

## Pengaruh *Environment, Social, Governance* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kinerja Keuangan dengan *Sticky Cost* sebagai Pemoderasi

Ida Ayu Putu Ayunda Aprilia Sugiantari\*, Desak Nyoman Sri Werastuti, I Putu Gede Diatmika

Universitas Pendidikan Ganesha, Singaraja, Bali, Indonesia  
\*ayu.ayunda@student.undiksha.ac.id

### Riwayat Artikel:

Tanggal diajukan:  
6 Feb 2024

Tanggal diterima:  
14 Maret 2024

Tanggal dipublikasi:  
29 Agustus 2024

**Kata kunci:** ESG; *investment opportunity set*; kinerja keuangan; *sticky cost*.

### Pengutipan:

Sugiantari, I. A. P. A. A., Werastuti, D. N. S., & Diatmika, I P. G. (2024). Pengaruh *Environment, Social, Governance* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kinerja Keuangan dengan *Sticky Cost* Sebagai Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika*, 14 (2), 281-292.

**Keywords:** ESG, *investment opportunity set*, financial performance, *sticky cost*.

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris: (1) pengaruh *Environment, Social, Governance* terhadap kinerja keuangan, (2) pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kinerja, (3) pengaruh moderasi *Sticky Cost* terhadap pengaruh *Environment, Social, Governance* terhadap kinerja keuangan, (4) pengaruh moderasi *Sticky Cost* terhadap pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kinerja keuangan. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*. Analisis data menggunakan regresi data panel dengan berbantuan software STATA. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) *Environment, Social, Governance* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. (2) *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. (3) *Sticky Cost* tidak mampu memoderasi pengaruh *Environment, Social, Governance* terhadap kinerja keuangan. (4) *Sticky Cost* tidak mampu memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini dapat menjadi saran bagi perusahaan agar berfokus pada area-area kritical lainnya yang lebih berdampak pada kinerja keuangan, seperti peningkatan efisiensi operasional, inovasi produk, atau diversifikasi pasar.

### Abstract

*This research aimed to prove empirically: (1) the influence of environmental, social, governance on financial performance, (2) the influence of investment opportunity set on performance, (3) the moderating influence of sticky costs on the influence of environmental, social, governance on financial performance, (4) the moderating influence of sticky costs on the influence of investment opportunity set on financial performance. The population in this research was non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The sample was selected using a purposive sampling technique. Data analysis used panel data regression with the STATA software. The research results showed that: (1) Environment, Social, Governance do not have a significant effect on financial performance. (2) Investment Opportunity Set has no significant effect on financial performance. (3) Sticky Cost is unable to moderate the influence of Environment, Social, Governance on financial performance. (4) Sticky Cost is unable to moderate the influence of the Investment Opportunity Set on financial performance. The results of this study can be suggestions for companies to focus on other critical areas that have a greater impact on financial performance, such as increasing operational efficiency, product innovation, or market diversification.*

## Pendahuluan

Kinerja keuangan merupakan bagian krusial dalam mencapai tujuan perusahaan karena kinerja keuangan merupakan salah satu alat untuk mengetahui bagaimana kinerja suatu perusahaan. Kinerja keuangan juga mengacu pada gambaran posisi keuangan suatu perusahaan selama suatu periode waktu ditinjau dari aspek pembiayaan dan distribusinya. (Tambunan & Prabawani, 2018). Kinerja keuangan suatu perusahaan dapat diketahui dengan menganalisis laporan keuangannya. Analisis keuangan adalah analisis terhadap laporan keuangan suatu perusahaan, biasanya menganalisis kinerja keuangan suatu perusahaan melalui komponen neraca dan laporan laba rugi, serta mengevaluasi profitabilitas perusahaan (Sanjaya & Rizky, 2018).

Krisis pandemi pada tahun 2020, telah meningkatkan kesadaran masyarakat tidak hanya akan pentingnya lingkungan dan kesejahteraan sosial, namun juga akan peran perusahaan dalam operasional bisnis mereka untuk meningkatkan kinerja di masa depan. Selain itu, pemanasan global juga memotivasi perusahaan untuk sadar lingkungan. Diharapkan dengan memasukkan praktik perusahaan dan laporan keuangan yang berkelanjutan, upaya untuk meningkatkan dampak ekonomi perusahaan akan konsisten dengan nilai-nilai sosial dan lingkungan. Pelaporan keberlanjutan berfungsi mirip dengan model pengungkapan baru yang berfokus pada penggalian nilai potensial yang berlaku untuk kebijakan perusahaan (Buallay, 2018)

Isu lingkungan, sosial, dan tata kelola mengubah antusiasme para spekulator, pemegang saham, dan pemerintah ketika mempertimbangkan manajemen risiko, dan ketiga dimensi tersebut telah menjadi strategi bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan kompetitifnya. Para pemangku kepentingan menginginkan suatu perusahaan mampu menjalankan visi dan misinya secara berkelanjutan. *Global Reporting Initiative* menyatakan bahwa keberlanjutan perusahaan dapat dicapai dengan menjaga kepercayaan. Implikasi keberlanjutan dari penelitian ini sangatlah penting, terutama dalam hal kinerja keberlanjutan di Indonesia (Werastuti, 2020).

