Added}}{\text{Human Capital}} + \frac{\text{VA} - \text{HC}}{\text{Value Added}}$$

VACA adalah indikator efisiensi nilai tambah modal yang digunakan, untuk mengetahui *VA* yang dapat dihasilkan oleh setiap unit *Capital Employed* (CA) yang berasal dari dana yang tersedia (ekuitas, laba ditahan) yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan. VAHU adalah indikator efisiensi nilai tambah *Human Capital* (HU), menunjukkan berapa banyak VA yang dapat dihasilkan dengan HU, yaitu dana yang dikeluarkan untuk tenaga kerja (beban pegawai) yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan. STVA adalah indikator efisiensi nilai tambah modal struktural (ST), berfungsi sebagai pengukur berapa banyak modal struktural yang dibutuhkan untuk menghasilkan setiap 1 rupiah dari VA, yang diperoleh dari selisih VA dengan HC, dibagi dengan VA.

Berdasarkan teori sinyal, Randa & Solon (2012) berpendapat bahwa informasi mengenai modal intelektual dapat membantu investor dan *stakeholder* lainnya untuk lebih baik dalam menilai kemampuan perusahaan di masa depan, melakukan penilaian yang tepat terhadap perusahaan, dan mengurangi persepsi risiko. Sebagaimana dijelaskan oleh Ulum (2009), modal intelektual terutama *human capital*, merupakan kunci untuk mencapai keunggulan kompetitif jangka panjang dalam lanskap bisnis yang semakin kompleks. Beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Yuliawati & Alinsari (2022), Ainunnisa et al. (2021), Ferdiansyah & Faisal (2020), dan Fanni & Fuad (2020) membuktikan bahwa Modal Intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H2: Modal Intelektual berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.**

**Kinerja Keuangan.** Menurut IAI (2007), Kinerja Keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumber daya yang dimilikinya. Indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan salah satunya adalah rasio profitabilitas, yakni ukuran kemampuan perusahaan untuk mengevaluasi sejauh mana manajemen telah berhasil dalam menghasilkan keuntungan dari penjualan dan investasi (Surinda, dalam Hikmah et al., 2023). Selanjutnya Hikmah et al. (2023) juga menjelaskan jika rasio profitabilitas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan berada dalam keadaan finansial yang baik. Di sisi lain, semakin rendah nilai rasio profitabilitas, semakin terbatas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Menurut Kasmir (2017), metode mengukur rasio profitabilitas antara lain dapat menggunakan *Return on Assets* (ROA) atau *Return on Investment* (ROI), yakni rasio untuk menilai sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba berdasarkan total aset yang dimilikinya. ROA dipilih karena dapat menggambarkan kinerja keuangan perusahaan dalam menentukan Nilai Perusahaan, terutama di sektor energi yang sangat bergantung pada pengelolaan sumber daya alam dan aset fisik yang besar. *Return on Assets* (ROA) merupakan rasio antara laba bersih perusahaan dibandingkan dengan total aset perusahaan yang tercantum pada laporan keuangan, dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets}_t = \text{Total Return}_t / \text{Total Assets}_t$$

Berdasarkan teori sinyal, perusahaan akan menyampaikan informasi mengenai kondisi perusahaan, dengan harapan penerima informasi memberikan respon positif. Mengacu pada teori agensi, nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh keselarasan tindakan manajemen dengan kepentingan pemegang saham, yang kemudian mempengaruhi *agency cost*. Perusahaan yang memiliki ROA tinggi dapat dikatakan merupakan perusahaan yang efisien dalam menggunakan asetnya. Sedangkan perusahaan dengan ROA rendah menunjukkan perusahaan kurang efisien dalam mengelola aset yang dimilikinya. Alwan & Risman (2023), Bon & Hartoko (2022), Pratami & Jamil (2021), Jihadi et al. (2021), dan Surmadewi & Saputra (2019) menemukan pengaruh positif ROA terhadap Nilai Perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H3: Kinerja Keuangan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.**

**Board Gender Diversity.** Tujuan Kelima dari *Sustainable Development Goal's* (SDG 5) adalah kesetaraan gender, yang berupa panduan partisipasi perempuan yang memadai (30% atau lebih) dalam pengambilan keputusan dan tata kelola di semua tingkatan dan di semua bidang bisnis. Gender tidak hanya mengenai karakteristik demografis antara pria dan wanita, gender memiliki pengaruh yang kuat pada kebiasaan, gaya kepemimpinan, dan perspektif dalam pengambilan keputusan mengacu pada kinerja organisasi (Hidayati & Suranta, 2018). Teori keagenan memberikan

landasan teori untuk memahami dampak keberagaman gender dapat meningkatkan kemampuan dewan untuk memantau manajemen secara efektif, mengurangi biaya keagenan dan berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan (Wu et al., 2024).

Menurut Qureshi et al. (2020), rasio gender yang wajar di jajaran direksi dapat membuat perusahaan lebih mementingkan kinerja keuangan dan pengelolaan *ESG*, yang kondusif bagi pembangunan berkelanjutan. Partisipasi perempuan dalam kepemimpinan dewan dapat memberikan pengaruh positif pada perilaku perusahaan terhadap tanggung jawab sosial dan lingkungan (Mahmood et al., 2018). Sedangkan Kim et al. (2009) mengemukakan bahwa dalam teori tata kelola, struktur dewan direksi mempengaruhi tindakan yang akan diambil oleh anggota direksi dan manajemen puncak. Hal tersebut dapat mempengaruhi keputusan terkait dengan operasional bisnis, pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan, serta kebijakan yang mempengaruhi pengembangan Modal Intelektual. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Agyemang-Mintah & Schadewitz (2019), dan Qureshi et al. (2020), keberagaman gender dewan direksi (BGD) dalam penelitian ini dihitung dengan persentase jumlah direksi wanita terhadap keseluruhan anggota dewan direksi, sebagai berikut:

$$\text{Board Gender Diversity} = \text{Total Direksi Wanita} / \text{Total Anggota Direksi}$$

Qureshi et al. (2020) menemukan bahwa BGD berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Shakil (2021) menunjukkan jika *BGD* dapat meningkatkan *ESG* perusahaan. Penelitian Harjoto et al. (2015), dan Juwita & Honggowati (2022) pada perusahaan di Indonesia juga membuktikan jika BGD berpengaruh terhadap tanggung jawab sosial perusahaan. Adapun sebelumnya Jo & Harjoto (2011), menunjukkan bahwa kombinasi CSR dan gender menjadi faktor yang meningkatkan Nilai Perusahaan. Hal ini diperkuat oleh Arayssi et al. (2016) yang membuktikan jika pengungkapan sosial memiliki efek langsung pada kekayaan pemegang saham ketika direktur perempuan memiliki partisipasi yang relatif lebih tinggi di dewan perusahaan atau memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan. Selanjutnya Bristy et al. (2021) melakukan penelitian terkait hubungan CSR terhadap kinerja perusahaan membuktikan jika *BGD* mempengaruhi hubungan CSR dan kinerja perusahaan. Berdasarkan informasi yang dimiliki penulis, belum terdapat penelitian yang menyatakan secara jelas bahwa *BGD* memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan, sehingga berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H4: Board Gender Diversity berperan memoderasi pengaruh Environmental, Social and Governance terhadap Nilai Perusahaan.**

William (2000) menemukan jika terdapat hubungan antara keragaman gender dalam dewan direksi terhadap kinerja Modal Intelektual perusahaan. Adapun menurut Agyemang-Mintah & Schadewitz (2019), keberagaman gender memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Selanjutnya Yustyarani & Yuliana (2020), Modal Intelektual berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Namun demikian, terdapat hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh yang berlawanan, sehingga diduga ada variabel yang berperan dalam memperkuat atau memperlemah hubungan antara Modal Intelektual dengan Nilai Perusahaan. Meskipun belum terdapat penelitian yang menyatakan secara jelas bahwa *BGD* memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan, berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu terkait dengan pengaruh *BGD* terhadap Nilai Perusahaan, pengaruh *BGD* terhadap Modal Intelektual, dan pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan, maka penulis mengajukan hipotesis **H5: Board Gender Diversity berperan memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan.**

