Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Pengungkapan ESG, Kapabilitas Strategis, dan Resep Daya Saing Pasar: Pendekatan fsQCA pada Perusahaan Terbuka Indonesia

[1]Bryant Ritchie Trisnodjojo, [2]Prima Dwi Dzaldi & [3]Muhammad Ageng Dendy Setiawan

[1]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya

[2]Fakultas Teknik, Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jawa Timur

[3]Fakultas Dakwah dan Komunikasi, Universitas Islam Negeri Sunan Ampel

Email: bryant.ritchie-2024@feb.unair.ac.id

Abstract

Empirical evidence regarding the impact of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on firm value in Indonesia remains inconsistent. This study argues that such inconsistency arises because ESG disclosure functions configurationally alongside financial fundamentals and strategic capabilities, rather than as an isolated effect. Using Bloomberg data from 136 publicly traded non-financial firms in 2023, this study employs fuzzy-set qualitative comparative analysis (fsQCA) to identify combinations of ESG disclosure, profitability, revenue growth, differentiation, and labor productivity sufficient to achieve high market competitiveness (measured by Tobin's Q). An OLS panel data regression (2016–2023; 753 observations) compares net effects. The results indicate that no single condition is necessary. Two sufficient configurations, or "recipes", are identified (consistency: 0.915; coverage: 0.415): a "sustainability path" (comprising ESG, profitability, growth, and differentiation) and an "efficiency path" (comprising profitability, growth, differentiation, and productivity). Both paths share a core of profitability, growth, and differentiation, while ESG disclosure and productivity serve as mutually substitutable complements. In contrast, pooled and cross-sectional regressions show that, on average, ESG and growth are not statistically significant. Low market competitiveness is consistently characterized by a lack of profitability, confirming causal asymmetry. These findings suggest that firms should integrate sustainability disclosure into their strategic architecture, rather than treating it merely as a matter of reporting compliance.

Keywords ESG disclosure, market competitiveness, Tobin's Q, fsQCA, strategic capability.

1. Pendahuluan

Transformasi menuju ekosistem ekonomi yang berkelanjutan dan terdigitalisasi mengubah cara pasar modal menilai perusahaan. Investor tidak lagi hanya membaca laporan keuangan, tetapi juga mengakses data keberlanjutan melalui platform informasi digital seperti Bloomberg, sehingga pengungkapan *environmental, social, and governance* (ESG) menjadi bagian dari infrastruktur informasi pasar. Di Indonesia, POJK Nomor 51/POJK.03/2017 mewajibkan emiten menerbitkan laporan keberlanjutan (Otoritas Jasa Keuangan, 2017), dan Dewan Standar Keberlanjutan IAI telah mengesahkan PSPK 1 dan PSPK 2 yang merujuk pada IFRS S1 dan S2 serta berlaku efektif 1 Januari 2027 (Ikatan Akuntan Indonesia, 2025). Pertanyaan apakah dan bagaimana pengungkapan ESG berkontribusi pada daya saing perusahaan di pasar modal

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

karenanya semakin relevan bagi upaya memperkuat daya saing Indonesia di tingkat global.

Secara teoretis, pengungkapan ESG dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui legitimasi dan kepercayaan pemangku kepentingan (Freeman, 1984; Suchman, 1995) serta melalui sinyal kualitas dan orientasi jangka panjang yang mengurangi asimetri informasi (Spence, 1973). Studi lintas negara yang menggunakan skor pengungkapan ESG Bloomberg menemukan hubungan positif dengan Tobin's Q (Yu et al., 2018), dan sintesis atas lebih dari 2.000 studi menunjukkan bahwa sebagian besar hubungan ESG–kinerja bersifat nonnegatif (Friede et al., 2015). Namun, pengungkapan juga dapat dipersepsikan sebagai biaya atau sekadar simbol, sehingga nilainya bergantung pada konteks (Fatemi et al., 2018). Bukti empiris ESG di Indonesia mencerminkan ambiguitas tersebut: sebagian studi menemukan pengaruh positif (Dorothy dan Endri, 2024; Rohendi et al., 2024), sebagian lain negatif (Dihardjo dan Hersugondo, 2023; Angir dan Weli, 2024; Yori dan Rahmawati, 2025), dan studi dengan data Bloomberg pada indeks KOMPAS100 tidak menemukan pengaruh signifikan (Prasetyo et al., 2025).

Penelitian ini berargumen bahwa inkonsistensi tersebut sebagian bersumber dari asumsi metodologis. Studi-studi di atas umumnya mengestimasi efek bersih (*net effect*) ESG yang simetris dan seragam untuk semua perusahaan. Padahal, perspektif konfigurasional dalam manajemen strategik menegaskan bahwa kinerja lahir dari kombinasi elemen yang saling melengkapi (Miller, 1986; Milgrom dan Roberts, 1995; Fiss, 2007). Nilai pengungkapan ESG kemungkinan bergantung pada apakah perusahaan juga memiliki fundamental keuangan dan kapabilitas strategis yang membuat komitmen keberlanjutannya kredibel. *Fuzzy-set qualitative comparative analysis* (fsQCA) dirancang untuk menangkap kompleksitas kausal semacam ini, yaitu konjungsi, ekuifinalitas, dan asimetri (Ragin, 2008; Fiss, 2011; Misangyi et al., 2017). Penerapan fsQCA pada hubungan ESG dan nilai perusahaan mulai muncul, misalnya pada perusahaan manufaktur di Tiongkok (Zhong et al., 2022), tetapi sepanjang penelusuran penulis masih jarang dilakukan di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan celah tersebut, penelitian ini bertujuan (1) mengidentifikasi konfigurasi pengungkapan ESG, fundamental keuangan, dan kapabilitas strategis yang cukup untuk menghasilkan daya saing pasar tinggi pada perusahaan terbuka nonkeuangan Indonesia; (2) membandingkan temuan konfigurasional dengan estimasi efek bersih regresi OLS; dan (3) menguji ketangguhan temuan dengan protokol *robustness* untuk QCA N-besar (Rutten, 2022). Kontribusinya bersifat teoretis, yaitu memosisikan ESG sebagai bahan pelengkap dalam resep daya saing; metodologis, yaitu mengombinasikan fsQCA dan regresi secara komplementer; serta praktis, yaitu memberi pijakan bagi manajer, investor, dan regulator menjelang penerapan PSPK pada 2027.