Kelalaian apapun pada ESG dapat membahayakan niat baik perusahaan dan mempertanyakan keberlanjutan jangka panjang. Tidak diragukan lagi, perusahaan harus berhati-hati dalam menginvestasikan proyek-proyek yang merusak lingkungan dan bertentangan secara sosial. Masalah *environmental*, *social* dan *governance* saat ini di dunia adalah salah satunya penerapan *sustainability* di perusahaan. Isu lingkungan menjadi hal yang sensitif dalam dua dekade ini, seperti perusahaan *consumer goods* berkaitan dengan pencemaran sampah plastik. Hasil temuan brand audit menunjukkan bahwa produsen Unilever, Indofood, dan Mayora menjadi tiga besar penyumbang pencemaran sampah kemasan plastik sekali pakai (Regar, 2022).

Selain itu, terdapat berita mengenai hal tata kelola perusahaan bahwa terdapat kasus dugaan korupsi proyek fiktif pada PT Waskita Karya yang tidak mampu menerapkan hal tata kelola dengan baik, dan seharusnya suatu perusahaan mampu menerapkan prinsip *good corporate* sebagai bentuk pengimplementasian indikator ESG pada *governance* suatu perusahaan (Chrisna, 2020). Fenomena terkait dengan ESG ini ialah kasus PT Timah Tbk dengan masyarakat sekitar yang mana masyarakat tidak memberikan izin untuk PT Timah Tbk melakukan penambangan. PT Timah Tbk kurang merawat dan membangun komunikasi kepada masyarakat setempat, meskipun masyarakat tahu dulu PT Timah sempat melakukan eksploitasi penambangan di wilayah mereka, namun kepergian pihak perusahaan meninggalkan kegiatan eksploitasinya dengan begitu saja tanpa menjelaskan kepada masyarakat mengapa menghentikan kegiatan eksploitasinya saat itu (Chrisna, 2020). Dilihat dari isu dan fenomena di atas, masih terdapat perusahaan yang melupakan tanggung jawabnya terhadap kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola.

ESG secara umum mengacu pada berbagai pertimbangan lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan yang berpotensi berdampak pada kemampuan perusahaan dalam melaksanakan strategi bisnisnya dan menciptakan nilai jangka panjang. Penelitian menunjukkan bahwa skor ESG yang positif dapat meningkatkan laba atas investasi (Buallay, 2018). ESG memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Dukungan yang diberikan

oleh pemangku kepentingan kepada perusahaan akan memengaruhi bagaimana kondisi keberlangsungan serta keberadaan suatu perusahaan (Safriani & Utomo, 2020).

Keputusan investasi suatu perusahaan merupakan salah satu faktor yang dapat mengoptimalkan kinerja keuangan suatu perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan keuntungannya untuk pengembangan lebih lanjut guna mencapai pertumbuhan pendapatan yang optimal. Dalam mengambil keputusan investasi, perusahaan harus berhati-hati agar tidak melakukan kesalahan pada saat implementasi. Keputusan yang buruk dapat menimbulkan konflik kepentingan dalam perusahaan. Perselisihan antar instansi muncul karena adanya kepentingan ganda antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini dapat diminimalisir dengan penerapan tata kelola perusahaan yang baik. Perusahaan yang gagal memanfaatkan peluang investasi ini akan menghadapi biaya yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai peluang yang hilang (Anggraini, 2021).

Peluang investasi yang ditetapkan oleh perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan, demikian pula peluang investasi memiliki peran penting karena *investment opportunity set* akan menentukan kinerja perusahaan di masa depan (Handoko & Idayati, 2021). *Investment opportunity set* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Dengan demikian, manajer perusahaan diharapkan mampu memutuskan kegiatan investasi yang mampu meningkatkan keuntungan perusahaan (Hayati et al., 2022). Hasil penelitian lain menemukan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Yuliasuti & Merawati, 2022).

Hubungan antara biaya dan kinerja sangat erat. Namun sulit untuk memprediksi pergerakan biaya yang dinyatakan dalam *sticky cost*. *Sticky Cost* dapat dianalisis menggunakan teori pemangku kepentingan untuk menjelaskan bagaimana *sticky cost* mempengaruhi kinerja keuangan suatu perusahaan. ESG telah menjadi isu penting bagi perusahaan dan berdampak positif terhadap kinerja keuangan. ESG juga berpotensi mengurangi risiko di masa depan, menciptakan keunggulan kompetitif, dan meningkatkan reputasi dan legitimasi. ESG dapat menyebabkan peningkatan *cost lock-in* (penguncian biaya) karena kegiatan-kegiatan ESG menimbulkan biaya tambahan dan sebagian dari biaya ini cenderung sulit untuk dipulihkan (Habib & Hasan, 2019). Begitu pula dengan *investment opportunity set*, dimana keputusan investasi yang kurang tepat dapat memunculkan *over investment*. Ditambah lagi, dengan kesalahan eksekusi keputusan investasi dapat menimbulkan sinyal merah bagi perusahaan dan memicu konflik agensi yang berdampak pada kesulitan keuangan perusahaan (Rosidi, 2020). Sejauh ini penelitian mengenai *sticky cost* ini masih terbatas.

