

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Penelitian ini dirancang untuk menguji pengaruh *Corporate Tax Burden* (CTB) dan *ESG Performance* terhadap nilai perusahaan, sekaligus mengeksplorasi peran moderasi *Green Investor* dalam hubungan antara *ESG Performance* dan nilai perusahaan. Objek penelitian mencakup perusahaan non-keuangan yang terdaftar di lima negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam selama periode 2020–2024, dengan total 3.396 observasi dari 889 perusahaan yang dianalisis menggunakan model *Fixed Effect* dan *Clustered Robust Standard Errors*. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. *Corporate Tax Burden* (CTB) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan ASEAN-5. Temuan ini konsisten dengan prediksi *Free Cash Flow Theory* (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa beban pajak yang tinggi mereduksi *free cash flow* yang tersedia bagi perusahaan untuk mendanai investasi produktif, membayar dividen, maupun kegiatan operasional strategis, sehingga menekan kemampuan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Temuan ini diperkuat oleh hasil statistik deskriptif yang menunjukkan rata-rata CTB sampel dengan sebaran yang cukup lebar. Hal ini mengindikasikan adanya pemanfaatan insentif pajak dan kerugian fiskal pada sebagian perusahaan, serta kemungkinan pajak berganda atau denda pajak yang mendorong beban pajak efektif di atas tarif statutori pada perusahaan lain. Dampak negatif ini semakin diperparah oleh tekanan pandemi COVID-19 pada tahun 2020–2021 yang mempersempit ruang fiskal dan investasi perusahaan di kawasan ASEAN-5.

2. *ESG Performance* terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Meskipun signifikan secara statistik, arah koefisien yang negatif bertentangan dengan prediksi yang mengharapkan pengaruh positif berdasarkan *Signaling Theory* (Spence, 1973). Temuan ini mengindikasikan bahwa di kawasan ASEAN-5, peningkatan skor ESG justru dikaitkan dengan penurunan nilai perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan melalui beberapa faktor: (1) implementasi ESG masih dipandang sebagai beban biaya jangka pendek oleh investor ASEAN; (2) minimnya pelaporan ESG pada tahun 2020–2021 yang memengaruhi kualitas sinyal ESG ke pasar; (3) tekanan pandemi COVID-19 yang mengalihkan fokus investor dari pertimbangan ESG ke stabilitas keuangan; dan (4) ekosistem regulasi ESG yang belum matang di kawasan ASEAN, berbeda dengan kawasan Eropa yang menunjukkan hubungan positif ESG terhadap nilai perusahaan.
3. *Green Investor* tidak terbukti memoderasi secara positif hubungan antara *ESG Performance* dan nilai perusahaan. Meskipun signifikan secara statistik, tetapi arahnya negatif. Hal ini bertentangan dengan prediksi hipotesis. Kehadiran *Green Investor* justru memperlemah hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Hal ini dapat dikaitkan dengan: (1) penetrasi *Green Investor* yang masih terbatas di pasar modal ASEAN-5 sehingga belum cukup kuat mengubah persepsi pasar; (2) tekanan kepatuhan ESG yang lebih ketat dari *Green Investor* yang meningkatkan biaya operasional perusahaan dalam jangka pendek; (3) dampak pandemi COVID-19 yang mengaburkan pertimbangan ESG jangka panjang; dan (4) distribusi *Green Investor* yang tidak merata antarnegara ASEAN-5. Dengan demikian, investor yang teridentifikasi sebagai *Green Investor* dalam penelitian ini bertindak lebih sebagai pengawas kritis terhadap kredibilitas praktik keberlanjutan perusahaan, ketimbang sebagai penguat positif terhadap sinyal ESG yang positif.

5.2. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menafsirkan hasil dan menarik kesimpulan.

1. Ketidakseimbangan distribusi sampel antarnegara. Malaysia mendominasi sampel dengan 63,14% dari total observasi (567 perusahaan), diikuti Thailand (21,94%), Indonesia (8,91%), Filipina (3,45%), dan Vietnam (2,56%). Ketidakseimbangan ini berpotensi menyebabkan hasil penelitian lebih mencerminkan kondisi pasar Malaysia dibandingkan kawasan ASEAN-5 secara keseluruhan, sehingga generalisasi temuan perlu dilakukan dengan kehati-hatian.
2. Periode penelitian yang mencakup pandemi COVID-19. Periode 2020–2024 mencakup masa pandemi yang secara signifikan mengganggu kondisi pasar modal dan perilaku investor. Kondisi ini dapat menyebabkan hasil penelitian tidak sepenuhnya mencerminkan hubungan normal antara variabel dalam kondisi ekonomi yang stabil, sehingga temuan mengenai pengaruh ESG dan *Green Investor* perlu diinterpretasikan dengan mempertimbangkan faktor pandemi sebagai gangguan struktural.