Beberapa penelitian menunjukkan hubungan variabel *BGD*, kinerja keuangan dan Nilai Perusahaan. Sial et al. (2018) menemukan eksistensi *female directors on board* dapat meningkatkan performa perusahaan, dan penelitian Galbreath (2018), jika *BGD* berkaitan erat dengan performa perusahaan yang dimediasi oleh CSR. Menurut Qureshi et al. (2020), *BGD* berdampak positif pada Nilai Perusahaan, terutama di industri sensitif. Adapun Kusumawati & Setiawan (2019) membuktikan jika Kinerja Keuangan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Namun demikian, terdapat hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh yang berkebalikan, sehingga diduga ada variabel yang berperan dalam memperkuat atau memperlemah hubungan antara Kinerja Keuangan dengan Nilai Perusahaan. Meskipun belum terdapat penelitian yang menyatakan secara jelas bahwa *BGD* memoderasi pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan, berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka penulis mengajukan hipotesis **H6: Board Gender Diversity berperan memoderasi pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan**

**Leverage** merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi Nilai Perusahaan (Husnan, 1997). Menurut Modigliani & Miller (1958), penggunaan utang dalam jumlah tertentu dapat meningkatkan Nilai Perusahaan karena utang memiliki *cost of capital* yang lebih murah dengan adanya penghematan terkait pajak sehingga menurunkan *WACC*. Dari perspektif teori keagenan, penggunaan utang dapat mengurangi konflik keagenan dengan adanya pengawasan dari eksternal/kreditur. Perusahaan yang menggunakan utang dapat menjadi sinyal bahwa manajemen memiliki kredibilitas yang baik sehingga dapat menambah keyakinan prospek pertumbuhan perusahaan yang berdampak pada peningkatan harga saham/Nilai Perusahaan. Kasmir (2017) memaparkan beberapa jenis rasio untuk mengetahui *leverage*, antara lain *Debt to Equity Ratio (DER)* karena dapat menggambarkan seberapa besar utang perusahaan dibandingkan dengan modal sendiri, sehingga dapat mengetahui jumlah modal sendiri yang menjadi jaminan utang. *DER* diperoleh dengan membandingkan total kewajiban dengan total ekuitas perusahaan yang tercantum pada laporan keuangan, sebagai berikut:

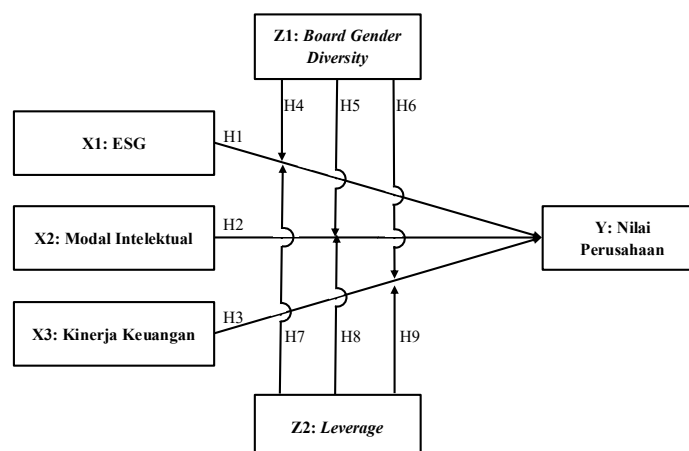
$$\text{Debt to Equity Ratio}_t = \text{Total Debt}_t / \text{Total Equity}_t$$

Meskipun pengeluaran terkait dengan *ESG* akan menambah beban keuangan perusahaan sehingga mengurangi kemakmuran pemegang saham, namun praktek *ESG* juga akan mengurangi risiko perusahaan terkait pelanggaran terhadap peraturan pemerintah maupun penolakan dari masyarakat, sehingga investor dapat meyakini keberlangsungan operasional perusahaan. Selain itu, kreditur juga mempertimbangkan jika risiko perusahaan terkait *ESG* rendah, maka biaya utang juga dapat lebih rendah (Wong et al., 2021). Berdasarkan teori sinyal, diasumsikan pada pasar modal efisien, informasi keuangan termasuk leverage dapat membantu investor untuk melakukan analisis perusahaan, yang selanjutnya terefleksi pada harga saham. Dengan demikian, pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan diduga semakin menguat ketika terdapat utang. Hasil penelitian Fauzi (2009), Febriyanti (2021) dan Kumar et al. (2022) membuktikan bahwa *leverage* berperan dalam memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H7: *Leverage* berperan memoderasi pengaruh *Environmental, Social, and Governance* terhadap Nilai Perusahaan.**

Perusahaan dengan *leverage* yang sehat pada umumnya akan lebih mudah untuk mengakses sumber daya tambahan agar tetap kompetitif dengan mengembangkan Modal Intelektual, antara lain melalui investasi dalam penelitian dan pengembangan, merekrut sumber daya manusia maupun penggunaan teknologi untuk penciptaan nilai. Dengan demikian, *leverage* diduga tidak hanya berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan secara langsung, tetapi juga dapat memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian Diana (2020), Bon & Hartoko (2022), membuktikan jika *leverage* terbukti berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian Yuliawati & Alinsari (2022) membuktikan bahwa Modal Intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Adapun Saputra et al. (2023) dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap Modal Intelektual. Meskipun belum terdapat penelitian terkait peran *leverage* memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan, namun berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu terkait dengan pengaruh *leverage* terhadap Nilai Perusahaan, pengaruh *leverage* terhadap Modal Intelektual, dan pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan maka berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, penulis mengajukan hipotesis **H8: *Leverage* berperan dalam memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan.**

Menurut teori Modigliani & Miller, penggunaan *leverage* dapat meningkatkan Nilai Perusahaan melalui penghematan biaya karena adanya keuntungan dari pajak. Namun, perusahaan juga harus mempertimbangkan risiko keuangan yang meningkat dengan *leverage* yang lebih tinggi. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik, diduga akan meningkat jika menggunakan *leverage*, namun sebagaimana dijelaskan oleh Watts & Zimmerman (1986), manajemen lebih banyak memiliki informasi dibanding pemegang saham, sehingga agen/manajemen pada perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi terdorong melakukan kebijakan akuntansi dengan menggeser pendapatan masa depan ke masa sekarang. Beberapa penelitian membuktikan bahwa penggunaan *leverage* dapat meningkatkan Nilai Perusahaan, maupun memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap Nilai Perusahaan. Jihadi et al. (2021), Surmadewi & Saputra (2019) membuktikan jika *leverage* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Selain itu, Jihadi et al. (2021), Surmadewi & Saputra (2019) juga membuktikan bahwa kinerja keuangan yang diukur menggunakan ROA terbukti berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian selanjutnya membuktikan bahwa *leverage* dapat memoderasi profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan arah koefisien regresi positif (Iskandar, 2021). Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis **H9: *Leverage* berperan dalam memoderasi pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan.**

Gambar 4. merupakan ilustrasi untuk memudahkan pemahaman mengenai kerangka konseptual penelitian, dimana terdapat variable independen yaitu *ESG*, Modal Intelektual dan Kinerja Keuangan yang diduga memengaruhi variable dependen yaitu *Price to Book Value*, yang dimoderasi oleh variable *Board Gender Diversity* serta *Leverage*.



