

ESG Disclosure, Intellectual Capital, and Firm Value: Moderating Role of Board Independence

Mujiono^{1)*}, Wahidahwati²⁾

^{1,2} Program Studi Doktor Ilmu Akuntansi, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia

email: muji73ilmuhukum@gmail.com*, wahidahwati@stiesia.ac.id

Abstract

This study aims to examine the effect of ESG Disclosure and Intellectual Capital on firm value, as well as the moderating role of Board Independence on both relationships. The study is grounded in Stakeholder Theory and Agency Theory, with a sample of consumer non-cyclicals sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) for the period 2017–2024. Analysis was conducted using Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) via SmartPLS. Results indicate that ESG Disclosure does not significantly affect firm value, suggesting that the Indonesian capital market has yet to fully incorporate sustainability information into equity valuation. In contrast, Intellectual Capital measured through the Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) is confirmed as the dominant and significant predictor of firm value. Board Independence fails to strengthen the effect of either ESG Disclosure or Intellectual Capital on firm value, indicating that the numerical proportion of independent commissioners does not adequately reflect substantive board oversight. The overall model explains 57.2% of the variance in firm value. These findings underscore the importance of intellectual capital investment as a value creation strategy, while highlighting the need for improved ESG reporting quality and board competency in emerging markets.

Keywords: ESG Disclosure, Intellectual Capital, VAIC, Firm Value, Board Independence, PLS-SEM

1. PENDAHULUAN

Di era globalisasi dan modernisasi pasar modal saat ini, memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*) telah menjadi tujuan utama jangka panjang bagi setiap korporasi yang terdaftar di bursa efek (Pramesti et al., 2024). Nilai perusahaan yang tinggi tidak hanya mencerminkan kemakmuran para pemegang saham, tetapi juga menunjukkan rekam jejak kepatuhan, kredibilitas, serta prospek pertumbuhan perusahaan di mata investor eksternal (Brigham & Houston, 2007). Di Indonesia, salah satu sektor yang memegang peranan penting dan memiliki daya tarik investasi tinggi adalah sektor *consumer non-cyclicals*. Sektor ini mencakup industri strategis seperti makanan dan minuman, peternakan, serta

perkebunan, yang memiliki karakteristik defensif terhadap fluktuasi ekonomi karena produk yang dihasilkan merupakan kebutuhan pokok masyarakat sehari-hari (Kepramareni et al., 2023).

Pentingnya sektor ini semakin terlihat sepanjang periode 2017–2024 ketika perekonomian Indonesia menghadapi ketidakpastian global akibat pandemi COVID-19. Ketika banyak sektor bisnis mengalami penurunan tajam pada periode 2020–2021, perusahaan-perusahaan *consumer non-cyclicals* justru menjadi penopang ekonomi nasional yang relatif tangguh sebelum kembali mengalami percepatan pertumbuhan pada fase pemulihan pascapandemi tahun 2023–2024 (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2024). Mengingat

kontribusinya yang besar terhadap produk domestik bruto (PDB) serta tingginya persaingan pasar pada era *new normal*, perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* dituntut untuk terus meningkatkan nilai pasar guna mempertahankan kepercayaan publik dan investor (Devianto et al., 2023; Dewi & Suaryana, 2025)

Namun demikian, pergeseran paradigma investasi global saat ini menuntut perusahaan tidak hanya berfokus pada pencapaian keuntungan finansial jangka pendek bagi pemegang saham, tetapi juga memperhatikan keberlanjutan lingkungan dan sosial demi kepentingan para pemangku kepentingan (*stakeholders*) secara lebih luas (Aik, 2024; Liang et al., 2022). Penelitian ini berlandaskan pada dua teori utama. Pertama, *Stakeholder Theory* dan Kedua, *Agency Theory*. Berdasarkan *Stakeholder Theory*, keberlangsungan hidup perusahaan sangat bergantung pada dukungan para pemangku kepentingan seperti konsumen, karyawan, masyarakat, dan pemerintah (Setiawan et al., 2026). Industri *consumer non-cyclicals* di Indonesia sangat bergantung pada pemanfaatan sumber daya alam sehingga aktivitas operasionalnya berkaitan langsung dengan berbagai risiko lingkungan seperti polusi limbah, emisi karbon, deforestasi akibat perkebunan kelapa sawit, serta kepatuhan terhadap POJK Nomor 51/POJK.03/2017 (Otoritas Jasa Keuangan, 2017).

Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG *Disclosure*) yang transparan selama periode 2017–2024, perusahaan diharapkan mampu memenuhi ekspektasi para pemangku kepentingan. Pemenuhan tanggung jawab sosial dan lingkungan tersebut dapat menciptakan citra perusahaan yang positif serta meminimalkan risiko sosial, yang pada akhirnya direspons positif oleh pasar modal melalui peningkatan nilai perusahaan (Setiawan et al., 2026).

Selain aspek keberlanjutan,

pencapaian keunggulan kompetitif bagi perusahaan *consumer non-cyclicals* pada era ekonomi berbasis pengetahuan (*knowledge-based economy*) juga menuntut optimalisasi aset tidak berwujud (*intangible assets*) yang diukur melalui *Intellectual Capital* (Abdallah et al., 2025; Leny Suzan & Nurul Izza Ramadhani, 2023). Untuk bersaing dalam lingkungan bisnis yang dinamis selama periode 2017–2024, perusahaan besar sangat bergantung pada inovasi produk, efisiensi manajemen operasional, kekuatan ekuitas merek, serta kemampuan tenaga kerja profesional.

Dari perspektif efisiensi, pengelolaan modal intelektual yang diukur menggunakan indikator *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) diyakini mampu mendorong penciptaan nilai tambah (*value creation*) secara optimal (Mubarak et al., 2025; Nadeem et al., 2019). Ketika perusahaan mampu mengelola modal intelektual secara produktif, maka kinerja profitabilitas akan meningkat, yang selanjutnya memicu apresiasi positif harga saham dan meningkatkan nilai pasar perusahaan (Chen et al., 2005).

