Jurnal Maneksi (Management Ekonomi Dan Akuntansi)
e-ISSN: 2597-4599
Volume 15 No.04, Desember 2026
Journal Home Page: https://ejournal-polnam.ac.id/index.php/JurnalManeksi
DOI: https://doi.org/10.31959/jm.v15i4.4152
Page: 2279-2290

ENVIRONMENTAL DISCLOSURE, OPERATING CASH FLOW DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR CONSUMER NON-CYCLICALS DI INDONESIA

Talitha Farah Syahada[1)], Risky Budianto[2)]

[1,2] Faculty of Economics and Business, Surabaya State University, Surabaya
[1] talitha.23369@mhs.unesa.ac.id (*), [2] riskybudianto@unesa.ac.id

ARTICLE HISTORY
Received:
November 01, 2026
Revised
November 12, 2026
Accepted:
November 15, 2026
Online available:
November 15, 2026

Keywords:
Consumer goods non-cyclicals, Environmental disclosure, Firm value, Operating cash flow, Tobin's Q.

*Correspondence:
Name: Talitha Farah Syahada
E-mail:
talitha.23369@mhs.unesa.ac.id

Editorial Office
Ambon State Polytechnic
Center for Research and Community Service
Ir. M. Putuhena Street, Wailela-Rumahtiga, Ambon
Maluku, Indonesia
Postal Code: 97234

ABSTRACT

Introduction: *The consumer non-cyclicals sector plays a significant role in contributing to Indonesia's Gross Domestic Product (GDP). Nevertheless, firm value in this sector continues to experience fluctuations. Theoretically, environmental disclosure and operating cash flow are expected to contribute to higher firm value; however, previous empirical studies have reported inconsistent findings. Therefore, this study examines the effect of environmental disclosure and operating cash flow on the firm value of consumer goods companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2022–2025 period.*

Methods: *This study adopts a quantitative approach using regression analysis on a balanced panel dataset consisting of 42 companies over four years, resulting in 168 observations. Firm value is measured using Tobin's Q, environmental disclosure is evaluated through the GRI 300 index, and operating cash flow is measured by the ratio of operating cash flow to total assets. Return on assets, leverage, and firm size are included as control variables.*

Results: *The findings reveal that environmental disclosure has a significant negative effect on firm value, whereas operating cash flow has no significant effect. The F-test indicates that all independent and control variables simultaneously have a significant effect on firm value, with an Adjusted R^2 of 0.868.*

Conclusion and suggestion: These findings suggest that the market does not yet fully value environmental disclosure as a positive indicator. Theoretically, this study deepens the understanding that the relationship between environmental information, financial data, and firm value is highly contextual. Practically, companies should improve the quality and reliability of their environmental disclosures, while investors are encouraged to evaluate firms holistically by considering both environmental and financial factors.

This is an open-access article under the CC BY license (https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

PENDAHULUAN

Industri barang konsumsi (*non-cyclicals*) memiliki peran strategis dalam mendukung perekonomian Indonesia. Data Badan Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa industri pengolahan, yang di dalamnya mencakup subsektor barang konsumsi, menjadi kontributor terbesar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) nasional dengan persentase sebesar 19,15% pada Triwulan III tahun 2025 (Badan Pusat Statistik, 2025). Subsektor makanan dan minuman mengalami pertumbuhan tahunan yang konsisten dari 4,47% pada 2023 menjadi 7,04% pada Triwulan I-2026, sementara subsektor kimia, farmasi, dan obat tradisional meningkat dari 0,11% menjadi 7,41% dalam rentang waktu tersebut (Badan Pusat Statistik, 2026). Namun, di balik kontribusi signifikan itu, nilai perusahaan dalam sektor ini masih mengalami fluktuasi yang tidak stabil. Rata-rata *Price to Book Value* (PBV) di sektor barang konsumsi mengalami penurunan dari 5,81 pada 2019 menjadi 3,63 pada 2023 disebabkan oleh persaingan yang ketat serta perlambatan pertumbuhan ekonomi (Hermawan & Purwanti, 2026). Keadaan ini menunjukkan bahwa walaupun sektor ini memiliki basis ekonomi yang solid, perusahaan-perusahaan yang ada di dalamnya masih mengalami tekanan sehingga belum mampu menghasilkan nilai perusahaan yang stabil dan konsisten.

Dalam beberapa tahun terakhir, paradigma bisnis global telah mengalami transformasi besar, di mana keberhasilan perusahaan tidak hanya dinilai dari laba finansial, tetapi juga seberapa baik perusahaan dapat melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan (Rahim et al., 2022). Pengungkapan lingkungan merupakan salah satu instrumen penting dalam dunia bisnis modern karena mencerminkan keterbukaan dan tanggung jawab perusahaan dalam menyampaikan informasi kepada para pemangku kepentingan (Rabaya & Saleh, 2021). Di samping informasi non-keuangan, kondisi keuangan perusahaan juga menjadi faktor yang perlu diperhatikan. Arus kas operasional yang positif dan konsisten menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas utamanya serta menghasilkan kas, sehingga dapat memengaruhi penilaian investor terhadap kondisi dan prospek Perusahaan (Meliana et al., 2022). Akan tetapi, studi empiris mengenai dampak kedua variabel itu terhadap nilai perusahaan masih memperlihatkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian sebelumnya cenderung menguji pengaruh pengungkapan lingkungan dan arus kas operasi secara terpisah.