Penelitian ini berangkat dari beberapa permasalahan kinerja keuangan yang dihubungkan dengan isu keberlanjutan saat ini. Sebagian besar penelitian cenderung fokus pada dampak ESG atau IOS secara terpisah terhadap kinerja keuangan. Penelitian yang mengintegrasikan kedua faktor ini secara komprehensif masih terbatas. Selain itu, meskipun terdapat berbagai penelitian tentang *sticky cost* dalam konteks manajemen biaya, pengaruhnya sebagai pemoderasi dalam hubungan antara ESG, *investment opportunity set*, dan kinerja keuangan belum banyak dieksplorasi. Bagaimana *sticky cost* dapat mempengaruhi atau mengubah hubungan ini adalah area yang masih memerlukan penelitian lebih lanjut. Maka dari itu, penelitian ini tertarik untuk menguji peran *sticky cost* pada hubungan antara *environment, social, governance* dan *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan.

Penelitian ini menduga bahwa ESG memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Dukungan yang diberikan oleh para pemangku kepentingan kepada perusahaan akan memengaruhi bagaimana kondisi keberlangsungan serta keberadaan suatu perusahaan (Safriani & Utomo, 2020). Melalui pengungkapan secara keseluruhan aspek dengan ESG Disclosure mampu untuk meningkatkan reputasi kinerja perusahaan kepada pemangku kepentingan (Nugroho & Hersugondo, 2022). Hasil penelitian lain menemukan bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan (Husada & Handayani, 2021). Berdasarkan penelitian sebelumnya mengenai ESG dan kinerja keuangan, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H1: ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Keputusan investasi suatu perusahaan merupakan salah satu faktor yang dapat mengoptimalkan kinerja keuangan suatu perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan keuntungannya untuk pengembangan lebih lanjut guna mencapai pertumbuhan pendapatan yang optimal. *Investment opportunity set* dapat dikatakan sebagai sekumpulan peluang investasi yang harus diperhatikan oleh manajemen perusahaan agar dapat melihat peluang yang ada dan memanfaatkannya. Manfaatnya untuk meningkatkan kinerja perusahaan di masa depan agar terus tumbuh dan bertahan secara berkelanjutan. Oleh karena itu, setiap manajer harus mampu mengambil keputusan yang tepat dan mempertimbangkan berbagai aspek yang ada (Werastuti, 2021).

*Investment opportunity set* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Dengan demikian, manajer perusahaan diharapkan mampu memutuskan kegiatan investasi yang mampu memaksimalkan keuntungan perusahaan (Hayati et al., 2022). *Investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Rosidi, 2020). Hasil penelitian lain menemukan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Yuliasuti & Merawati, 2022). Berdasarkan penelitian sebelumnya mengenai *investment opportunity set* dan kinerja keuangan, hipotesis dalam penelitian ini adalah

H2: *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan

Hasil studi menyebutkan bahwa skor ESG positif diyakini menyebabkan pengembalian aset yang lebih besar (Buallay, 2018). ESG memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Dukungan yang diberikan oleh *stakeholder* kepada perusahaan akan memengaruhi bagaimana kondisi keberlangsungan serta keberadaan suatu perusahaan (Safriani & Utomo, 2020). Hasil penelitian lain menemukan bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan (Husada & Handayani, 2021).

Adanya perbedaan hasil penelitian, kemungkinan disebabkan adanya faktor lain yang ikut berperan mempengaruhi hubungan ESG terhadap kinerja keuangan. *Sticky cost* merupakan faktor yang dapat berdampak memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan. *Stakeholder theory* menjelaskan ESG dapat menciptakan keunggulan kompetitif dan meningkatkan reputasi dan legitimasi, karena perusahaan dapat memperoleh keuntungan dengan menjaga kepuasan pemangku kepentingan mereka yang berbeda. Mengingat kegiatan terkait ESG dikaitkan dengan biaya tambahan dan sebagian dari biaya tersebut juga cenderung sulit untuk dibalik, maka ESG berpotensi menyebabkan kekakuan biaya meningkat (Habib & Hasan, 2019). Berdasarkan uraian di atas mengenai *sticky cost*, ESG dan kinerja keuangan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah

H3: *Sticky cost* mampu memperkuat pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan.

*Investment opportunity set* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Dengan demikian, manajer perusahaan diharapkan mampu memutuskan kegiatan investasi yang mampu memaksimalkan keuntungan perusahaan (Hayati et al., 2022). Hasil penelitian lain menemukan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Yuliasuti & Merawati, 2022). Adanya perbedaan hasil penelitian, kemungkinan disebabkan adanya faktor lain yang ikut berperan mempengaruhi hubungan *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan. *Sticky cost* merupakan faktor yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan.

Teori keagenan menjelaskan keputusan investasi bahwa perusahaan harus berhati-hati agar tidak melakukan kesalahan pada saat penerapannya. Keputusan yang buruk dapat menimbulkan konflik kepentingan dan wewenang dalam perusahaan. Konflik agensi muncul karena adanya kepentingan ganda antara manajemen dan pemegang saham. Secara umum, perusahaan berupaya menghasilkan pendapatan dan keuntungan yang melebihi investasi modal dengan memanfaatkan peluang investasi semaksimal mungkin. Keputusan investasi yang buruk dapat menyebabkan overinvestment. Selain itu, kesalahan dalam implementasi keputusan investasi dapat menjadi tanda bahaya bagi perusahaan dan menimbulkan konflik agensi yang berdampak pada kesulitan keuangan perusahaan (Rosidi, 2020). Berdasarkan uraian di atas mengenai *sticky cost*, *investment opportunity set* dan kinerja keuangan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah

H4: *Sticky cost* mampu memperkuat pengaruh *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan.

