

Pengaruh Kinerja Lingkungan (Proper) terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Mediasi pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2021 – 2025

Asisi Putri Yuvela Habeahan*, Herlin Tundjung Setijaningsih
Universitas Tarumanagara, Indonesia
Email: asisi.125249245@stu.untar.ac.id*, herlins@fe.untar.ac.id

Keywords:

environmental performance; proper; financial performance; roa; firm value.

Abstract

This study examines the effect of environmental performance (PROPER) on firm value (Tobin's Q) with financial performance (ROA) as a mediating variable, and firm size and leverage as control variables, among companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2021–2025. Using a descriptive-quantitative design with balanced panel data from 32 PROPER-participant companies (160 observations), this study employs Fixed Effect Model (FEM) with cluster-robust standard errors and the Baron and Kenny (1986) mediation procedure confirmed by the Sobel test. Results indicate: (1) environmental performance (PROPER) does not significantly affect financial performance (ROA), although the coefficient direction is positive ($\beta = 0.0104$; $p = 0.590$); (2) financial performance (ROA) positively and significantly affects firm value (Tobin's Q) ($\beta = 1.2019$; $p < 0.01$); (3) environmental performance does not positively affect firm value ($\beta = -0.0314$; $p = 0.570$); and (4) ROA does not mediate the PROPER–Tobin's Q relationship (Sobel Z = 0.540; $p = 0.589$). These findings suggest that the transmission mechanism of environmental performance on market value in Indonesia requires a longer time horizon and more mature investor ESG literacy. Leverage (DER) negatively and significantly affects ROA but positively and significantly affects Tobin's Q, consistent with tax shield effects and signaling theory.

Kata Kunci:

kinerja lingkungan, proper, kinerja keuangan, roa, nilai perusahaan

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh kinerja lingkungan (PROPER) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan kinerja keuangan (ROA) sebagai variabel mediasi, serta ukuran perusahaan dan leverage sebagai variabel kontrol pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2025. Menggunakan desain penelitian deskriptif-kuantitatif dengan data panel seimbang dari 32 perusahaan peserta PROPER (160 observasi), penelitian ini menerapkan Fixed Effect Model (FEM) dengan cluster-robust standard errors dan prosedur mediasi Baron dan Kenny (1986) yang dikonfirmasi oleh uji Sobel. Hasil penelitian menunjukkan: (1) kinerja lingkungan (PROPER) tidak teruji secara empiris berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA), meskipun arah koefisien positif ($\beta = 0,0104$; $p = 0,590$); (2) kinerja keuangan (ROA) teruji berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) ($\beta = 1,2019$; $p < 0,01$); (3) kinerja lingkungan tidak teruji berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ($\beta = -0,0314$; $p = 0,570$); dan (4) ROA tidak teruji memediasi hubungan PROPER–Tobin's Q (Z Sobel = 0,540; $p = 0,589$). Temuan ini mengindikasikan bahwa mekanisme transmisi kinerja lingkungan terhadap nilai pasar di Indonesia masih memerlukan waktu yang lebih panjang dan tingkat literasi ESG investor yang lebih matang. Variabel leverage (DER) terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA dan positif signifikan terhadap Tobin's Q, konsisten dengan efek tax shield dan signaling theory.

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap prospek bisnis suatu entitas dan cerminan tingkat kesejahteraan pemegang saham (Jaya et al., 2025; Omotoso et al., 2025;

Sihombing et al., 2025). Dalam paradigma manajemen korporat modern, memaksimalkan nilai perusahaan menuntut perusahaan tidak hanya mengandalkan kinerja keuangan jangka pendek, tetapi juga memperhatikan aspek keberlanjutan yang berdampak pada persepsi pasar jangka panjang (Lestari & Khomsiyah, 2023; Utami et al., 2025).

Nilai perusahaan diukur melalui Tobin's Q Ratio, rasio yang membandingkan nilai pasar aset perusahaan dengan nilai bukunya sehingga sensitif terhadap faktor nonkeuangan seperti reputasi, kualitas tata kelola, dan kapabilitas lingkungan. Pada periode 2021–2025, pasar modal Indonesia mengalami dinamika yang signifikan. Fase pemulihan ekonomi pasca pandemi COVID-19 mendorong peningkatan aktivitas bursa secara substansial, dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mencatat pertumbuhan dari 6.581,48 pada akhir 2021 menuju kisaran 6.850,72–7.079 pada periode 2022–2024 (Sa'diyah & Sulfitri, 2024; Ulhaqqi et al., 2023). Bursa Efek Indonesia (BEI) secara aktif mendorong penerapan prinsip Environmental, Social, and Governance (ESG) dengan menerbitkan ESG Score bagi perusahaan tercatat sejak 2022 (Bursa Efek Indonesia, 2023).

