JOURNAL OF APPLIED MANAGERIAL ACCOUNTING
Vol. {10}, No. {2}, {2026}, {356-372}
ISSN: {2548-9917} (online version)

Article History
Received {September, 2026}
Accepted {October, 2026}

PENGARUH *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE* (ESG) DAN *GREEN INVESTMENT* TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Fiona Mailinda Putri[1)*], Mayar Afriyenti[2)]
[1]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Padang
email: fionamailindaputri@gmail.com
[2]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Padang
email: mayarafriyenti@fe.unp.ac.id

ABSTRACT

This research examines how ESG performance and green investment affect financial outcomes of manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange from 2020 to 2024. Financial outcomes are measured by Return on Assets (ROA), ESG performance is assessed through a disclosure index based on content analysis following the 2021 Global Reporting Initiative standard, and green investment is proxied by the PROPER rating from the Ministry of Environment and Forestry. A purposive sample of 30 manufacturing firms yielded 150 firm-year observations, analyzed using panel data regression in EViews 12. The Chow and Hausman tests support the Fixed Effect Model with cross-section weighting as the appropriate estimator. Results show ESG performance has a negative and significant effect on financial outcomes, while green investment has no significant effect. These findings suggest ESG disclosure in Indonesia's manufacturing sector functions as a short-term cost rather than an immediate value driver, and that the ordinal, stable PROPER rating has not been sensitive enough to capture green investment's financial contribution. This study extends Stakeholder Theory to an emerging market. Practically, the findings encourage managers to treat ESG disclosure as a long-term investment, remind investors to look beyond short-term profitability when assessing sustainability reporting, and suggest that regulators complement the ordinal PROPER rating with quantitative data on green capital expenditure.

Keywords: *ESG; Green Investment; Financial Performance; Return on Assets; Manufacturing Company*

ABSTRAK

Riset ini mengkaji bagaimana kinerja ESG dan *green investment* memengaruhi kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2020-2024. Kinerja keuangan diukur melalui *Return on Assets* (ROA), kinerja ESG dinilai lewat indeks pengungkapan berbasis analisis konten yang mengacu pada standar *Global Reporting Initiative* (GRI) 2021, sedangkan *green investment* diproksikan dengan peringkat PROPER dari Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan. Melalui metode *purposive sampling*, terpilih 30 perusahaan manufaktur dengan total 150 observasi *firm-year* yang dianalisis menggunakan regresi data panel berbantuan EViews 12. Uji Chow dan Uji Hausman mendukung *Fixed Effect Model* dengan pembobotan *cross-section* sebagai model estimasi yang tepat. Hasil menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, sedangkan *green investment* tidak berpengaruh signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG pada sektor manufaktur Indonesia masih berfungsi sebagai beban biaya jangka pendek ketimbang pendorong nilai secara langsung, sementara peringkat PROPER yang bersifat ordinal dan cenderung stabil dari tahun ke tahun belum cukup peka menangkap kontribusi finansial dari *green investment*. Penelitian ini memperluas penerapan *Stakeholder Theory* pada konteks pasar berkembang. Secara praktis, temuan ini mendorong manajemen memandang pengungkapan ESG sebagai investasi jangka panjang, mengingatkan investor agar tidak hanya menilai profitabilitas jangka pendek dalam membaca laporan keberlanjutan, serta menyarankan regulator melengkapi peringkat PROPER yang bersifat ordinal dengan data kuantitatif belanja modal hijau.

Kata Kunci: *ESG; Green Investment; Kinerja Keuangan; Return on Assets; Perusahaan Manufaktur*

*Corresponding author. E-mail: fionamailindaputri@gmail.com

1. PENDAHULUAN

Laporan keuangan menempati posisi penting sebagai sarana komunikasi antara pihak manajemen dan berbagai pemangku kepentingan, mencakup investor, kreditur, regulator, hingga masyarakat luas, dalam menilai sejauh mana aset perusahaan dikelola secara efektif dan operasional bisnis tetap berjalan berkelanjutan. Indikator seperti *Return on Assets*, *Return on Equity*, serta *Tobin's Q* umum digunakan investor sebagai rujukan utama dalam menakar stabilitas dan prospek suatu perusahaan (Dharmawati *et al.*, 2024). Namun, ukuran tersebut bersifat historis sehingga kurang mampu menangkap risiko keberlanjutan di masa depan (Xu & Zhu, 2024). Sejumlah perusahaan dengan fundamental keuangan yang tampak solid justru mengalami penurunan nilai akibat persoalan lingkungan dan tata kelola yang tidak tertangkap oleh rasio keuangan konvensional (Hasanah & Paramita, 2025; Khamisu *et al.*, 2024).

Kesenjangan antara kinerja keuangan yang tampak positif dengan kondisi keberlanjutan perusahaan yang sesungguhnya memunculkan kebutuhan akan pendekatan baru yang memasukkan unsur nonkeuangan, salah satunya lewat konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Konsep ini mengevaluasi kualitas pengelolaan perusahaan pada tiga dimensi, yaitu lingkungan, sosial, dan tata kelola, dalam menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan (Dharmawati *et al.*, 2024). ESG tidak sekadar mencerminkan tanggung jawab sosial perusahaan, melainkan telah berkembang menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor ketika menilai risiko serta prospek jangka panjang sebuah perusahaan, mengingat dimensi nonfinansial ini turut menggambarkan kualitas manajemen dan daya tahan perusahaan terhadap tekanan regulasi maupun ekspektasi pasar yang senantiasa berubah.

Urgensi penerapan ESG di Indonesia kian meningkat sejak Otoritas Jasa Keuangan menerbitkan Peraturan Nomor 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan emiten dan perusahaan publik menyusun laporan keberlanjutan secara bertahap, dimulai dari emiten dan perusahaan publik di luar skala kecil dan menengah sejak 1 Januari 2020 (Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Kondisi ini diperkuat oleh data Databoks (2023b) yang mencatat emisi gas rumah kaca Indonesia pada tahun 2022 meningkat sepuluh persen dan mencatat rekor tertinggi, dengan bahan bakar fosil serta pembangkit listrik sebagai penyumbang emisi terbesar. Fakta ini menegaskan bahwa perusahaan, khususnya yang beroperasi pada sektor padat energi, dituntut untuk segera beralih ke praktik bisnis yang lebih ramah lingkungan agar tidak menghadapi risiko regulasi maupun tekanan reputasi di masa mendatang.

Selain didorong oleh regulasi, penerapan ESG memiliki landasan dalam bukti riset. Friede *et al.* (2015) yang menghimpun temuan dari sekitar 2.200 studi empiris melaporkan bahwa sekitar 90 persen studi menemukan hubungan nonnegatif antara kriteria ESG dan kinerja keuangan perusahaan, dan sebagian besar di antaranya bernilai positif. Eccles *et al.* (2014) juga menemukan bahwa perusahaan yang sejak awal mengadopsi kebijakan keberlanjutan secara sukarela mencatat kinerja pasar saham dan kinerja akuntansi yang lebih baik dalam jangka panjang dibandingkan perusahaan sejenis yang tidak melakukannya. Temuan tersebut menunjukkan bahwa ESG dipandang sebagai sumber daya strategis yang berpotensi menurunkan risiko dan memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan, bukan semata-mata beban kepatuhan.