Gambar 4. Kerangka Konseptual Penelitian



### 3. METODE

**Desain Penelitian.** Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan sektor energi, dan mengetahui pengaruh moderasi *BGD* dan *leverage* terhadap hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan desain kausal, yakni penelitian yang memiliki hubungan sebab akibat. Penelitian dilakukan dengan pendekatan kuantitatif, dan membutuhkan data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan maupun terdokumentasi oleh Bloomberg, laporan keberlanjutan, dan jurnal-jurnal penelitian terdahulu (data sekunder).

**Populasi dan Sampel.** Penelitian ini fokus pada perusahaan sektor energi karena merupakan salah satu industri yang aktivitas produksinya sangat terkait dengan kualitas lingkungan dan sosial. Populasi dari perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016 – 2023 tercatat sebanyak 83 perusahaan. Adapun sampel obyek penelitian ini dipilih menggunakan metode *purposive sampling*, diketahui jumlah perusahaan sektor energi yang memenuhi kriteria tercatat di papan utama BEI setelah tahun 2016, dan memperoleh skor pengungkapan ESG oleh Bloomberg secara lengkap, untuk menjadi obyek penelitian adalah 10 perusahaan yaitu ADRO, AKRA, BUMI, DEWA, HRUM, INDY, ITMG, MEDC, PTBA, PGAS, dengan total observasi adalah 80.

**Metode Analisis Data.** Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif dan analisis inferensial dengan bantuan software Eviews 14 untuk melakukan pengolahan data. Tahapan yang dilakukan meliputi 1) pengumpulan data sekunder, 2) analisis deksriptif, 3) analisis regresi data panel dengan moderasi, meliputi a) pemilihan model data panel terbaik, b) uji asumsi klasik, c) uji koefisien determinasi, d) uji statistik F, dan e) uji statistik t.

### 4. HASIL DAN DISKUSI

#### Hasil

#### Analisa Statistik Deskriptif

Untuk menjelaskan variabel-variabel yang digunakan secara statistik, meliputi nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi, dengan hasil sebagaimana pada Tabel 1.

| Tabel 1. Statistik Deskriptif |        |        |        |        |        |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
|                               | PBV    | ESG    | VAIC   | ROA    | DER    | BGD   |
| Mean                          | 1,058  | 47,044 | 7,126  | 7,29   | 1,736  | 0,079 |
| Median                        | 0,929  | 49,099 | 5,063  | 4,99   | 0,863  | 0,000 |
| Max                           | 4,537  | 75,757 | 49,974 | 43,53  | 24,849 | 0,333 |
| Min                           | -0,270 | 18,137 | -5,516 | -10,32 | -2,114 | 0,000 |
| SD                            | 0,782  | 15,012 | 7,469  | 8,69   | 3,217  | 0,104 |
| Obs                           | 80     | 80     | 80     | 80     | 80     | 80    |

1. Rata-rata PBV 1,058 kali dengan nilai maksimum sebesar 4,537 yang merupakan PBV BUMI pada tahun 2017 dan nilai minimum mencapai -0,270 yang merupakan PBV BUMI pada tahun 2016. Hal ini terjadi karena pada kedua data pengamatan tersebut, ekuitas BUMI berada pada posisi negatif yang terjadi pada periode 2013-2016, dan kemudian memiliki ekuitas positif mulai tahun 2017.
2. Rata-rata skor ESG 47,044 dengan nilai maksimum pada MEDC yakni sebesar 75,757 di tahun 2023 dan nilai minimum pada DEWA yaitu 18,137 di tahun 2016.
3. Rata-rata VAIC<sup>TM</sup> 7,126 dengan nilai maksimum pada ADRO di tahun 2022 yakni sebesar 49,974 dan nilai minimum pada INDY yaitu -5,516 yang diperoleh pada tahun 2020 terjadi karena VA yang diperoleh lebih kecil daripada HC, sehingga menyebabkan perhitungan ST menghasilkan nilai negatif.
4. Rata-rata ROA 7,291%, dengan nilai maksimum pada ITMG pada tahun 2022 yang mencapai 43,53% karena terdapat peningkatan *net income* hampir tiga kali lipat dari tahun sebelumnya. Adapun nilai minimum ROA pada BUMI yaitu -10,321% karena perusahaan mengalami kerugian pada tahun 2020.
5. Rata-rata BGD 7,89% dengan nilai maksimum pada MEDC pada periode 2022-2023 yang mencapai 33,33% dengan memiliki 1 direksi wanita dari total 3 direksi. Meskipun ITMG memiliki 2 orang direksi wanita pada periode 2022-2023, namun secara persentase terhitung sebesar 25,00% karena jumlah keseluruhan anggota direksi mencapai 8 orang. Adapun nilai minimum BGD adalah 0,00% pada sebagian besar sampel.
6. Rata-rata perusahaan sektor energi memiliki DER 1,736 dengan nilai maksimum pada BUMI pada tahun 2020 yang mencapai 24,849 dan nilai minimum juga pada BUMI di tahun 2016 yaitu -2,114. Diketahui bahwa BUMI memiliki posisi ekuitas negatif pada tahun 2016, dan memiliki ekuitas positif pada tahun 2017. Adapun pada tahun 2020, terjadi penurunan ekuitas BUMI menjadi sepertiga dari tahun 2019 sehingga rasio DER meningkat jauh.



Tabel 2. Hasil Pemilihan Model Terbaik

| Uji     | Kriteria             | Statistik | Probabilitas | Kesimpulan |
|---------|----------------------|-----------|--------------|------------|
| Chow    | Cross-section F      | 11.2629   | 0,0000       | FEM        |
|         | Cross-section Chi-sq | 78,3182   | 0,0000       |            |
| Hausman | Cross-section random | 101,3658  | 0,0000       | FEM        |

### Analisa Regresi Data Panel

Berdasarkan estimasi model regresi data panel, dilakukan pengujian menggunakan *Chow test*, *Hausman test*, dan *Lagrange Multiplier test* untuk menentukan model yang paling tepat untuk digunakan dalam regresi data panel, dengan hasil model yang terbaik untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model*, sebagaimana ditampilkan dalam Tabel 2.

Berdasarkan hasil uji pemilihan model, diperoleh hasil sebagaimana ditunjukkan pada Tabel. 3. Selanjutnya, hasil *fixed effect model* menjadi persamaan sebagai berikut:

$$PBV = 1,0034 - 0,0144*ESG + 0,0649*VAIC + 1,7149*ROA + 0,0220*BGD\_ESG - 0,0524*BGD\_VAIC - 16,3214*BGD\_ROA + 0,0063*DER\_ESG - 0,0368*DER\_VAIC + 0,8422*DER\_ROA + [CX=F]$$

Tabel 3. Fixed Effect Model

| Variable           | Coefficient | Std. Error        | t-Statistic | Prob.    | Keterangan  |
|--------------------|-------------|-------------------|-------------|----------|-------------|
| C                  | 1.003386    | 0.237163          | 4.230785    | 0.0001   |             |
| ESG                | -0.014374   | 0.005743          | -2.502777   | 0.0150   | H1 ditolak  |
| VAIC               | 0.064940    | 0.023677          | 2.742700    | 0.0080   | H2 diterima |
| ROA                | 1.714953    | 1.782115          | 0.962313    | 0.3397   | H3 ditolak  |
| BGD_ESG            | 0.022045    | 0.022861          | 0.964290    | 0.3387   | H4 ditolak  |
| BGD_VAIC           | -0.052377   | 0.106955          | -0.489707   | 0.6261   | H5 ditolak  |
| BGD_ROA            | -16.32136   | 8.588074          | -1.900469   | 0.0621   | H6 ditolak  |
| DER_ESG            | 0.006265    | 0.000660          | 9.497870    | 0.0000   | H7 diterima |
| DER_VAIC           | -0.036768   | 0.007445          | -4.938593   | 0.0000   | H8 diterima |
| DER_ROA            | 0.842221    | 0.232297          | 3.625625    | 0.0006   | H9 diterima |
| R-squared          | 0.814453    | F-statistic       |             | 4.87541  |             |
| Adjusted R-squared | 0.759701    | Prob(F-statistic) |             | 0.000000 |             |