Di Indonesia, kinerja lingkungan perusahaan dievaluasi secara resmi melalui Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup (PROPER) yang diselenggarakan oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan (KLHK). PROPER memberikan peringkat mulai dari Hitam (terburuk) hingga Emas (terbaik). Secara empiris, kinerja lingkungan yang unggul diukur melalui PROPER memiliki pengaruh positif terhadap efektivitas manajemen dalam mengelola sumber daya, yang pada akhirnya mampu meningkatkan laba dan nilai perusahaan (Aprianti et al., 2023). Namun, beberapa perusahaan peserta PROPER dengan peringkat Emas atau Hijau justru tidak selalu mencatat Tobin's Q yang lebih tinggi dibandingkan pesaingnya yang berperingkat Biru (Sugiyanto & Alinsari, 2022; Utomo et al., 2020).

Hal ini mengindikasikan bahwa nilai tambah dari kinerja lingkungan tidak secara langsung dan otomatis tercermin dalam valuasi pasar, melainkan membutuhkan mekanisme transmisi melalui kinerja keuangan (Fauzi, 2022). Mekanisme transmisi yang diajukan adalah kinerja keuangan yang diprosikan oleh Return on Assets (ROA). ROA dipilih karena mencerminkan efisiensi operasional perusahaan secara komprehensif tanpa terdistorsi oleh keputusan struktur modal (Aditya Lutfi, Wardani & Sa'adah, 2020) dan (Aprianti et al., 2023).

The urgency of this research is underscored by the growing importance of ESG considerations in investment decisions. In 2024, 4,495 companies participated in PROPER, increasing to 5,476 companies in 2025, reflecting the program's expanding reach. The Ministry of Environment and Forestry has emphasized that PROPER should serve as an external control instrument for financial institutions and investors in assessing corporate risk. As environmental risks increasingly correlate with financial risks, understanding how PROPER ratings translate into market value becomes crucial for investors, regulators, and corporate managers.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Utomo et al. (2020) menemukan pengaruh positif langsung kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan, sementara Sugiyanto dan Alinsari (2022) menemukan kinerja lingkungan tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, dan Safitri et al. (2025) menemukan kinerja lingkungan tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan. Inkonsistensi ini juga berlanjut pada penelitian yang menyertakan variabel mediasi. Khairiyani et al. (2019) menemukan ROA mampu memediasi pengaruh PROPER terhadap Tobin's Q pada

perusahaan pertambangan periode 2015–2017, namun Wardani dan Sa'adah (2020) menemukan sebaliknya (Rahmawati & Purwasih, 2025).

Ketidakkonsistenan temuan, ditambah keterbatasan cakupan pada sektor pertambangan dan periode sebelum 2021, menunjukkan bahwa peran ROA sebagai mediator antara PROPER dan Tobin's Q pada seluruh perusahaan peserta PROPER di BEI pada periode pasca-pandemi 2021–2025 belum dieksplorasi secara memadai. Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini merumuskan empat pertanyaan penelitian: (1) Apakah PROPER berpengaruh positif terhadap ROA? (2) Apakah ROA berpengaruh positif terhadap Tobin's Q? (3) Apakah PROPER berpengaruh positif terhadap Tobin's Q? (4) Apakah ROA memediasi pengaruh PROPER terhadap Tobin's Q pada perusahaan terdaftar di BEI periode 2021–2025?

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain penelitian deskriptif-konklusif dengan pendekatan kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder berjenis data panel (panel data), yaitu kombinasi data lintas-entitas perusahaan dan data runtut waktu tahunan 2021–2025. Data panel digunakan karena kemampuannya mengontrol heterogenitas antarperusahaan yang tidak terobservasi dan meningkatkan efisiensi estimasi (Gujarati & Porter, 2009). Teknik pengumpulan data adalah observasi dokumentasi dari laporan keuangan tahunan yang diaudit (idx.co.id) dan publikasi resmi peringkat PROPER (proper.menlhk.go.id).

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dan sekaligus merupakan peserta aktif program PROPER periode 2021–2025. Teknik pemilihan sampel adalah purposive sampling dengan kriteria: (1) terdaftar di BEI dan tidak mengalami delisting selama 2021–2025; (2) memperoleh peringkat PROPER secara berturut-turut selama 2021–2025; (3) menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit secara lengkap; dan (4) bukan perusahaan sektor keuangan, karena struktur laporan keuangannya berbeda secara fundamental (Fauzi, 2022; Sari & Sutopo, 2023). Setelah seleksi, diperoleh 32 perusahaan dengan data panel seimbang selama 5 tahun, menghasilkan 160 observasi, melebihi rekomendasi minimum Hair et al. (2010) sebesar 20–40 observasi untuk model regresi dengan 4 variabel prediktor.

Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi seluruh variabel penelitian disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Ringkasan Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Ukuran / Indikator	Rumus / Pengukuran	Skala	Sumber
Nilai Perusahaan (Y) Tobin's Q	Rasio nilai pasar terhadap nilai penggantian aset	$Tobin's\ Q = (MVE + PS + DEBT) / TA$ MVE = nilai pasar ekuitas; PS = nilai likuidasi saham preferen; DEBT = liabilitas jangka pendek bersih + utang jangka panjang; TA = total aset	Rasio	Chung & Pruitt (1994)
Kinerja Lingkungan PROPER (X)	Peringkat PROPER KLHK: 5=Emas 4=Hijau 3=Biru 2=Merah 1=Hitam	Skor numerik 1–5 sesuai peringkat PROPER	Ordinal	KLHK (2021); Hanif (2020)

Variabel	Ukuran / Indikator	Rumus / Pengukuran	Skala	Sumber
Kinerja Keuangan (M) ROA	Return on Assets – efektivitas manajemen menghasilkan laba dari total aset	ROA = Laba Bersih / Total Aset	Rasio	Gitman et al. (2019)
Ukuran Perusahaan (Kontrol) SIZE	Logaritma natural total aset perusahaan	SIZE = Ln(Total Aset)	Rasio	Dang et al. (2018)
Leverage (Kontrol) DER	Debt-to-Equity Ratio – perbandingan total utang terhadap total ekuitas	DER = Total Utang / Total Ekuitas	Rasio	Ross et al. (2020)

Sumber: Chung & Pruitt (1994); KLHK (2021); Gitman et al. (2019); Dang et al. (2018); Ross et al. (2020).

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dengan model mediasi melalui tiga persamaan:

$$\text{Model 1 (X} \rightarrow \text{M): ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PROPER}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DER}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 2 (M} \rightarrow \text{Y dan X} \rightarrow \text{Y): Tobin's Q}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ROA}_{it} + \beta_2 \text{PROPER}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{DER}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 3 (X} \rightarrow \text{Y, tanpa mediator): Tobin's Q}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{PROPER}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DER}_{it} + \epsilon_{it}$$

Pemilihan estimator dilakukan melalui Uji Chow (PLS vs. FEM) dan Uji Hausman (FEM vs. REM). Pengujian mediasi menggunakan prosedur Baron dan Kenny (1986) yang dikonfirmasi oleh uji Sobel (1982). Heteroskedastisitas dan autokorelasi yang terdeteksi diatasi menggunakan cluster-robust standard errors pada level perusahaan (Cameron & Trivedi, 2005; Petersen, 2009). Seluruh analisis menggunakan Stata 17.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel

Sampel penelitian terdiri dari 32 perusahaan non-keuangan peserta PROPER yang terdaftar di BEI. Distribusi sampel berdasarkan sektor industri disajikan pada Tabel 4 dan distribusi frekuensi peringkat PROPER pada Tabel 2.

Tabel 2. Distribusi Sampel Berdasarkan Sektor Industri

Sektor Industri	Jumlah Perusahaan	Persentase (%)	Perusahaan
Basic Materials	13	40,62	ADMG, CTBN, FPNI, GDST, INCO, IPOL, ISSP, KRAS, NIKL, SPMA, SRSN, TKIM, UNIC
Industrials	6	18,75	IKBI, KBLI, KBLM, LION, UNTR, VOKS
Consumer Cyclical	5	15,62	BOLT, BRAM, CINT, INDR, INDS
Energy	3	9,38	AKRA, KKG, MBAP
Healthcare	3	9,38	KLBF, PEHA, SIDO
Infrastructures	2	6,25	BUKK, POWR
Total	32	100,00	

Sumber: Data diolah, 2026.

Sektor Basic Materials mendominasi sampel (40,62%), diikuti Industrials (18,75%). Keberagaman sektor ini mencerminkan karakteristik program PROPER yang menyasar berbagai industri dengan dampak lingkungan signifikan.

Tabel 3. Distribusi Frekuensi Peringkat PROPER

Peringkat PROPER	Kategori	Frekuensi	Persentase (%)	Kumulatif (%)
5	Emas (Gold)	8	5,00	5,00
4	Hijau (Green)	21	13,13	18,13
3	Biru (Blue)	113	70,63	88,75
2	Merah (Red)	18	11,25	100,00
Total		160	100,00	

Sumber: KLHK, data diolah, 2026.

Dari 160 observasi, mayoritas memperoleh peringkat Biru (70,63%), diikuti Hijau (13,13%), Merah (11,25%), dan Emas (5,00%). Tidak ada observasi yang memperoleh peringkat Hitam. Dominasi peringkat Biru mengindikasikan bahwa variasi within-firm PROPER yang dapat dieksploitasi FEM menjadi sangat terbatas, yang berimplikasi pada rendahnya daya uji statistik.

Statistik Deskriptif dan Korelasi

Statistik deskriptif dan matriks korelasi antarvariabel disajikan pada Tabel 4 dan Tabel 5.