Meskipun secara teoritis ESG *Disclosure* dan *Intellectual Capital* diproyeksikan memberikan kontribusi positif terhadap peningkatan nilai perusahaan, hasil empiris dari penelitian terdahulu masih menunjukkan ketidakkonsistenan (*inconsistent findings* atau *research gap*). Beberapa penelitian menyatakan bahwa investasi pada inisiatif ESG dan pengembangan modal intelektual membutuhkan biaya manajerial yang besar sehingga berpotensi menurunkan efisiensi laba bersih jangka pendek (Abdi et al., 2022; Dossa et al., 2025). Di sisi lain, fenomena *greenwashing*, di mana ESG *Disclosure* hanya digunakan sebagai instrumen kosmetik pelaporan perusahaan, justru sering memunculkan asimetri informasi antara manajemen dan investor (Tohang et al., 2024; Yu et al., 2018).

Fenomena tersebut berkaitan erat dengan *Agency Theory*, yang menjelaskan adanya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat

kecenderungan manajemen untuk bertindak demi kepentingan pribadi atau pencitraan reputasi dibandingkan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, terutama pada masa fluktuasi pasar sepanjang 2017–2024.

Untuk menjembatani ketidakkonsistenan hasil penelitian sekaligus meminimalkan masalah keagenan tersebut, diperlukan mekanisme tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang kuat, salah satunya melalui peran pengawasan *Board Independence* (Dewan Komisaris Independen). Berdasarkan *Agency Theory*, Komisaris Independen sebagai pihak eksternal yang tidak memiliki benturan kepentingan berfungsi sebagai mekanisme pengawasan objektif (*monitoring mechanism*) yang memastikan bahwa komitmen ESG *Disclosure* benar-benar diterapkan secara nyata dan terbebas dari motif pencitraan manajerial (Fama & Jensen, 1983; Setiawan et al., 2026).

Selain itu, fungsi pengawasan Komisaris Independen juga sangat penting dalam memastikan bahwa pemanfaatan aset tidak berwujud (*Intellectual Capital*) serta pengelolaan karakteristik internal perusahaan seperti ukuran perusahaan (*firm size*), umur perusahaan (*firm age*), dan tingkat leverage diarahkan secara efisien guna mendukung strategi penciptaan nilai jangka panjang. Keberadaan proporsi Komisaris Independen yang kuat, yang secara regulasi OJK diwajibkan minimal sebesar 30% dari total komposisi dewan komisaris (Otoritas Jasa Keuangan, 2014), diharapkan mampu memoderasi dan memperkuat pengaruh positif tata kelola ESG serta kapabilitas modal intelektual dalam meningkatkan nilai perusahaan secara optimal.

Berdasarkan latar belakang fenomena dan kesenjangan teoretis tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh ESG *Disclosure* dan *Intellectual Capital* terhadap nilai perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* di BEI periode 2017–2024, dengan *Board Independence* sebagai variabel moderasi.

Teori Pemangku Kepentingan (Stakeholder Theory)

Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*) menjelaskan bahwa keberlangsungan hidup dan keberlanjutan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham (*shareholders*), tetapi juga oleh kemampuannya dalam memenuhi harapan dan memperoleh dukungan dari berbagai pemangku kepentingan (*stakeholders*), termasuk konsumen, karyawan, pemasok, masyarakat, dan pemerintah (Awa et al., 2024; Setiawan et al., 2026). Dalam perspektif ini, perusahaan dipandang memiliki kontrak sosial implisit dengan lingkungan sekitarnya; oleh karena itu, aktivitas perusahaan harus mampu memberikan manfaat dengan tetap memperhatikan kepentingan sosial dan lingkungan (Lu et al., 2018).

Pada sektor *consumer non-cyclicals*, perusahaan memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi terhadap sumber daya alam dan

aktivitas operasional yang berkaitan langsung dengan rantai pasok pangan, limbah produksi, serta pemenuhan hak tenaga kerja (Nirino et al., 2019). Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan dalam sektor ini menghadapi risiko sosial dan lingkungan yang relatif tinggi. Oleh sebab itu, pengungkapan *Environmental, Social, and Governance (ESG Disclosure)* dipandang sebagai bentuk tanggung jawab strategis perusahaan dalam memenuhi ekspektasi para pemangku kepentingan. Pengungkapan keberlanjutan yang transparan diyakini mampu meningkatkan reputasi perusahaan, memperkuat loyalitas konsumen, serta memperoleh dukungan dari regulator dan masyarakat, yang pada akhirnya direspons positif oleh investor melalui peningkatan nilai perusahaan (Yu et al., 2018).

Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori Keagenan (*Agency*

Theory) menjelaskan hubungan kontraktual antara pemilik modal (*principal*) dan pihak manajemen (*agent*) yang diberi wewenang untuk mengelola operasional perusahaan (Fama & Jensen, 1983). Dalam hubungan tersebut, konflik keagenan (*agency conflict*) sering muncul akibat adanya perbedaan kepentingan dan asimetri informasi antara *principal* dan *agent*. Pihak manajemen sebagai pihak yang memiliki akses lebih besar terhadap informasi internal perusahaan berpotensi bertindak demi kepentingan pribadi, seperti memaksimalkan kompensasi, reputasi, atau mempertahankan posisi mereka, dibandingkan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (El Diri et al., 2020; Sari et al., 2023).

Dalam konteks pengelolaan perusahaan modern, konflik keagenan dapat muncul pada praktik pengungkapan ESG dan pengelolaan *Intellectual Capital*. Pertama, manajemen berpotensi melakukan *greenwashing*, yaitu praktik pengungkapan ESG yang bersifat simbolis atau kosmetik untuk menciptakan citra positif perusahaan tanpa implementasi keberlanjutan yang sesungguhnya (Setiawan et al., 2026). Kedua, terdapat potensi inefisiensi dalam pengalokasian sumber daya pada aset tidak berwujud, seperti investasi pada inovasi, pengembangan merek, dan pelatihan karyawan, yang dapat dimanfaatkan secara tidak efisien demi kepentingan manajerial (Khan et al., 2016; Surroca et al., 2010).

Berdasarkan teori ini, diperlukan mekanisme tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang kuat untuk mengurangi konflik keagenan dan meminimalkan asimetri informasi. Salah satu mekanisme tata kelola yang penting adalah keberadaan *Board Independence* atau Dewan Komisaris Independen. Komisaris Independen berfungsi sebagai pengawas yang objektif dan independen untuk memastikan bahwa pengungkapan ESG dilakukan secara

substansial serta pengelolaan *Intellectual Capital* diarahkan secara efisien guna menciptakan nilai perusahaan dan melindungi kepentingan investor (Fama & Jensen, 1983).