Selain ESG, *Green Investment* turut menjadi faktor penting yang diyakini memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Berbeda dari ESG yang bersifat pengungkapan, *Green Investment* mencerminkan alokasi dana secara nyata ke proyek-proyek berwawasan lingkungan, seperti pemanfaatan energi terbarukan, peningkatan efisiensi energi, hingga pengelolaan limbah, yang menunjukkan bukti konkret komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan (Zulfa & Purnamasari, 2025). Jika ESG hanya menuntut pengungkapan informasi dengan biaya relatif rendah, *Green Investment* menuntut pengorbanan sumber daya finansial yang nyata sehingga dianggap memberikan sinyal komitmen yang lebih kuat kepada pemangku kepentingan (Spilker &

Nugent, 2022). Meski begitu, investasi semacam ini umumnya membutuhkan dana besar dengan periode pengembalian yang panjang, sehingga manfaat finansialnya tidak selalu terlihat dalam waktu dekat.

Sampai saat ini, bukti empiris terkait pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan masih memperlihatkan hasil yang beragam dan belum seragam. Xu dan Zhu (2024) menemukan korelasi positif antara kinerja ESG dan kinerja keuangan perusahaan di Tiongkok, sedangkan Habib *et al.* (2025) menekankan bahwa pengaruh tersebut baru terlihat nyata ketika didukung oleh keunggulan kompetitif perusahaan. Berbeda dengan itu, penelitian pada perusahaan terindeks *IDX ESG Leader* di Indonesia justru menemukan bahwa skor ESG berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan (Anggraini & Sari, 2024). Variasi temuan ini mengindikasikan bahwa keefektifan ESG masih sangat dipengaruhi oleh konteks pasar, sektor usaha, karakteristik perusahaan, serta rentang waktu penelitian.

Pola serupa juga ditemukan pada penelitian mengenai *Green Investment*. Rosalin dan Prasetyo (2025) serta Chariri *et al.* (2018) mencatat bahwa *Green Investment* memberikan dampak positif terhadap profitabilitas perusahaan yang diukur lewat *Return on Assets*, sementara Rahmawati dan Hartoko (2025) menemukan bahwa pengaruhnya terhadap *Return on Equity* bersifat jangka panjang dan tidak selalu langsung terlihat. Sebaliknya, Hasanah dan Paramita (2025) justru menemukan bahwa *Green Investment* tidak berpengaruh terhadap *Return on Assets*. Inkonsistensi hasil pada kedua variabel ini turut dipengaruhi oleh perbedaan indikator kinerja keuangan, karakteristik industri, serta rentang waktu pengamatan pada masing-masing penelitian, sehingga hubungan ini masih memerlukan pengujian lebih lanjut, terutama pada konteks negara berkembang seperti Indonesia.

Penelitian empiris yang menelaah pengaruh ESG dan *Green Investment* secara serentak terhadap kinerja keuangan di Indonesia masih tergolong terbatas, mengingat perbedaan karakteristik pasar modal dan kesiapan teknologi menyebabkan temuan di negara maju tidak selalu relevan diterapkan secara umum di Indonesia (Arifah, 2024). Periode 2020 sampai 2024 dipilih karena tahun 2020 merupakan tahun pertama kewajiban penyampaian laporan keberlanjutan bagi emiten dan perusahaan publik di luar skala kecil dan menengah berdasarkan POJK Nomor 51/POJK.03/2017 (Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Dengan demikian, data pengungkapan ESG tersedia secara berkesinambungan dan dapat diperbandingkan antartahun hingga tahun 2024 sebagai tahun pelaporan terakhir yang digunakan dalam penelitian ini. Rentang lima tahun tersebut juga memungkinkan pembentukan data panel dengan variasi antarperusahaan dan antarwaktu yang memadai.

Sektor manufaktur dipilih sebagai objek penelitian atas dasar empat pertimbangan. Pertama, sektor ini menjadi penyumbang utama emisi melalui penggunaan bahan bakar fosil dan konsumsi energi listrik dalam proses produksinya (Databoks, 2023a). Kedua, karakteristik sektor manufaktur yang padat modal menjadikan keputusan investasi hijau, seperti pembaruan fasilitas produksi, berdampak signifikan terhadap struktur biaya dan kinerja keuangan perusahaan. Ketiga, POJK Nomor 51/POJK.03/2017 mewajibkan emiten dan perusahaan publik menerapkan keuangan berkelanjutan, sehingga perusahaan manufaktur yang tercatat di bursa wajib menyampaikan laporan keberlanjutan (Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Keempat, sejak tahun 2020 sektor manufaktur mengalami tekanan untuk bertransformasi menuju keberlanjutan sebagai respons atas tuntutan investor institusional dan perubahan regulasi lingkungan (Nainggolan & Siswanti, 2025).

Meskipun regulator telah mendorong praktik keberlanjutan melalui berbagai kebijakan, termasuk Taksonomi Hijau Indonesia (Otoritas Jasa Keuangan, 2022), tingkat pelaksanaan serta kualitas pelaporan ESG dan *green investment* di Indonesia masih relatif rendah bila dibandingkan negara-negara maju. Di sisi lain, kajian empiris yang menyoroti pengaruh simultan ESG dan *green investment* terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur Indonesia pun masih sangat jarang ditemukan (Arifah, 2024). Kesenjangan inilah yang mendasari penelitian ini, yakni untuk mengkaji

pengaruh kinerja ESG dan *green investment* terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI selama periode 2020-2024, sekaligus memberikan bukti empiris tambahan mengenai relevansi *Stakeholder Theory* pada konteks pasar negara berkembang.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis dan praktis. Secara teoretis, penelitian ini menambah bukti empiris mengenai relevansi *Stakeholder Theory* pada konteks pasar berkembang dengan membedakan pengungkapan ESG sebagai sinyal informasi dan *green investment* sebagai tindakan nyata. Secara praktis, hasil penelitian dapat menjadi dasar bagi manajemen dalam merumuskan strategi keberlanjutan yang memperhitungkan horizon waktu pengembalian, bagi investor dalam menilai pengungkapan ESG secara lebih menyeluruh, serta bagi Otoritas Jasa Keuangan dan Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan dalam menyempurnakan kebijakan pelaporan keberlanjutan dan penilaian kinerja lingkungan perusahaan.

2. KAJIAN LITERATUR

Stakeholder Theory

Stakeholder Theory menggeser cara pandang terhadap tujuan perusahaan, dari sekadar memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham menjadi memenuhi kepentingan seluruh pihak yang terdampak oleh aktivitas bisnis (Freeman, 2015). Perspektif ini menempatkan legitimasi serta kepercayaan dari para pemangku kepentingan sebagai syarat utama bagi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Dengan demikian, perusahaan yang berhasil menyeimbangkan berbagai kepentingan tersebut umumnya lebih mudah mendapatkan dukungan sumber daya, baik dalam bentuk modal, tenaga kerja, maupun penerimaan dari pasar. Relevansi teori ini semakin kuat pada sektor manufaktur, mengingat karakteristik operasionalnya yang padat energi dan berkontribusi besar terhadap dampak lingkungan, sehingga tekanan dari pemangku kepentingan untuk berperilaku bertanggung jawab jauh lebih tinggi dibandingkan sektor lain. Atas dasar itu, praktik keberlanjutan perusahaan, baik berupa pengungkapan maupun tindakan investasi nyata, dapat dipahami sebagai respons strategis terhadap ekspektasi para pemangku kepentingannya.