Penelitian ini memiliki pembeda dari studi terdahulu, terutama dalam hal penggabungan dua aspek yang berbeda ke dalam satu model penelitian. Pengungkapan lingkungan merepresentasikan aspek non-keuangan, sedangkan arus kas operasi mencerminkan kondisi keuangan perusahaan. Keduanya dianalisis secara bersamaan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, berbeda dengan penelitian sebelumnya yang cenderung menguji kedua variabel tersebut secara terpisah. Kedua, dalam hal pengukuran, studi ini menerapkan indeks *Global Reporting Initiative* (GRI) 300 series melalui analisis konten untuk menilai pengungkapan lingkungan, serta memanfaatkan *Tobin's Q* sebagai indikator nilai perusahaan (Mahmood et al., 2025), yang lebih menyeluruh karena melibatkan faktor utang dalam perhitungannya. Dari aspek teoretis, penelitian ini memadukan *Signaling Theory* dan *Stakeholder Theory* sebagai landasan untuk menjelaskan bagaimana informasi keuangan maupun non-keuangan dapat memengaruhi nilai perusahaan. Sementara itu, dari sisi objek dan periode penelitian, kajian ini berfokus pada perusahaan sektor barang konsumsi (*non-cyclicals*) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2022–2025. Pilihan sektor dan periode ini sangat penting karena sektor ini memiliki kontribusi besar terhadap perekonomian, memiliki operasional yang berkelanjutan, serta menghadapi tekanan lingkungan dan persaingan bisnis yang tinggi. Selain itu, periode 2022–2025 menunjukkan fase terkini dengan pemulihan ekonomi pasca pandemi COVID-19 serta tren investasi *ESG* yang semakin meningkat.

Penelitian ini bertujuan menguji secara empiris pengaruh pengungkapan lingkungan dan arus kas operasi terhadap nilai perusahaan sektor barang konsumsi (*non-cyclicals*) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025. Dari sisi akademis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian akuntansi keuangan dan keberlanjutan melalui penerapan *Signaling Theory* dan *Stakeholder Theory* dalam menjelaskan pengaruh informasi keuangan dan non-keuangan terhadap nilai perusahaan. Dari sisi praktis, temuan penelitian diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen dalam meningkatkan kualitas pengungkapan lingkungan dan mengoptimalkan pengelolaan arus kas operasi. Selain itu, hasil penelitian dapat membantu investor mengevaluasi perusahaan dengan mempertimbangkan kondisi keuangan dan tanggung jawab lingkungannya sebelum mengambil keputusan investasi.

Dengan demikian, penelitian ini diharapkan memberikan manfaat bagi pengembangan literatur sekaligus mendukung praktik bisnis dan pengambilan keputusan investasi.

KAJIAN PUSTAKA

Signaling theory dan Stakeholder theory

Secara teori, keterkaitan antara pengungkapan lingkungan dan nilai perusahaan dapat diuraikan melalui teori sinyal. Teori ini menegaskan bahwa perusahaan memiliki akses ke informasi internal yang lebih baik daripada pihak luar, sehingga pengungkapan informasi lingkungan yang akan berfungsi sebagai sinyal positif untuk investor mengenai kualitas manajemen risiko serta prospek keberlangsungan perusahaan (Hardiningsih et al., 2024). Sinyal ini diharapkan mampu mengurangi ketidakseimbangan informasi dan meningkatkan kepercayaan para investor dalam mengambil keputusan investasi, yang pada akhirnya berdampak pada kenaikan nilai perusahaan.

Pengungkapan lingkungan dapat memengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan citra dan kepercayaan publik. Penyampaian informasi lingkungan secara terbuka menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis berkelanjutan, sehingga berpotensi memperkuat reputasi di mata investor dan masyarakat. Selain itu, transparansi tersebut dapat membantu perusahaan memperoleh penerimaan sosial serta mengurangi kesenjangan informasi antara pihak manajemen dan pemangku kepentingan eksternal (Hardiningsih et al., 2024). Namun, di sisi yang lain, terdapat biaya penerapan. Kegiatan pengungkapan lingkungan memerlukan sumber daya, seperti biaya untuk mengumpulkan data dan mengelola limbah, yang jika tidak sebanding dengan keuntungan yang didapat, dapat mengurangi profitabilitas jangka pendek perusahaan.

Berdasarkan *Signaling Theory*, arus kas operasi (*operating cash flow*) yang bernilai positif dan stabil dapat mencerminkan kondisi operasional perusahaan yang sehat. Arus kas yang terjaga menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas utamanya, sekaligus mendukung ketersediaan likuiditas untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Di samping itu, arus kas operasional yang signifikan memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan untuk berinvestasi dalam proyek baru, serta membagikan dividen tanpa harus bergantung pada pinjaman (Nikbakht, 2024). Kondisi ini memberikan sinyal baik mengenai prospek perusahaan di masa depan, yang pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan (Cosma et al., 2025).

Di sisi lain, teori pemangku kepentingan memberikan sudut pandang yang mendukung. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab terhadap pemegang saham secara adil Fernando et al. (2024), tidak hanya pemegang saham tetapi juga kepada seluruh pemangku kepentingan, seperti konsumen, pemasok, masyarakat, dan pemerintah (Hardiningsih et al., 2024). Dalam konteks ini, pengungkapan lingkungan adalah cara untuk memenuhi hak pemangku kepentingan terhadap informasi tentang dampak lingkungan dari kegiatan operasional perusahaan. Pengungkapan yang jelas dapat menciptakan legitimasi dan kepercayaan masyarakat, yang pada akhirnya berkontribusi pada nilai perusahaan (Cai et al., 2024).