2. Tinjauan Literatur

Daya saing pasar dan Tobin's Q. Tobin's Q membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai penggantian asetnya (Tobin, 1969). Nilai Q di atas satu menunjukkan bahwa pasar mengharapkan perusahaan memperoleh rente ekonomi melebihi biaya modalnya, sehingga rasio ini lazim digunakan sebagai indikator keunggulan bersaing (Lindenberg dan Ross, 1981;

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Villalonga, 2004). Karena merefleksikan ekspektasi pasar atas arus kas masa depan, Tobin's Q dalam penelitian ini diperlakukan sebagai ukuran daya saing pasar, yaitu kemampuan perusahaan meyakinkan pasar modal bahwa sumber dayanya akan menghasilkan nilai di atas nilai asetnya.

Pengungkapan ESG sebagai sumber legitimasi dan sinyal. Teori pemangku kepentingan memandang kelangsungan perusahaan bergantung pada dukungan berbagai pihak (Freeman, 1984). Pengungkapan ESG menjadi sarana memperoleh dan mempertahankan legitimasi (Suchman, 1995) sekaligus sinyal mengenai kualitas tata kelola dan orientasi jangka panjang (Spence, 1973). Meski demikian, sinyal hanya bernilai bila kredibel. Fatemi et al. (2018) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG per se dapat menurunkan valuasi, dan pengaruhnya bergantung pada kekuatan serta kelemahan ESG yang diungkapkan. Artinya, pengungkapan ESG kemungkinan dihargai pasar ketika hadir bersama kondisi lain yang membuat komitmen keberlanjutan tampak dapat dibiayai dan dijalankan.

Kapabilitas strategis dan fundamental keuangan. Pandangan berbasis sumber daya menyatakan bahwa keunggulan bersaing berkelanjutan bersumber dari sumber daya dan kapabilitas yang bernilai dan sulit ditiru (Barney, 1991). Porter (1985) membedakan dua logika keunggulan: diferensiasi, yang tercermin pada kemampuan menetapkan harga premium dan marjin kotor yang tinggi, serta keunggulan biaya, yang bertumpu pada efisiensi dan produktivitas penggunaan sumber daya. Produktivitas tenaga kerja juga merupakan kanal utama tempat investasi teknologi dan transformasi digital diterjemahkan menjadi kinerja (Brynjolfsson dan Hitt, 2000). Di sisi lain, profitabilitas mencerminkan kemampuan menghasilkan rente saat ini, sedangkan pertumbuhan pendapatan mencerminkan peluang ekspansi. Kedua fundamental ini menjadi bahasa dasar valuasi yang menentukan apakah investasi keberlanjutan dipersepsikan sebagai penciptaan nilai atau beban biaya.

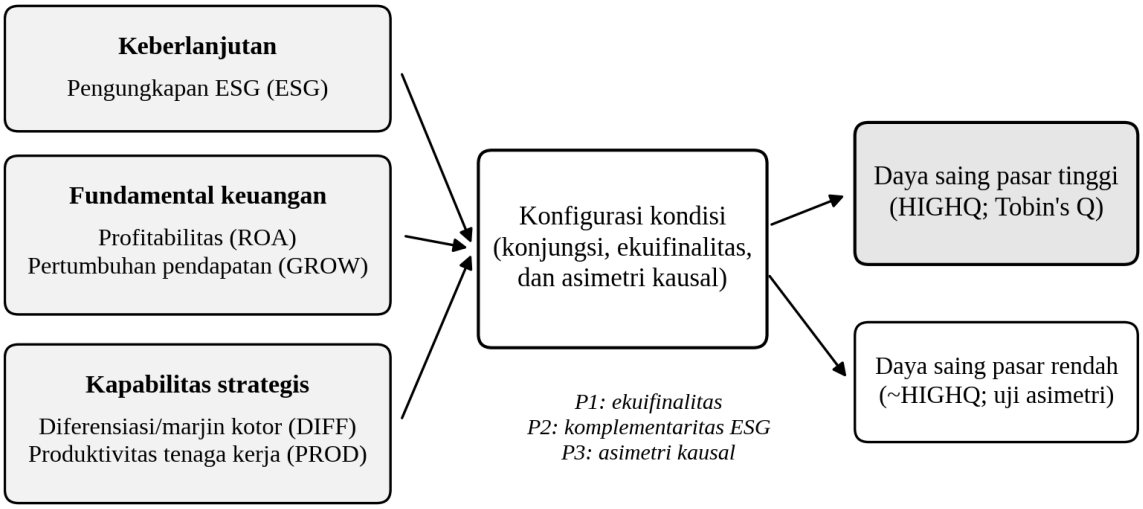
Perspektif konfigurasional dan proposisi. Perspektif konfigurasional memandang organisasi sebagai kumpulan elemen yang saling bergantung, sehingga kinerja lahir dari kecocokan kombinasi elemen, bukan dari masing-masing elemen secara terpisah (Miller, 1986; Fiss, 2007). Logika komplementaritas menyatakan bahwa nilai suatu praktik meningkat ketika praktik lain yang melengkapinya juga hadir (Milgrom dan Roberts, 1995). Perspektif neo-konfigurasional kemudian merumuskan tiga ciri kompleksitas kausal, yaitu konjungsi, ekuifinalitas, dan asimetri (Misangyi et al., 2017). Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini merumuskan tiga proposisi berikut (Gambar 1).