Dari hasil pengujian diketahui bahwa:

1. Adjusted R<sup>2</sup> menunjukkan nilai 0,759701 yang berarti 75,97% variabel PBV pada model penelitian ini dapat dipengaruhi oleh variabel independen, dan interaksi variabel moderasi dengan variabel independen, sedangkan 24,03% lainnya berasal dari variabel lain di luar penelitian ini.
2. Probabilitas nilai *F-statistic* adalah 0,0000 yakni lebih kecil dari *significance level*, sehingga disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dan interaksi variabel independen dengan variabel moderasi secara simultan berpengaruh terhadap PBV perusahaan sektor energi yang menjadi sampel.
3. Nilai koefisien ESG sebesar -0,014374 dengan probabilitas 0,0001 menunjukkan bahwa ESG berpengaruh negatif signifikan terhadap PBV, sehingga Hipotesis 1 ditolak.
4. Nilai koefisien VAIC sebesar 0,064940 dengan probabilitas 0,0150, menunjukkan bahwa VAIC berpengaruh positif signifikan terhadap PBV, sehingga Hipotesis 2 diterima.
5. Nilai koefisien ROA sebesar 1,714953 dengan probabilitas 0,3397 menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif tidak signifikan terhadap PBV, sehingga Hipotesis 3 ditolak.
6. Nilai koefisien interaksi variabel BGD dengan variabel ESG sebesar 0,022045 dengan probabilitas 0,3387. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi BGD\_ESG berpengaruh positif tidak signifikan terhadap PBV. Dengan demikian, BGD berperan tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel ESG terhadap PBV sehingga Hipotesis 4 ditolak.
7. Nilai koefisien interaksi variabel BGD dengan variabel VAIC sebesar -0,052377 dengan probabilitas 0,6261. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi BGD\_VAIC berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap PBV. Dengan demikian, BGD berperan tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel VAIC terhadap PBV sehingga Hipotesis 5 ditolak.
8. Nilai koefisien interaksi variabel BGD dengan variabel ROA sebesar -16,32136 dengan probabilitas 0,0621. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi BGD\_ROA berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap PBV. Dengan demikian, BGD berperan negatif tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel ROA terhadap PBV sehingga Hipotesis 6 ditolak.

9. Nilai koefisien interaksi variabel DER dengan variabel ESG sebesar 0,006265 dengan probabilitas 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi DER\_ESG berpengaruh positif signifikan terhadap PBV. Dengan demikian DER berperan positif signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel ESG terhadap PBV sehingga Hipotesis 7 diterima.
10. Nilai koefisien interaksi variabel DER dengan variabel VAIC sebesar -0,036768 dengan probabilitas 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi DER\_VAIC berpengaruh negatif signifikan terhadap PBV. Dengan demikian DER berperan signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel VAIC terhadap PBV sehingga Hipotesis 8 diterima.
11. Nilai koefisien interaksi variabel DER dengan variabel ROA sebesar 0,842221 dengan probabilitas 0,0006. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi DER\_ROA berpengaruh positif signifikan terhadap PBV. Dengan demikian DER berperan positif signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel ROA terhadap PBV.

## Diskusi

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *ESG* yang diukur menggunakan data Bloomberg berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 1 tidak diterima**. Hal ini mendukung hasil penelitian Truong (2024) yang meneliti 591 perusahaan non keuangan di Asia Tenggara pada periode 2010-2022 dengan hasil *ESG* berdampak negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian Mishra et al. (2024) terhadap perusahaan di India dalam periode 2016-2021 juga membuktikan jika penerapan *ESG* menurunkan Nilai Perusahaan, khususnya yang bergerak di sektor manufaktur, konstruksi, jasa, dan IT. Hasil penelitian tersebut memperkuat temuan Fahad P. & Busru (2021) yang menyatakan jika *ESG* berdampak negatif terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar di BSE 500 Index India pada periode 2007-2016.

Berdasarkan data yang dimiliki penulis, nilai *ESG* perusahaan sampel memiliki tren yang terus meningkat meskipun secara rata-rata kurang dari 50, sedangkan Nilai Perusahaan pada periode yang sama berfluktuasi dengan kecenderungan menurun. Selain itu, *ESG* merupakan hal yang baru sehingga investor masih belum terbiasa atau belum menganggap sebagai hal yang penting namun justru menganggapnya sebagai hal yang membebani perusahaan. Oleh karena itu, informasi *ESG* sebagai informasi non keuangan tidak digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan.

Hasil penelitian dapat dikatakan sejalan dengan Teori Keagenan yang mengidentifikasi adanya masalah keagenan, dimana agen mengalokasikan sumber daya perusahaan dalam menerapkan *ESG* untuk memenuhi tujuan/keinginan pribadi agen sehingga mengorbankan kepentingan prinsipal. Sebagaimana dijelaskan oleh Carroll (1979) bahwa penerapan *ESG* memiliki bias kepentingan agen, dalam hal ini bertujuan meningkatkan reputasi agen agar karirnya menjadi lebih baik. Sebaliknya, investor berharap agen dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, sehingga penerapan *ESG* dapat diterima oleh investor apabila konsisten dengan tujuan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Sebagaimana menurut Srivastava & Anand (2023), kinerja *ESG* dapat dipengaruhi oleh *agency problems* karena manajer mungkin terlibat dalam kegiatan *ESG* untuk meningkatkan reputasi mereka sendiri, yang bisa jadi tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Dari sisi Teori Sinyal, informasi peningkatan nilai *ESG* ditengah fluktuasi harga komoditas energi dan fluktuasi kinerja perusahaan menjadi sinyal yang diterima oleh investor sebagai keputusan manajemen dalam penggunaan anggaran yang kurang sesuai dengan tujuan memakmurkan pemegang saham. Hal ini dapat terjadi jika investor belum sepenuhnya memahami penerapan *ESG* dan menganggapnya sebagai inefisiensi karena dalam jangka pendek belum memberikan hasil.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa Modal Intelektual yang diukur menggunakan VAIC<sup>TM</sup> berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 2 diterima**. Hal ini mendukung hasil penelitian Nimtrakoon (2015) yang menggunakan 213 perusahaan teknologi di ASEAN sebagai sampel penelitian pada periode 2011, Cenciarelli et al. (2018) yang meneliti kebangkrutan perusahaan di Amerika pada periode 1985-2015, Shahwan & Habib (2020) yang meneliti 51 perusahaan dagang di Mesir pada periode 2014-2016, Gantino & Alam (2021) yang meneliti perusahaan industri dasar dan kimia periode 2014-2018 yang terdaftar di BEI, dan Yuliawati & Alinsari (2022) yang meneliti perbankan di Indonesia pada periode 2018-2020, membuktikan bahwa Modal Intelektual memengaruhi kinerja perusahaan/Nilai Perusahaan.

Data penelitian menunjukkan jika pergerakan VAIC<sup>TM</sup> perusahaan sektor energi pada umumnya searah dengan pergerakan Nilai Perusahaan, menunjukkan Modal Intelektual sebagai aset tidak berwujud ternyata terbukti mampu memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan dan berdampak signifikan positif terhadap Nilai Perusahaan di sektor energi. Faktor-faktor di luar produksi, dalam hal ini Modal Intelektual menjadi faktor pembeda perusahaan di sektor energi yang berpengaruh penting terhadap Nilai Perusahaan, misalnya kemampuan memprediksi harga komoditas energi yang berfluktuatif dikaitkan dengan perencanaan produksi, pengaturan persediaan yang dapat digunakan untuk mengantisipasi peningkatan/penurunan permintaan, ataupun kemampuan memperluas pasar/pembeli baru di tengah tren penggunaan energi terbarukan. Perusahaan di sektor energi memiliki tingkat kompetisi yang ketat, karena pada umumnya sangat bergantung pada hasil eksplorasi pada ladang yang dikuasainya dan peran pasar global yang mempengaruhi harga komoditas.