5.3. Saran

Berdasarkan temuan, simpulan, dan keterbatasan penelitian ini, beberapa saran dapat dikemukakan bagi berbagai pihak yang berkepentingan.

5.3.1 Bagi Manajemen Perusahaan

1. Manajemen perusahaan di kawasan ASEAN-5 perlu mempertimbangkan strategi perencanaan pajak yang legal dan efisien untuk memaksimalkan *free cash flow* yang tersedia bagi pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Tax Burden* yang tinggi secara konsisten menekan nilai perusahaan, sehingga efisiensi beban pajak merupakan salah satu determinan penting penciptaan nilai bagi pemegang saham.
2. Manajemen perlu mengkomunikasikan manfaat jangka panjang investasi ESG secara lebih efektif kepada investor dan pasar. Mengingat

pasar ASEAN-5 belum sepenuhnya mengapresiasi sinyal ESG sebagai penciptaan nilai, perusahaan perlu menyertakan narasi yang jelas dan terukur mengenai bagaimana praktik ESG berkontribusi pada keberlanjutan bisnis dan profitabilitas jangka panjang dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan mereka.

3. Perusahaan yang memiliki *Green Investor* dalam struktur kepemilikannya perlu mengelola ekspektasi kepatuhan ESG secara proaktif. Perusahaan disarankan untuk menyusun peta jalan (*roadmap*) implementasi ESG yang realistis dan terukur, sehingga investasi ESG dapat dilakukan secara bertahap tanpa mengorbankan profitabilitas jangka pendek yang dinilai oleh pasar.

5.3.2 Bagi Investor

1. Investor institusional, termasuk *Green Investor*, perlu menggeser komitmen ESG dari level kebijakan global menuju keterlibatan (*engagement*) yang konkret pada masing-masing perusahaan portofolio di kawasan ASEAN. Temuan penelitian ini bahwa kehadiran *Green Investor* justru memperlemah hubungan ESG-nilai perusahaan mengindikasikan bahwa status formal seperti keanggotaan UN PRI belum tentu diterjemahkan menjadi pengawasan aktif pada tingkat perusahaan investee.
2. Investor berorientasi jangka panjang disarankan untuk tidak semata-mata mengandalkan skor ESG dari satu penyedia data (seperti Refinitiv) dalam pengambilan keputusan investasi di ASEAN-5, mengingat metodologi antar-penyedia data ESG diketahui menghasilkan skor yang saling berbeda untuk perusahaan yang sama (*rating divergence*). Sebagai langkah mitigasi, investor dapat mempertimbangkan silang-periksa (*cross-check*) skor ESG dari lebih dari satu penyedia data, serta memanfaatkan laporan keberlanjutan wajib berbasis IFRS S1/S2 yang sudah mulai berlaku secara bertahap sebagai baseline informasi yang lebih terverifikasi dibandingkan pengungkapan sukarela yang selama ini mendominasi kawasan.

- Investor yang mempertimbangkan aspek *Corporate Tax Burden* dalam portofolio perlu mencermati tingkat efektivitas perencanaan pajak perusahaan, mengingat bukti empiris penelitian ini menunjukkan bahwa beban pajak yang tinggi berkorelasi negatif dengan nilai perusahaan. Perusahaan dengan *Cash ETR* yang efisien dan konsisten berpotensi memberikan nilai yang lebih baik kepada pemegang saham dalam jangka panjang.