P1 (ekuifinalitas): Terdapat lebih dari satu konfigurasi kondisi yang cukup untuk menghasilkan daya saing pasar tinggi, dan tidak ada kondisi tunggal yang bersifat perlu.

P2 (komplementaritas ESG): Pengungkapan ESG berkontribusi pada daya saing pasar tinggi ketika berkombinasi dengan fundamental keuangan dan kapabilitas strategis, bukan sebagai kondisi yang berdiri sendiri.

P3 (asimetri): Konfigurasi yang menghasilkan daya saing pasar rendah bukan cerminan terbalik dari konfigurasi yang menghasilkan daya saing pasar tinggi.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026



Gambar 1. Model penelitian konfigurasional (referensi: dikembangkan penulis)

3. Metode Penelitian

Data dan sampel. Penelitian ini menggunakan data sekunder Bloomberg yang mencakup 957 saham biasa yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan sektor keuangan (GICS 40) dikeluarkan karena struktur laporan keuangan dan makna Tobin's Q-nya berbeda, dan satu duplikasi kelas saham (GOTO kelas B) dihapus, sehingga tersisa 811 perusahaan nonkeuangan pada 2023. Analisis fsQCA menggunakan data lintang tahun 2023 karena merupakan tahun terakhir dengan cakupan skor pengungkapan ESG Bloomberg yang luas (147 perusahaan; pada 2024 hanya 53 perusahaan). Setelah mensyaratkan kelengkapan seluruh variabel, sampel akhir fsQCA berjumlah 136 perusahaan, ukuran yang memadai untuk lima kondisi. Regresi pembanding menggunakan panel tidak seimbang 2016–2023 sebanyak 753 observasi dari 141 perusahaan.

Pengukuran dan kalibrasi. Outcome HIGHQ diukur dengan Tobin's Q versi Bloomberg, yaitu kapitalisasi pasar ditambah total liabilitas, ekuitas preferen, dan kepentingan nonpengendali, dibagi total aset. Lima kondisi kausal adalah pengungkapan ESG (skor pengungkapan ESG Bloomberg, 0–100), profitabilitas (ROA), pertumbuhan pendapatan tahunan (GROW), diferensiasi yang diproksikan dengan marjin kotor (DIFF), dan produktivitas tenaga kerja berupa pendapatan per karyawan (PROD). Keanggotaan himpunan fuzzy dikalibrasi dengan metode langsung (direct method) berbasis fungsi logistik (Ragin, 2008). Untuk kondisi, anchor keanggotaan penuh, titik crossover, dan nonkeanggotaan penuh ditetapkan pada persentil ke-90, ke-50, dan ke-10. Untuk outcome, titik crossover ditetapkan secara teoretis pada Q = 1, yaitu batas ketika nilai pasar setara dengan nilai aset (Lindenberg dan Ross, 1981), sedangkan kedua anchor ekstrem menggunakan persentil ke-10 dan ke-90. Skor keanggotaan yang tepat bernilai 0,5 disesuaikan menjadi 0,501 agar kasus tidak hilang dari tabel kebenaran (Fiss, 2011).

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Tabel 1 merangkum definisi operasional, statistik deskriptif, dan anchor kalibrasi.

Tabel 1. Definisi operasional, statistik deskriptif, dan anchor kalibrasi (N = 136)

Set	Pengukuran (Bloomberg)	Rata-rata	SD	Median	Anchor 0,05	Crossover 0,50	Anchor 0,95
HIGHQ	Tobin's Q = (kapitalisasi pasar + liabilitas + ekuitas preferen + KNP) / total aset	2,077	4,483	1,054	0,690	1,000*	2,923
ESG	Skor pengungkapan ESG (0–100)	49,03	12,19	50,02	32,72	50,02	64,32
ROA	Laba bersih / total aset	0,040	0,164	0,040	–0,007	0,040	0,139
GROW	Pertumbuhan pendapatan tahunan	0,189	1,274	0,015	–0,227	0,015	0,298
DIFF	Marjin kotor = 1 – (HPP / penjualan)	0,306	0,171	0,269	0,104	0,269	0,546
PROD	Pendapatan per karyawan (Rp juta)	5.598,7	6.919,6	2.989,0	908,9	2.989,0	12.821,5

Catatan: anchor 0,05/0,50/0,95 adalah nilai mentah untuk nonkeanggotaan penuh, crossover, dan keanggotaan penuh (persentil ke-10/50/90). *Crossover HIGHQ ditetapkan secara teoretis pada Q = 1. KNP = kepentingan nonpengendali; HPP = harga pokok penjualan. (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