Sejumlah penelitian terdahulu menggunakan perspektif ini untuk menjelaskan praktik keberlanjutan perusahaan. Donaldson dan Preston (1995) membedakan tiga pendekatan dalam teori ini, yaitu deskriptif, instrumental, dan normatif. Pendekatan instrumental menyatakan bahwa pengelolaan hubungan dengan pemangku kepentingan berkaitan dengan pencapaian tujuan perusahaan, termasuk kinerja keuangan, sehingga pendekatan inilah yang paling relevan bagi penelitian ini. Freeman *et al.* (2010) merangkum perkembangan dan penerapan teori ini dalam manajemen strategis. Pada kajian ESG, Habib *et al.* (2025) menggunakan *Stakeholder Theory* untuk menunjukkan bahwa integrasi pengungkapan ESG dan pembiayaan hijau berhubungan positif dengan kinerja perusahaan di Tiongkok, sedangkan Khamisu *et al.* (2024) menelaah motif pengungkapan ESG pada industri yang sensitif terhadap lingkungan di negara berkembang. Penelitian-penelitian tersebut menjadi rujukan bagi penggunaan *Stakeholder Theory* sebagai landasan dalam penelitian ini.

Environmental, Social, and Governance (ESG)

ESG dapat dimaknai sebagai suatu kerangka untuk menilai mutu pengelolaan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi para pemangku kepentingan. Kerangka ini mencakup tiga aspek utama, yakni pengendalian dampak terhadap lingkungan, tanggung jawab sosial, serta tata kelola yang mengedepankan transparansi dan akuntabilitas (Dharmawati *et al.*, 2024). Pengukurannya di Indonesia umumnya merujuk pada standar *Global Reporting Initiative* (GRI) 2021 (Global Reporting Initiative, 2021), dengan metode dikotomis di mana setiap item yang diungkapkan diberi skor satu dan yang tidak diungkapkan diberi skor nol (Tarmuji *et al.*, 2016; Triyani *et al.*, 2021). POJK Nomor 51/2017 mewajibkan emiten dan perusahaan publik di Indonesia menerbitkan laporan

keberlanjutan secara bertahap, dimulai sejak tahun 2020 bagi kelompok di luar skala kecil dan menengah, sehingga pengungkapan ESG menjadi bagian dari kepatuhan hukum yang mengikat emiten di pasar modal, bukan sekadar inisiatif sukarela (Otoritas Jasa Keuangan, 2017).

Kajian empiris mengenai hubungan ESG dan kinerja keuangan telah banyak dilakukan. Friede *et al.* (2015) menyimpulkan bahwa sekitar 90 persen dari sekitar 2.200 studi yang dihimpunnya menemukan hubungan nonnegatif antara ESG dan kinerja keuangan. Pada konteks Indonesia, Anggraini dan Sari (2024) meneliti perusahaan terindeks *IDX ESG Leader* periode 2020 sampai 2023, sedangkan Sari dan Maryama (2024) meneliti pengaruh ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur periode 2019 sampai 2022. Tarmuji *et al.* (2016) menjelaskan bahwa skor ESG digunakan untuk melengkapi dimensi kinerja yang tidak tercermin dalam laporan akuntansi konvensional.

Green Investment

Green Investment merujuk pada penempatan dana perusahaan pada proyek atau teknologi yang mendukung kelestarian lingkungan, seperti pemanfaatan energi terbarukan, peningkatan efisiensi energi, serta upaya pengurangan emisi karbon (Zulfa & Purnamasari, 2025). Berbeda dari ESG yang lebih bersifat pelaporan, *Green Investment* mencerminkan komitmen nyata perusahaan melalui pengeluaran modal yang konkret, dan dalam banyak kasus menjadi instrumen utama untuk merealisasikan strategi ESG pada dimensi lingkungan. Meski demikian, karakteristik investasi ini umumnya membutuhkan dana besar dengan periode pengembalian yang relatif panjang, sehingga manfaat finansialnya sering kali tidak dapat dirasakan secara langsung dalam jangka pendek (Rahmawati & Hartoko, 2025). Kondisi inilah yang menjelaskan mengapa hasil penelitian mengenai pengaruh *Green Investment* terhadap kinerja keuangan cenderung beragam, karena besar kecilnya dampak sangat bergantung pada horizon waktu pengamatan serta konsistensi komitmen lingkungan yang dijalankan oleh perusahaan tersebut.

Di Indonesia, kinerja pengelolaan lingkungan perusahaan dinilai melalui Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup (PROPER) yang membagi peringkat menjadi emas, hijau, biru, merah, dan hitam (Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia, 2021). Chariri *et al.* (2018) meneliti perusahaan penerima PROPER yang tercatat di BEI periode 2009 sampai 2014 dan menemukan bahwa *green investment* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, sedangkan Rosalin dan Prasetyo (2025) meneliti pengaruhnya pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2019 sampai 2023.

Kinerja Keuangan

Secara umum, kinerja keuangan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya secara efisien guna memperoleh laba serta mengelola aset yang dimilikinya, dengan indikator yang umum dipakai antara lain *Return on Assets*, *Return on Equity*, dan *Tobin's Q* (Dharmawati *et al.*, 2024). Ketiga rasio tersebut pada dasarnya bersifat historis karena dihitung berdasarkan data keuangan pada periode yang telah berlalu, sehingga belum tentu mampu menggambarkan prospek nilai perusahaan di masa mendatang secara utuh (Xu & Zhu, 2024). Beberapa kasus menunjukkan bahwa perusahaan dengan fundamental keuangan yang tampak solid dapat mengalami penurunan nilai secara tiba-tiba akibat persoalan lingkungan maupun tata kelola yang tidak tertangkap oleh rasio keuangan konvensional, sehingga diperlukan variabel nonkeuangan seperti ESG dan *Green Investment* sebagai faktor penjelas tambahan agar penilaian kinerja keuangan menjadi lebih komprehensif.

Tarigan dan Semuel (2014) memandang *Return on Assets* sebagai indikator profitabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari aset yang dimiliki. Pada penelitian ini, ROA dipilih karena mengukur efisiensi pemanfaatan seluruh aset perusahaan dan digunakan pada penelitian terdahulu mengenai ESG dan *green*

investment (Hasanah & Paramita, 2025; Rosalin & Prasetyo, 2025).

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Keuangan

Stakeholder Theory yang dikemukakan oleh Freeman (2015) menjadi dasar argumentasi bahwa keberlangsungan perusahaan tidak semata bertumpu pada kepuasan pemegang saham, melainkan juga pada kemampuan perusahaan menjaga relasi dengan seluruh pihak yang berkepentingan. Dalam kerangka ini, pengungkapan ESG berfungsi menjadi instrumen komunikasi yang memungkinkan manajemen menyampaikan komitmen keberlanjutan kepada pihak eksternal yang tidak dapat mengamati langsung praktik operasional perusahaan sehari-hari. Spilker dan Nugent (2022) menekankan bahwa karakteristik ESG yang bersifat *informative* dengan biaya penyusunan laporan yang relatif rendah menjadikannya sarana *legitimacy* yang efisien bagi perusahaan untuk menutup kesenjangan informasi antara manajemen dan pemangku kepentingan.