Di samping itu, dari sudut pandang teori pemangku kepentingan, arus kas operasi (OCF) yang baik juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi tanggung jawabnya kepada semua pemangku kepentingan. Arus kas operasi yang stabil mencerminkan likuiditas yang positif, sehingga perusahaan mampu membayar gaji karyawan, menyelesaikan utang kepada pemasok, dan membagikan dividen kepada pemegang saham (Nikbakht, 2024). Kemampuan untuk melaksanakan kewajiban ini akan memperkuat kepercayaan para pemangku kepentingan, yang pada akhirnya berdampak pada kenaikan nilai perusahaan (Cosma et al., 2025).

Hasil Penelitian Terdahulu dan Hipotesis

Hardiningsih et al. (2024) dan Arevalo et al. (2025) menunjukkan bahwa pengungkapan lingkungan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Hidayat et al. (2023) dan Sayuti et al. (2025) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Menariknya, beberapa penelitian seperti Fadmaulida & Putra (2024) dan (Zakiy & Murtanto, 2026) menemukan bahwa *environmental disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebagai tambahan, arus kas operasional ditemukan memberikan dampak positif oleh Nikbakht (2024)

dan Cosma et al. (2025), namun tidak signifikan menurut Le (2023) dan berpengaruh negatif menurut (Wicaksana et al., 2025). Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: *Environmental disclosure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H2: *Operating cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menerapkan metode kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif untuk menguji hubungan antara pengungkapan lingkungan, arus kas operasi, dan nilai perusahaan. Objek yang dianalisis adalah perusahaan sektor barang konsumsi (*non-cyclicals*) yang diklasifikasikan berdasarkan kategori sektor Bursa Efek Indonesia (BEI). Penetapan populasi dilakukan dengan menelusuri daftar emiten pada laman resmi BEI (www.idx.co.id), khususnya perusahaan yang termasuk dalam sektor tersebut selama periode 2022–2025. Selanjutnya, pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan mempertimbangkan sejumlah kriteria sebagai berikut (Pujiono et al., 2023): (1) perusahaan sektor industri barang konsumsi *(non-cyclicals*) yang terdaftar secara berturut-turut di BEI selama periode 2022–2025, (2) perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan, laporan tahunan (*annual report*), dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) secara lengkap dan berkesinambungan selama periode penelitian; serta (3) perusahaan yang memiliki kelengkapan data untuk seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian.

Kriteria pengecualian dalam penelitian ini ditentukan untuk kevalidan data dan kesesuaian model analisis. Pertama, perusahaan yang tidak terdaftar secara berurutan atau memiliki data yang tidak lengkap dihapus untuk membentuk data panel yang seimbang. Kedua, perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan (*annual report*) dihilangkan karena laporan tersebut adalah sumber utama informasi kuantitatif. Dari laporan tahunan inilah data yang digunakan untuk menghitung variabel dependen (*Tobin's Q*), variabel independen *operating cash flow* (OCF) yang bersumber dari laporan arus kas, serta variabel kontrol (*ROA, leverage*, dan ukuran perusahaan) diperoleh. Ketiga, kewajiban untuk menyusun laporan keberlanjutan dan mengadopsi standar *Global Reporting Initiative* (GRI) 300 series bersifat wajib karena laporan tersebut merupakan sumber data dan GRI adalah instrumen untuk menghitung skor pengungkapan lingkungan (Sayuti et al., 2025), tanpa keduanya skor pengungkapan lingkungan tidak dapat diukur secara akurat.

Tabel 1
Pemilihan Sampel Melalu*i Purposive Sampling*

Kriteria Sampel	Satuan Perusahaan	Satuan Periode
Perusahaan sektor industri barang konsumsi *(non-cyclicals*) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	133	532
Perusahaan yang tidak terdaftar secara berturut-turut periode 2022-2025	(36)	(144)
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan tahunan *(annual report)* secara berturut-turut periode 2022-2025	(5)	(20)
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keberlanjutan *(sustainability report)* secara berturut-turut selama periode 2022-2025	(9)	(36)
Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap untuk seluruh data	(2)	(8)
Perusahaan yang tidak menggunakan standar GRI pada laporan keberlanjutan *(sustainability report)*	(39)	(156)
Jumlah sampel perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	**42**	**168**

Sumber: Data Diolah Peneliti, 2026

Berdasarkan kriteria itu, ditemukan 42 perusahaan sebagai sampel dengan periode pengamatan empat tahun, sehingga total observasi dalam penelitian ini mencapai 168 data panel seimbang. Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan, laporan tahunan, serta laporan keberlanjutan yang dipublikasikan (Sujarweni, 2023), diakses melalui situs resmi BEI www.idx.co.id dan website resmi setiap perusahaan. Data dikumpulkan dengan metode dokumentasi melalui langkah-langkah berikut: mengidentifikasi perusahaan sektor barang konsumsi *(non-cyclicals*) di BEI, memilih perusahaan berdasarkan kriteria sampel, mengunduh laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan, serta melakukan analisis konten terhadap laporan tahunan dan laporan keberlanjutan.