Prosedur analisis. Analisis dilakukan dengan paket QCA di R (Dusa, 2019) mengikuti praktik terbaik penelitian strategi (Greckhamer et al., 2018). Pertama, analisis kondisi perlu menggunakan ambang konsistensi 0,90 disertai relevance of necessity (RoN) (Schneider dan Wagemann, 2012). Kedua, tabel kebenaran disusun dengan ambang frekuensi minimal dua kasus, yang mempertahankan 133 dari 136 kasus (97,8%), ambang konsistensi mentah 0,80, dan proportional reduction in inconsistency (PRI) 0,70. Ketiga, minimisasi Boolean menghasilkan solusi konservatif, parsimoni, dan intermediate; solusi intermediate memakai ekspektasi arah bahwa kehadiran setiap kondisi berkontribusi pada HIGHQ. Pemeriksaan contradictory simplifying assumptions tidak menemukan asumsi yang saling bertentangan. Keempat, analisis diulang untuk outcome negasi (~HIGHQ) guna menguji asimetri kausal. Kelima, ketangguhan hasil diuji dengan mengubah anchor kalibrasi, ambang konsistensi, PRI, frekuensi, dan tahun data, sekaligus menghitung ulang kecocokan solusi baseline pada setiap spesifikasi (Oana et al., 2021; Rutten, 2022). Dalam notasi QCA, tanda * berarti "dan", + berarti "atau", dan ~ berarti ketiadaan kondisi.

Regresi pembanding. Sebagai pembanding efek bersih, ln(Q) diregresikan terhadap ESG (skor/100), ROA, GROW, DIFF, dan ln(PROD), dengan ukuran perusahaan (SIZE, logaritma total aset) dan leverage (LEV, total utang/total aset) sebagai kontrol. Model M1 adalah OLS pooled dengan efek tetap tahun dan sektor; M2 menggunakan efek tetap perusahaan dan tahun; keduanya dengan galat baku yang diklaster per perusahaan. Model M3 adalah OLS lintang tahun 2023 pada 136 perusahaan yang sama dengan sampel fsQCA, dengan efek tetap sektor

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dan galat baku robust HC1. Variabel rasio (Q, ROA, GROW, DIFF, PROD, dan LEV) di-winsorize pada persentil ke-1 dan ke-99, dan VIF maksimum sebesar 1,41 menunjukkan tidak ada masalah multikolinearitas.

4. Hasil dan Pembahasan

Profil sampel dan efek bersih. Tabel 1 menunjukkan median Tobin's Q sebesar 1,054, artinya perusahaan tipikal dinilai pasar sedikit di atas nilai asetnya, sementara nilai maksimum 42,79 menandakan heterogenitas daya saing yang tinggi. Rata-rata skor pengungkapan ESG sebesar 49,03 dari 100 menunjukkan bahwa pengungkapan keberlanjutan emiten masih berada pada tingkat menengah. Tabel 2 menyajikan hasil regresi. Pada model pooled (M1), profitabilitas, diferensiasi, dan produktivitas berhubungan positif signifikan dengan Tobin's Q, sedangkan ESG dan pertumbuhan tidak signifikan. Pola serupa muncul pada model lintang 2023 (M3), kecuali diferensiasi yang tidak lagi signifikan. Dalam model efek tetap perusahaan (M2), ESG berkoefisien positif signifikan (0,944; $p < 0,05$): kenaikan skor pengungkapan sebesar 10 poin di dalam perusahaan yang sama berasosiasi dengan kenaikan Tobin's Q sekitar 10%. Koefisien LEV yang positif pada M2 perlu dibaca hati-hati karena liabilitas merupakan komponen pembilang Tobin's Q versi Bloomberg. Secara keseluruhan, pendekatan efek bersih memberi gambaran yang ambigu mengenai ESG, sejalan dengan literatur Indonesia (Prasetyo et al., 2025; Yori dan Rahmawati, 2025), dan menempatkan pertumbuhan sebagai faktor yang tidak relevan.

Tabel 2. Hasil regresi OLS sebagai pembanding efek bersih (variabel dependen: ln Tobin's Q)

Variabel	M1: Pooled (FE tahun & sektor)	M2: FE perusahaan & tahun	M3: Lintang 2023 (FE sektor)
ESG (skor/100)	0,489 (0,326)	0,944** (0,406)	0,497 (0,493)
ROA	3,512*** (0,544)	2,066*** (0,548)	3,241*** (1,221)
GROW	0,006 (0,071)	–0,054 (0,058)	0,203 (0,140)
DIFF	0,679*** (0,243)	0,345 (0,295)	0,819 (0,543)
ln(PROD)	0,110** (0,049)	0,071 (0,059)	0,163** (0,066)
SIZE	–0,044 (0,038)	–0,143 (0,127)	–0,068 (0,046)
LEV	–0,039 (0,190)	0,595** (0,286)	0,247 (0,271)
Observasi / perusahaan	753 / 141	753 / 141	136 / 136
R^2 / R^2 disesuaikan	0,473 / 0,457	0,886 / 0,856	0,455 / 0,381

Catatan: galat baku dalam kurung; M1 dan M2 diklaster per perusahaan, M3 robust HC1. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. FE = efek tetap. (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

Analisis kondisi perlu. Tabel 3 menunjukkan bahwa tidak ada kondisi, baik kehadiran maupun ketiadaannya, yang mencapai konsistensi 0,90 untuk HIGHQ maupun ~HIGHQ. Konsistensi tertinggi untuk HIGHQ dimiliki profitabilitas (0,711), sedangkan untuk ~HIGHQ dimiliki ketiadaan profitabilitas (0,750). Dengan demikian, tidak ada kondisi tunggal, termasuk pengungkapan ESG, yang menjadi prasyarat mutlak daya saing pasar, sehingga bagian pertama

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

P1 didukung.