Secara mekanisme, kualitas *disclosure* ESG yang baik dapat memperbaiki kinerja keuangan melalui jalur yang saling berkaitan. Tarmuji *et al.* (2016) menjelaskan bahwa pengukuran ESG ditujukan untuk melengkapi dimensi kinerja perusahaan yang tidak tercermin dalam laporan akuntansi konvensional, seperti reputasi, kepercayaan pasar, dan kualitas tata kelola, sehingga investor memperoleh gambaran risiko yang lebih utuh sebelum mengambil keputusan pendanaan. Yoon (2025) turut menegaskan bahwa skor ESG telah menjadi salah satu variabel kunci yang dipertimbangkan investor dalam proses pengambilan keputusan investasi sejak konsep ini diperkenalkan dalam prinsip *United Nations Principles of Responsible Investment*. Kondisi ini berimplikasi pada menurunnya persepsi risiko kreditur dan investor terhadap perusahaan dengan praktik ESG yang konsisten, yang pada gilirannya dapat menekan biaya modal serta memperkuat loyalitas konsumen terhadap produk perusahaan.

Bukti empiris mengenai hubungan ini masih menunjukkan hasil yang beragam. Habib *et al.* (2025) menemukan bahwa pengungkapan ESG dengan pembiayaan hijau memberi dampak positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada sampel perusahaan di Tiongkok periode 2014 sampai 2022. Tripopsakul (2025) pada perusahaan publik di kawasan ASEAN periode 2019 sampai 2023 menelaah praktik ESG, inovasi hijau, dan kinerja keuangan, sementara Xu dan Zhu (2024) pada perusahaan di Tiongkok periode 2009 sampai 2021 menunjukkan pengaruh positif ESG terhadap kinerja keuangan. Namun demikian, Anggraini dan Sari (2024) justru menemukan hasil yang berlawanan pada perusahaan terindeks *IDX ESG Leader* di Indonesia periode 2020 sampai 2023, di mana skor ESG berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Perbedaan hasil ini mengindikasikan bahwa efektivitas ESG dalam mendorong kinerja keuangan masih bergantung pada konteks pasar dan periode pengamatan, sehingga pengujian lanjutan pada perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2020 sampai 2024 relevan untuk dilakukan. Berdasarkan integrasi kerangka *Stakeholder Theory* serta hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut, maka hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut.

H_1 : *Environmental, Social, and Governance* (ESG) memberikan pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh *Green Investment* terhadap Kinerja Keuangan

Green Investment ialah wujud tindakan nyata berupa alokasi belanja modal untuk aktivitas ramah lingkungan. Dalam kerangka *Stakeholder Theory*, tindakan konkret semacam ini memberikan sinyal komitmen yang lebih kuat dan lebih sulit ditiru dibandingkan sekadar laporan naratif, karena melibatkan pengorbanan sumber daya finansial yang nyata (Freeman, 2015). Signifikansi *Green Investment* di Indonesia juga tidak lepas dari landasan normatif, di mana prinsip ekonomi berkelanjutan tercermin dalam Pasal 33 Ayat 4 UUD 1945, yang menempatkan kesadaran lingkungan sebagai bagian dari demokrasi ekonomi nasional (Alfandy, 2024). Pengukuran atas komitmen tersebut umumnya menggunakan sistem peringkat PROPER, yang

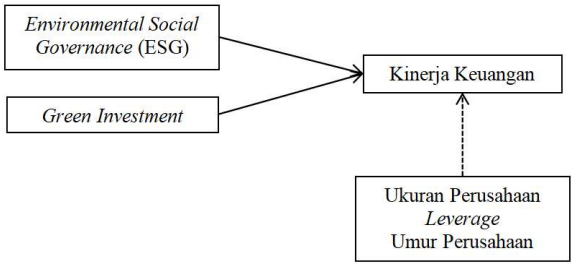
membagi tingkat ketaatan lingkungan perusahaan ke dalam lima kategori warna dari emas hingga hitam (Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia, 2021), sehingga memberikan proksi yang terukur dan dapat direplikasi bagi investor maupun peneliti.

Secara mekanisme, investasi hijau berpotensi memperbaiki kinerja keuangan melalui setidaknya tiga jalur yang saling melengkapi. Pertama, efisiensi energi dan pengelolaan sumber daya yang lebih baik dapat menekan biaya operasional jangka panjang. Kedua, kepatuhan proaktif terhadap regulasi lingkungan mengurangi eksposur perusahaan terhadap risiko denda, litigasi, dan gangguan operasional yang dapat menggerus laba bersih. Ketiga, komitmen lingkungan yang nyata memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan, termasuk investor dan konsumen, yang pada akhirnya dapat tercermin pada peningkatan penjualan maupun akses pendanaan dengan biaya lebih rendah. Ketiga jalur ini secara teoretis bermuara pada peningkatan laba bersih perusahaan, yang tercermin dalam kenaikan rasio *Return on Assets* sebagai indikator profitabilitas (Tarigan & Semuel, 2014).

Dukungan empiris terhadap hubungan ini turut ditemukan dalam beberapa penelitian terdahulu. Chariri *et al.* (2018) menemukan bahwa investasi hijau berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan yang tercatat di BEI periode 2009 sampai 2014. Rosalin dan Prasetyo (2025) juga melaporkan pengaruh positif dan signifikan *Green Investment* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2019 sampai 2023, sejalan dengan temuan Yulianti dan Ramli (2025) pada perusahaan indeks *SRI KEHATI* periode yang sama. Sebaliknya, Ayuningtias dan Andayani (2025) menemukan bahwa *Green Investment* justru berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan pada perusahaan di BEI periode 2020 sampai 2023. Inkonsistensi hasil tersebut memperkuat urgensi pengujian ulang hubungan antara *Green Investment* dan kinerja keuangan pada konteks sektor manufaktur Indonesia dengan periode data yang lebih mutakhir. Berdasarkan integrasi kerangka teori dan bukti empiris di atas, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut.

H_2 : *Green Investment* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kerangka konseptual penelitian yang menggambarkan hubungan antarvariabel penelitian disajikan pada Gambar 1.



Gambar 1 Kerangka Konseptual

3. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal asosiatif untuk menganalisis pengaruh ESG dan *green investment* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk data panel, yaitu perpaduan data *cross-section* dan *time series*, yang bersumber dari *annual report* serta *sustainability report* perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang periode 2020-2024, ditambah data peringkat PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan (KLHK).

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi mencakup perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2020-2024. Sampel dipilih dengan *purposive sampling* berdasarkan kriteria pada Tabel 1.

Tabel 1 Kriteria Pemilihan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur tercatat di BEI selama 2020-2024	228
2	Tidak memiliki *annual report* dan *sustainability report* lengkap selama 2020-2024	(65)
3	Tidak menggunakan standar GRI dalam *sustainability report* selama 2020-2024	(65)
4	Tidak memperoleh peringkat PROPER secara berturut-turut selama 2020-2024	(68)
5	Sampel penelitian	30
6	Periode pengamatan	5
	Total observasi (30 × 5)	150

Sumber: Data sekunder diolah peneliti (2026)

Kriteria kelengkapan laporan, penggunaan standar GRI, dan perolehan peringkat PROPER selama lima tahun berturut-turut ditetapkan peneliti agar data ESG dan *green investment* tersedia lengkap serta dapat dibandingkan pada seluruh periode pengamatan (*balanced panel*). Jumlah sampel sebanyak 30 perusahaan merupakan konsekuensi dari penerapan kriteria tersebut pada populasi perusahaan manufaktur.