### Metode

Desain dalam penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausal atau sebab akibat. Variabel penelitian ini terdiri atas ESG dan *Investment Opportunity Set* yang diidentifikasi sebagai variabel independen kemudian *Sticky Cost* yang merupakan variabel pemoderasi sedangkan kinerja keuangan diidentifikasi sebagai variabel dependen. Sumber data yang digunakan yaitu data sekunder dengan populasinya yaitu perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari rentang tahun 2019-2021 sejumlah 459 perusahaan. Sampel yang digunakan dipilih dengan teknik *purposive sampling*.

Penelitian ini menggunakan variabel diantaranya adalah ESG yaitu aktivitas perusahaan yang berhubungan dengan usaha yang tidak hanya berfokus pada laba tapi juga menjunjung tinggi prinsip lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan. ESG diukur dengan menggunakan indeks ESG yang membagi jumlah pengungkapan ESG yg dilakukan perusahaan dengan total pengungkapan maksimal yang mengacu pada GRI *Standards*. Variabel selanjutnya adalah *Investment Opportunity Set* yaitu rasio yang menunjukkan adanya tambahan aliran modal perusahaan untuk penambahan aktiva produktif sehingga berpotensi bagi perusahaan. *Investment Opportunity Set* dapat diukur menggunakan proksi berdasarkan investasi menggunakan rasio belanja modal terhadap nilai buku aset.

Variabel lain yang diindikasikan sebagai variabel pemoderasi adalah *sticky cost*, yang merupakan suatu keadaan dimana biaya cenderung melekat atau kaku terhadap perubahan aktifitas. *Sticky cost* dilihat dari perubahan biaya penjualan, administrasi dan umum dalam periode tertentu dibandingkan dengan periode sebelumnya. Variabel terikat pada penelitian ini adalah kinerja keuangan. Kinerja keuangan mewakili keadaan suatu perusahaan selama periode waktu tertentu dan merupakan hasil kegiatan operasional yang dilakukan dengan menggunakan sumber daya yang dimilikinya. Salah satu upaya perusahaan untuk mengungkapkan kinerja keuangan adalah dengan melakukan analisis rasio pada laporan keuangan.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda (*Multiple Regression Analysis*). Model penelitian yang digunakan merupakan model statistik yang dirancang untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini. Analisis regresi berganda bertujuan untuk memprediksi bagaimana kinerja suatu variabel terikat jika dikaitkan dengan dua atau lebih variabel bebas. Penelitian ini menggunakan alat pengolah data yaitu alat *software* STATA. Adapun beberapa pengujian yang dilakukan antara lain adalah melakukan analisis statistik deskriptif, tes pemilihan model estimasi, dan uji signifikansi. Pengujian lainnya adalah melakukan uji asumsi klasik berupa uji normalitas data, uji multikolinieritas melalui nilai VIF dimana uji asumsi klasik multikolinieritas ini memiliki tujuan agar dapat mengetahui ada atau tidak korelasi antara variabel bebas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

Setelah uji asumsi klasik terpenuhi maka langkah selanjutnya adalah mengetahui besarnya pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat atau yang disebut dengan nilai determinasi yang ditunjukkan dengan nilai *R Square*. Langkah terakhir dari analisis ini adalah melakukan pengujian hipotesis dengan asumsi bahwa hipotesis diterima apabila nilai probabilitas < dari taraf signifikan 0,05.

### Hasil dan Pembahasan

#### *Hasil Penelitian*

Deskripsi data adalah upaya menyajikan data agar data tersebut dapat dipaparkan secara baik dan diinterpretasikan dengan mudah. Nilai-nilai statistik data awal dalam proses pengolahan belum menghasilkan data yang bebas dari autokorelasi, sehingga beberapa data *outlier* dikeluarkan dari analisis. *Outlier* adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk variabel tunggal atau variabel kombinasi (Ghozali, 2018).

**Tabel 1.**  
**Ringkasan Prosedur Pemilihan Sampel dengan Data Outlier**

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2019 sampai dengan tahun 2021	459
2	Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membuat dan menerbitkan annual report dan sustainability report secara berturut-turut dari tahun 2019-2021	(410)
3	Jumlah Sampel Penelitian	49
4	Observasi = 49 x 3 tahun	147
5	Data Outlier	66
7	Total Sampel yang Digunakan dalam Penelitian	81

Sumber: Data Diolah, 2023

Hasil pengolahan data dalam bentuk deskriptif statistik akan menggambarkan karakteristik sampel yang digunakan di dalam penelitian ini antara lain: nilai rata-rata (mean), nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi untuk masing-masing variabel. Deskripsi dalam penelitian ini meliputi empat (4) variabel, yakni Environment, Social, Governance (X1), Investment Opportunity Set (X2), Sticky Cost (Z) dan Kinerja Keuangan (Y). Hasil statistik deskriptif dari data penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut ini.