Tabel 3. Analisis kondisi perlu

Kondisi	Outcome: HIGHQ			Outcome: ~HIGHQ		
	Konsistensi	RoN	Coverage	Konsistensi	RoN	Coverage
ESG	0,652	0,738	0,641	0,603	0,728	0,621
~ESG	0,615	0,709	0,596	0,652	0,745	0,662
ROA	0,711	0,804	0,731	0,504	0,707	0,543
~ROA	0,555	0,652	0,516	0,750	0,771	0,731
GROW	0,695	0,769	0,690	0,580	0,723	0,604
~GROW	0,601	0,696	0,577	0,702	0,767	0,707
DIFF	0,697	0,750	0,673	0,570	0,698	0,577
~DIFF	0,562	0,696	0,555	0,677	0,774	0,701
PROD	0,638	0,776	0,668	0,550	0,743	0,604
~PROD	0,622	0,669	0,569	0,698	0,725	0,669

Catatan: ambang kondisi perlu = konsistensi ≥ 0,90; RoN = relevance of necessity. (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

Resep daya saing pasar tinggi. Tabel 4 menyajikan konfigurasi yang cukup. Untuk HIGHQ, solusi konservatif, intermediate, dan parsimoni identik, sehingga seluruh kondisi dalam setiap konfigurasi merupakan kondisi inti. Solusi terdiri atas dua konfigurasi dengan konsistensi 0,915, PRI 0,806, dan coverage 0,415, di atas ambang yang lazim (Greckhamer et al., 2018). Gambar 2 memperlihatkan bahwa seluruh 18 kasus dengan keanggotaan solusi di atas 0,5 juga merupakan anggota HIGHQ, tanpa kasus menyimpang. Konfigurasi C1 (ESG*ROA*GROW*DIFF) dapat disebut jalur keberlanjutan: perusahaan yang profitabel, bertumbuh, dan terdiferensiasi mencapai daya saing pasar tinggi ketika juga memiliki pengungkapan ESG tinggi, tanpa mensyaratkan produktivitas tenaga kerja yang tinggi. Konfigurasi ini memiliki konsistensi 0,926 dan coverage unik tertinggi (0,112). Kasus tipikalnya sebagian besar adalah perusahaan berorientasi konsumen dan pasien dengan pendapatan per karyawan relatif rendah, seperti rumah sakit (MIKA, SILO), farmasi (KLBF), makanan (ICBP), ritel (MAPI), dan jalan tol (JSMR), di samping beberapa perusahaan material (IMPC, NCKL). Pada bisnis semacam ini, kepercayaan pemangku kepentingan merupakan aset strategis, sehingga pengungkapan ESG melengkapi fundamental yang kuat.

Konfigurasi C2 (ROA*GROW*DIFF*PROD) dapat disebut jalur efisiensi: inti yang sama dilengkapi produktivitas tenaga kerja yang tinggi, tanpa mensyaratkan pengungkapan ESG. Kasus tipikalnya adalah perusahaan padat modal dengan pendapatan per karyawan tinggi, seperti energi dan pertambangan (ADMR, HRUM, UNTR) serta infrastruktur digital berupa pusat data (DCII). Lima perusahaan, termasuk penyedia menara telekomunikasi TOWR, menjadi anggota kedua jalur sekaligus. Kedua konfigurasi dapat difaktorkan menjadi ROA*GROW*DIFF*(ESG + PROD). Temuan ini mendukung P1 (ekuifinalitas) dan P2 (komplementaritas): pengungkapan ESG bukan kondisi perlu dan tidak bekerja sendiri, tetapi menjadi salah satu dari dua pelengkap yang saling menggantikan bagi inti profitabilitas–

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

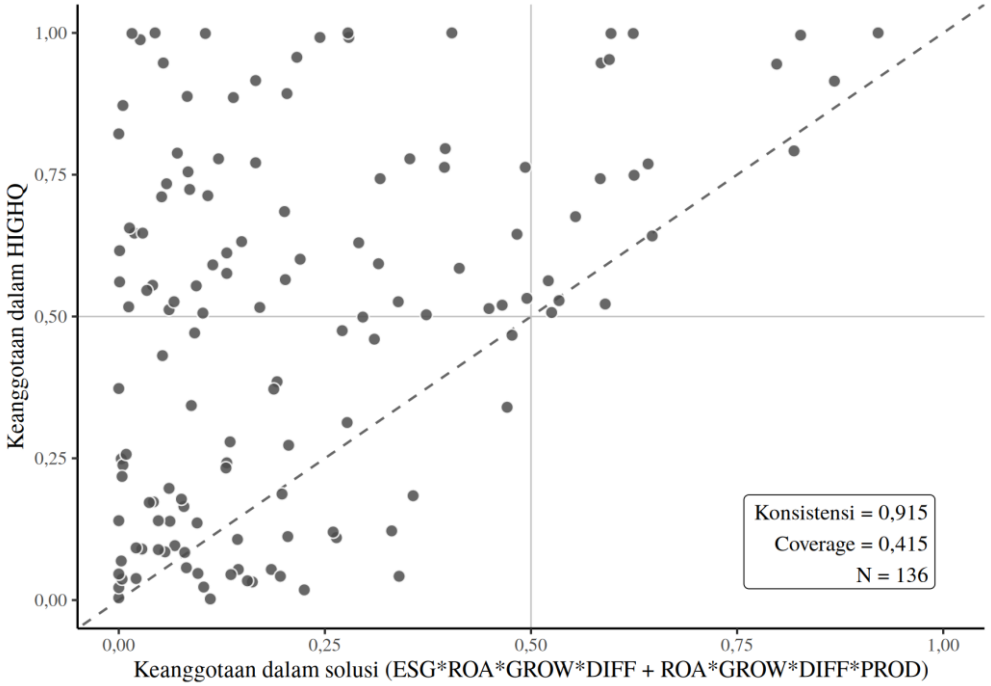
pertumbuhan–diferensiasi. Tabel kebenaran juga menunjukkan bahwa baris inti tanpa ESG dan tanpa PROD (ACES, HEAL, PWON, TSPC) hanya memiliki PRI 0,633, sehingga bukti kecukupannya lebih lemah dibanding ketika inti dilengkapi salah satu dari keduanya. Hal serupa terjadi ketika salah satu unsur inti absen, misalnya baris tanpa diferensiasi (CPIN, ELSA, HMSP, PGEO; PRI 0,632) dan baris tanpa pertumbuhan (BYAN, ENRG, ITMG, MEDC, UNVR; PRI 0,608).