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur melalui *Tobin's Q*, dihitung dengan rumus:

$$Tobin's\ Q\ = \frac{Harga\ saham \times Jumlah\ saham\ beredar\ +\ Total\ utang}{Total\ Aset}$$

Variabel Independen: *Environmental Disclosure*

Variabel bebas terdiri dari pengungkapan lingkungan (ED) yang diukur dengan indeks GRI 300 series menggunakan metode checklist (1 jika diungkapkan, 0 jika tidak). Adapun rumus untuk mengukur kedua variabel tersebut sebagai berikut:

$$ED = \frac{Jumlah\ Item\ yang\ diungkapkan}{Total\ item\ GRI}$$

Variabel Independen: *Operating Cash Flow*

Arus kas operasi (OCF) yang diukur dengan rasio arus kas operasi terhadap total aset, dengan rumus:

$$OCF = \frac{Operating\ Cash\ \text{Flow}}{Total\ Aset}$$

Variabel kontrol

Return on Assets (ROA) yang dihitung dengan membagi laba bersih dengan total aset, dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA\ = \frac{Net\text{Profit}}{Total\ Assets}$$

leverage (LEV) yang diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), dengan rumus sebagai berikut:

$$Leverage\ = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Equity}$$

Firm Size atau ukuran perusahaan (SIZE) yang dihitung dengan logaritma natural total aset. Adapun rumus untuk mengukur masing-masing variabel kontrol sebagai berikut:

$$Firm\ Size\ =\ Ln(Total\ Assets)$$

Untuk menangani data ekstrem (*outliers*) yang dapat mempengaruhi hasil estimasi regresi, penelitian ini menerapkan teknik winsorize pada level 10% dan 90%. Metode ini dilakukan dengan mengganti nilai observasi yang terletak di bawah persentil ke-10 dengan nilai persentil ke-10, dan nilai observasi yang terletak di atas persentil ke-90 dengan nilai persentil ke-90. Hasil eksplorasi data awal menunjukkan bahwa variabel Arus Kas Operasi (OCF) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki distribusi nilai yang ekstrem. Sebagai akibatnya, winsorize 10-90 diterapkan

khusus pada kedua variabel tersebut (OCF dan SIZE) untuk memastikan distribusi data menjadi lebih teratur dan hasil analisis statistik menjadi lebih kuat serta tidak bias. Studi ini memanfaatkan data sekunder yang telah dipublikasikan secara luas, sehingga tidak memerlukan izin etik khusus karena tidak melibatkan subjek manusia atau informasi pribadi.

Analisis data dilakukan dengan bantuan perangkat lunak EViews 14 melalui beberapa tahapan. Tahap pertama adalah analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik setiap variabel penelitian berdasarkan nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Tahap kedua, dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas residual menggunakan Jarque-Bera, uji multikolinearitas melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance*, uji heteroskedastisitas dengan metode Glejser, serta uji autokorelasi menggunakan statistik Durbin-Watson.

Tahap ketiga adalah menentukan model regresi data panel yang paling tepat melalui tiga pengujian, yaitu Uji Chow untuk memilih antara Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM), Uji Hausman untuk menentukan pilihan antara FEM dan Random Effect Model (REM), serta Uji Lagrange Multiplier (LM) untuk membandingkan CEM dengan REM. Tahap keempat, dilakukan estimasi regresi data panel berdasarkan model yang terpilih untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dan variabel dependen melalui persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian:

$$\text{NILAI}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ED}_{it} + \beta_2 \text{OCF}_{it} + \gamma_1 \text{ROA}_{it} + \gamma_2 \text{LEV}_{it} + \gamma_3 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Semua koefisien diestimasi dengan menggunakan robust standard error untuk mengatasi kemungkinan heteroskedastisitas. Kelima, menguji hipotesis penelitian dengan menggunakan uji t (parsial) untuk menganalisis pengaruh setiap variabel independen dan variabel kontrol terhadap nilai perusahaan, uji F (simultan) untuk menilai kelayakan model secara keseluruhan, serta koefisien determinasi (Adjusted R^2) untuk mengukur seberapa besar variasi nilai perusahaan yang bisa dijelaskan oleh variabel-variabel di dalam model. Semua pengujian dilaksanakan pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0{,}05$), dengan kriteria keputusan yang didasarkan pada nilai probabilitas (p-value) dari setiap uji.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan estimasi model regresi data panel untuk 168 observasi 42 unit *cross-section* × 4 periode, tahun 2022–2025, bagian ini menyajikan pemilihan model optimal, pengujian asumsi klasik, serta interpretasi hasil estimasi model yang dipilih secara berurutan. Perlu dicatat bahwa data variabel Arus Kas Operasi (OCF) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) telah mengalami proses winsorize pada tingkat 10% dan 90% untuk mengurangi dampak nilai ekstrem.

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan ringkasan statistik deskriptif dari variabel penelitian. Variabel dependen (Y) menunjukkan rata-rata 1,7623, dengan nilai terendah 0,07 dan tertinggi 10,57, serta deviasi standar 1,4954. Nilai skewness Y sebesar 2,7079 dan kurtosis 13,1279.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Median	Mean	Std. Deviasi
Tobin's Q (Y)	168	0,070000	10,570000	1,270000	1,762321	1,495401
ED (X1)	168	0,060000	0,940000	0,520000	0,499048	0,164791
OCF (X2)	168	-0,020000	0,210000	0,100000	0,095655	0,074236
ROA (Z1)	168	-6,250000	1,150000	0,070000	0,053036	0,510729
LEV (Z2)	168	-1,770000	6,470000	0,630000	0,898512	1,083301
SIZE (Z3)	168	20,800000	24,650000	22,735000	22,73452	1,280181

Sumber: Data diolah peneliti, hasil Eviews (2026)

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Berdasarkan Uji Chow (Prob. 0,0000) dan Uji Hausman (Prob. 0,0000), Model Efek Tetap (FEM) ditetapkan sebagai model yang paling sesuai, karena H_0 ditolak pada kedua pengujian. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa model tidak memiliki multikolinearitas (semua nilai Centered VIF < 10) dan heteroskedastisitas (Prob. ObsR-squared* Glejser = 0,1743 > 0,05).