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan *Stakeholder Theory*, perusahaan yang secara aktif mengungkapkan praktik ESG dinilai mampu memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan secara lebih komprehensif, sehingga memperoleh legitimasi sosial yang lebih luas (Li et al., 2018; Yu et al., 2018). Legitimasi ini berkontribusi pada peningkatan reputasi perusahaan, penurunan asimetri informasi, serta pengurangan biaya modal yang pada akhirnya berdampak pada nilai perusahaan.

Bukti empiris mendukung hubungan ini secara konsisten di berbagai konteks (Li et al., 2018) menemukan asosiasi signifikan pada 350 perusahaan FTSE; (Zuraida et al., 2018) mengkonfirmasi relevansi nilai ESG disclosure; (Desai, 2024) menunjukkan efek signifikan pada 940 perusahaan India; serta Thahira & Mita (2021) pada 390 perusahaan ASEAN.

Urgensi pengungkapan ESG semakin tinggi pada sektor *consumer non-cyclicals*, mengingat aktivitas operasional sektor ini bersinggungan langsung dengan isu sumber daya alam, pengelolaan limbah, dan ketenagakerjaan yang rentan terhadap tekanan pemangku kepentingan (Nirino et al., 2019). Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1: ESG Disclosure berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan *Stakeholder Theory*, perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pemangku kepentingan termasuk investor, karyawan, konsumen, dan komunitas. Dalam konteks ini, kemampuan perusahaan mengelola modal intelektual menjadi sinyal penting bagi para pemangku kepentingan bahwa

perusahaan memiliki kapasitas inovasi, sumber daya manusia yang kompeten, dan infrastruktur yang kuat untuk tumbuh secara berkelanjutan.

Modal intelektual diukur melalui *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) yang mencakup tiga komponen: efisiensi modal manusia (HCE), modal struktural (SCE), dan modal relasional (CEE). Ketika perusahaan mampu mengelola ketiga komponen ini secara produktif, kepercayaan pemangku kepentingan meningkat, kinerja operasional membaik, dan pada akhirnya mendorong apresiasi nilai pasar perusahaan (Chen et al., 2005; Nadeem et al., 2019).

Bukti empiris mendukung hubungan ini secara konsisten di konteks Indonesia (Juwita & Angela, 2016) menemukan pengaruh positif dan signifikan VAIC terhadap nilai perusahaan (PBV) pada 37 perusahaan Indeks Kompas 100. Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H2: *Intellectual Capital* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Salah satu tantangan utama dalam pengungkapan ESG adalah praktik *greenwashing* kondisi di mana perusahaan membuat laporan ESG yang terlihat baik di permukaan, namun tidak mencerminkan kondisi nyata di lapangan. Hal ini terjadi karena adanya kesenjangan informasi antara manajemen dan investor, sehingga investor sulit membedakan mana perusahaan yang benar-benar berkomitmen pada keberlanjutan dan mana yang sekadar memoles citra (Ardillah & Chandra, 2021; Del Gesso & Lodhi, 2024).

Kehadiran Komisaris Independen menjadi solusi atas masalah ini. Karena tidak memiliki kepentingan langsung dalam operasional perusahaan, Komisaris Independen dapat mengawasi secara lebih objektif memastikan bahwa apa yang dilaporkan dalam dokumen ESG benar-benar sesuai dengan yang dilakukan perusahaan, bukan sekadar narasi yang dirancang untuk menarik perhatian investor (Fama & Jensen, 1983; Gallego-Álvarez & Rodríguez-Domínguez, 2025).

Ketika pengawasan ini berjalan dengan baik, investor akan lebih percaya pada kualitas laporan ESG, dan kepercayaan itu pada akhirnya mendorong peningkatan nilai perusahaan.

Bukti empiris mendukung hal ini secara konsisten penelitian Lagasio & Cucari (2019) dan Ortas et al. (2017) menyimpulkan bahwa independensi dewan meningkatkan kualitas pengungkapan ESG. Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H3: *Board Independence* memperkuat pengaruh *ESG Disclosure* terhadap nilai perusahaan.

Mengelola *Intellectual Capital* membutuhkan biaya besar mulai dari riset dan pengembangan, pelatihan karyawan, hingga pembangunan infrastruktur teknologi. Masalahnya, tanpa pengawasan yang memadai, manajemen berpotensi menggunakan anggaran tersebut untuk kepentingan pribadi daripada untuk meningkatkan nilai perusahaan (Fama & Jensen, 1983; Surroca et al., 2010). Di sinilah peran Komisaris Independen menjadi krusial. Sebagai pihak eksternal yang tidak memiliki benturan kepentingan, Komisaris Independen bertugas memastikan bahwa setiap rupiah yang diinvestasikan ke dalam komponen IC efisiensi modal manusia (HCE), modal struktural (SCE), maupun modal relasional (CEE) benar-benar diarahkan untuk menciptakan nilai jangka panjang bagi perusahaan, bukan untuk kepentingan manajerial sempit (Fama & Jensen, 1983).

Beberapa penelitian mendukung peran moderasi ini. (Zhang, 2012) membuktikan bahwa independensi dewan memperkuat relevansi nilai *human capital*. (White et al., 2007) menemukan hal serupa pada perusahaan bioteknologi. (Kweh et al., 2021) mengkonfirmasi hubungan positif antara independensi dewan dan efisiensi IC. Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut:

H4: *Board Independence* memperkuat pengaruh *Intellectual Capital* terhadap nilai perusahaan.

2. METODE

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode kausal-asosiatif untuk menguji secara empiris pengaruh ESG Disclosure dan Intellectual Capital terhadap Firm Value, dengan Board Independence sebagai variabel moderasi, serta Firm Size, Firm Age, dan Leverage sebagai variabel kontrol.

Populasi dan Sampel

Populasi mencakup seluruh perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017–2024. Teknik sampling yang digunakan adalah sensus jenuh (*exhaustive sampling*), yaitu seluruh perusahaan yang memiliki laporan keuangan dan laporan keberlanjutan lengkap selama periode observasi. Mengingat adanya IPO, suspensi, dan delisting selama periode pengamatan, penelitian ini mengadopsi struktur unbalanced panel data berbasis akumulasi firm-years (Hair et al., 2019).