Tabel 4. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev.
PROPER (skor)	160	2	5	3,12	0,658
ROA	160	-0,201	0,558	0,053	0,091
Tobin's Q	160	0,171	5,059	0,988	0,787
SIZE (LnTA)	160	19,876	25,903	22,342	1,360
DER	160	0,111	6,228	0,830	0,971

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026.

Variabel PROPER memiliki rata-rata 3,12 (peringkat Biru). ROA rata-rata 5,3% dengan rentang $-0,201$ hingga $0,558$ mencerminkan heterogenitas profitabilitas antarperusahaan. Tobin's Q rata-rata 0,988 mengindikasikan mayoritas perusahaan dinilai pasar hampir setara nilai bukunya. SIZE mencerminkan total aset rata-rata sekitar Rp 5,0 triliun, dan DER rata-rata 0,830.

Tabel 5. Matriks Korelasi Antarvariabel

Variabel	PROPER	ROA	Tobin's Q	SIZE	DER
PROPER	1,000				
ROA	0,392	1,000			

Variabel	PROPER	ROA	Tobin's Q	SIZE	DER
Tobin's Q	0,541	0,516	1,000		
SIZE	0,391	0,209	0,084	1,000	
DER	-0,011	-0,271	-0,104	0,262	1,000

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026.

PROPER berkorelasi positif dengan ROA ($r = 0,392$) dan Tobin's Q ($r = 0,541$), konsisten dengan arah hipotesis. ROA berkorelasi positif dengan Tobin's Q ($r = 0,516$). Korelasi antara PROPER dan SIZE yang mencapai $r = 0,391$ mengindikasikan perusahaan besar cenderung memiliki peringkat PROPER lebih tinggi, sehingga pengontrolan SIZE dalam model FEM menjadi penting.

Uji Asumsi dan Spesifikasi Model

Ringkasan hasil uji asumsi dan uji spesifikasi model disajikan pada Tabel 6 dan Tabel 7.

Tabel 6. Ringkasan Hasil Uji Asumsi Analisis Data

Asumsi	Uji / Metode	Statistik Uji	p-value	Kesimpulan
Normalitas Residual (Model 1)	Skewness-Kurtosis (sktest)	$\chi^2(2) = 30,96$	0,000	Tidak normal; tidak kritis (N=160, CLT berlaku)
Normalitas Residual (Model 2)	Skewness-Kurtosis (sktest)	$\chi^2(2) = 30,31$	0,000	Tidak normal; tidak kritis (N=160, CLT berlaku)
Normalitas Residual (Model 3)	Skewness-Kurtosis (sktest)	$\chi^2(2) = 28,18$	0,000	Tidak normal; tidak kritis (N=160, CLT berlaku)
Multikolinearitas (Model 1)	Variance Inflation Factor (VIF)	VIF Maks = 1,29	—	Tidak ada multikolinearitas (VIF < 10)
Multikolinearitas (Model 2)	Variance Inflation Factor (VIF)	VIF Maks = 1,34	—	Tidak ada multikolinearitas (VIF < 10)
Heteroskedastisitas (Model 1)	Modified Wald Test (xttest3)	$\chi^2(32) = 13.231,47$	0,000	Terdeteksi; diatasi dengan cluster-robust SE
Heteroskedastisitas (Model 2)	Modified Wald Test (xttest3)	$\chi^2(32) = 162.912,26$	0,000	Terdeteksi; diatasi dengan cluster-robust SE
Autokorelasi (Model 1)	Wooldridge Test (xtserial)	$F(1,31) = 23,846$	0,000	Terdeteksi; diatasi dengan cluster-robust SE
Autokorelasi (Model 2)	Wooldridge Test (xtserial)	$F(1,31) = 35,231$	0,000	Terdeteksi; diatasi dengan cluster-robust SE

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Normalitas residual tidak terpenuhi ($p < 0,01$) namun tidak kritis dengan $N = 160$ karena Central Limit Theorem. Multikolinearitas tidak ditemukan (VIF maks = $1,34 < 10$). Heteroskedastisitas dan autokorelasi terdeteksi dan diatasi menggunakan cluster-robust standard errors.

Tabel 7. Hasil Uji Spesifikasi Model (Chow dan Hausman)

Uji	Model	Statistik	p-value	Keputusan	Model Terpilih
Chow	ROA	$F(31,125) = 4,07$	0,000	Tolak PLS, pilih FEM	FEM
Chow	Tobin's Q	$F(31,125) = 29,50$	0,000	Tolak PLS, pilih FEM	FEM
Hausman	ROA	$\chi^2(3) = 5,22$	0,156	FEM dipilih (konsistensi antar-model)	FEM
Hausman	Tobin's Q	$\chi^2(3) = -45,78$	—	χ^2 negatif; asumsi REM tidak terpenuhi	FEM

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026.