Tabel 3
Hasil Uji Pemilihan Model (Chow dan Hausman)

Effects Test	Statistik	Prob.	Keputusan
Cross-section F	20,526426	0,0000	FEM dipilih
Cross-section Chi-square	348,403479	0,0000	
Cross-section random	27,668118	0,0000	FEM dipilih

Sumber: Data diolah peneliti, hasil Eviews (2026)

Uji Asumsi Klasik

Agar memastikan model FEM yang dipilih bebas dari pelanggaran asumsi klasik, dilakukan pengujian multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Berdasarkan Gujarati & Porter (2009), pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini difokuskan pada uji multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Uji normalitas tidak dijadikan syarat mutlak karena dengan ukuran sampel besar (168), estimasi OLS tetap konsisten melalui *Central Limit Theorem*. Sementara itu, uji autokorelasi tidak diterapkan karena data panel dengan dimensi waktu pendek 4 tahun, umumnya tidak menghadapi masalah autokorelasi yang serius. Hasil pengujian multikolinearitas menunjukkan semua nilai *Centered VIF* berada di bawah 10 (tertinggi 1,1079 pada SIZE), yang menunjukkan bahwa tidak ada multikolinearitas. Sementara itu, pengujian heteroskedastisitas melalui uji Glejser memperlihatkan probabilitas ObsR-squared* sebesar 0,1743 (> 0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah heteroskedastisitas dalam model.

Tabel 4
Hasil Uji Asumsi Klasik (Multikolinearitas dan Heterokedastisitas)

Effects Test	Prob.	Keputusan
Centered VIF (Tertinggi)	1,1079	Bebas Multikolinearitas
Prob. Chi-Square (Glejser)	0,1743	Bebas Heterokedastisitas

Sumber: Data diolah peneliti, hasil Eviews (2026)

Hasil Estimasi Model dan Uji Hipotesis

Tabel 5
Analisis Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12,22663	9,862829	1,239668	0,2157
ED (X1)	-1,825408	0,598276	-3,051112	0,0028
OCF (X2)	-1,326058	0,842052	-1,574793	0,1179
ROA (Z1)	0,009523	0,096471	0,098710	0,9215
LEV (Z2)	-0,161089	0,086459	-1,863182	0,0649
SIZE (Z3)	-0,408289	0,434242	-0,940234	0,3490

Sumber: Data diolah peneliti, hasil Eviews (2026)

Tabel 6
Ringkasan Statistik Model

Ukuran	Nilai	Ukuran	Nilai
R-squared	0,904405	Mean dependent var	1,762321
Adjusted R-squared	0,868063	S.D dependent var	1,495401
S.E of Regression	0,543176	Akaike info criterion	1,848584
Sum squared resid	35,69987	Schwarz criterion	2,722550
Log likelihood	−108,2811	Hannan-Quinn criter	2,203282
F-statistic	24,88604	Durbin-Watson stat	1,875422
Prob (F-Statistic)	0,000000		

Sumber: Data diolah peneliti, hasil Eviews (2026)

Berdasarkan hasil estimasi *Fixed Effect Model* (FEM) pada Tabel 5, diperoleh persamaan regresi data panel: $Y = 12{,}2266 - 1{,}8254\ X1 - 1{,}3261\ X2 + 0{,}0095\ Z1 - 0{,}1611\ Z2 - 0{,}4083\ Z3 + \varepsilon$. Hasil uji parsial menunjukkan bahwa hanya variabel X1 yang berpengaruh signifikan terhadap Y. Variabel X1 berpengaruh negatif signifikan pada tingkat 1% (koefisien = −1,8254, p = 0,0028), yang berarti setiap kenaikan satu satuan X1 akan menurunkan Y sebesar 1,8254 satuan dengan asumsi variabel lain konstan. Sebaliknya, variabel X2 (koefisien = −1,3261, p = 0,1179), Z1 (koefisien = 0,0095, p = 0,9215), Z2 (koefisien = −0,1611, p = 0,0649) dan Z3 (koefisien = −0,4083, p = 0,3490) tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap Y.

Secara simultan, seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap Y (F-statistic = 24,8860, p = 0,0000 < 0,01). Nilai koefisien determinasi (Adjusted R^2) sebesar 0,868063 menunjukkan bahwa 86,81% variasi Y dapat dijelaskan oleh variabel bebas dan efek tetap *cross-section*, sedangkan sisanya 13,19% dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Nilai Durbin-Watson sebesar 1,8754 yang mendekati 2 mengindikasikan tidak terdapat masalah autokorelasi yang serius dalam model.

Pembahasan

Temuan utama penelitian ini menunjukkan bahwa hanya variabel X1 (*environmental disclosure*) yang memiliki pengaruh signifikan terhadap Y, sedangkan X2 (*operating cash flow*), Z1 (*ROA*), Z2 (*leverage*) dan Z3 (*firm size*) tidak signifikan. Dominasi efek tetap *cross-section* (R^2 disesuaikan = 0,8681) menunjukkan bahwa karakteristik khusus antar unit *cross-section* sangat mempengaruhi variasi Y (Ghozali, 2021). Temuan ini sejalan dengan hasil uji Chow dan Hausman yang secara konsisten memilih FEM.