Operasionalisasi Variabel Penelitian

(1) Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q, yang membandingkan nilai pasar ekuitas dan utang terhadap nilai buku total aset. Nilai > 1 mengindikasikan adanya intangible value yang diakui pasar.

$$\text{Tobin's } Q = (MVE + BVD) / BVA$$

Keterangan: MVE = nilai pasar ekuitas; BVD = nilai buku utang; BVA = nilai buku total aset.

(2) Pengungkapan ESG

Diukur menggunakan ESG Disclosure Index (ESG-DI) melalui content analysis terhadap laporan tahunan/keberlanjutan berdasarkan GRI Standards (POJK No. 51/POJK.03/2017). Setiap item diberi skor dikotomi (1 = diungkapkan; 0 = tidak diungkapkan).

$$\text{ESG-DI} = \sum \text{item diungkapkan} / \text{total item GRI}$$

(3) Modal Intelektual

Diukur menggunakan *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC) (Pulic, 2000), yang mencakup tiga komponen: *Human Capital Efficiency* (HCE), *Structural Capital Efficiency* (SCE), dan *Capital Employed Efficiency* (CEE).

$$VAIC = HCE + SCE + CEE$$

$$VA = \text{Output} - \text{Input}$$

$$HCE = VA / HC \quad (HC = \text{total biaya karyawan})$$

$$SCE = SC / VA \quad (SC = VA - HC)$$

$$CEE = VA / CE \quad (CE = \text{nilai buku ekuitas})$$

(4) Board Independence (Komisaris Independen)

Diukur sebagai proporsi komisaris independen terhadap total dewan komisaris, sesuai POJK No. 33/POJK.04/2014 (minimal 30%).

$$BIND = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Total Dewan Komisaris}}$$

(5) Variabel Kontrol

Firm Size = Ln(Total Aset); mereduksi heteroskedastisitas skala operasi.

Firm Age = Tahun observasi – Tahun pendirian; mengontrol efek learning curve.

Leverage (DAR) = Total Utang / Total Aset; memitigasi distorsi risiko keuangan.

Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis menggunakan *Partial Least Squares-Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) dengan SmartPLS. Metode ini dipilih karena bersifat non-parametrik, fleksibel untuk unbalanced panel data, dan mampu mengestimasi efek moderasi secara simultan (Hair et al., 2022; Ringle et al., 2022). Model struktural yang diuji adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 Z + \beta_4 (X_1 \cdot Z) + \beta_5 (X_2 \cdot Z) + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{AGE} + \beta_8 \text{LEV} + \varepsilon$$

Y = Nilai Perusahaan (*Firm Value*) yang diprosikan menggunakan Tobin's Q

- α = Konstanta
 $\beta_1 - \beta_8$ = Koefisien regresi masing-masing variabel
 X_1 = ESG Disclosure
 X_2 = Intellectual Capital (VAIC)
 Z = Board Independence (proporsi Komisaris Independen)
 $(X_1 \cdot Z)$ = Variabel interaksi ESG Disclosure $\times$ Komisaris Independen
 $(X_2 \cdot Z)$ = Variabel interaksi Intellectual Capital $\times$ Komisaris Independen
 $SIZE$ = Firm Size (logaritma natural total aset)
 AGE = Firm Age (durasi operasional sejak pendirian)
 LEV = Leverage (Debt-to-Asset Ratio)
 ε = Error term

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini memaparkan pembahasan mendalam atas hasil pengujian hipotesis yang diperoleh melalui analisis *Partial Least Squares-Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) dengan metode bootstrapping. Pengujian dilakukan pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$) dengan nilai kritis T-statistik sebesar 1,96. Setiap hipotesis dibahas secara sistematis berdasarkan kesesuaiannya dengan landasan teori, temuan empiris terdahulu, serta konteks spesifik perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI.

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis (*Path Coefficients*)

Hubungan	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	STDEV	T Statistics	P Values
ESG Disclosure $\rightarrow$ Tobin's Q	-0,092	-0,096	0,057	1,633	0,103
Firm Age $\rightarrow$ Tobin's Q	0,447	0,444	0,066	6,794	0,000
Firm Size $\rightarrow$ Tobin's Q	0,177	0,181	0,064	2,794	0,005
Komisaris Independen $\rightarrow$ Tobin's Q	0,054	0,057	0,062	0,870	0,384
Leverage $\rightarrow$ Tobin's Q	-0,306	-0,304	0,060	5,134	0,000
VAIC $\rightarrow$ Tobin's Q	0,382	0,384	0,055	6,962	0,000
Komisaris Independen $\times$ VAIC $\rightarrow$ Tobin's Q	0,125	0,127	0,068	1,831	0,067
Komisaris Independen $\times$ ESG Disclosure $\rightarrow$ Tobin's Q	0,022	0,018	0,049	0,457	0,648

Sumber: Output SmartPLS (diolah), 2026

Tabel 2. Koefisien Determinasi (R-Square)

Variabel	R-Square	R-Square Adjusted
Tobin's Q	0,572	0,543

Sumber: Output SmartPLS (diolah), 2026

Pengaruh ESG Disclosure terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis pertama menyatakan bahwa ESG Disclosure berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hasil pengujian menunjukkan koefisien jalur sebesar -0,092 dengan T-statistik 1,633 dan p-value 0,103, tidak memenuhi ambang signifikansi $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, H1 ditolak.

Temuan ini tidak mendukung *Stakeholder Theory* yang menjadi landasan hipotesis, di mana transparansi ESG seharusnya direspons positif oleh pasar melalui peningkatan nilai perusahaan (Li et al., 2018; Yu et al., 2018). Hasil ini sejalan dengan beberapa penelitian di pasar berkembang yang juga menemukan hubungan ESG nilai perusahaan tidak signifikan, antara lain (Safriani & Utomo, 2020) pada perusahaan BEI dan (Widyawati, 2020) yang menyimpulkan bahwa integrasi informasi ESG ke dalam valuasi saham masih sangat terbatas di negara berkembang. Sebaliknya, temuan ini berbeda dengan studi di pasar maju yang menemukan pengaruh positif signifikan, seperti (Yu et al., 2018) di perusahaan global dan (Li et al., 2018) yang mengkonfirmasi peran CEO power dalam memperkuat sinyal ESG terhadap nilai perusahaan.