5.3.3 Bagi Regulator dan Pembuat Kebijakan

- Otoritas pasar modal dan regulator di negara-negara ASEAN-5, khususnya Indonesia dan Filipina yang memiliki tingkat pelaporan ESG terendah dalam sampel, perlu mempercepat implementasi regulasi pelaporan ESG yang lebih komprehensif dan terstandarisasi. Harmonisasi standar pelaporan ESG di tingkat kawasan ASEAN akan meningkatkan komparabilitas data ESG antarnegara dan memperkuat sinyal ESG di pasar modal.
- Otoritas perpajakan di kawasan ASEAN-5 perlu merancang insentif pajak hijau (*green tax incentive*) yang tertaut langsung pada verifikasi objektif, misalnya keselarasan dengan ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance atau sertifikasi pihak ketiga, alih-alih pengungkapan ESG yang bersifat self-reported semata. Hal ini penting untuk mencegah insentif fiskal justru dimanfaatkan oleh praktik greenwashing korporasi, sejalan dengan temuan bahwa kehadiran Green Investor tidak serta-merta menerjemahkan komitmen ESG formal menjadi nilai tambah riil bagi perusahaan.
- Pemerintah dan otoritas perpajakan di kawasan ASEAN-5 perlu mempertimbangkan desain sistem perpajakan yang lebih mendukung investasi jangka panjang. Pemberian insentif pajak yang tepat sasaran bagi perusahaan yang melakukan investasi berkelanjutan dapat membantu menyeimbangkan beban pajak dengan kebutuhan investasi ESG, sehingga kedua agenda tersebut tidak saling bertentangan dalam jangka pendek.

4. Regulator disarankan untuk mengembangkan program peningkatan literasi ESG bagi investor ritel dan institusional di kawasan ASEAN-5, sehingga sinyal ESG dapat ditangkap dan diinterpretasikan secara positif oleh pasar. Tanpa tingkat literasi ESG yang memadai, perusahaan yang berinvestasi dalam praktik keberlanjutan tidak akan mendapatkan apresiasi yang setimpal dari pasar modal.

5.3.4 Bagi Peneliti Selanjutnya

1. Penelitian selanjutnya dapat menyeimbangkan distribusi sampel antarnegara dengan menggunakan teknik pembobotan atau menganalisis masing-masing negara ASEAN-5 secara terpisah, sehingga temuan lebih representatif untuk setiap negara dan memungkinkan perbandingan yang lebih sistematis antarpasar modal di kawasan ASEAN.
2. Penelitian selanjutnya dapat memperluas periode analisis ke 2023–2027 untuk menguji apakah hubungan ESG–nilai perusahaan dan peran moderasi *Green Investor* berubah setelah tekanan pandemi mereda dan ekosistem ESG di ASEAN-5 semakin berkembang, mengingat beberapa negara ASEAN telah memperketat regulasi pelaporan ESG pasca-2022.
3. Peneliti selanjutnya dapat menyempurnakan pengukuran *Green Investor* dengan mengubah struktur proksi dari pendekatan dua kriteria yang setara (status PRI ATAU ketersediaan skor ESG) menjadi pendekatan berjenjang yang memprioritaskan status keanggotaan UN PRI. Hal ini karena status membership UN PRI telah melewati proses yang lebih terverifikasi dan menghasilkan *Transparency Report* publik dan *Assessment Report* yang lebih dapat dipertanggungjawabkan.
4. Mempertimbangkan pemanfaatan *Transparency Report* PRI yang tersedia secara publik melalui Data Portal UN PRI sebagai sumber informasi tambahan untuk menilai kualitas komitmen ESG signatory, Hal ini dilakukan sebagai filter kualitas untuk membedakan investor dengan komitmen ESG substantif dari investor yang berkomitmen secara simbolis, guna memitigasi decoupling antara status formal dan praktik aktual.

5. Peneliti selanjutnya juga dapat mengembangkan variabel *Green Investor* berbobot (*weighted GI*) yang mengalikan status signatory dengan persentase kepemilikan saham investor tersebut pada masing-masing perusahaan per tahun, sehingga menangkap intensitas pengaruh kepemilikan alih-alih sekadar keberadaannya sebagai variabel dummy.
6. Penelitian mendatang dapat menggunakan proksi CTB yang lebih beragam, seperti GAAP ETR, kombinasi Cash ETR dan GAAP ETR, atau ukuran *book-tax difference*, untuk memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang beban pajak dan strategi perpajakan perusahaan sehingga mengurangi potensi bias pengukuran.
7. Penelitian selanjutnya dapat mengeksplorasi variabel moderasi alternatif dalam hubungan ESG–nilai perusahaan di ASEAN-5, seperti kualitas tata kelola negara, tingkat pengembangan pasar modal, atau keberadaan regulasi ESG yang spesifik di masing-masing negara, guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif tentang kondisi-kondisi yang menentukan efektivitas sinyal ESG di *emerging market*.
8. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan analisis mediasi untuk menguji mekanisme transmisi antara CTB dan nilai perusahaan melalui *investment efficiency* atau *cost of capital*, serta antara ESG dan nilai perusahaan melalui reputasi korporasi atau biaya modal, guna memberikan pemahaman yang lebih mendalam tentang jalur pengaruh variabel-variabel utama dalam penelitian ini.