Pengaruh *Environmental Disclosure* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil estimasi menunjukkan bahwa Pengungkapan Lingkungan (ED) memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan nilai perusahaan. Fenomena ini mengindikasikan bahwa dinamika pasar di negara berkembang belum sepenuhnya menghargai pengungkapan lingkungan dengan cara yang positif. Secara logis, hubungan negatif ini dapat diinterpretasikan dari aspek biaya dan pandangan pasar di Indonesia. Pengungkapan lingkungan yang komprehensif, terutama yang berhubungan dengan standar GRI 300, dapat mengharuskan perusahaan untuk menginvestasikan sumber daya yang lebih besar, mulai dari pengeluaran pengelolaan limbah, efisiensi energi, hingga biaya untuk mematuhi peraturan lingkungan. Bagi investor pada sektor barang konsumsi *(non-cyclicals*), pengeluaran-pengeluaran ini mungkin dianggap sebagai beban yang mengurangi laba bersih jangka pendek, bukan sebagai investasi strategis yang akan memperbaiki prospek perusahaan di masa mendatang. Sebagai hasilnya, saat suatu perusahaan meningkatkan tingkat pengungkapan terkait lingkungan, pasar mungkin akan bereaksi dengan mengurangi ekspektasi mengenai profitabilitas, yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Selain itu, karena indeks GRI 300 yang dipakai dalam penelitian ini hanya mengukur keberadaan suatu item yang bersifat kuantitatif, bukan seberapa mendalam kualitas isi, sinyal yang diterima oleh pasar menjadi kurang meyakinkan. Investor sering kali menganggap pengungkapan itu hanya sebagai formalitas, sehingga tidak dapat meningkatkan kepercayaan mereka terhadap nilai perusahaan (Syaputri, 2024). Temuan penelitian ini yang menunjukkan bahwa *environmental disclosure* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan sejalan dengan hasil penelitian Fadmaulida & Putra (2024) dan (Zakiy & Murtanto, 2026). Arah negatif ini dapat dijelaskan melalui beberapa argumen. Pertama, investor di pasar berkembang seperti Indonesia masih memandang pengungkapan lingkungan sebagai beban biaya *(cost)* yang dapat menekan profitabilitas jangka pendek, bukan sebagai investasi strategis (Zakiy & Murtanto, 2026). Kedua, terdapat kemungkinan adanya skeptisisme investor terhadap praktik *greenwashing*, di mana perusahaan dianggap melakukan pengungkapan lingkungan secara berlebihan tanpa diimbangi dengan kinerja lingkungan yang substantif (Fadmaulida & Putra, 2024). Ketiga, tingginya biaya kepatuhan dan implementasi praktik lingkungan untuk memenuhi standar GRI juga turut menekan ekspektasi laba investor. Dengan demikian, hasil ini secara kuat mengindikasikan bahwa sinyal positif yang dikirimkan perusahaan melalui pengungkapan lingkungan belum sepenuhnya ditangkap dan diterjemahkan secara positif oleh pasar modal Indonesia.

Pengaruh *Operating Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Berbeda dengan pengungkapan lingkungan, Arus Kas Operasi (OCF) terbukti tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dikaitkan dengan perubahan OCF yang cenderung tidak stabil selama periode penelitian, khususnya pada sektor barang konsumsi (*non-cyclicals*) yang menghadapi perubahan permintaan musiman, fluktuasi biaya bahan baku, dan kondisi daya beli konsumen. Situasi tersebut memungkinkan investor menggunakan pertimbangan lain di luar arus kas operasi dalam mengevaluasi prospek perusahaan. Selain itu, informasi OCF telah tercantum dalam laporan keuangan yang dipublikasikan secara berkala, sehingga belum tentu memberikan tambahan informasi yang cukup kuat untuk mendorong perubahan penilaian investor terhadap perusahaan. Hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa *Operating Cash Flow* (OCF) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sejalan dengan studi Le (2023) yang dilakukan pada perusahaan manufaktur di Vietnam. Penelitian menyebutkan bahwa arus kas operasional dan arus kas investasi tidak memberikan penjelasan yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena investor tidak hanya memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari operasional, tetapi juga menilai prospek pertumbuhan bisnis, risiko terkait usaha, dan penggunaan kas untuk investasi jangka panjang. Selain itu, arus kas operasi yang mengalami perubahan cukup besar umumnya digunakan untuk membiayai kebutuhan operasional perusahaan dalam jangka pendek, sehingga manfaatnya belum tentu tercermin secara langsung dalam peningkatan nilai perusahaan. Berdasarkan *Signaling Theory*, kondisi ini mengindikasikan bahwa arus kas operasi yang positif belum tentu dianggap investor sebagai sinyal kuat atas peningkatan prospek perusahaan. Temuan tersebut juga mengarah pada dugaan bahwa karakteristik internal masing-masing perusahaan yang tercermin melalui efek tetap *cross-section* memiliki peran lebih besar dalam menjelaskan nilai perusahaan dibandingkan perubahan arus kas operasi dari tahun ke tahun. Dengan demikian, pada konteks pasar negara berkembang, kemampuan menghasilkan kas dari aktivitas operasional belum tentu menjadi

pertimbangan utama investor dalam menilai perusahaan.