Terdapat beberapa penjelasan kontekstual atas hasil ini. Pertama, pasar modal Indonesia sebagai emerging market belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi ESG ke dalam proses penilaian harga saham investor institusional domestik masih lebih berorientasi pada indikator keuangan konvensional seperti

profitabilitas dan arus kas dibandingkan metrik keberlanjutan jangka panjang (Widyawati, 2020). Kedua, kekhawatiran terhadap praktik greenwashing di sektor *consumer non-cyclicals* masih relatif tinggi, menyebabkan investor cenderung skeptis terhadap kualitas laporan keberlanjutan yang dipublikasikan (Ardillah & Chandra, 2021; Del Gesso & Lodhi, 2024; Yu et al., 2020). Ketiga, pengungkapan ESG di Indonesia masih bersifat semi-sukarela dengan standar dan kedalaman pelaporan yang sangat heterogen antar perusahaan, sehingga mengurangi komparabilitas dan reliabilitas informasi di mata investor (OJK, 2017; Tohang et al., 2024). Keempat, terdapat kemungkinan efek lag temporal manfaat finansial dari inisiatif ESG bersifat jangka panjang dan baru terefleksi secara statistik setelah tiga hingga lima tahun periode observasi (Khan et al., 2016; Reber et al., 2022).

Lebih lanjut, nilai koefisien yang negatif ($\beta = -0,092$) mengindikasikan kemungkinan bahwa pasar saat ini mempersepsikan biaya investasi ESG seperti pengeluaran untuk program lingkungan, sosial, dan pelaporan keberlanjutan sebagai beban operasional jangka pendek yang menekan efisiensi laba bersih, sehingga justru berdampak negatif pada valuasi pasar (Abdi et al., 2022; Dossa et al., 2025). Temuan ini sekaligus menegaskan relevansi penelitian ini dalam mengidentifikasi kondisi batas (*boundary condition*) di mana ESG baru dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan, yaitu ketika disertai mekanisme tata kelola yang kuat.

Pengaruh *Intellectual Capital* (VAIC) terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis kedua menyatakan bahwa *Intellectual Capital* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian

menunjukkan koefisien jalur 0,382 dengan T-statistik 6,962 dan p-value 0,000 koefisien tertinggi di antara seluruh variabel independen dalam model, sehingga H2 diterima. Besarnya koefisien ini mengonfirmasi bahwa efisiensi modal intelektual merupakan determinan paling dominan terhadap nilai perusahaan di sektor *consumer non-cyclicals*.

Berdasarkan *Stakeholder Theory*, kemampuan perusahaan mengelola modal intelektual secara produktif menjadi sinyal penting bagi para pemangku kepentingan investor, karyawan, konsumen, dan komunitas bahwa perusahaan memiliki kapasitas inovasi dan sumber daya manusia yang kompeten untuk tumbuh secara berkelanjutan. Kepercayaan pemangku kepentingan yang meningkat inilah yang pada akhirnya mendorong apresiasi nilai pasar perusahaan. Temuan ini konsisten dengan sejumlah penelitian terdahulu, antara lain (Chen et al., 2005) yang menjadi studi pionir dalam membuktikan hubungan positif VAIC dengan nilai pasar perusahaan di Taiwan, (Mubarak et al., 2025) yang mengkonfirmasi pengaruh IC terhadap kinerja operasional perusahaan di Indonesia, serta (Juwita & Angela, 2016) yang menemukan pengaruh positif dan signifikan VAIC terhadap PBV. Dalam konteks sektor *Consumer non-cyclicals*, relevansi *Intellectual Capital* sangat tinggi karena tiga alasan spesifik. Pertama, persaingan produk yang ketat dengan siklus inovasi cepat menuntut *Human Capital Efficiency* (HCE) yang tinggi kemampuan tenaga kerja profesional dalam menciptakan nilai tambah per unit biaya menjadi sumber diferensiasi utama. Kedua, kekuatan merek (*brand equity*) dan sistem distribusi digital yang efisien merepresentasikan *Structural Capital Efficiency* (SCE) yang kuat, dan menjadi penghalang masuk (*entry barrier*) yang sulit direplikasi

pesaing. Ketiga, efisiensi pemanfaatan modal fisik dan finansial yang tercermin dalam *Capital Employed Efficiency* (CEE) secara langsung mendorong kinerja profitabilitas yang lebih tinggi. Secara agregat, VAIC yang tinggi menandakan perusahaan mampu menciptakan nilai tambah yang melebihi nilai bukunya, tercermin dalam Tobin's Q di atas satu (Chen et al., 2005; Pulic, 2000)

Peran Moderasi Board Independence pada Pengaruh ESG Disclosure terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa *Board Independence* memoderasi dan memperkuat pengaruh *ESG Disclosure* terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan koefisien jalur 0,022 dengan T-statistik 0,457 dan p-value 0,648, jauh dari ambang signifikansi konvensional. Dengan demikian, H3 ditolak.

Hasil ini mengindikasikan bahwa keberadaan Komisaris Independen belum terbukti mampu memperkuat kredibilitas *ESG Disclosure* di mata investor. Hal ini kemungkinan dikarenakan, Pertama, efektivitas pengawasan tidak ditentukan semata-mata oleh proporsi numerik komisaris independen, melainkan oleh kualitas aktual anggota dewan meliputi kompetensi, independensi substantif, dan keterlibatan aktif dalam pengawasan operasional (Butt et al., 2025; Fama & Jensen, 1983). Kedua, fenomena board interlocking yang masih umum di perusahaan Indonesia di mana komisaris yang sama duduk di beberapa dewan perusahaan secara bersamaan mengurangi objektivitas komisaris yang secara formal berstatus independen (Gallego-Álvarez & Rodriguez-Dominguez, 2025). Ketiga, sebagian besar Komisaris Independen di Indonesia berlatar belakang keuangan

atau hukum umum dan belum memiliki keahlian spesifik di bidang ESG, sehingga pengawasan terhadap kualitas pelaporan keberlanjutan bersifat superfisial (Gallego-Álvarez & Rodriguez-Dominguez, 2025; Setiawan et al., 2026). Keempat, pengaruh langsung *ESG Disclosure* terhadap Tobin's Q yang sudah tidak signifikan (H1 ditolak) menciptakan *ceiling effect* secara statistik, efek moderasi pada hubungan yang secara dasar lemah akan semakin sulit untuk terbukti signifikan, terlepas dari kekuatan variabel moderatornya (Hair et al., 2019).