Definisi dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini, kinerja keuangan ditetapkan sebagai variabel dependen, sementara ESG dan *green investment* berperan sebagai variabel independen. Adapun ukuran perusahaan, *leverage*, dan umur perusahaan dijadikan variabel kontrol. Definisi operasional dan pengukuran masing-masing variabel dirujuk dari literatur sebagaimana disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
Kinerja Keuangan (ROA)	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari seluruh aset yang dimiliki.	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Tarigan dan Semuel (2014) serta Dharmawati *et al.* (2024)
ESG	Kerangka penilaian mutu pengelolaan perusahaan pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam menciptakan nilai bagi pemangku kepentingan.	$\text{ESG} = \frac{\text{item GRI diungkapkan}}{\text{Total item GRI}}$ Item diberi skor 1 jika diungkapkan dan 0 jika tidak diungkapkan (dikotomis).	Definisi: Dharmawati *et al.* (2024). Pengukuran: Global Reporting Initiative (2021), Tarmuji *et al.* (2016), dan Triyani *et al.* (2021)
Green Investment (GI)	Penempatan dana perusahaan pada proyek atau teknologi yang mendukung kelestarian lingkungan.	Skor peringkat PROPER: 1 = hitam, 2 = merah, 3 = biru, 4 = hijau, 5 = emas	Definisi: Zulfa dan Purnamasari (2025). Pengukuran: Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia (2021) dan Chariri *et al.* (2018)
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Skala perusahaan yang tercermin dari besarnya aset.	$\text{SIZE} = \text{Ln (Total Aset)}$	Andreawan *et al.* (2025) serta Cahyana dan Suhendah (2020)
Leverage (LEV)	Tingkat penggunaan liabilitas untuk mendanai aset perusahaan.	$\text{LEV} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$	Cahyana dan Suhendah (2020) serta Wijaya *et al.* (2026)
Umur Perusahaan (AGE)	Lama perusahaan beroperasi sejak didirikan.	AGE = Tahun Pengamatan - Tahun Pendirian	Cahyana dan Suhendah (2020) serta Wijaya *et al.* (2026)

Sumber: Disusun dari literatur sebagaimana tercantum pada kolom sumber (2026)

Model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan pada Persamaan (1).

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{GI}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

dengan *i* menunjukkan perusahaan, *t* menunjukkan tahun pengamatan, α adalah konstanta, β_1 sampai β_5 adalah koefisien regresi, dan ε adalah galat.

ESG diukur melalui analisis konten *annual report* dan *sustainability report* berdasarkan GRI 2021. Setiap item yang telah diungkapkan oleh perusahaan mendapat nilai 1, sebaliknya item yang belum diungkapkan diberi nilai 0 sebagai bentuk penilaian dikotomis. Sementara itu, *green investment* diproksikan dengan peringkat PROPER yang dikonversi menjadi skor 1 sampai 5 berdasarkan urutan hitam hingga emas.

Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol karena skala aset perusahaan berpotensi memengaruhi kinerja keuangan dan memiliki keterkaitan dengan kinerja perusahaan (Andreawan *et al.*, 2025). *Leverage* dikontrol karena struktur pendanaan melalui liabilitas dapat memengaruhi beban keuangan dan profitabilitas, meskipun hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan temuan yang beragam (Cahyana & Suhendah, 2020; Wijaya *et al.*, 2026). Umur perusahaan dikontrol karena lama operasi mencerminkan pengalaman dan kematangan perusahaan yang berpotensi memengaruhi kinerja keuangan (Cahyana & Suhendah, 2020; Wijaya *et al.*, 2026). Ketiga variabel tersebut dimasukkan untuk mengurangi pengaruh faktor lain yang dapat turut menjelaskan variasi kinerja keuangan.

Teknik Analisis Data

Tahap awal analisis data dilakukan lewat statistik deskriptif, yang bertujuan memaparkan karakteristik tiap variabel berdasarkan nilai rata-rata, median, titik tertinggi, titik terendah, serta standar deviasinya. Setelah itu, penentuan model regresi yang paling sesuai dilakukan melalui Uji Chow guna memilih antara *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM), dilanjutkan dengan Uji Hausman untuk menetapkan pilihan antara FEM atau *Random Effect Model* (REM). Pengujian multikolinearitas dilakukan melalui *pairwise correlation* antarvariabel independen dengan ambang batas 0,85, sedangkan heteroskedastisitas diuji dengan memanfaatkan Uji Glejser pada ambang signifikansi 0,05 (Napitupulu *et al.*, 2021). Sementara itu, tingkat kelayakan model diukur lewat *Adjusted R-squared* berikut Uji F secara simultan. Adapun pengujian hipotesis ditempuh melalui Uji t parsial pada taraf signifikansi 5 persen, di mana nilai probabilitas di bawah 0,05 mengindikasikan adanya pengaruh yang signifikan (Napitupulu *et al.*, 2021).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3 Statistik Deskriptif

Statistik	ROA	ESG	GI	SIZE	LEV	AGE
Mean	0,039139	0,435099	3,026667	29,67298	0,646649	45,93333
Median	0,040381	0,401709	3,000000	29,32310	0,429898	44,50000
Maksimum	0,348851	0,991453	5,000000	32,93787	10,20294	95,00000
Minimum	-0,450858	0,022071	2,000000	26,73070	0,099817	6,00000
Std. Dev.	0,111585	0,218406	0,704222	1,484517	1,124322	17,88091
Observasi	150	150	150	150	150	150

Sumber: Output EViews 12, data diolah (2026)

Variabel ROA tercatat memiliki rata-rata sebesar 0,039139, dengan nilai maksimum 0,348851 dan nilai minimum -0,450858. Hal ini mengindikasikan bahwa profitabilitas perusahaan sampel secara umum relatif rendah, meskipun terdapat variasi kinerja keuangan yang cukup lebar, termasuk sejumlah perusahaan yang mengalami kerugian sepanjang rentang waktu pengamatan. Untuk variabel ESG, nilai rata-ratanya tercatat sebesar 0,435099, yang mengindikasikan bahwa tingkat pengungkapan ESG perusahaan manufaktur di Indonesia secara rata-rata baru mencapai sekitar 43,51 persen dari total item GRI, dengan rentang nilai yang lebar antara 0,022071 hingga 0,991453. Rentang tersebut mencerminkan kesenjangan praktik transparansi keberlanjutan yang cukup besar

antar perusahaan. Variabel GI memiliki rata-rata 3,026667, setara dengan peringkat PROPER biru, yang mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel sudah memenuhi ketentuan pengelolaan lingkungan sebagaimana diatur regulasi, kendati belum banyak yang mencapai peringkat hijau maupun emas. Variabel kontrol SIZE dan AGE menunjukkan variasi yang moderat, sementara LEV memiliki standar deviasi (1,124322) yang relatif tinggi dibandingkan rata-ratanya (0,646649), yang mengindikasikan adanya satu atau lebih perusahaan dengan tingkat utang yang jauh melampaui total asetnya.