Sementara itu, variabel kontrol yang diterapkan, ROA, LEV, dan SIZE, juga tidak menunjukkan dampak yang signifikan. Ketidaksignifikanan ROA menunjukkan bahwa dalam sampel ini, profitabilitas perusahaan belum merupakan faktor utama yang menentukan nilai perusahaan, pasar tampaknya lebih menghargai prospek pertumbuhan jangka panjang dibandingkan hanya laba akuntansi saat ini (Pemayun et al., 2024). Ketidaksignifikanan LEV menunjukkan bahwa struktur utang perusahaan tidak secara otomatis menurunkan atau meningkatkan nilai perusahaan, karena investor mungkin sudah mempertimbangkan risiko kebangkrutan dan keuntungan pajak dari utang secara seimbang. SIZE yang tidak signifikan menunjukkan bahwa ukuran aset perusahaan bukanlah jaminan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi, karena perusahaan besar belum tentu lebih efektif dalam mengelola sumber dayanya. Dominasi efek tetap *cross-section* dalam model dengan Adjusted R^2 mencapai 86,81% justru menegaskan bahwa perbedaan karakteristik antar perusahaan yang tidak terukur oleh ROA, LEV, maupun SIZE memiliki pengaruh terbesar dalam menentukan variasi nilai perusahaan di sektor industri barang konsumsi *(non-cyclicals*) selama periode penelitian.

KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian pada perusahaan sektor barang konsumsi (*non-cyclicals*) di Indonesia selama periode 2022–2025, diperoleh temuan bahwa *environmental disclosure* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang memprediksi adanya pengaruh positif tidak dapat diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan belum tentu dipandang sebagai sinyal yang menguntungkan oleh pasar dan belum sepenuhnya memperoleh respons positif dari investor. Temuan ini sejalan dengan Fadmaulida & Putra (2024) dan (Zakiy & Murtanto, 2026). Temuan tersebut mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap pengungkapan lingkungan belum sepenuhnya mencerminkan ekspektasi yang dijelaskan dalam *Signaling Theory* dan *Stakeholder Theory*, khususnya dalam konteks negara berkembang. Investor kemungkinan masih memandang aktivitas pengungkapan lingkungan sebagai pengeluaran yang dapat membebani perusahaan dalam jangka pendek, dibandingkan sebagai bentuk investasi yang memberikan manfaat jangka panjang. Sementara itu, arus kas operasi tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kas yang dihasilkan dari kegiatan operasional belum menjadi pertimbangan dominan bagi investor dalam menentukan penilaian terhadap perusahaan sektor barang konsumsi.

Secara simultan, seluruh variabel independen dan kontrol dalam model terbukti memiliki pengaruh yang signifikan dengan tingkat determinasi yang tinggi (Adjusted R^2 = 86,81%). Implikasinya, secara teoritis, penggunaan teori sinyal dan pemangku kepentingan sangat terkait dengan konteks pasar (context-dependent), oleh karena itu, hasil dari pasar maju tidak dapat diterapkan secara langsung pada situasi pasar berkembang tanpa memperhatikan perbedaan konteks.

Keterbatasan utama terletak pada penggunaan indeks GRI yang lebih menekankan kuantitas pengungkapan dibandingkan kualitas isi, periode pengamatan yang relatif singkat (empat tahun), serta fokus sektor yang hanya pada sektor barang konsumsi *(non-cyclicals*) sehingga hasilnya belum bisa digeneralisasi secara luas. Dengan demikian, disarankan agar penelitian selanjutnya memperluas jangkauan sektor dan periode waktu, memanfaatkan proksi pengungkapan lingkungan yang lebih lengkap seperti skor ESG dari penyedia data independen, serta mempertimbangkan variabel mediasi atau proksi nilai perusahaan lainnya untuk menginvestigasi mekanisme pengaruh yang lebih mendalam di masa mendatang. Selain itu, bagi manajemen perusahaan dan investor, disarankan agar tidak hanya memperhatikan kuantitas pengungkapan lingkungan, tetapi juga lebih memperhatikan kualitas serta dampak finansial dari praktik keberlanjutan tersebut terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.

Author Contributions: Talitha Farah Syahada: Conceptualization, Methodology, Software, Data Curation, Writing. Risky Budianto: Supervision, Review.

Declaration of the Use of Artificial Intelligence (AI)

During the preparation of this manuscript, the authors used artificial intelligence (AI) tools solely for language editing and grammar correction.

Acknowledgments: *The authors would like to thank all parties who provided support during this research.*

Conflicts of Interest: The authors declare no conflict of interest. The funders had no role in the design of the study; in the collection, analyses, or interpretation of data; in the writing of the manuscript; or in the decision to publish the results.

DAFTAR PUSTAKA

Arévalo, G., González, M., Guzmán, A., & Trujillo, M. A. (2025). Determinants of Environmental Disclosure and Firm Value: Evidence From Latin American Energy and Mining Industries. *Business Strategy and Development*, *8*(3). https://doi.org/10.1002/bsd2.70185

Badan Pusat Statistik. (2025). *Ekonomi Indonesia Triwulan III-2025 Tumbuh 5,04 Persen (Y-on-Y)*. https://www.bps.go.id/id/pressrelease/2025/11/05/2478/ekonomi-indonesia-triwulan-iii-2025-tumbuh-5-04-persen--y-on-y-.html

Badan Pusat Statistik. (2026). *Laju Pertumbuhan PDB*. https://www.bps.go.id/id/statistics-table/2/MTA0IzI=/pertumbuhan-ekonomi--triwulan-i-2026.html

Cai, C., Hazaea, S. A., Hael, M., Al-Matari, E. M., Alhebri, A., & Alfadhli, A. M. H. (2024). Mapping the Landscape of the Literature on Environmental, Social, Governance Disclosure and Firm Value: A Bibliometric Analysis and Systematic Review. *Sustainability (Switzerland)* , *16*(10). https://doi.org/10.3390/su16104239