Berdasarkan Teori Keagenan, hasil penelitian ini menegaskan bahwa Modal Intelektual merupakan investasi

strategis yang mampu menciptakan nilai tambah riil bagi perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen bertindak dalam kepentingan pemegang saham, yaitu memaksimalkan Nilai Perusahaan melalui efisiensi dan inovasi. Kemampuan perusahaan untuk secara efisien memanfaatkan aset tak berwujudnya direspon oleh pasar sebagai potensi pertumbuhan dan profitabilitas yang lebih baik di masa depan, yang pada akhirnya mendorong kenaikan Nilai Perusahaan. Berdasarkan Teori Sinyal, Modal Intelektual menjadi sinyal positif ke pasar, bahwa perusahaan dilengkapi dengan sistem, SDM, dan struktur organisasi yang mendukung tujuan perusahaan yang selanjutnya akan direspon oleh investor dengan meningkatnya valuasi perusahaan di pasar. Dapat disimpulkan bahwa investor mengakui pentingnya aset tak berwujud, seperti Modal Intelektual, yang tercermin dalam peningkatan Nilai Perusahaan sejalan dengan peningkatan Modal Intelektual.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa Kinerja Keuangan dalam hal ini rasio *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 3 tidak diterima**. Hal ini mendukung hasil penelitian Sihombing et al. (2023) dengan sampel sembilan perusahaan di sub sektor jasa dan perlengkapan kesehatan periode 2020-2021, Iskandar (2021) dengan sampel 13 perusahaan sub sektor *consumers goods* periode 2016-2018, Lesmana et al. (2020) yang melakukan penelitian pada empat perusahaan rokok periode 2017-2019, dan Harsiatun & Hidayat (2019) yang meneliti lima perusahaan sub sektor semen periode 2015-2017, dengan hasil yang menunjukkan bahwa Kinerja Keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan data yang dikumpulkan peneliti, pergerakan ROA perusahaan sampel tidak selalu menunjukkan pergerakan yang searah dengan Nilai Perusahaan. Beberapa perusahaan yang mengalami peningkatan ROA yang disertai dengan penurunan PBV, mengalami peningkatan ROA disertai dengan PBV yang relatif tetap. Selain itu, pada awal masa pandemi Covid-19 terdapat anomali pada sampel yang memiliki ROA negatif pada tahun 2020, kemudian memiliki ROA positif pada tahun 2021, namun memiliki PBV tahun 2021 yang lebih rendah dari tahun 2020. Berdasarkan hal tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa temuan ini tidak dapat mendukung Teori Sinyal.

Mengacu pada teori sinyal, tingkat profitabilitas memberikan sinyal kepada investor jika perusahaan berkinerja baik, sehingga respon investor akan tersirat dalam bentuk peningkatan harga saham dan selanjutnya berdampak pada peningkatan Nilai Perusahaan. Namun investor tidak hanya memperhatikan ROA, tetapi juga mempertimbangkan variabel lain, antara lain terjadinya pandemi Covid-19, hubungan politik antar negara yang mempengaruhi perekonomian dunia hingga tren penggunaan energi terbarukan yang mempengaruhi persepsi investor, sentimen pasar, risiko maupun ekspektasi pertumbuhan industri dalam menilai suatu perusahaan sektor energi.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *BGD* yang diukur dengan proporsi direksi perempuan tidak berperan signifikan dalam memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 4 tidak diterima**. Namun demikian, *ESG* yang semula memiliki koefisien negatif berubah menjadi memiliki koefisien positif setelah ada interaksi dengan *BGD*. Hasil ini berbeda dari penelitian Habib et al. (2022) dan Arayssi et al. (2016) yang menyatakan *BGD* memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan.

Apabila ditelaah secara parsial berdasarkan hasil penelitian Harun et al. (2020), *BGD* tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan, dan hasil penelitian Manita et al. (2018) dan Mapparessa et al. (2017) mengungkapkan bahwa *BGD* tidak berpengaruh terhadap pengungkapan *ESG*. Mengacu pada ketiga penelitian tersebut, hasil penelitian ini menambah perspektif bahwa *BGD* tidak mampu memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan. Proporsi *BGD* pada penelitian ini memiliki rata-rata 7,9% dan hanya 31 dari 80 sampel yang menunjukkan keberadaan direksi perempuan sehingga peran direksi perempuan kurang memiliki pengaruh untuk memberikan perspektif lain ketika terlibat di proses pengambilan keputusan, dalam hal ini terkait dengan isu penerapan *ESG*. Ketidaksignifikanan *BGD* sebagai moderator dapat menunjukkan bahwa keberadaan direksi perempuan belum cukup kuat untuk memengaruhi arah atau kualitas keputusan strategis terkait *ESG*. Selain itu, penerapan *ESG* perusahaan masih didominasi kepada aspek yang kurang dihargai oleh pasar atau tidak secara langsung berkorelasi dengan penciptaan nilai bagi investor, sehingga peran *BGD* dalam memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan tidak dapat mendukung Teori Keagenan.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *BGD* yang diukur dengan proporsi direksi perempuan tidak berperan signifikan dalam memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 5 tidak diterima**. Namun demikian, Modal Intelektual yang semula memiliki koefisien positif berubah menjadi memiliki koefisien negatif setelah ada interaksi dengan *BGD*.

Perusahaan dalam sampel berasal dari sektor energi cenderung memiliki struktur direksi yang didominasi oleh pria selama periode pengamatan. Sebagian besar sampel bahkan tidak memiliki direksi perempuan sehingga keterlibatan perempuan dalam pengambilan keputusan terkait Modal Intelektual sangat minim. Jika direksi perempuan tidak membawahi bidang terkait SDM, operasional, inovasi, dan teknologi, peran *BGD* dalam memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan semakin tidak signifikan karena minimnya proporsi dan pengaruh direksi perempuan dalam pengelolaan di bidang tersebut. Selain itu, variabel Modal Intelektual berpengaruh kuat terhadap Nilai Perusahaan secara langsung sehingga *BGD* tidak memberikan tambahan pengaruh yang signifikan dalam hubungan Modal Intelektual dan Nilai Perusahaan. Efektivitas pengelolaan Modal Intelektual dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti investasi dalam R&D, sistem manajemen pengetahuan yang kuat, atau budaya inovasi yang tertanam dalam perusahaan, sehingga komposisi gender anggota direksi tidak terlalu berpengaruh.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *BGD* yang diukur dengan proporsi direksi perempuan tidak berperan signifikan dalam memoderasi pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan sehingga **Hipotesis 6 tidak diterima**. Namun demikian, Kinerja Keuangan yang semula memiliki koefisien positif berubah menjadi memiliki koefisien negatif setelah ada interaksi dengan *BGD*.