Tabel 4. Konfigurasi yang cukup untuk daya saing pasar tinggi (HIGHQ) dan rendah (~HIGHQ)

Kondisi	HIGHQ		~HIGHQ		
	C1: jalur keberlanjutan	C2: jalur efisiensi	N1	N2	N3
ESG	●		⊗		⊗
ROA	●	●	⊗	⊗	⊗
GROW	●	●	⊗	⊗	●
DIFF	●	●		⊗	●
PROD		●	⊗	⊗	●
Konsistensi	0,926	0,919	0,882	0,891	0,928
PRI	0,814	0,774	0,760	0,780	0,742
Coverage mentah	0,351	0,303	0,346	0,345	0,205
Coverage unik	0,112	0,064	0,065	0,088	0,072
Contoh kasus	MIKA, SILO, KLBF, ICBP	ADMR, DCII, UNTR, TOWR	BHIT, BMTR, MSKY	AALI, SIMP, TINS	BKSL, KIJA, PSAB
Solusi (kons./PRI/cov.)	0,915 / 0,806 / 0,415		0,892 / 0,792 / 0,505		

Catatan: ● = kondisi hadir; ⊗ = kondisi absen; sel kosong = kondisi tidak relevan. Untuk HIGHQ, solusi konservatif, intermediate, dan parsimoni identik sehingga seluruh kondisi merupakan kondisi inti. Untuk ~HIGHQ disajikan solusi konservatif (tanpa asumsi counterfactual). Ambang: frekuensi ≥ 2, konsistensi ≥ 0,80, PRI ≥ 0,70. (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026



Gambar 2. Plot XY keanggotaan solusi terhadap HIGHQ (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

Resep daya saing pasar rendah dan asimetri kausal. Untuk ~HIGHQ, solusi konservatif terdiri atas tiga konfigurasi dengan konsistensi 0,892, PRI 0,792, dan coverage 0,505 (Tabel 4); 17 dari 22 kasus anggota solusi merupakan kasus tipikal. Ketiadaan profitabilitas hadir pada ketiga konfigurasi, dan ketiadaan ESG pada dua di antaranya. Konfigurasi N3 (~ESG*~ROA*GROW*DIFF*PROD) paling informatif: perusahaan yang bertumbuh, terdiferensiasi, dan produktif tetap memiliki daya saing pasar rendah ketika tidak profitabel dan tidak didukung pengungkapan ESG. Konfigurasi ini bukan kebalikan dari C1 atau C2, sehingga P3 (asimetri) didukung: kondisi yang membentuk daya saing tinggi tidak otomatis menjelaskan daya saing rendah ketika kondisi tersebut absen.

Uji ketangguhan. Tabel 5 merangkum uji ketangguhan. Solusi baseline identik ketika crossover outcome diganti dengan median Q, ambang konsistensi dinaikkan menjadi 0,85, dan frekuensi minimum dinaikkan menjadi tiga kasus. Dengan PRI 0,75 hanya jalur keberlanjutan yang bertahan, sedangkan dengan PRI 0,65 jalur efisiensi muncul dalam bentuk ~ESG*ROA*DIFF*PROD. Kalibrasi 20/50/80 membuat inti ROA*GROW*DIFF cukup dengan sendirinya. Pada kalibrasi 5/50/95 dan data 2022 tidak ada baris yang lolos PRI 0,70, meskipun solusi baseline tetap memiliki konsistensi di atas 0,80 (0,892 dan 0,840) dengan PRI sekitar 0,64. Dua pola menonjol: profitabilitas hadir pada seluruh konfigurasi di semua spesifikasi, dan jalur keberlanjutan merupakan konfigurasi yang paling stabil. Mengikuti Rutten (2022; 2023), temuan ini dibaca secara possibilistik, yaitu sebagai jalur yang memungkinkan

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

daya saing tinggi, bukan hukum yang deterministik.