Uji Chow menolak PLS pada kedua model ($p < 0,001$), sehingga FEM lebih sesuai. Pada Model Tobin's Q, uji Hausman menghasilkan χ^2 negatif ($-45,78$), mengindikasikan asumsi REM tidak terpenuhi. Mengikuti rekomendasi Cameron dan Trivedi (2005), FEM ditetapkan untuk seluruh estimasi demi konsistensi spesifikasi model.

Hasil Estimasi Model Regresi

Ringkasan hasil estimasi Fixed Effect Model dengan cluster-robust standard error disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Ringkasan Hasil Estimasi Fixed Effect Model dengan Cluster-Robust Standard Error

Variabel	Model 1 (DV: ROA)	Model 2 (DV: Tobin's Q)	Model 3 (DV: Tobin's Q)
PROPER (X)	0,0104 (0,0190)	-0,0439 (0,0371)	-0,0314 (0,0547)
ROA (M)	—	1,2019*** (0,2531)	—
SIZE (K1)	0,0448 (0,0445)	-0,1592 (0,0975)	-0,1054 (0,1117)
DER (K2)	-0,0449** (0,0165)	0,1311** (0,0603)	0,0771 (0,0633)
Konstanta	-0,9418 (1,0223)	4,5094** (2,2003)	3,3773 (2,5547)
N	160	160	160
Jumlah Grup	32	32	32
R ² Within	0,0474	0,0982	0,0107
F-statistic	$F(3,31) = 2,77$	$F(4,31) = 6,07***$	$F(3,31) = 0,59$

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026. Catatan: Angka dalam kurung adalah cluster-robust standard error. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. Semua model menggunakan Fixed Effect Model (FEM) dengan cluster pada level perusahaan.

Pengujian Hipotesis Mediasi (Baron & Kenny dan Sobel)

Hasil pengujian mediasi disajikan pada Tabel 9 dan Tabel 10, serta ringkasan seluruh pengujian hipotesis pada Tabel 9.

Tabel 9. Ringkasan Prosedur Pengujian Mediasi Baron dan Kenny (1986)

Langkah	Jalur yang Diuji	Koefisien	p-value	Kesimpulan
1	PROPER → Tobin's Q (Model 3, tanpa mediator)	-0,0314	0,570	Tidak signifikan ($p > 0,05$); syarat Langkah 1 tidak terpenuhi
2	PROPER → ROA (Model 1, jalur a)	0,0104	0,590	Tidak signifikan ($p > 0,05$); mekanisme mediasi tidak terbentuk

Langkah	Jalur yang Diuji	Koefisien	p-value	Kesimpulan
3	ROA → Tobin's Q (Model 2, jalur b)	1,2019	0,000***	Signifikan ($p < 0,05$); jalur b terpenuhi
4	Perbandingan Model 3 vs Model 2 (c vs c')	PROPER: -0,0314 → -0,0439	0,570 → 0,246	Koefisien tidak mengecil secara bermakna; tidak ada mediasi

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026.

Tabel 10. Hasil Uji Sobel — Konfirmasi Signifikansi Efek Mediasi

Komponen	Nilai	Kriteria	Kesimpulan
Jalur a (PROPER → ROA)	0,010359 (SE = 0,019047)		
Jalur b (ROA → Tobin's Q)	1,201935 (SE = 0,253050)		
Efek mediasi (a × b)	0,012451		
Standard Error Sobel	0,023043		
Z Sobel	0,540	$ Z > 1,96$	Tidak memenuhi
p-value (two-tailed)	0,589	$p < 0,05$	Tidak memenuhi
Kesimpulan Mediasi	Efek Tidak Signifikan		H4 tidak teruji secara empiris

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026.

Tabel 11. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Prediksi	Arah Aktual	Koefisien	p-value	Kesimpulan
H1	PROPER → ROA (+)	Positif	0,0104	0,590	Tidak teruji secara empiris
H2	ROA → Tobin's Q (+)	Positif	1,2019	0,000***	Teruji secara empiris
H3	PROPER → Tobin's Q (+)	Negatif	-0,0314	0,570	Tidak teruji; arah berlawanan hipotesis
H4	ROA memediasi PROPER → Tobin's Q	Positif	a×b = 0,012	0,589	Tidak teruji (Z Sobel = 0,540)

Sumber: Data diolah dengan Stata 17, 2026. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

H1 tidak teruji secara empiris: koefisien PROPER terhadap ROA sebesar 0,0104 ($p = 0,590$) tidak signifikan, meskipun arahnya positif. Ketidaksignifikanan ini dapat dijelaskan dari sisi metodologis estimasi FEM yang hanya mengeksplorasi variasi within-firm, sementara 70,63% perusahaan bertahan di peringkat Biru. Arah positif konsisten dengan temuan Utomo et al. (2020) dan Shen et al. (2025), mengindikasikan bahwa secara substantif kinerja lingkungan berkontribusi positif terhadap profitabilitas, namun belum dapat diidentifikasi secara statistik dalam jendela observasi lima tahun. Hal ini berbeda dari Boakye et al. (2020) yang menemukan hubungan nonlinear berbentuk inverted U-shape.