Uji Pemilihan Model

UJi Pemilihan Model disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4 Hasil Uji Pemilihan Model

Pengujian	Statistik	Nilai	d.f.	Prob.
Uji Chow	*Cross-section F*	6,12423	29, 115	0,0000
	Cross-section Chi-square	140,083	29	0,0000
Uji Hausman	*Cross-section random*	11,3439	5	0,0450

Berdasarkan Tabel 4, nilai probabilitas *Cross-section F* dan *Cross-section Chi-square* sebesar 0,0000, lebih kecil dari 0,05, sehingga *Fixed Effect Model* dipilih dibandingkan *Common Effect Model*. Selanjutnya, hasil Uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas *Cross-section random* sebesar 0,0450, yang juga lebih kecil dari 0,05, sehingga *Fixed Effect Model* dipilih dibandingkan *Random Effect Model* (Napitupulu *et al.*, 2021). Hasil pengujian menetapkan *Fixed Effect Model* sebagai model yang digunakan.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan dengan analisis korelasi berpasangan (*pairwise correlation*) antarvariabel independen. Hasil pengujian ditampilkan pada Tabel 5.

Tabel 5 Hasil Uji Multikolinearitas

Statistik	ESG	GI	SIZE	LEV	AGE
ESG	1,000000				
GI	-0,004785	1,000000			
SIZE	0,205706	0,378418	1,000000		
LEV	0,275914	-0,264321	-0,080703	1,000000	
AGE	-0,064965	0,222930	0,110301	-0,070531	1,000000

Sumber: Output EViews 12, data diolah (2026)

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel 5, terlihat bahwa seluruh koefisien korelasi antarvariabel independen berada cukup jauh di bawah batas maksimal 0,85, dengan angka tertinggi hanya mencapai 0,378418, yaitu antara variabel GI dan SIZE. Mengingat seluruh nilai korelasi tersebut masih berada jauh di bawah ambang 0,85 (Napitupulu *et al.*, 2021), dapat ditarik kesimpulan bahwa model penelitian ini tidak mengalami persoalan multikolinearitas yang berarti.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil pengujian heteroskedastisitas yang dilakukan dengan memakai Uji Glejser disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Prob.
Konstanta (C)	0,5516
ESG	0,9935
GI	0,0109
SIZE	0,5583
LEV	0,4909
AGE	0,3676

Sumber: Output EViews 12, data diolah (2026)

Mengacu pada hasil Uji Glejser yang tercantum di Tabel 6, variabel *green investment* (GI) tercatat memiliki nilai

probabilitas 0,0109, yang berada di bawah 0,05, sehingga mengindikasikan model mengalami gejala heteroskedastisitas. Adapun variabel ESG, SIZE, LEV, dan AGE masing-masing menunjukkan nilai probabilitas di atas 0,05. Untuk mengatasi masalah tersebut, estimasi *Fixed Effect Model* dilakukan kembali menggunakan pembobotan *cross-section weight* melalui pendekatan *Panel EGLS*. Pendekatan ini diterapkan guna menanggulangi persoalan heteroskedastisitas yang terjadi pada data panel tanpa mengubah struktur dan jumlah observasi penelitian (Napitupulu *et al.*, 2021).

Analisis Regresi Data Panel

Estimasi regresi menggunakan *Fixed Effect Model* dengan pembobotan *cross-section weight* melalui pendekatan *Panel EGLS*. Hasil estimasi disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7 Hasil Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Std. Error
Konstanta	0,805372	0,590504
ESG	-0,041426**	0,017278
GI	-0,022913	0,029893
SIZE	-0,031203	0,020033
LEV	-0,089657***	0,010372
AGE	0,006640***	0,001903
Adjusted R^2	0,790449	
Prob (F-statistic)	0,000000	
Model	FEM (*cross-section weights*)	
Total observasi	150	

*Sumber: Output EViews 12, data diolah (2026). **p < 0,05, ***p < 0,01.*

Berdasarkan hasil estimasi pada Tabel 7, diperoleh persamaan regresi data panel sebagaimana Persamaan (2).

$$\mathrm{ROA}_{it} = 0{,}805 - 0{,}041\mathrm{ESG}_{it} - 0{,}023\mathrm{GI}_{it} - 0{,}031\mathrm{SIZE}_{it} - 0{,}090\mathrm{LEV}_{it} + 0{,}007\mathrm{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Uji Kelayakan Model

Uji F

Merujuk pada hasil uji F di Tabel 7, diperoleh nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0,000000 (< 0,05), yang mengindikasikan bahwa ESG, GI, SIZE, LEV, dan AGE secara bersama-sama memberikan pengaruh signifikan terhadap ROA. Dengan demikian, model regresi ini dinyatakan layak (*fit*) untuk digunakan (Napitupulu *et al.*, 2021).

Koefisien Determinasi

Berdasarkan uji koefisien determinasi di Tabel 7, diperoleh nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,790449. Angka ini mengindikasikan bahwa variabel ESG, GI, SIZE, LEV, dan AGE secara kolektif sanggup menerangkan 79,04 persen variasi yang terjadi pada ROA, sementara sisanya sebesar 20,96 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang berada di luar cakupan model penelitian ini.

Uji Hipotesis

Mengacu pada Tabel 7, pengujian hipotesis pertama memperlihatkan bahwa variabel ESG memiliki koefisien sebesar -0,041426 dan signifikan pada taraf 5 persen. Arah koefisien yang negatif ini mengindikasikan bahwa ESG memang berpengaruh secara signifikan, namun hubungannya justru terbalik (negatif) terhadap ROA. Oleh sebab itu, H_1 yang semula menduga ESG berpengaruh signifikan dan positif terhadap ROA tidak terbukti (ditolak).

Sementara itu, pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel *green investment* (GI) memiliki koefisien sebesar -0,022913 dan tidak signifikan, sehingga variabel ini tidak terbukti berpengaruh terhadap ROA. Di samping tidak signifikan, arah koefisiennya pun bernilai negatif. Dengan demikian, H_2 yang menduga GI berpengaruh signifikan dan positif terhadap ROA juga tidak terbukti.

Pembahasan

Pengaruh *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap Kinerja Keuangan

Temuan pengujian ini memperlihatkan bahwa ESG memang berpengaruh terhadap *Return on Assets* (ROA), namun dengan arah hubungan yang negatif. Kondisi ini membuat H_1, yang semula menduga ESG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, tidak dapat diterima. Dengan kata lain, kenaikan tingkat pengungkapan ESG pada perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel justru diiringi oleh melemahnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dikelolanya.

Kondisi tersebut sejalan dengan Sari dan Maryama (2024), yang menyatakan bahwa tingginya pengungkapan ESG dapat

meningkatkan biaya kepatuhan, transparansi, dan tata kelola sehingga menekan laba dalam jangka pendek. Lubis dan Rokhim (2021) juga menjelaskan bahwa penerapan ESG membutuhkan sumber daya besar untuk pelaporan keberlanjutan, penguatan pengendalian internal, serta praktik lingkungan dan sosial, sementara manfaat finansialnya cenderung terealisasi secara bertahap. Dengan demikian, karena ROA mencerminkan profitabilitas jangka pendek, biaya penerapan ESG lebih dominan tercermin dalam kinerja keuangan selama periode observasi.