**Tabel 2.**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

Variable	Mean	Std. dev.	Min	Max	Observations
y	2.929544	3.45041	-9.8395	9.9672	81
normalx1	.5701975	.1479353	.2917	.8933	81
x2	-.0962395	1.99167	-6.1673	5.2782	81
z	1.020756	.2301401	.2882	1.7694	81

Sumber: Data Diolah, 2023

**Tabel 3.**  
**Hasil Regresi Berganda Data Panel (Random Effect Model)**

y	Coefficient	Std. err.	z	P > z	[95% conf. interval]	
normalx1	1.460798	2.985538	0.49	0.625	-4.39075	7.312344
x2	0.0717	0.190383	0.38	0.706	-0.30144	0.444844
cons	2.103501	1.766822	1.19	0.234	-1.35941	5.566409
sigma_u	1.788518					
sigma_e	2.949272					
rho	0.268874	(fraction of variance due to u_i)				

Sumber: Data Diolah, 2023

Berdasarkan tabel 3, dapat diketahui bahwa persamaan atas regresi data panel

dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

$$Y = 2.103501 + 1.460798X_1 + 0.0716995X_2 + e$$

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Z (Parsial)**

y	Coefficient	Std. err.	z	P > z	[95% conf. interval]	
normalx1	1.460798	2.985538	0.49	0.625	-4.39075	7.312344
x2	0.0717	0.190383	0.38	0.706	-0.30144	0.444844
cons	2.103501	1.766822	1.19	0.234	-1.35941	5.566409
sigma_u	1.788518					
sigma_e	2.949272					
rho	0.268874	(fraction of variance due to u_i)				

Sumber: Data Diolah, 2023

Berdasarkan Tabel 4, diketahui hasil uji z model penelitian ini yang akan dibandingkan dengan taraf signifikan 5% atau 0,05. Berdasarkan Tabel 4 didapat hasil analisis regresi dengan data panel yang diketahui bahwa ESG memiliki nilai prob. z ESG sebesar  $0.625 > 0.05$ , artinya ESG secara parsial terbukti tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan. *Investment opportunity set* diketahui bahwa nilai prob. z *investment opportunity set* sebesar  $0.706 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa *investment opportunity set* secara parsial terbukti tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa ESG dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2021, maka H1 dan H2 ditolak.

**Tabel 5.**  
**Hasil Regresi dengan Variabel Moderasi**

y	Coefficient	Std. err.	z	P > z	[95% conf. interval]	
normalx1	-3.624315	11.43693	0.32	0.751	-26.0403	18.79166
x2	-0.8667542	0.866867	1	0.317	-2.56578	0.832275
z	0.2256173	7.16931	0.03	0.975	-13.826	14.27721
normalx1z	6.281913	10.88589	0.58	0.564	-15.054	27.61786
x2z	0.8999253	0.814045	1.11	0.269	-0.69557	2.495424
cons	1.088346	7.568578	0.14	0.886	-13.7458	15.92249
sigma_u	1.9580376					
sigma_e	2.7530859					
rho	0.33591336	(fraction of variance due to u_i)				

Sumber: Data Diolah, 2023

Tabel 5 menunjukkan interaksi antara variabel moderasi yaitu sticky cost dengan masing-masing variabel independen yaitu ESG dan *investment opportunity set*. Berdasarkan hasil tersebut, X1Z adalah interaksi antara sticky cost dengan ESG yang memiliki nilai prob. 0.564 yang lebih besar dari 0.05. X2Z yang merupakan interaksi antara sticky cost dengan *investment opportunity set* memiliki nilai prob. 0.269 yang lebih besar dari 0.05.

Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa sticky cost tidak mampu memoderasi pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan karena nilai sig > 0,05, maka dalam hal ini H3 ditolak. Nilai probabilitas investment opportunity set terhadap kinerja keuangan memiliki nilai sig > 0,05, sehingga sticky cost tidak mampu memoderasi pengaruh investment opportunity set terhadap kinerja keuangan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2019-2021, maka H4 ditolak.

### Pembahasan

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Berdasarkan hasil regresi pengaruh langsung, variabel ESG yang diukur menggunakan *GRI Index* mempunyai koefisien regresi sebesar 1.460798 dengan nilai Prob > t sebesar 0.625. Hal ini menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini menunjukkan tinggi rendahnya nilai ESG tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Sehingga dalam hasil penelitian ini, pengungkapan bukanlah faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan dengan *stakeholder theory*. Pada praktiknya, investor belum mempertimbangkan praktik dan pengungkapan ESG sebagai salah satu faktor yang menentukan keputusan investasi pada sebuah perusahaan. Sehingga dalam hasil penelitian ini, pengungkapan ESG bukanlah faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan. Selain itu, sebagian besar perusahaan sampel belum menerapkan pengungkapan ESG dengan layak. Pernyataan ini dibuktikan dengan dari total 27 perusahaan sampel dengan nilai rata-rata sebesar 0,5702, sebanyak 17 perusahaan memiliki nilai pengungkapan lingkungan di bawah rata-rata.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Husada & Handayani (2021), Kenny et al. (2022), dan Agustina (2023). Penelitian ini justru konsisten dengan teori keagenan. Teori keagenan menunjukkan bahwa agenda pemilik mempunyai tujuan yang berbeda. Keuntungan merupakan tujuan pemilik, meskipun agen bertindak untuk personal benefit berupa reputasi. Perusahaan berusaha untuk meminimalkan biaya yang terkait dengan kegiatan lingkungan dan mengarahkannya untuk memaksimalkan keuntungan untuk pemilikannya.