Menurut Teori Keagenan, dewan direksi yang beragam secara gender diharapkan dapat meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap manajemen, termasuk dalam memastikan bahwa kinerja keuangan yang dicapai benar-benar mencerminkan penciptaan nilai bagi pemegang saham. Namun, jika keberagaman gender tidak disertai dengan kekuatan pengaruh yang setara dalam struktur dewan, maka peran moderasi pada hubungan antara ROA dan PBV menjadi terbatas, sehingga hasil ini tidak dapat mendukung Teori Keagenan. Rata-rata proporsi *BGD* pada perusahaan di sektor energi sebesar 7,9% masih sangat jauh dari syarat *critical mass theory* yang menyatakan agar keberagaman gender berpengaruh nyata, perlu adanya jumlah perempuan yang cukup ( $\geq 30\%$ ) di dewan agar suara mereka dapat berperan aktif dan substansial. Beberapa perusahaan yang menjadi sampel mungkin menunjuk direksi perempuan hanya untuk memenuhi kuota atau ekspektasi sosial, sehingga *BGD* tidak akan secara fundamental mengubah cara perusahaan dalam memaksimalkan Kinerja Keuangan dan dampaknya pada Nilai Perusahaan.

*Leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* berperan dalam memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan, dari semula berpengaruh negatif signifikan menjadi berpengaruh positif signifikan sehingga **Hipotesis 7 diterima**. Hal ini mendukung hasil penelitian Fauzi (2009) yang meneliti 120 perusahaan di NYSE periode 2004-2006, Febriyanti (2021) yang meneliti perusahaan non keuangan *nominee Sustainability Reporting Award* dan *Asia Sustainability Reporting Rating* tahun 2015-2019, dan Kumar et al. (2022) yang meneliti 82 perusahaan manufaktur di BEI pada periode 2018-2020, membuktikan bahwa *leverage* berperan dalam memoderasi pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan.

Sektor energi pada umumnya terdiri dari perusahaan yang beroperasi pada lingkungan dan sosial yang sensitif (industri sensitif) sehingga perusahaan di sektor ini dituntut menerapkan *ESG* sebagai komitmen terhadap bisnis yang berkelanjutan sekaligus mematuhi peraturan yang berlaku. Perusahaan di sektor energi secara rata-rata menggunakan utang yang besar sebagai sumber pendanaan yakni mencapai 1,7 kali dari modal sendiri menunjukkan tingkat kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan membayar utang. Penggunaan utang akan disertai dengan peningkatan jumlah informasi yang diungkap oleh perusahaan terkait operasional perusahaan, prospek dan risiko termasuk kepatuhan pada regulasi yang berlaku. Kreditor akan mengawasi perusahaan termasuk kepatuhan perusahaan terhadap regulasi mengenai penerapan *ESG*, meminimalisir risiko akibat pelanggaran hukum agar keberlangsungan perusahaan dalam membayar utang dapat terjaga. Hasil penelitian ini mendukung Teori Keagenan, yakni penggunaan utang dapat meningkatkan kualitas pengendalian dan tata kelola perusahaan, dalam hal ini penerapan *ESG* untuk mendukung keberlangsungan operasional perusahaan, akan berpengaruh terhadap peningkatan Nilai Perusahaan yang akan dinikmati oleh prinsipal.

*Leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* terbukti berpengaruh signifikan dalam memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan dari semula berpengaruh positif signifikan menjadi berpengaruh negatif signifikan sehingga **Hipotesis 8 diterima**. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bon & Hartoko (2022), membuktikan jika *leverage* terbukti berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan, penelitian Yuliawati & Alinsari (2022) membuktikan bahwa Modal Intelektual berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, dan penelitian Saputra et al. (2023) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap Modal Intelektual, dapat dielaborasi menjadi *leverage* berperan memoderasi pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan.

Perusahaan dengan *leverage* tinggi cenderung memiliki risiko terkait tekanan likuiditas karena harus membayar bunga utang secara rutin dan menjaga arus kas untuk memenuhi kewajiban jangka pendek sehingga investasi dalam pengembangan SDM, teknologi, dan inovasi menjadi terbatas. Perusahaan yang diteliti memiliki rata-rata DER 1,7 kali sehingga perusahaan memiliki kewajiban besar kepada kreditur. Dalam kondisi ini, manajemen berpotensi lebih fokus pada pemenuhan kewajiban jangka pendek daripada investasi jangka panjang seperti pengembangan modal intelektual. Hal tersebut mengakibatkan potensi Modal Intelektual untuk menciptakan nilai tidak terealisasi secara optimal.

Pada umumnya investor cenderung semakin memperhatikan risiko keuangan pada perusahaan dengan *leverage* tinggi. Meskipun perusahaan memiliki Modal Intelektual yang tinggi, persepsi risiko akibat *leverage* tinggi dapat menurunkan penilaian pasar terhadap perusahaan tersebut. Dalam pasar modal kombinasi antara *leverage* tinggi dan investasi pada aset tak berwujud seperti Modal Intelektual bisa dianggap spekulatif karena investor bisa melihat perusahaan sebagai terlalu berisiko mengingat tidak ada jaminan bahwa Modal Intelektual akan menghasilkan arus kas cepat. Di sisi lain, kewajiban utang bersifat pasti dan rutin sehingga Modal Intelektual tinggi direspon negatif jika perusahaan memiliki *leverage* tinggi.

*Leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* terbukti berperan signifikan dalam memoderasi pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan, dengan demikian **Hipotesis 9 diterima**. Hasil penelitian ini juga menguatkan temuan Iskandar (2021) yang melakukan penelitian pada 13 sampel perusahaan sub sektor *consumers goods* yang menyatakan bahwa *leverage* berperan positif signifikan dalam memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan.

*Leverage* pada sampel perusahaan sektor energi rata-rata mencapai 1,7 kali dari ekuitasnya, sedangkan rata-rata ROA sebesar 7,29%, menunjukkan jika perusahaan sektor energi pada umumnya menggunakan utang untuk membiayai operasionalnya dan menghasilkan keuntungan rata-rata sekitar 7,29%. *Leverage* yang tinggi dapat diartikan jika pemberi utang memiliki keyakinan terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar utang. Pada penelitian ini, perusahaan sampel menggunakan utang secara efisien sehingga dapat memenuhi kewajibannya untuk membayar utang dan masih dapat menghasilkan keuntungan yang akan dinikmati investor sehingga hal ini berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Teori Sinyal, peran DER menjadi moderasi dari pengaruh ROA terhadap Nilai Perusahaan terjadi ketika perusahaan berkinerja baik, dan mampu mengelola *leverage* dengan efisien sehingga menghasilkan laba tinggi dari aset yang didanai utang, maka pasar akan mengapresiasi lebih tinggi, dan PBV meningkat secara proporsional. Kombinasi ROA tinggi dan DER tinggi dapat menjadi sinyal kepada pasar bahwa perusahaan memiliki strategi pembiayaan yang agresif namun efisien dan mampu mengelola utang sambil menjaga profitabilitas. Dalam kondisi ini, manajemen dipandang memiliki kompetensi dalam mengelola *leverage* untuk menciptakan nilai, mengelola risiko keuangan yang tinggi diimbangi dengan profitabilitas yang baik.

## 7. KESIMPULAN

ESG secara langsung berpengaruh negatif terhadap PBV, namun menjadi positif signifikan ketika dimoderasi oleh *leverage*, menunjukkan bahwa pengawasan eksternal dari kreditur memperkuat kredibilitas sinyal keberlanjutan perusahaan. Sebaliknya, VAIC berpengaruh positif terhadap PBV, namun pengaruh ini menjadi negatif signifikan ketika *leverage* tinggi, mengindikasikan bahwa tekanan keuangan dapat menghambat optimalisasi Modal Intelektual. ROA berpengaruh positif terhadap PBV, dan pengaruh ini diperkuat secara signifikan oleh *leverage*, menunjukkan bahwa profitabilitas yang tinggi dalam kondisi *leverage* tinggi menjadi sinyal kuat bagi investor. Sementara itu, BGD tidak menunjukkan peran signifikan dalam memoderasi hubungan ESG, VAIC, maupun ROA terhadap PBV, yang dapat disebabkan oleh keterbatasan representasi atau peran substantif perempuan dalam dewan. *Leverage* terbukti menunjukkan peran signifikan dalam memoderasi hubungan ESG, VAIC, maupun ROA terhadap PBV.