Tabel 5. Uji ketangguhan (robustness) solusi HIGHQ

Spesifikasi	Baris lolos	Solusi yang diturunkan ulang	Kons. / cov. solusi	Fit solusi baseline (kons. / PRI / cov.)
Baseline (P10/Q=1/P90; 0,80; PRI 0,70; n ≥ 2)	3	ESG*ROA*GROW*DIFF + ROA*GROW*DIFF*PROD	0,915 / 0,415	0,915 / 0,806 / 0,415
Anchor persentil 20/50/80	6	ROA*GROW*DIFF + ~ESG*ROA*DIFF*PROD + ESG*ROA*GROW*PROD	0,883 / 0,450	0,923 / 0,873 / 0,331
Anchor persentil 5/50/95	0	tidak ada baris yang lolos	–	0,892 / 0,641 / 0,516
Crossover outcome = median Q	3	sama dengan baseline	0,899 / 0,427	0,899 / 0,774 / 0,427
Konsistensi mentah 0,85	3	sama dengan baseline	0,915 / 0,415	0,915 / 0,806 / 0,415
PRI 0,75	2	ESG*ROA*GROW*DIFF	0,926 / 0,351	0,915 / 0,806 / 0,415
PRI 0,65	4	ESG*ROA*GROW*DIFF + ~ESG*ROA*DIFF*PROD	0,899 / 0,449	0,915 / 0,806 / 0,415
Frekuensi n ≥ 3	3	sama dengan baseline	0,915 / 0,415	0,915 / 0,806 / 0,415
Data tahun 2022 (N = 130)	0	tidak ada baris yang lolos	–	0,840 / 0,645 / 0,394

Catatan: fit solusi baseline adalah konsistensi, PRI, dan coverage solusi ESG*ROA*GROW*DIFF + ROA*GROW*DIFF*PROD yang dihitung ulang pada data spesifikasi terkait. (referensi: data Bloomberg, diolah penulis)

Perbandingan kedua metode menghasilkan tiga implikasi. Pertama, pertumbuhan pendapatan yang tidak signifikan di seluruh model regresi justru menjadi kondisi inti pada kedua resep. Pertumbuhan bernilai ketika disertai profitabilitas dan diferensiasi; efek rata-ratanya tertutup oleh perusahaan yang bertumbuh tanpa laba, sebagaimana tampak pada konfigurasi N3. Temuan ini menegaskan argumen Woodside (2013) bahwa analisis simetris dapat meremehkan kondisi yang bekerja secara konjungtif. Kedua, peran ESG bersifat kontingen. Regresi pooled dan lintang tidak menemukan efek bersih, sedangkan fsQCA menempatkan ESG sebagai pelengkap inti pada jalur keberlanjutan, dan model efek tetap menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan di dalam perusahaan berasosiasi dengan kenaikan valuasi. Temuan ini menawarkan penjelasan atas hasil penelitian di Indonesia yang saling bertentangan: pengaruh ESG kemungkinan tampak positif pada sampel yang didominasi perusahaan profitabel dan terdiferensiasi, serta tampak nol atau negatif pada sampel yang tidak memiliki fundamental tersebut. Hasil ini sejalan dengan Zhong et al. (2022) yang menemukan jalur ESG yang beragam menuju nilai perusahaan, serta dengan Rohendi et al. (2024) yang menempatkan keunggulan bersaing sebagai penghubung antara pengungkapan ESG dan nilai perusahaan. Ketiga, dalam kerangka transformasi ekosistem digital berkelanjutan, perusahaan infrastruktur digital (TOWR dan DCII) masuk ke dalam resep daya saing melalui kombinasi fundamental yang kuat dengan pengungkapan ESG atau efisiensi. Sebaliknya, perusahaan telekomunikasi dan menara lain dengan Q di atas satu (misalnya ISAT dan TBIG) tidak tercakup karena profitabilitasnya berada di bawah titik crossover, sedangkan platform digital GOTO memiliki Q tinggi meskipun merugi. Kasus terakhir mengisyaratkan logika valuasi berbasis ekspektasi pertumbuhan

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

jaringan yang tidak tertangkap oleh model ini dan layak diteliti lebih lanjut.

5. Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa daya saing pasar perusahaan terbuka nonkeuangan Indonesia tidak ditentukan oleh satu faktor tunggal. Tidak ada kondisi yang bersifat perlu, dan terdapat dua resep yang cukup, yaitu jalur keberlanjutan (ESG*ROA*GROW*DIFF) dan jalur efisiensi (ROA*GROW*DIFF*PROD), yang berbagi inti profitabilitas–pertumbuhan–diferensiasi. Pengungkapan ESG berperan sebagai pelengkap yang dapat digantikan oleh produktivitas, bukan sebagai pendorong yang berdiri sendiri, sementara ketiadaan profitabilitas menjadi ciri seluruh konfigurasi daya saing rendah. Regresi efek bersih cenderung meremehkan peran ESG dan pertumbuhan yang bekerja secara konjungtif. Secara praktis, manajer perlu merancang pengungkapan keberlanjutan sebagai bagian dari arsitektur strategi yang ditopang profitabilitas dan diferensiasi, bukan sekadar kepatuhan pelaporan. Investor sebaiknya menilai informasi ESG bersama fundamental, bukan secara terpisah. Bagi regulator dan penyusun standar, penerapan PSPK 1 dan PSPK 2 pada 2027, yang menuntut keterhubungan informasi keberlanjutan dengan laporan keuangan, sejalan dengan temuan bahwa nilai ESG muncul dalam kombinasi dengan kinerja keuangan. Penelitian ini memiliki keterbatasan. Analisis fsQCA bersifat lintang satu tahun; cakupan skor ESG Bloomberg cenderung pada perusahaan besar; marjin kotor dan pendapatan per karyawan merupakan proksi kasar bagi diferensiasi dan produktivitas; dan skor pengungkapan tidak identik dengan kinerja ESG aktual. Uji ketangguhan juga menunjukkan sensitivitas terhadap kalibrasi ekstrem dan tahun data. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan QCA temporal atau panel, menambahkan ukuran transformasi digital yang langsung, misalnya indeks digitalisasi berbasis teks laporan tahunan, serta membandingkan skor pengungkapan dengan peringkat kinerja ESG dari penyedia lain.