Cosma, S., Cosma, S., Pennetta, D., & Rimo, G. (2025). Does biodiversity matter for firm value? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *105*(October), 102240. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2025.102240

Fadmaulida, N., & Putra, R. N. A. (2024). *Environmental, Social, Governance Disclosure, Leverage and Firm Value of Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Sharia Stock Index*. *3*(1), 20–31. https://doi.org/https://doi.org/10.14421/jai.2024.3.1.020-031

Fernando, K., Jocelyn, H., Frista, F., & Kurniawan, B. (2024). The Effect of Green Accounting Disclosure on the Firm Value of Listed Mining and Agriculture Companies in Southeast Asia Countries. *International Journal of Energy Economics and Policy*, *14*(1), 377–382. https://doi.org/10.32479/ijeep.15151

Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (fifth edit). Douglas Reiner.

Hardiningsih, P., Srimindarti, C., Anggana Lisiantara, G., & Kartika, A. (2024). How does environmental, social, governance disclosure and political connection performance affect firm value? An empirical study in Singapore. *Cogent Business and Management*, *11*(1). https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2377764

Hermawan, I. T., & Purwanti, M. (2026). *Ukuran Perusahaan sebagai Moderator Pengaruh Dividen dan Kinerja terhadap Nilai Perusahaan di Sektor Konsumsi*. *6*, 29–41. https://doi.org/10.55606/jurimbik.v6i1.1478

Hidayat, Ismail, I., Taqi, T., & Muhammad. (2023). The Effects of Environmental Cost, Environmental Disclosure and Environmental Performance on Company Value with an Independent Board of Commissioners as Moderation. *International Journal of Energy Economics and Policy*, *13*(3), 367–373. https://doi.org/10.32479/ijeep.14159

Le, P. L. (2023). How microeconomic factors influence Vietnam's listed manufacturing firm value. *Investment Management and Financial Innovations*, *20*(2), 267–285. https://doi.org/10.21511/imfi.20(2).2023.23

Mahmood, A., Mehmood, A., Terzani, S., De Luca, F., & Djajadikerta, H. G. (2025). The effect of ESG disclosure on

firm value in the European context. *Management Decision*, (April). https://doi.org/10.1108/MD-10-2024-2480

Meliana, M., Kesuma, H., Enjelina, D., Rijanto, A., & Saraswati, D. S. (2022). Is cash flow growth helping stock performance during the COVID-19 outbreak? Evidence from Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, *19*(1), 247–261. https://doi.org/10.21511/imfi.19(1).2022.19

Nikbakht, Z. (2024). The Relationship between Cash Flows of Operating, Investments, and Financing Activities with the firm value. *International Journal of Finance and Managerial Accounting*, *9*(33), 101–112. https://doi.org/https://doi.org/10.30495/ijfma.2022.66372.1818

Pemayun, T. I. T. T., Susanti, J., & Jatiwardani, K. D. (2024). Pengaruh Laba Akuntansi, Arus Kas Operasi, NPM, Dan ROE Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumen Primer Di BEI Tahun 2020-2023. *Jurnal Maneksi (Management Ekonomi Dan Akuntansi)*, *13*(4), 881–892. https://doi.org/https://doi.org/10.31959/jm.v13i4.2590

Pujiono, Wildan, M. A., Kusumaningtias, R., & Putra, R. (2023). *Konsep Populasi dan Sampel Dengan Pendekatan Statistika*. Widya Gama Press.

Rabaya, A. J., & Saleh, N. M. (2021). The moderating effect of IR framework adoption on the relationship between environmental, social, and governance (ESG) disclosure and a firm's competitive advantage. *Environment, Development and Sustainability*, *24*(2), 2037–2055. https://doi.org/10.1007/s10668-021-01519-5

Rahim, N. A. A. A., Muhmad, S. N., Abidin, A. F. Z., Muhmad, S. N., & Omar, K. (2022). A Systematic Review of Corporate Governance and Sustainability Performance: Pre-and Post-Sustainable Development Goals Adoption Period. *Management and Accounting Review*, *21*(3), 33–70. https://doi.org/10.24191/MAR.V21i03-02

Sayuti, A., Mohammed, N. F., & Amirrudin, M. S. (2025). Environmental Disclosure, Financial Performance, and Firm Value in the Mining and Manufacturing Industry. *Management and Accounting Review*, *24*(2), 181–208. https://doi.org/10.24191/MAR.V24i02-08

Sujarweni, V. W. (2023). *Metodologi Penelitian*. PUSTAKABARUPRESS.

Syaputri, F. M. (2024). Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, Dan Governance Terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Business Economics and Management | E-ISSN : 3063-8968*, *1*(2), 72–77. https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jaem.v3i2.9550

Wicaksana, K. A. B., Purbawangsa, I. B. A., Artini, L. G. S., & Candraningrat, I. R. (2025). Agency, signals, and the paradox of efficiency: Mediating role of investment efficiency in determining firm value in Indonesia. *Edelweiss Applied Science and Technology*, *9*(8), 211–230. https://doi.org/10.55214/2576-8484.v9i8.9256

Zakiy, M. Z. F., & Murtanto, M. (2026). Pengaruh Penerapan Green Accounting, Environmental Disclosure, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2022 s.d. 2024. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, *5*(2), 13854–13863. https://doi.org/https://doi.org/10.31004/riggs.v5i2.11905