Kondisi ini serupa pada praktik sosial, dimana ini hanya akan memberikan hasil saat investasi pada tingkat tertentu dan atau pencapaian dalam praktik sosial telah dibuat, sehingga sebelum perusahaan berada dalam titik tersebut, sehingga pengeluaran apapun dalam praktik sosial tidak akan berpengaruh terhadap secara finansial pada kinerja keuangan perusahaan. Kondisi ini juga terjadi praktik tata kelola perusahaan. Hal ini disebabkan kurang menyeluruhnya implementasi praktik *good corporate governance*. Hasil tidak berpengaruh ini terjadi karena lemahnya praktik *good corporate governance* dalam perusahaan. Di Indonesia sendiri, sebagian besar struktur kepemilikan dalam perusahaan masih didominasi oleh kepemilikan keluarga yang cenderung menghindari penerapan *good corporate governance*, karena penerapan *good corporate governance* sendiri akan mengurangi kontrol dari pemegang saham pengendali.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Berdasarkan hasil regresi pengaruh langsung, variabel *investment opportunity set* yang diukur menggunakan proksi CAPBVA mempunyai koefisien regresi sebesar 0,0716995 dengan tingkat probability sebesar 0.706. Hal ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini menunjukkan bahwa tinggi atau rendahnya tingkat *investment opportunity set* tidak mempengaruhi kinerja keuangan.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Yuliasuti & Merawati (2022) dan Carolina P (2022). Penelitian ini justru sejalan dengan *signalling theory*, dimana ini mengindikasikan perusahaan tidak berfokus pada investasi atau ekspansi bisnisnya. Perusahaan justru lebih fokus untuk



memaksimalkan kegiatan produksi dan penjualan untuk dapat memperoleh laba yang besar untuk menarik para investor melakukan investasi di perusahaannya. Sehingga investor kurang memperhatikan nilai *investment opportunity set* dan investor hanya memiliki motif untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *agency theory*. Pada praktiknya, penambahan jumlah aktiva tidak selalu mempengaruhi kinerja keuangan. Hal ini menyebabkan dana perusahaan yang tadinya digunakan untuk menambah modal dan aset ekuitas, tidak dapat digunakan untuk kegiatan perusahaan yang lebih efektif dan tidak dapat meningkatkan kinerja keuangan. Peluang investasi yang dimiliki perusahaan saat ini tidak menghasilkan finansial sehingga tidak berdampak pada peningkatan keuntungan yang signifikan, yang bermuara pada ketidakmampuan dalam berkontribusi untuk peningkatan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya peluang investasi tersebut mungkin tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Selain itu, hal ini kemungkinan disebabkan oleh masalah internal perusahaan. Sekalipun perusahaan memiliki beragam peluang investasi, keterbatasan internal seperti inefisiensi manajerial, keterbatasan sumber daya, dan tata kelola perusahaan yang tidak selaras dapat menghambat perusahaan memanfaatkan peluang investasi. Sebuah penelitian yang dilakukan oleh Chen et al. (2021) menekankan bahwa kemampuan manajerial dan kualitas tata kelola perusahaan sangat penting dalam mengubah peluang investasi menjadi hasil keuangan yang lebih baik.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *sticky cost* tidak mampu memoderasi dan memperkuat pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan. Nilai koefisien untuk variabel interaksi antara ESG dengan *sticky cost* menunjukkan sebesar 6,281913 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,564 yang berarti interaksi antara ESG dengan *sticky cost* (tidak signifikan). Ini mengindikasikan bahwa investor belum mempertimbangkan praktik ESG sebagai salah satu faktor yang menentukan keputusan investasi perusahaan.

Pada praktiknya, perusahaan sangat mempertimbangkan biaya yang harus dikeluarkan untuk pelaksanaan kegiatan-kegiatan ESG (*cost benefit*). Berkaitan dengan *sticky cost*, kegiatan terkait ESG dikaitkan dengan biaya tambahan dan sebagian dari biaya tersebut juga cenderung sulit untuk dibalik, maka ESG berpotensi menyebabkan kekakuan biaya meningkat yang berdampak pada kemungkinan penurunan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa *stakeholder* menganggap investasi dalam praktik lingkungan maupun pengungkapannya lebih besar dari pada maksimalisasi kinerja keuangan. Selain itu pengungkapan lingkungan masih bersifat sukarela, dan belum ada aturan baku terkait pelaporannya sehingga belum jelas dan masih sulit bagi investor untuk memverifikasinya. Selain itu, perusahaan juga beranggapan bahwa menetapkan tujuan selain memaksimalkan laba akan menghambat dalam pencapaian *competitive advantage*.