Temuan ini dapat ditelaah melalui *Stakeholder Theory* yang dikembangkan oleh Freeman (2015). Teori tersebut menegaskan bahwa pemenuhan kepentingan pemangku kepentingan secara luas akan mendatangkan legitimasi dan dukungan yang mendukung keberlangsungan perusahaan dalam jangka panjang. Namun demikian, Barnea dan Rubin (2010) menunjukkan bahwa pemenuhan tuntutan pemangku kepentingan yang berlebihan dapat menimbulkan *overinvestment* pada aktivitas tanggung jawab sosial dan lingkungan, yaitu kondisi ketika manajemen mengalokasikan sumber daya secara berlebihan untuk membangun reputasi tanpa disertai pertimbangan yang memadai terhadap pengembalian finansial bagi pemegang saham. Dengan demikian, pengungkapan ESG dalam jangka pendek dapat berfungsi lebih sebagai beban operasional sebelum pada akhirnya bertransformasi menjadi sumber legitimasi dan kepercayaan yang mendukung kinerja keuangan pada periode berikutnya.

Penelitian ini sejalan dengan temuan Murniati dan Sovita (2021) pada perusahaan sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, yang mendapati bahwa pengungkapan lingkungan memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Pada konteks pasar berkembang yang lebih luas, Duque-Grisales dan Aguilera-Caracuel (2021) turut menemukan hubungan negatif antara skor ESG, baik secara agregat maupun pada masing-masing dimensinya, dengan *financial performance* perusahaan multinasional di Amerika Latin, dengan argumen bahwa biaya penerapan ESG di negara berkembang relatif lebih tinggi dibandingkan manfaat yang mampu diserap perusahaan dalam jangka pendek.

Atas dasar itu, dapat ditarik simpulan bahwa ditolaknya H_1 dalam penelitian ini tidak lantas berarti ESG tidak relevan bagi perusahaan manufaktur di Indonesia, melainkan mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG pada periode pengamatan masih berada pada tahap investasi yang membebani profitabilitas jangka pendek, sebelum manfaat legitimasi dan kepercayaan pemangku kepentingan tersebut terkonversi menjadi peningkatan kinerja keuangan yang nyata di masa mendatang.

Pengaruh *Green Investment* terhadap Kinerja Keuangan

Hasil pengujian memperlihatkan bahwa GI tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga H_2 tidak terbukti (tidak didukung). Temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat kepatuhan lingkungan yang tercermin dalam peringkat PROPER belum mampu menjelaskan variasi kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang diteliti. Dengan demikian, *green investment* belum menunjukkan hubungan nyata dengan kinerja keuangan dalam penelitian ini.

Ketiadaan pengaruh yang berarti ini dapat dijelaskan melalui karakteristik pengukuran variabel GI itu sendiri. Peringkat PROPER yang ditetapkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan terdiri atas lima jenjang, mulai dari peringkat hitam hingga emas (Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia, 2021), sehingga bersifat ordinal dan cenderung stabil dari tahun ke tahun pada sebagian besar perusahaan. Karakteristik tersebut menyebabkan variasi antarperusahaan maupun antarwaktu yang tersedia relatif terbatas untuk menangkap hubungan statistik yang kuat dengan kinerja keuangan. Di samping itu, investasi hijau umumnya berwujud belanja modal yang dicatat dan disusutkan dalam jangka waktu yang panjang, sehingga pengaruhnya terhadap laba bersih pada tahun berjalan relatif kecil dibandingkan skala total aset perusahaan secara keseluruhan.

Dalam *Stakeholder Theory* Freeman (2015), *green investment* merupakan bentuk tindakan nyata, bukan sekadar pengungkapan informasi,

yang semestinya memberikan sinyal komitmen lingkungan yang lebih kuat kepada para *stakeholder* dibandingkan pengungkapan ESG. Akan tetapi, oleh karena manfaat dari efisiensi operasional dan penghindaran risiko regulasi umumnya terakumulasi secara bertahap dan memerlukan periode pengembalian investasi yang panjang, sinyal tersebut belum cukup kuat untuk terefleksi secara nyata pada kinerja keuangan dalam rentang waktu pengamatan penelitian ini, sehingga hasilnya cenderung tidak signifikan, bukan menunjukkan hubungan negatif yang tegas.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Hasanah dan Paramita (2025) yang juga menemukan bahwa *green investment* tidak berpengaruh terhadap ROA. Hal serupa ditemukan oleh Nurmalasari dan Kania (2024) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI periode 2018 sampai 2022, yang menyimpulkan bahwa *green investment* tidak berpengaruh terhadap kinerja berkelanjutan perusahaan. Namun, hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Chariri *et al.* (2018), yang menunjukkan bahwa investasi berbasis peringkat PROPER pada perusahaan di Indonesia berkontribusi terhadap peningkatan ROA. Ketidaksamaan hasil tersebut kemungkinan besar dipicu oleh perbedaan rentang waktu pengamatan, susunan sektor sampel yang digunakan, serta sebaran peringkat PROPER yang digunakan. Ketika mayoritas sampel terkonsentrasi pada peringkat menengah, sebagaimana dalam penelitian ini, daya beda variabel tersebut terhadap kinerja keuangan cenderung melemah.

Dengan demikian, penolakan terhadap H_2 mengindikasikan bahwa peringkat PROPER sebagai proksi *green investment* belum cukup sensitif untuk menangkap kontribusi finansial investasi ramah lingkungan pada perusahaan manufaktur selama periode observasi, sekalipun secara konseptual investasi tersebut tetap relevan sebagai bagian dari strategi keberlanjutan jangka panjang perusahaan.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) serta *green investment* terhadap kinerja keuangan pada 30 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024, dengan 150 observasi *firm-year*. Hasil regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model* yang diberi pembobotan *cross-section* menunjukkan bahwa ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA, sehingga hipotesis pertama dinyatakan tidak terbukti (ditolak). Hasil ini mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG pada perusahaan manufaktur Indonesia masih menjadi investasi yang membebani profitabilitas jangka pendek sebelum manfaat legitimasi dan kepercayaan pemangku kepentingan meningkatkan kinerja keuangan. Sementara itu, *green investment* yang diproksikan melalui peringkat PROPER tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap ROA, sehingga hipotesis kedua pun dinyatakan tidak terbukti (ditolak). Kondisi ini menunjukkan bahwa proksi ordinal tersebut belum cukup sensitif menangkap kontribusi finansial investasi ramah lingkungan dalam jangka pendek.

Secara teoretis, penelitian ini memberikan bukti empiris dari pasar berkembang bahwa pendekatan instrumental dalam *Stakeholder Theory* belum tercermin pada kinerja keuangan jangka pendek. Pemenuhan ekspektasi pemangku kepentingan melalui pengungkapan ESG lebih dahulu menimbulkan biaya sebelum menghasilkan legitimasi dan kepercayaan. Penelitian ini juga membedakan pengungkapan informasi (ESG) dari tindakan nyata (*green investment*), sehingga memperlihatkan bahwa kedua bentuk praktik keberlanjutan tersebut memiliki karakteristik waktu dan pengukuran yang berbeda.