Referensi

Angir, P., & Weli, W. (2024). The influence of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on firm value: An asymmetric information perspective in Indonesian listed companies. *Binus Business Review, 15*(1), 29-40.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, 17*(1), 99-120. https://doi.org/10.1177/014920639101700108

Brynjolfsson, E., & Hitt, L. M. (2000). Beyond computation: Information technology, organizational transformation and business performance. *Journal of Economic Perspectives, 14*(4), 23-48. https://doi.org/10.1257/jep.14.4.23

Dihardjo, J. F., & Hersugondo, H. (2023). Exploring the impact of ESG disclosure, dividend payout ratio, and institutional ownership on firm value: A moderated analysis of firm size. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan, 12*(2), 184-207.

Dorothy, P., & Endri, E. (2024). Environmental, social and governance disclosure and firm value in the energy sector: The moderating role of profitability. *Problems and Perspectives in Management, 22*(4), 588-599.

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Dusa, A. (2019). *QCA with R: A comprehensive resource*. Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-319-75668-6

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal, 38*, 45-64. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001

Fiss, P. C. (2007). Towards a set-theoretic approach for studying organizational configurations. *Academy of Management Review, 32*(4), 1180-1198. https://doi.org/10.5465/amr.2007.26586092

Fiss, P. C. (2011). Building better causal theories: A fuzzy set approach to typologies in organization research. *Academy of Management Journal, 54*(2), 393-420. https://doi.org/10.5465/amj.2011.60263120

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment, 5*(4), 210-233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917

Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., & Aguilera, R. V. (2018). Studying configurations with qualitative comparative analysis: Best practices in strategy and organization research. *Strategic Organization, 16*(4), 482-495. https://doi.org/10.1177/1476127018786487

Ikatan Akuntan Indonesia. (2025). *DSK IAI sahkan standar pengungkapan keberlanjutan: PSPK 1 dan PSPK 2*. https://web.iaiglobal.or.id/Berita-IAI/detail/dsk_iai_sahkan_standar_pengungkapan_keberlanjutan_pspk_1_dan_pspk_2

Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business, 54*(1), 1-32. https://doi.org/10.1086/296120

Milgrom, P., & Roberts, J. (1995). Complementarities and fit: Strategy, structure, and organizational change in manufacturing. *Journal of Accounting and Economics, 19*(2-3), 179-208. https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)00382-F

Miller, D. (1986). Configurations of strategy and structure: Towards a synthesis. *Strategic Management Journal, 7*(3), 233-249. https://doi.org/10.1002/smj.4250070305

Misangyi, V. F., Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., Crilly, D., & Aguilera, R. (2017). Embracing causal complexity: The emergence of a neo-configurational perspective. *Journal of Management, 43*(1), 255-282. https://doi.org/10.1177/0149206316679252

Oana, I.-E., Schneider, C. Q., & Thomann, E. (2021). *Qualitative comparative analysis using R: A beginner's guide*. Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/9781108770797

Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan OJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik*. Otoritas Jasa Keuangan.

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*.

Free Press.

Prasetyo, R. A., Anandita, R., & Ginting, N. A. A. B. (2025). Assessing the role of ESG on firm value in Indonesia: Signaling or symbolism? *GOVERNORS, 4*(2), 298-306.

Ragin, C. C. (2008). *Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond*. University of Chicago Press.

Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: The role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management, 11*(1), Article 2297446. https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2297446

Rutten, R. (2022). Applying and assessing large-N QCA: Causality and robustness from a critical realist perspective. *Sociological Methods & Research, 51*(3), 1211-1243. https://doi.org/10.1177/0049124120945334

Rutten, R. (2023). Uncertainty, possibility, and causal power in QCA. *Sociological Methods & Research, 52*(4), 1707-1736. https://doi.org/10.1177/00491241211067517

Schneider, C. Q., & Wagemann, C. (2012). *Set-theoretic methods for the social sciences: A guide to qualitative comparative analysis*. Cambridge University Press.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355-374. https://doi.org/10.2307/1882010

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review, 20*(3), 571-610. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking, 1*(1), 15-29. https://doi.org/10.2307/1991374

Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization, 54*(2), 205-230. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001

Woodside, A. G. (2013). Moving beyond multiple regression analysis to algorithms: Calling for adoption of a paradigm shift from symmetric to asymmetric thinking in data analysis and crafting theory. *Journal of Business Research, 66*(4), 463-472. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.12.021

Yori, N. S. A., & Rahmawati, I. P. (2025). Environmental, social, governance (ESG) performance and company value on Indonesia non-financial firms. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, 1438*(1), Article 012032.

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

Zhong, S., Hou, J., Li, J., & Gao, W. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using fsQCA method: Cases of the Chinese manufacturing enterprises. *Frontiers in*

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Psychology, 13, Article 1019469. https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1019469.

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)