Temuan ini konsisten dengan (Pramesti et al., 2024) yang menemukan bahwa moderasi *corporate governance* terhadap hubungan ESG dan nilai perusahaan hanya efektif ketika hubungan utamanya sudah established secara statistik. Temuan ini sekaligus menyoroti bahwa regulasi OJK mengenai proporsi minimum 30% Komisaris Independen belum cukup untuk mendorong pengawasan ESG yang substantif tanpa disertai persyaratan kompetensi yang lebih spesifik.

Peran Moderasi Board Independence pada Pengaruh Intellectual Capital terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis keempat menunjukkan koefisien jalur sebesar 0,125 dengan T-statistik 1,831 dan p-value 0,067. Nilai ini tidak memenuhi ambang signifikansi pada standar $\alpha = 5\%$ ($T > 1,96$; $p < 0,05$), sehingga H4 ditolak. Tidak terbuktinya peran moderasi *board independence* pada hubungan antara *Intellectual Capital* dan Nilai Perusahaan dapat dijelaskan oleh beberapa faktor. Pertama, terdapat heterogenitas substansial dalam kualitas Komisaris Independen antar perusahaan sampel sebagian mungkin memiliki kompetensi relevan dalam mengawasi investasi aset intelektual, sementara sebagian lainnya tidak

(Butt et al., 2025). Kedua, fenomena *board interlocking* di mana komisaris independen menjabat di beberapa perusahaan secara bersamaan dapat mengurangi efektivitas pengawasan karena keterbatasan waktu dan perhatian yang terbagi (Fich & Shivdasani, 2006). Ketiga, keseragaman relatif dalam proporsi Komisaris Independen antar perusahaan sampel sebagian besar mengacu pada regulasi minimum OJK membatasi variasi yang diperlukan untuk mendeteksi efek moderasi secara statistik (Hair et al., 2019).

Hasil ini sejalan dengan argumen bahwa keberadaan formal Komisaris Independen tidak serta-merta mencerminkan efektivitas pengawasan terhadap pengelolaan modal intelektual. Dari perspektif *Agency Theory*, efektivitas pengawasan dewan sangat bergantung pada kompetensi dan independensi substansial komisaris, bukan sekadar pemenuhan persyaratan komposisi dewan (Fama & Jensen, 1983). Penelitian mendatang disarankan mengukur kualitas dewan secara multidimensi meliputi keahlian keuangan, frekuensi rapat, kepemilikan saham, dan latar belakang kompetensi untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai peran moderasi ini.

Pengaruh Variabel Kontrol

Selain variabel utama, tiga variabel kontrol dalam model ini menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik dan memberikan informasi penting mengenai faktor-faktor internal perusahaan yang turut membentuk nilai pasar di sektor *consumer non-cyclicals*.

Firm Age memiliki koefisien jalur tertinggi di antara seluruh variabel dalam model ($\beta = 0,447$; $T = 6,794$; $p < 0,001$), bahkan melampaui VAIC sebagai prediktor terkuat. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih tua memiliki nilai pasar yang lebih tinggi, konsisten dengan

argumen *learning curve* perusahaan dengan rekam jejak operasional panjang cenderung memiliki reputasi merek yang lebih kuat, jaringan distribusi yang lebih mapan, loyalitas konsumen yang lebih dalam, serta kepercayaan investor yang lebih tinggi (Abdi et al., 2022; Kepramareni et al., 2023). Dalam konteks *consumer non-cyclicals*, merek-merek established seperti Indofood dan Mayora yang telah beroperasi selama puluhan tahun terbukti mendominasi pangsa pasar dan memperoleh premium valuasi yang konsisten dari investor.

Leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ($\beta = -0,306$; $T = 5,134$; $p < 0,001$). Hasil ini sejalan dengan prediksi teori struktur modal bahwa peningkatan utang meningkatkan risiko keuangan perusahaan dan memperbesar kemungkinan financial distress, sehingga menurunkan kepercayaan investor dan menekan harga saham (Brigham & Houston, 2007). Di sektor *consumer non-cyclicals* yang sangat bergantung pada kapasitas produksi dan rantai pasok yang intensif modal, tingkat leverage yang tinggi dapat membatasi fleksibilitas strategis perusahaan dalam berinvestasi pada *Intellectual Capital* dan inisiatif ESG secara bersamaan (Dewi & Suaryana, 2025; Kepramareni et al., 2023).

Firm Size berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ($\beta = 0,177$; $T = 2,794$; $p = 0,005$). Perusahaan besar umumnya memiliki akses lebih luas terhadap sumber pendanaan, kemampuan diversifikasi risiko yang lebih baik, serta visibilitas yang lebih tinggi di pasar modal faktor-faktor yang berkontribusi pada premium valuasi dibandingkan perusahaan yang lebih kecil (Kepramareni et al., 2023; Pramesti et al., 2024).

Implikasi Teoritis

Secara teoritis, penelitian ini memberikan beberapa kontribusi penting. Pertama, penelitian ini menambah bukti empiris mengenai keterbatasan *Stakeholder Theory* dalam menjelaskan respons pasar terhadap pengungkapan ESG di konteks pasar modal berkembang seperti Indonesia. Asimetri informasi yang masih tinggi, keterbatasan literasi ESG investor, dan lemahnya enforcement terhadap kualitas pelaporan ESG menciptakan kondisi di mana sinyal ESG belum ditranslasikan secara efektif menjadi nilai perusahaan.

Kedua, penelitian ini memperkuat relevansi *Stakeholder Theory* melalui konfirmasi empiris atas peran dominan *Intellectual Capital* sebagai sumber keunggulan kompetitif berkelanjutan di sektor *consumer non-cyclicals*. Temuan ini menggarisbawahi pentingnya framework pengukuran VAIC sebagai alat yang valid dalam menangkap dimensi penciptaan nilai berbasis pengetahuan, sejalan dengan prediksi bahwa pengelolaan aset strategis secara efisien berkontribusi pada peningkatan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan (Chen et al., 2005; Pulic, 2000).

Ketiga, ditolaknya H3 dan H4 memberikan kontribusi pada perdebatan teoritis dalam perspektif *Agency Theory*, bahwa efektivitas mekanisme *corporate governance* tidak dapat disederhanakan hanya pada indikator struktural seperti proporsi komisaris independen. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan dimensi kualitas *governance* yang lebih substantif dalam desain penelitiannya.