Praktik dan pengungkapan sosial bukan merupakan fokus utama untuk meningkatkan kinerja keuangan, sebaliknya perusahaan cenderung menggunakan alat lain seperti laba, tingkat likuiditas, dan penjualan sebagai acuan dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Sama halnya dengan praktik tata kelola, dimana praktik *good corporate governance* masih belum berjalan sepenuhnya. Pengungkapan yang dilakukan akan membuat operasional perusahaan menjadi terekspos, dan menjadikan perusahaan lebih diawasi. Sehingga, perusahaan mengungkapkan informasi nonfinansial hanya sebagai bentuk kepatuhan. Kondisi ini bertentangan dengan *stakeholder theory* bahwa perusahaan harus melakukan pengungkapan atas informasi nonkeuangan sebagai bentuk *business ethical practice*. Namun, hasil penelitian ini mendukung *agency theory*, dimana yang mengungkapkan bahwa agenda pemilik memiliki tujuan yang berbeda, agen bertindak untuk *personal benefit* berupa reputasi sedangkan laba adalah tujuan pemilik. Teori keagenan menyatakan bahwa praktik dalam perusahaan terkait dengan konflik kepentingan antara manajemen (*agent*) dan pemilik (*principal*) yang timbul ketika setiap pihak berusaha untuk mencapai dan mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendakinya.

Terakhir, hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *sticky cost* tidak mampu memoderasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan. Nilai koefisien untuk variabel interaksi antara *investment opportunity set* dengan *sticky cost* menunjukkan sebesar 0,8999253 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,269 yang berarti interaksi antara

*investment opportunity set* dengan *sticky cost* tidak signifikan. Ini mengindikasikan bahwa biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi tidak mampu mempengaruhi kinerja keuangan Yuliasuti & Merawati (2022).

Menurut *agency theory*, keputusan investasi dimana perusahaan harus berhati-hati agar tidak salah dalam eksekusi. Jika terjadi kesalahan dalam pengambilan keputusan, maka dapat mendorong timbulnya konflik kepentingan atau konflik agensi (*agency conflict*) dalam perusahaan. Konflik agensi muncul karena ada dualisme kepentingan yaitu kepentingan manajemen perusahaan dan pemegang saham. Pada umumnya suatu perusahaan menghendaki pengembalian atau laba yang lebih besar dari pengeluaran biaya modal dengan memanfaatkan peluang atau kesempatan investasi sebaik mungkin. Dalam kaitannya, dengan *investment opportunity set*, perusahaan yang memiliki aset lebih tinggi akan mengalami kelengkungan biaya lebih besar.

Pada praktiknya, penambahan jumlah ekuitas dan aktiva tidak selalu mempengaruhi kinerja perusahaan sehingga menyebabkan dana yang dimiliki perusahaan yang digunakan untuk penambahan ekuitas dan aktiva tidak dapat digunakan untuk kegiatan perusahaan yang lebih efektif, sehingga tidak dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Adanya biaya biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengeksekusi kesempatan investasi yang ada dip perusahaan, namun tidak memberikan keuntungan yang signifikan menyebabkan kelekatannya biaya. Sehingga dapat dikatakan *sticky cost* tidak mampu memperkuat pengaruh *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan.

Selain itu, *sticky cost* dapat menyebabkan ketidakfleksibelan dalam struktur biaya perusahaan, yang dapat membatasi kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan peluang investasi baru. Hal tersebut sesuai dengan penjelasan oleh Yang et al. (2021), ketika struktur biaya perusahaan tidak fleksibel, bahkan investasi yang menguntungkan mungkin tidak menghasilkan peningkatan kinerja keuangan karena biaya tetap perusahaan yang tinggi mengurangi manfaat bersih dari investasi tersebut.

Penelitian ini justru sejalan dengan *signalling theory*, dimana ini mengindikasikan perusahaan tidak berfokus pada investasi atau ekspansi bisnisnya. Perusahaan justru lebih fokus untuk memaksimalkan kegiatan produksi dan penjualan untuk dapat memperoleh laba yang besar untuk menarik para investor melakukan investasi di perusahaannya.

## Simpulan dan Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada penelitian ini dapat disimpulkan bahwa ESG dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2021. Selanjutnya dengan adanya efek moderasi melalui *sticky cost* menunjukkan bahwa *sticky cost* tidak mampu memoderasi antara pengaruh ESG dan *investment opportunity set* terhadap kinerja keuangan. Hasil ini dapat disebabkan oleh faktor-faktor lain yang lebih memengaruhi kinerja keuangan perusahaan, seperti regulasi, kondisi ekonomi, atau strategi operasional tertentu, sehingga dapat menjadi peluang riset berikutnya untuk mengeksplorasi faktor-faktor yang lebih besar dalam mempengaruhi kinerja keuangan.