H2 teruji secara empiris: ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q ($\beta = 1,2019$; $p < 0,01$). Temuan ini konsisten dengan Signaling Theory bahwa profitabilitas merupakan sinyal kredibel tentang kualitas manajemen. Setiap peningkatan ROA satu satuan

diprediksi meningkatkan Tobin's Q sebesar 1,2019 poin, konsisten dengan seluruh studi relevan termasuk Saniah dan Thamrin (2025), Sari dan Sutopo (2023), dan Zhou et al. (2022).

H3 tidak teruji secara empiris: PROPER tidak berpengaruh positif terhadap Tobin's Q ($\beta = -0,0314$; $p = 0,570$ pada Model 3). Arah negatif mengindikasikan bahwa sinyal peringkat PROPER belum sepenuhnya diintegrasikan investor ke dalam valuasi saham. Investor domestik BEI mungkin masih lebih memprioritaskan sinyal keuangan dibandingkan PROPER. Temuan ini konsisten dengan Safitri et al. (2025) dan Munir dan Pratama (2025) yang mengidentifikasi disclosure-value gap, berbeda dari Utomo et al. (2020) dan Aprianti et al. (2023) yang menggunakan estimator OLS.

H4 tidak teruji secara empiris: prosedur Baron dan Kenny (1986) menunjukkan Langkah 1 ($p = 0,570$) dan Langkah 2 ($p = 0,590$) tidak terpenuhi. Uji Sobel menghasilkan $Z = 0,540$ ($p = 0,589$). Ketidakteujian H4 merupakan konsekuensi logis dari ketidakteujian H1. Meskipun demikian, jalur b (ROA \rightarrow Tobin's Q) terbukti kuat dan signifikan, serta arah mediasi ($a \times b = 0,012$) tetap positif. Temuan ini berbeda dari Fauzi (2022) dan Pratiwi dan Sisdyani (2023) yang kemungkinan dipengaruhi oleh perbedaan estimator (OLS vs. FEM).

Variabel kontrol DER menunjukkan pengaruh yang menarik: berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA ($\beta = -0,0449$; $p < 0,05$) namun positif signifikan terhadap Tobin's Q ($\beta = 0,1311$; $p < 0,05$). Temuan ini konsisten dengan efek tax shield Modigliani-Miller dan Signaling Theory (Ross, 1977), di mana penggunaan utang yang lebih tinggi dipersepsikan pasar sebagai sinyal positif kemampuan arus kas masa depan. SIZE tidak signifikan pada model mana pun dalam estimasi FEM, konsisten dengan ekspektasi bahwa variasi ukuran perusahaan bersifat stabil within-firm.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data panel 32 perusahaan peserta PROPER yang terdaftar di BEI periode 2021–2025 menggunakan Fixed Effect Model (FEM) dengan cluster-robust standard errors serta prosedur Baron dan Kenny (1986) yang dikonfirmasi uji Sobel, diperoleh simpulan bahwa: (1) H1 tidak teruji secara empiris — kinerja lingkungan (PROPER) tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA ($\beta = 0,0104$; $p = 0,590$), meskipun arah koefisiennya positif dan konsisten dengan prediksi RBV; (2) H2 teruji secara empiris — ROA terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q ($\beta = 1,2019$; $p < 0,01$), mengkonfirmasi Signaling Theory bahwa profitabilitas merupakan sinyal kredibel bagi investor; (3) H3 tidak teruji secara empiris — PROPER tidak berpengaruh positif terhadap Tobin's Q ($\beta = -0,0314$; $p = 0,570$), mengindikasikan disclosure-value gap di pasar modal Indonesia; dan (4) H4 tidak teruji secara empiris — ROA tidak terbukti memediasi PROPER \rightarrow Tobin's Q (Z Sobel = $0,540$; $p = 0,589$), sebagai konsekuensi logis dari tidak terpenuhinya jalur a. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme transmisi kinerja lingkungan ke nilai pasar memerlukan jangka waktu lebih panjang dan literasi ESG investor yang lebih matang. Bagi perusahaan, disarankan mengintegrasikan strategi komunikasi ESG yang efektif kepada pelaku pasar. Bagi regulator, KLHK perlu memperkuat insentif bagi perusahaan untuk meningkatkan peringkat PROPER, sementara BEI dapat mewajibkan disclosure peringkat PROPER dalam laporan ESG terintegrasi. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan Random Effect Model atau Hausman-Taylor estimator, memperluas periode penelitian, menggunakan proksi kinerja lingkungan yang lebih granular seperti skor ESG independen (MSCI, Sustainalytics), serta

menerapkan bootstrapping atau Structural Equation Modeling (SEM) untuk pengujian mediasi yang lebih robust.