Perusahaan direkomendasikan agar meninjau kembali penerapan ESG agar dalam jangka pendek tidak memiliki dampak negatif terhadap Nilai Perusahaan, dengan meningkatkan kepercayaan investor untuk mengantisipasi agar penerapan ESG tidak dianggap sebagai inefisiensi karena kepentingan agen, ataupun ditengarai sebagai upaya *greenwashing*. Perusahaan juga disarankan mengelola *Leverage* yang digunakan secara efisien agar dapat memperkuat dampak positif ESG maupun ROA pada Nilai Perusahaan. Namun, *leverage* yang terlalu tinggi dapat menghambat optimalisasi Modal Intelektual. Oleh karena itu, perusahaan harus menyeimbangkan antara pembiayaan utang dan investasi jangka panjang seperti inovasi dan pengembangan SDM.

Saran bagi penelitian selanjutnya agar dapat memperluas cakupan ke sektor industri lain ataupun lebih spesifik pada sub sektor energi, misalnya khusus perusahaan minyak, untuk melihat apakah pola hubungan antar variabel serupa atau berbeda. Penelitian selanjutnya juga disarankan tidak menggunakan variabel yang sifatnya yang cenderung tetap pada jangka waktu tertentu, dalam hal ini BGD yang relatif tidak berubah sepanjang periode masa jabatan direksi, dan persentasenya masih kecil sehingga pengaruhnya tidak dapat diketahui.

## 8. REFERENSI

- Agyemang-Mintah, P., & Schadewitz, H. (2019). Gender diversity and firm value: evidence from UK financial institutions. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 2–26. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-06-2017-0073>
- Ainunnisa, R., Damayanti, A. T., & Nuryaman. (2021). The Influence of Intellectual Capital On the Firm's Value with Profitability as Intervening Variable (Empirical Study on Banking Subsector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) of the year 2017-2019). *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(4), 713–722.
- Alkaraan, F., Elmarzouky, M., Hussainey, K., & Venkatesh, V. (2022). Sustainable strategic investment decision-making practices in UK companies: The influence of governance mechanisms on synergy between industry 4.0 and circular economy. *Technological Forecasting and Social Change*, 187(Article 122187).
- Alwan, R., & Risman, A. (2023). Determinants of Firm's Value through Capital Structure, Financial Performance, and Company Growth. *Indikator: Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 7(2), 81. <https://doi.org/10.22441/indikator.v7i2.18585>
- Anwar, R., & Malik, J. A. (2020). When Does Corporate Social Responsibility Disclosure Affect Investment Efficiency? A New Answer to an Old Question. *Sage Open*, 10(2). <https://doi.org/10.1177/2158244020931121>
- Arayssi, M., Dah, M., & Jizi, M. (2016). Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(3), 376–401. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07->

- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207–221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Bon, S. F., & Hartoko, S. (2022). The Effect of Dividend Policy, Investment Decision, Leverage, Profitability, and Firm Size on Firm Value. *European Journal of Business and Management Research*, 7(3), 7–13. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.3.1405>
- Bontis, N., Keow, W. C. C., & Richardson, S. (2000). Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85–100.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2019). *Financial Management: Theory & Practice* (16th Edition). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Essentials of Financial Management* (N. I. Sallama & F. Kusumastuti, Trans.). Salemba Empat.
- Bristy, H. J., How, J., & Verhoeven, P. (2021). Gender diversity: the corporate social responsibility and financial performance nexus. *International Journal of Managerial Finance*, 17(5), 665–686. <https://doi.org/10.1108/IJMF-04-2020-0176>
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497. <https://doi.org/10.2307/257850>
- Cenciarelli, V. G., Greco, G., & Allegrini, M. (2018). Does intellectual capital help predict bankruptcy? *Journal of Intellectual Capital*, 19(2), 321–337. <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2017-0047>
- Coelho, R., Jayantilal, S., & Ferreira, J. J. (2023). The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1535–1560. <https://doi.org/10.1002/csr.2446>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimizing effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Diana, E. (2020). Examining the Factors Affecting Firm Values: The Case of Listed Manufacturing Companies In Indonesia. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 3(1), 62–72.
- Fahmi, I. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta.
- Fanni, A. A., & Fuad, F. (2020). The Influence of Intellectual Capital on Firm Value with Earnings Management as a Moderating Variable: A Study in Financial Service Companies Listed on Indonesia Stock Exchange (IDX). *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, 16(2), 18–38. <https://doi.org/10.14710/jaa.16.2.18-38>
- Fatemi, A., Galum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure. *Global Financial Journal*, 38, 45–64.
- Fauzi, H. (2009). Corporate Social and Financial Performance : Empirical Evidence from American Companies. *Globsyn Management Journal*.
- Febriyanti, G. A. (2021). Pengaruh Sustainability Reporting Terhadap Nilai Perusahaan dengan Leverage sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 22(1).
- Ferdiansyah, Moch. A., & Faisal, F. A. (2020). Faktor-Faktor Nilai Perusahaan: Kajian Berdasarkan Modal Intelektual, Pertumbuhan dan Kinerja Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 3(4), 911–921.
- Galbreath, J. (2018). Is Board Gender Diversity Linked to Financial Performance? The Mediating Mechanism of CSR. *Business & Society*, 57(5), 863–889. <https://doi.org/10.1177/0007650316647967>
- Gantino, R., & Alam, L. R. (2021). Pengaruh Intellectual Capital dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dimoderasi oleh Kinerja. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 10(2), 215–230. <https://doi.org/10.15408/ess.v10i2.18858>
- Habib, A., Murtaza, S., & Hadi, M. (2022). The Corporate Social Responsibility and The Corporate Financial Performance by Moderating Role of Board Gender Diversity. *Journal of Social Research Development*, 3(02), 128–142. <https://doi.org/10.53664/JSRD/03-02-2022-02-128-142>
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board Diversity and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641–660. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2343-0>
- Harsiatur, S., & Hidayat, W. (2019). Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Semen yang terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017). *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 8(3), 52–62.