Pelaksanaan penelitian ini disesuaikan dengan prosedur ilmiah, tetapi masih memiliki keterbatasan yaitu penelitian ini hanya mengambil sampel pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan terdiri dari ESG dan *investment opportunity set*, serta *sticky cost* sebagai moderasi sedangkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Saran yang diberikan berdasarkan hasil penelitian ini yaitu bagi perusahaan yang memiliki nilai ESG yang belum optimal diharapkan memperbaiki praktik ESG agar dapat memberikan hasil yang positif bagi perusahaan. Selain itu, perusahaan diharapkan berfokus pada aspek-aspek lain yang dapat lebih memengaruhi kinerja keuangan, seperti peningkatan efisiensi operasional, inovasi produk, atau diversifikasi pasar. Saran bagi pemerintah adalah agar menjadi pertimbangan sebagai rujukan untuk menyusun regulasi yang mengikat perusahaan untuk menerapkan dan mengungkitkan ESG dalam ikut membangun bangsa

dengan cara berkontribusi pada bidang lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan dalam kaitannya dengan SDGs. Peneliti selanjutnya juga disarankan melakukan penelitian pada perusahaan di bidang perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga dapat dilakukan perbandingan, dan memasukkan variabel lain, seperti nilai perusahaan dan *intellectual capital*.

### Daftar Rujukan

- Agustina, D. (2023). *Pengaruh Skor ESG terhadap Kinerja Keuangan dengan Efek Moderasi dari Financial Slack*. Universitas Gadjah Mada.
- Anggraini, D. (2021). *Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility, Good Corporate Governance, Volatilitas Arus Kas terhadap Nilai Perusahaan dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderasi*. Jurnal Perspektif Manajerial Dan Kewirausahaan (JPMK), 1(2), 104–119.
- Buallay, A. (2018). *Is Sustainability Reporting (ESG) Associated with Performance? Evidence from the European Banking Sector*. Management of Environmental Quality: An International Journal.
- Carolina P, N. P. A. (2022). *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Intangible Asset terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2018 - 2020*. Universitas Mahasaraswati Denpasar.
- Chrisna, P. P. (2020). *Pengaruh Gender Dalam Keragaman Ruang Dewan Terhadap Esgd (Environmental, Social, And Governance) Disclosure*. Universitas Airlangga.
- Chen, S., Li, Z., Han, B., & Ma, H. (2021). Managerial ability, internal control and investment efficiency. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100523.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). *Corporate Social Responsibility and Cost Stickiness*. Business & Society, 58(3), 453–492.
- Handoko, C. E. C., & Idayati, F. (2021). *Pengaruh Sustainability Disclosure, Investment Opportunity Set dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA), 10(2).
- Hayati, E., Nurjanah, F., & Putri, V. A. (2022). *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Management Ownership sebagai Variabel Moderasi (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Food and Beverage yang Terdaftar di BEI)*. Jurnal Ilmiah Edunomika, 6(1), 430–444.
- Husada, E. V., & Handayani, S. (2021). *Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2017-2019)*. Jurnal Bina Akuntansi, 8(2), 122–144.
- Kenny, F., Nurcholifah, S., & Pulungan, A. H. (2022). *Disclosure of Environmental, Social, and Governance on Firm Performance Pre and Post Introduction of Integrated Reporting: Evidence from ASEAN Countries*. International Journal of Energy Economics and Policy, 12(6), 377.
- Nugroho, N. A., & Hersugondo, H. (2022). *Analisis Pengaruh Environment, Social, Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan*. E-Bisnis:

Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis, 15(2), 233–243.

- Regar, R. F. (2022). *Kemasan Unilever, Indofood, dan Mayora Penyumbang Pencemaran Sampah Plastik Terbanyak* - Tekno Tempo.co.  
<https://tekno.tempo.co/read/1615878/kemasan-unilever-indofood-dan-mayora-penyumbang-pencemaran-sampah-plastik-terbanyak>
- Rosidi, P. D. (2020). *Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kinerja Keuangan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Mediasi dan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi*. Universitas Airlangga.
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). *Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan*. Diponegoro Journal of Accounting; Volume 9, Nomor 3, Tahun 2020.
- Sanjaya, S., & Rizky, M. F. (2018). *Analisis Profitabilitas dalam Menilai Kinerja Keuangan pada PT. Taspen (Persero) Medan*. Kitabah: Jurnal Akuntansi dan Keuangan Syariah.
- Tamara, N. H. (2020). *Lesunya Konsumsi Masyarakat yang Memukul Kinerja Perusahaan Konsumer - Analisis Data Katadata*.  
<https://katadata.co.id/nazmi/analisisdata/5e9a57afa440e/lesunya-konsumsi-masyarakat-yang-memukul-kinerja-perusahaan-konsumer>
- Tambunan, J. T. A., & Prabawani, B. (2018). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage dan Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri Tahun 2012-2016)*. Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis; Vol 7, No 2 (2018) DO - 10.14710/Jiab.2018.20329
- Werastuti, D. N. S. (2020). *Sustainability Balanced Scorecard and Management Communication in Evaluating A Company's Performance*. Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis, 16(1), 45–59.
- Werastuti, D. N. S. (2021). *Sustainability Performance Determinants With Investment Opportunity As Moderation*. International Journal of Environmental, Sustainability, and Social Science, 2(3), 231–238.
- Yang, G., Kuang, Y., & Li, B. (2020). Staying idle or investing in prevention: the short-term and long-term impact of cost stickiness on firm value. *China Journal of Accounting Studies*, 8(2), 298-329.
- Yuliasuti, I. A. N., & Merawati, L. K. (2022). *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Intangible Asset terhadap Kinerja Perusahaan*. Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA), 4(3), 236–245.