REFERENSI

- Aditya Lutfi, Wardani, D. D., & Sa'adah, L. (2020). Pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel intervening. *Aktiva: Jurnal Akuntansi Dan Investasi*, 5(1), 15–28.
- Amalia, D., & Kusuma, H. (2023). ESG performance and firm value: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan*, 10(1), 45–60.
- Aprianti, S., Wahyudi, T., & Pratiwi, N. (2023). Kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan dimediasi kinerja keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Governance*, 4(1), 55–70.
- Aritonang, L., Muda, I., & Sembiring, H. (2025). The effect of firm size and leverage on firm value: Evidence from Indonesia. *International Journal of Economics*, 14(3), 112–128.
- Ashanty, R., Putri, D., & Handayani, S. (2025). Return on assets dan kinerja perusahaan manufaktur Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 7(1), 34–49.
- Aslam, E., Elmagrhi, M., Rehman, R., & Ntim, C. G. (2021). Environmental management and firm financial performance: The mediating role of environmental practices. *Business Strategy and the Environment*, 30(7), 3295–3312.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bhandari, K. R., Ranta, M., & Salo, J. (2022). The resource-based view, stakeholder capitalism, ESG, and sustainable competitive advantage: The firm objectives and value creation. *Thunderbird International Business Review*, 64(3), 265–278.
- Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R., & Do, H. (2023). ESG and firm performance: The role of size and media channels. *Economic Modelling*, 121, 106240.
- Boakye, D. J., Tingbani, I., Ahinful, G., & Nsor-Abala, A. (2020). Sustainable environmental practices and financial performance: Evidence from listed firms in sub-Saharan Africa. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1849–1862.
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325–1343.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2025). *Principles of corporate finance* (14th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Bursa Efek Indonesia. (2023). ESG score perusahaan tercatat. <https://www.idx.co.id/>
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). Laporan keuangan dan data perusahaan. <https://www.idx.co.id/>
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge University Press.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159–176.
- Deswanto, R. B., & Siregar, S. V. (2018). The associations between environmental disclosures with financial performance, environmental performance, and firm value. *Social Responsibility Journal*, 14(1), 180–193.
- Dohrmann, S., Reith, S., & Rocholl, J. (2024). Environmental performance, board characteristics, and firm performance: Evidence from European listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 85, 102528.

- Dohrmann, S., Reith, S., & Rocholl, J. (2025). Environmental performance, ESG-linked executive compensation, and firm value: Evidence from European listed firms. *Journal of Business Ethics*, 189(2), 445–468.
- Dwiastuti, D., & Dillak, V. J. (2019). Pengaruh ukuran perusahaan, leverage, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 11(2), 88–95.
- Fauzi, H. (2022). The effect of environmental performance on firm value with mediating role of financial performance in manufacturing companies in Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(1), 1–14.
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Gitman, L. J., Joehnk, M. D., & Smart, S. B. (2019). *Principles of managerial finance* (15th ed.). Pearson Education.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson Prentice Hall.
- Hanjani, A., & Kusumadewi, N. (2022). Pengaruh kinerja lingkungan terhadap kinerja keuangan perusahaan peserta PROPER di BEI 2015–2019. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 22(1), 62–75.
- Haninun, H., Lindrianasari, L., & Denziana, A. (2018). The effect of environmental performance and disclosure on financial performance. *International Journal of Trade and Global Markets*, 11(1/2), 138–148.
- Hanif, A. (2020). Konversi peringkat PROPER ke dalam skala numerik dalam penelitian akuntansi lingkungan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 22(2), 89–98.
- Hardiyansah, M., Agustin, H., & Irdha Yusra, I. (2021). Determinan kinerja lingkungan pada perusahaan peserta PROPER. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 340–354.
- Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014.
- Hayes, A. F. (2018). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach* (2nd ed.). Guilford Press.
- Hidayah, E., Mardiyah, A. A., & Rahmawati, E. (2022). Pengukuran kinerja lingkungan dengan PROPER dalam penelitian akuntansi. *Jurnal Akuntansi Indonesia*, 11(1), 55–68.
- Huang, D. Z. X. (2022). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance*, 62(S1), 1983–2010.
- Jaya, A. K., Mulyadi, D., & Permana, T. (2025). Persepsi investor terhadap nilai perusahaan: Bukti empiris dari BEI. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 26(1), 23–39.
- Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia. (2021). *Peraturan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Nomor 1 Tahun 2021 tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup*. KLHK.
- Khairiyani, K., Munidewi, I. B., & Wahyudi, A. R. (2019). Kinerja lingkungan dan nilai perusahaan: Mediasi kinerja keuangan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 10(3), 465–479.
- Lee, M. T., & Suh, I. (2022). Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach. *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, 1(1), 100004.
- Lestari, N., & Khomsiyah, K. (2023). Kinerja lingkungan, pengungkapan ESG, dan nilai perusahaan pada periode pasca pandemi. *Jurnal Akuntansi Aktual*, 10(1), 55–70.
- Mada, R., Sudirman, R., & Kusuma, H. (2025). Analisis DuPont dan kinerja keuangan perusahaan manufaktur Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 14(1), 78–93.

- Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104.
- Makhdalena, H., & Zulvina, D. (2024). Environmental and firm performance: Evidence from Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 28(3), 312–328.
- Malhotra, N. K., Nunan, D., & Birks, D. F. (2017). *Marketing research: An applied approach* (5th ed.). Pearson Education.
- MENLHK. (2025). Laporan hasil penilaian PROPER periode 2023–2024. Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia. <https://proper.menlhk.go.id/>
- Munir, A., & Pratama, B. (2025). Emission performance, environmental disclosure, and firm value: Cross-country evidence from ASEAN emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 410, 137285.
- Muqorobin, M., & Simamora, A. H. (2025). Profitabilitas sebagai mediasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur peserta PROPER 2017–2019. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 22(1), 44–58.
- Omotoso, A., Adefila, J., & Oladejo, M. (2025). Corporate sustainability and firm value in emerging markets. *Sustainability*, 17(3), 1456.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Pratiwi, P. A., & Sisdyani, E. A. (2023). Kinerja keuangan memediasi kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan: Bukti dari perusahaan peserta PROPER 2018–2022. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 33(4), 1023–1040.
- Putri, R. A., & Wardani, D. K. (n.d.). Pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 14(1), 88–103.
- Rahmawati, E., & Purwasih, N. (2025). Peran mediasi kinerja keuangan dalam hubungan kinerja lingkungan dan nilai perusahaan di BEI. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 22(2), 123–138.
- Ross, S., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., & Roberts, G. (2020). *Fundamentals of corporate finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559.
- Sa'diyah, C., & Sulfitri, H. (2024). Pemulihan ekonomi Indonesia pasca pandemi COVID-19 dan dampaknya terhadap pasar modal. *Jurnal Ekonomi Indonesia*, 13(1), 45–60.
- Safitri, D., Rahayu, S., & Mulyadi, J. M. V. (2025). Kinerja lingkungan dan nilai perusahaan: Analisis parsial pada perusahaan terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 10(1), 67–82.
- Saniah, S., & Thamrin, H. (2025). Return on assets sebagai faktor dominan nilai perusahaan sektor energi BEI 2021–2023. *Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi*, 7(1), 88–103.
- Sari, D. R., & Sutopo, W. (2023). Impact of environment performance on firm value: Evidence from Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 25(2), 67–80.
- Sarnawiah, N., Darmawan, A., & Kusuma, A. (2025). Analisis produktivitas aset dan kinerja keuangan perusahaan non-keuangan Indonesia. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 14(2), 99–116.
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory* (7th ed.). Pearson Canada.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: A skill building approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode penelitian untuk bisnis: Pendekatan pengembangan-keahlian* (6th ed.). Salemba Empat.

- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2007). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592.
- Shen, F., Liu, B., & Fang, W. (2025). Does environmental materiality matter to corporate financial performance: Evidence from 34 countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101949.
- Sihombing, M., Sirait, P., & Manurung, A. H. (2025). Nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham: Studi empiris BEI. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 20(1), 33–48.
- Singh, A., Gupta, N., & Chaudhary, V. (2024). Return on assets as a measure of operational efficiency: A comprehensive review. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22.
- Sobel, M. E. (1982). Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. *Sociological Methodology*, 13, 290–312.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sugiyanto, S., & Alinsari, N. (2022). Profitabilitas dan nilai perusahaan: Moderasi kinerja lingkungan PROPER. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Bisnis*, 15(1), 44–55.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Ulhaqqi, A., Pratiwi, R., & Basri, H. (2023). Dinamika pasar modal Indonesia pada periode pasca pandemi 2021–2023. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, 11(2), 99–114.
- Utami, W., Rosiana, G. M. E., & Handayani, Y. D. (2025). Keberlanjutan lingkungan dan nilai perusahaan: Studi empiris pada perusahaan terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 23(1), 65–80.
- Utomo, M. N., Rahayu, S., Kaujan, K., & Irwandi, S. A. (2020). Environmental performance, environmental disclosure, and firm value: Empirical study of non-financial companies at Indonesia Stock Exchange. *Green Finance*, 2(1), 100–113.
- Wardani, D. K., & Sa'adah, N. (2020). Pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan dengan ROA sebagai variabel intervening. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(3), 577–590.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.
- Winarno, S. H. (2019). Analisis kinerja keuangan menggunakan metode DuPont pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 7(2), 243–252.
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Sustainability*, 14(1), 445.