- Hartawan, I. M. W., Werastuti, D. N. S., & Yuniarta, G. A. (2022). The Influence of Intellectual Capital and Sustainability Reporting on Company Value with Investment Opportunity Set as Moderating Variables. *International Journal of Social Science and Business*, 6(4), 512–518. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v6i4.49019>
- Harun, M. S., Hussainey, K., Mohd Kharuddin, K. A., & Farooque, O. Al. (2020). CSR Disclosure, Corporate Governance and Firm Value: a study on GCC Islamic Banks. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 607–638. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0103>
- Hidayati, A. F., & Suranta, S. (2018). Pengaruh Corporate Governance terhadap Corporate Social Disclosure pada Sektor Perbankan Konvensional di Indonesia Tahun 2013-2017. *Jurnal Mutiara Madani*, 08, 193–210.
- Hikmah, K., Risman, A., Rotinsulu, C., & Judijanto, L. (2023). *Manajemen Keuangan dan Bisnis (Teori dan Praktik)* (1st ed.). CV Saba Jaya Publisher.
- Husnan, S. (1997). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan. Jangka Panjang)*. BPFE.
- IAI, I. A. I. (2007). *Standar Akuntansi Keuangan Edisi 2007*. Salemba Empat.
- Iskandar, D. (2021). The Effect Of Profitability And Sales Growth On Company Value Moderated By Leverage. *International Journal of Manajement Studdies and Social Sience Research*, 3(5).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Juwita, N., & Honggowati, S. (2022). Corporate Board Diversity and Sustainability Reporting: Empirical Evidence from Indonesia Before and During COVID-19. *Journal of Accounting and Investment*, 23(1), 1–15.
- Kasmir. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Raja Grafindo Persada .
- Kim, B., Burns, M. L., & Prescott, J. E. (2009). The Strategic Role of the Board: The Impact of Board Structure on Top Management Team Strategic Action Capability. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 728–743. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00775.x>
- Kumar, A. M., Hardiani, S., & Chodidjah, C. (2022). Corporate Social Responsibility and Corporate Values: The Moderating Role of Leverage and Company Size. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 10(1), 35–41. <https://doi.org/10.26905/jmdk.v10i1.8034>
- Kusumawati, E., & Setiawan, A. (2019). The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Company Growth, Liquidity, and Profitability on Company Value. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(4), 136–146. <http://journals.ums.ac.id/index.php/reaksi/index>
- Lesmana, T., Iskandar, Y., & Heliani, H. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Proaksi*, 7(2), 25–34. <https://doi.org/10.32534/jpk.v7i2.1161>
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does Corporate Governance Affect Sustainability Disclosure? A Mixed Methods Study. *Sustainability*, 10(1), 207. <https://doi.org/10.3390/su10010207>
- Makhdalena, M., Zulvina, D., Zulvina, Y., Amelia, R. W., & Wicaksono, A. P. (2023). ESG and Firm Performance in Developing Countries: Evidence From ASEAN. *ETIKONOMI*, 22(1), 65–78. <https://doi.org/10.15408/etk.v22i1.25271>
- Mishra, G., Patro, A., & Tiwari, A. K. (2024). Does climate governance moderate the relationship between ESG reporting and firm value? Empirical evidence from India. *International Review of Economics & Finance*, 91, 920–941. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.059>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261–297.
- Nimtrakoon, S. (2015). The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 587–618. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2014-0104>
- OECD. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD. <https://doi.org/10.1787/b4f71091-en>
- P., F., & Busru, S. A. (2021). CSR disclosure and firm performance: evidence from an emerging market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 553–568. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0201>
- Pratami, Y., & Jamil, P. C. (2021). Pengaruh Sustainability Reporting, Profitabilitas, Struktur Modal Dan Insentif Manajer Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Economic, Business and Accounting*, 4(2).
- Pulic, A. (1998). Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy. *2nd McMaster World Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital by the Austrian Team for Intellectual Potential*.
- Pulic, A. (2000). VAIC™ an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*,



- 20(5/6/7/8), 702. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
- Ramadhan, P., Rani, P., & Wahyuni, E. S. (2023). Disclosure of Carbon Emissions, Covid-19, Green Innovations, Financial Performance, and Firm Value. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 25(1), 1–16. <https://doi.org/10.9744/jak.25.1.1-16>
- Randa, F., & Solon, S. A. (2012). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Sistem Informasi Manajemen Dan Akuntansi*, 10(1), 24–47.
- Risman, A. (2021). *Kurs Mata Uang dan Nilai Perusahaan* (1st ed., Vol. 1). CV. Pena Persada.
- Saputra, B., Abbas, D. S., & Rahandri, D. (2023). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Intellectual Capital. *MENAWAN : Jurnal Riset Dan Publikasi Ilmu Ekonomi*, 2(1), 31–38. <https://doi.org/10.61132/menawan.v2i1.94>
- Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does the efficiency of corporate governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, 21(3), 403–430. <https://doi.org/10.1108/JIC-06-2019-0143>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Sial, M. S., Zheng, C., Cherian, J., Gulzar, M. A., Thu, P. A., Khan, T., & Khuong, N. V. (2018). Does Corporate Social Responsibility Mediate the Relation between Boardroom Gender Diversity and Firm Performance of Chinese Listed Companies? *Sustainability*, 10(10), 3591. <https://doi.org/10.3390/su10103591>
- Sihombing, P., Husni, R. A., & Zakchona, E. (2023). Financial ratios and institutional ownership impact on healthcare firm's value: A moderation role of leverage. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 26(2), 431–448. <https://doi.org/10.24914/jeb.v26i2.9372>
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26–53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>
- Siswanti, I., Riyadh, H. A., Cahaya, Y. F., Prowanta, E., & Beshr, B. A. H. (2024). Unlocking sustainability: exploring the nexus of green banking, digital transformation, and financial performance with foreign ownership moderation. *Discover Sustainability*, 5(1), 379. <https://doi.org/10.1007/s43621-024-00597-5>
- Siswanti, I., Riyadh, H. A., Cahaya, Y. F., Putra, Y. M., & Beshr, B. A. H. (2024). Unveiling the dynamics of the business sustainability model: a holistic analysis of financial and digital transformation. *Cogent Business & Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2414857>
- Siswanti, I., & Sukoharsono, E. G. (2019). Intellectual Capital and Financial Performance of Islamic Banks in Indonesia. *Institutions and Economies*, 11(4), 31–49.
- Siswanti, I., Sukoharsono, E. G., & Prowanta, E. (2015). The Impact of Macro Economics on Firm Values and Financial Performance as an Intervening Variable: An Empirical Study of LQ-45 Banking Industries in Indonesia. *GATR Global Journal of Business Social Sciences Review*, 3(1), 88–94. [https://doi.org/10.35609/gjbssr.2015.3.1\(12\)](https://doi.org/10.35609/gjbssr.2015.3.1(12))
- Srivastava, A., & Anand, A. (2023). ESG performance and firm value: The moderating role of ownership concentration. *Corporate Ownership and Control*, 20(3), 169–179. <https://doi.org/10.22495/cocv20i3art11>
- Sugiyanto, E., Trisnawati, R., & Kusumawati, E. (2021). Corporate Social Responsibility and Firm Value with Profitability, Firm Size, Managerial Ownership, and Board of Commissioners as Moderating Variables. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 6(1), 22–30.
- Surmadewi, N. K. Y., & Saputra, I. D. G. D. (2019). Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 567. <https://doi.org/10.24843/EEB.2019.v08.i06.p03>
- Syahidun, S., Zainal, V. R., Siswanti, I., & Nawangsari, L. C. (2025). Integrating Green Intellectual Capital into Sustainable Business Practices for Ecopreneurship at Pertamina Fuel Terminal BBM PROPER Biru. *Aptisi Transactions on Technopreneurship (ATT)*, 7(2). <https://doi.org/10.34306/att.v7i2.602>
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2019). Corporate Social Performance and Firm Performance: Comparative Study among Developed and Emerging Market Firms. *Sustainability*, 12(1), 26. <https://doi.org/10.3390/su12010026>
- Truong, T. H. D. (2024). Environmental, social and governance performance and firm value: does ownership concentration matter? *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2023-1993>
- Ulum, I. (2009). *Intellectual Capital: Konsep dan Kajian Empiris*. Graha Ilmu.
- Ulum, I. (2013). Model Pengukuran Kinerja Intellectual Capital dengan IB-VAIC di Perbankan Syariah. *INFERENSI*,

- Jurnal Penelitian Sosial Keagamaan*, 7(1), 185–206.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall.
- William, S. M. (2000). Relationship Between Board Structure and a Firm's Intellectual Capital Performance in an Emerging Economy. *Accounting for Knowledge Assets and Technological Resources*, 1–39.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Wu, Z., Gao, J., Luo, C., Xu, H., & Shi, G. (2024). How does boardroom diversity influence the relationship between ESG and firm financial performance? *International Review of Economics and Finance*, 89, 713–730. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.10.045>
- Yu, X., & Xiao, K. (2022). Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises. *Sustainability (Switzerland)*, 14(24). <https://doi.org/10.3390/su142416940>
- Yuliawati, R., & Alinsari, N. (2022). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi. *Owner*, 6(3), 1698–1708. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.939>
- Yustyarani, W., & Yuliana, I. (2020). Influence Of Intellectual Capital, Income Diversification on Firm Value Of Companies With Profitability Mediation: Indonesian Banking. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 12(1), 77–89. <https://doi.org/10.15294/jda.v12i1.25466>