Implikasi Praktis

Bagi manajemen perusahaan di sektor *consumer non-cyclicals*, temuan ini menggarisbawahi perlunya memprioritaskan investasi pada

Intellectual Capital khususnya pengembangan sumber daya manusia, infrastruktur teknologi, dan kapabilitas inovasi sebagai strategi utama peningkatan nilai perusahaan. Komitmen terhadap ESG tetap penting untuk keberlanjutan jangka panjang, namun harus didukung oleh implementasi yang nyata dan terukur untuk membangun kepercayaan investor.

Bagi regulator dan pembuat kebijakan, temuan ini menyoroti kebutuhan untuk memperkuat standar dan kualitas pelaporan ESG di Indonesia agar informasi yang disampaikan benar-benar relevan secara keputusan bagi investor. Reformasi terhadap persyaratan kualifikasi Komisaris Independen dengan memasukkan kompetensi di bidang keberlanjutan sebagai kriteria tambahan dapat meningkatkan efektivitas pengawasan dewan.

Bagi investor, temuan ini memberikan sinyal bahwa dalam konteks pasar modal Indonesia, analisis fundamental yang berfokus pada efisiensi pengelolaan modal intelektual merupakan indikator yang lebih prediktif terhadap nilai perusahaan dibandingkan sekadar kuantitas pengungkapan ESG.

4 KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian PLS-SEM pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2024, penelitian ini menghasilkan empat kesimpulan utama.

Pertama, *ESG Disclosure* tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi keberlanjutan dalam penilaian harga saham, yang diperkuat oleh kekhawatiran terhadap praktik greenwashing dan heterogenitas kualitas pelaporan ESG di pasar berkembang.

Kedua, *Intellectual Capital* yang diukur melalui VAIC terbukti berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan sebagai prediktor dominan dengan koefisien tertinggi dalam model. Temuan ini mengkonfirmasi relevansi *Stakeholder Theory* dalam menjelaskan penciptaan nilai perusahaan di sektor *consumer non-cyclicals*.

Ketiga, Komisaris Independen tidak terbukti memperkuat pengaruh *ESG Disclosure* terhadap nilai perusahaan, kemungkinan disebabkan oleh keterbatasan kompetensi ESG di kalangan komisaris dan fenomena *board interlocking*.

Keempat, Komisaris Independen tidak terbukti memperkuat pengaruh *Intellectual Capital* terhadap nilai perusahaan pada standar konvensional $\alpha = 5\%$ (H4 ditolak). Secara keseluruhan, model mampu menjelaskan 57,2% variansi nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan temuan tersebut, beberapa saran dapat dikemukakan. Bagi manajemen perusahaan, disarankan untuk memprioritaskan investasi strategis pada komponen *Intellectual Capital* khususnya pengembangan sumber daya manusia, infrastruktur teknologi, dan kapabilitas inovasisebagai driver utama penciptaan nilai. Komitmen terhadap ESG harus didukung implementasi yang nyata dan terukur, bukan sekadar pelaporan formalitas.

Bagi regulator, khususnya OJK, temuan ini menyoroti kebutuhan untuk memperkuat standarisasi kualitas pelaporan ESG agar informasi benar-benar relevan bagi keputusan investasi. Persyaratan kompetensi ESG bagi anggota Komisaris Independen perlu dipertimbangkan untuk meningkatkan efektivitas pengawasan tata kelola keberlanjutan.

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk: (1) mempertimbangkan kualitas individual komisaris independen seperti keahlian, frekuensi rapat, dan kepemilikan saham; (2) menguji efek temporal (*lag effect*) dari inisiatif ESG; (3) memperluas sampel ke sektor lain atau lintas negara untuk meningkatkan generalisabilitas temuan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, pengukuran *Board Independence* hanya menggunakan proporsi numerik tanpa mempertimbangkan kualitas individual komisaris seperti keahlian, pengalaman, dan tingkat kemandirian aktual. Kedua, efek temporal (*lag effect*) dari inisiatif ESG terhadap nilai perusahaan tidak diuji secara eksplisit, padahal manfaat finansial dari pengungkapan ESG bersifat jangka panjang. Ketiga, generalisasi hasil terbatas pada sektor *consumer non-cyclicals* di BEI sehingga perlu kehati-hatian dalam menerapkan temuan pada sektor atau negara lain.

5 REFERENSI

- Abdallah, A. S., Amin, H., Abdelghany, M., & Elamer, A. A. (2025). Antecedents and consequences of intellectual capital: A systematic review, integrated framework, and agenda for future research. *Management Review Quarterly*, 75(4), 3067–3118. <https://doi.org/10.1007/s11301-024-00454-9>
- Abdi, Y., Li, X., & Càmarà-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: The moderating role of size and age. *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), 5052–5079. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01649-w>
- Aik, N. C. (2024). RETHINKING CORPORATE PRIORITIES: THE SURGE OF ESG INVESTING AND GREENWASHING RISKS. *Fokus Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 19(1), 1–9. <https://doi.org/10.34152/fe.19.1.1-9>
- Ardillah, K., & Chandra, Z. (2021). CORPORATE ENVIRONMENTAL DISCLOSURE, ENVIRONMENTAL PERFORMANCE, AND CORPORATE GOVERNANCE STRUCTURES ON FIRM VALUE. *Ultimaccounting Jurnal Ilmu*

- Akuntansi, 13(2), 334–351. <https://doi.org/10.31937/akuntansi.v13i2.2407>
- Awa, H. O., Etim, W., & Ogbonda, E. (2024). Stakeholders, stakeholder theory and Corporate Social Responsibility (CSR). *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 9(1), 11. <https://doi.org/10.1186/s40991-024-00094-y>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of financial management* (11. ed). Thomson, South-Western.
- Butt, A. A., Ashfaq, F., Shahzad, A., & Ahmad, J. (2025). An analysis of synergy between corporate governance and environmental sustainability disclosure in an emerging economy. *Global Business and Economics Review*, 33(2), 133–153. Scopus. <https://doi.org/10.1504/GBER.2025.147990>
- Chen, M., Cheng, S., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159–176. <https://doi.org/10.1108/14691930510592771>
- Del Gesso, C., & Lodhi, R. N. (2024). Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: A systematic review of accounting studies. *Journal of Accounting Literature*, 47(2), 433–461. <https://doi.org/10.1108/JAL-08-2023-0143>
- Desai, R. (2024). Analysing the Firm Value Effects of Environmental, Social and Governance Disclosure: Empirical Study of Indian Firms. *NMIMS Management Review*, 32(1), 58–67. <https://doi.org/10.1177/09711023241264679>
- Devianto, D., Kamil, F. I., Maiyastri, M., & Asdi, Y. (2023). The impact of COVID-19 pandemic on non-cyclical consumer companies based on their series of financial performance using fuzzy c-means clustering. *E3S Web of Conferences*, 464, 18001. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202346418001>
- Dewi, N. P. S. S., & Suaryana, I. G. N. A. (2025). The Effect of the Covid-19 Pandemic, Liquidity, Leverage, and Intellectual Capital on Company Value. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(6). <https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i06.p06>
- Dossa, J. V., Gopang, A. A., Thomas, D., & Ukwuoma, C. C. (2025). Does the bank's nature heterogeneity matter? Environmental, social and governance (ESG) performance and corporate profitability. *Asian Journal of Economics and Banking*, 9(3), 364–394. <https://doi.org/10.1108/AJEB-11-2024-0128>
- El Diri, M., Lambrinoudakis, C., & Alhadab, M. (2020). Corporate governance and earnings management in concentrated markets. *Journal of Business Research*, 108, 291–306. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.013>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689–724. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x>
- Gallego-Álvarez, I., & Rodríguez-Dominguez, L. (2025). Board of directors and environmental practices: The effect of board experience, culture, and tenure. *Environment, Development and Sustainability*, 27(1), 1643–1668. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03937-z>
- Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, 31(1), 2–24.

- <https://www.emerald.com/eb/article-abstract/31/1/2/50197>
- Juwita, R., & Angela, A. (2016). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Maranatha*, 8(1), 1–15. <https://www.neliti.com/publications/75605/>
- Kepramareni, P., Pradnyawati, S., & Muliahati, K. (2023). Analysis of the Effect Using Financial Ratios, Ownership and Corporate Size on Corporate Value in Food and Beverage Corporate. *International Journal of Applied Business and International Management*, 8, 101–112. <https://doi.org/10.32535/ijabim.v8i1.2077>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kweh, Q. L., Lu, W.-M., Ting, I. W. K., & Thi My Le, H. (2021). The cubic S-curve relationship between board independence and intellectual capital efficiency: Does firm size matter? *Journal of Intellectual Capital*, 23(5), 1025–1051. <https://doi.org/10.1108/JIC-08-2020-0276>
- Lagasio, V., & Cucari, N. (2019). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. <https://doi.org/10.1002/csr.1716>
- Leny Suzan & Nurul Izza Ramadhani. (2023). View of Firm Value Factors: The Effect Of Intellectual Capital, Managerial Ownership, And Profitability. 27(3), 401–420. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.24912/ja.v27i3.1487>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review, The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value*, 50(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Liang, Y., Lee, M. J., & Jung, J. S. (2022). Dynamic Capabilities and an ESG Strategy for Sustainable Management Performance. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.887776>
- Lu, W., Ye, M., Chau, K. w., & Flanagan, R. (2018). The paradoxical nexus between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Evidence from the international construction business. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 844–852. <https://doi.org/10.1002/csr.1501>
- Mubarok, A. A., Susanto, H., Utomo, H., & Yodhatama, M. (2025). The Influence Of Intellectual Capital On Operational Performance. *SHS Web of Conferences*, 212, 04045. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202521204045>
- Nadeem, M., Dumay, J., & Massaro, M. (2019). If You Can Measure It, You Can Manage It: A Case of Intellectual Capital. *Australian Accounting Review*, 29(2), 395–407. <https://doi.org/10.1111/auar.12227>
- Nirino, N., Miglietta, N., & Salvi, A. (2019). The impact of corporate social responsibility on firms' financial performance, evidence from the food and beverage industry. *British Food Journal*, 122(1), 1–13. <https://doi.org/10.1108/BFJ-07-2019-0503>
- Ortas, E., Álvarez, I., & Zubeltzu, E. (2017). Firms' Board Independence and Corporate Social Performance: A Meta-Analysis. *Sustainability*, 9(6), 1006. <https://doi.org/10.3390/su9061006>
- Pramesti, W. C., Sudarma, M., & Ghofar, A.

- (2024). Environmental, Social, And Governance (ESG) Disclosure, Intellectual Capital And Firm Value: The Moderating Role Of Financial Performance. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 14(1), 103–121. <https://doi.org/10.22219/jrak.v14i1.32849>
- Pulic, A. (2000). VAICTM – an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5–8), 702–714. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG Disclosure and Idiosyncratic Risk in Initial Public Offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 867–886. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8>
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) DISCLOSURE TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3). <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/29093>
- Sari, R. C., Sholihin, M., Zuhrohtun, Z., Purnama, I. A., & Udhma, U. S. (2023). Black or white is not always delineated: The influence of moral disengagement and clawbacks on the intention to manipulate accrual earnings and real activity. *Cogent Business & Management*, 10(3), 2274147. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2274147>
- Setiawan, R. Y., Eviyanti, N., Putri, A. G., & Ramadhani, R. (2026). Credibility is Key: How Board Independence Translates ESG Disclosure into Firm Value in Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 36(3). <https://doi.org/10.24843/EJA.2026.v36.i03.p01>
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>
- Tohang, V., Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Pirzada, K. (2024). The Link Between ESG Performance and Earnings Quality. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(1), 187–204. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v18i1.12>
- White, G., Lee, A., & Tower, G. (2007). Drivers of voluntary intellectual capital disclosure in listed biotechnology companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8(3), 517–537. <https://doi.org/10.1108/14691930710774894>
- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>
- Yu, E. P., Luu, B. V., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Zhang, M. (2012). Board Structure, Ownership Concentration and Intellectual Capital [Thesis, Open Access Te Herenga Waka-Victoria University of Wellington]. <https://doi.org/10.26686/wgtn.17011799.v1>
- Zuraida, Z., Houqe, M. N., & Zijl, T. van. (2018). Value relevance of environmental, social and governance disclosure. In *Research Handbook of Finance and Sustainability* (pp. 458–483). Edward Elgar Publishing. <https://www.elgaronline.com/edcollchap/edcoll/9781786432629/9781786>