Secara praktis, hasil penelitian ini memiliki tiga implikasi. Pertama, bagi manajemen perusahaan manufaktur, ESG dan *green investment* perlu dipandang sebagai investasi jangka panjang yang diterapkan secara substantif dan berkelanjutan, disertai pengelolaan biaya pelaporan agar manfaat berupa efisiensi biaya, reputasi, dan kepercayaan investor dapat terealisasi. Kedua, bagi investor dan kreditur, penilaian atas perusahaan yang aktif mengungkapkan ESG sebaiknya tidak hanya bertumpu pada profitabilitas jangka pendek, tetapi juga

mempertimbangkan horizon pengembalian dari praktik keberlanjutan. Ketiga, bagi Otoritas Jasa Keuangan serta Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan, hasil ini mendukung perlunya peningkatan kualitas pelaporan keberlanjutan dan transparansi peringkat PROPER, serta pengungkapan nilai belanja lingkungan secara kuantitatif agar komitmen keberlanjutan perusahaan dapat dinilai lebih akurat.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, pengukuran *green investment* melalui peringkat PROPER bersifat ordinal dengan variasi antarperusahaan dan antarwaktu yang relatif terbatas. Kedua, kinerja keuangan hanya diukur melalui ROA sehingga belum menggambarkan dimensi kinerja lain seperti profitabilitas berbasis pasar atau nilai perusahaan. Ketiga, periode pengamatan selama lima tahun belum cukup panjang untuk menangkap manfaat ESG dan *green investment* yang baru terealisasi dalam jangka panjang. Keempat, variabel ESG diukur melalui analisis konten berdasarkan standar GRI 2021 yang menilai ada tidaknya suatu item pengungkapan tanpa mempertimbangkan kualitas maupun kedalaman informasi yang diungkapkan.

Berdasarkan temuan dan keterbatasan tersebut, penelitian mendatang disarankan memperpanjang rentang waktu pengamatan, menggunakan proksi *green investment* yang lebih kuantitatif seperti nilai belanja modal lingkungan, menambahkan ukuran kinerja berbasis pasar, mempertimbangkan variabel moderasi atau mediasi, serta memperluas objek penelitian ke sektor lain.

6. DAFTAR PUSTAKA

Alfandy, M. D. (2024). Green Investment Acceleration Concept: Model Skenario Sistem Asesmen Investasi Hijau sebagai Manifestasi Ekonomi Hijau. *Indonesian Journal of Sharia and Law*, *1*(2), 73-89.

Andreawan, A., Sumarno, R. A., Husni, M., & Hb, K. (2025). Peran Kinerja ESG dalam Mendorong Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Sektor Perbankan di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, *9*(3), 2482-2493. https://doi.org/10.31955/mea.v9i3.6639

Anggraini, P. W., & Sari, T. D. R. (2024). Pengaruh Environment Social Governance (ESG) Score Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Terindeks IDX ESG Leader Tahun 2020-2023. *Journal of Accounting and Finance Management*, *5*(5), 975-982. https://doi.org/10.38035/jafm.v5i5.888

Arifah, J. (2024). The Effect Of Environmental, Social, And Governance Performance On Firm Value With Firm Size As A Moderating Variable. *Eduvest - Journal of Universal Studies*, *4*(8), 7416-7433. https://doi.org/10.59188/eduvest.v4i8.1516

Ayuningtias, P. M., & Andayani, S. (2025). Pengaruh Green Accounting, Sustainability Report Disclosure, dan Green Investment terhadap Kinerja Keuangan. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, *7*(1), 218-225. https://doi.org/10.47065/ekuitas.v7i1.8155

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, *97*(1), 71-86. https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z

Cahyana, A. M. K., & Suhendah, R. (2020). Pengaruh Leverage, Firm Size, Firm Age, dan Sales Growth terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, *2*(4), 1791-1798. https://doi.org/10.24912/jpa.v2i4.9375

Chariri, A., Bukit, G. R. S. B., Eklesia, O. B., Christi, B. U., & Tarigan, D. M. (2018). Does Green Investment Increase Financial Performance? Empirical Evidence from Indonesian Companies. *E3S Web of Conferences*, *31*, 09001. https://doi.org/10.1051/e3sconf/20183109001

Databoks. (2023a). *Eksploitasi Bahan Bakar Fosil, Sumber Emisi Terbesar Indonesia pada 2022*. https://databoks.katadata.co.id/ekonomi

-makro/statistik/8dd3cd3fd20570f/eksploitasi-bahan-bakar-fosil-sumber-emisi-terbesar-indonesia-pada-2022

Databoks. (2023b). *Emisi Gas Rumah Kaca Indonesia Meningkat pada 2022, Tembus Rekor Baru*. https://databoks.katadata.co.id/lingkungan/statistik/8d993dfb8c5e35c/emisi-gas-rumah-kaca-indonesia-meningkat-pada-2022-tembus-rekor-baru

Dharmawati, T., Gultom, J., Indrianti, M. A., Gobel, Y. A., & Suhairin, S. (2024). Pengaruh ESG (Environmental, Social, and Governance) dan Keputusan Keuangan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, *8*(2). https://doi.org/10.29040/jie.v8i2.12882

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, *20*(1), 65-91. https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992

Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, *168*(2), 315-334. https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, *60*(11), 2835-2857. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984

Freeman, R. E. (2015). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675

Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/CBO9780511815768

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

Global Reporting Initiative. (2021). *GRI 1: Foundation 2021*. https://www.globalreporting.org/pdf.ashx?id=12334

Habib, A., Oláh, J., Khan, M. H., & Luboš, S. (2025). Does integration of ESG disclosure and green financing improve firm performance: Practical applications of stakeholders theory. *Heliyon*, *11*(4). https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2025.e41996

Hasanah, N. L., & Paramita, V. S. (2025). The Influence of Environmental Social Governance, Green Investment, and Profitability on Firm Value: Study on the SRI-KEHATI Index (2019-2023). *Sinergi International Journal of Economics*, *3*(1), 1-18. https://doi.org/10.61194/economics.v3i1.408

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*. Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia. https://ppkl.menlhk.go.id/website/filebox/995/210704055716PERMENLHK%20NO%2001%20TH%202021%20ttg%20PROPER.pdf

Khamisu, M. S., Paluri, R. A., & Sonwaney, V. (2024). Environmental social and governance (ESG) disclosure motives for environmentally sensitive industry: An emerging economy perspective. *Cogent Business & Management*, *11*(1), 2322027.

https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2322027

Lubis, M. F. F., & Rokhim, R. (2021). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure and Competitive Advantage on Companies Performance as An Implementation of Sustainable Economic Growth in Indonesia for Period of 2015-2019. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, *940*(1), 012059. https://doi.org/10.1088/1755-1315/940/1/012059

Murniati, M., & Sovita, I. (2021). Penerapan green accounting terhadap profitabilitas perusahaan makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Dharma Andalas*, *23*(1), 109-122.

Nainggolan, P. A., & Siswanti, I. (2025). The Influence of ESG, Green Finance, and Efficiency on Company Value Through Financial Performance at KBMI 3 and KBMI 4 Banks. *International Journal of Social and Management Studies*, *6*(3), 176-187. https://doi.org/10.5555/ijosmas.v6i3.505

Napitupulu, R. B., Simanjuntak, T. P., Hutabarat, L., Damanik, H., Harianja, H., Sirait, R. T. M., & Lumban Tobing, C. E. R. (2021). *Penelitian bisnis, teknik dan analisa dengan SPSS-STATA-Eviews*. Madenatera.

Nurmalasari, N., & Kania, S. D. (2024). The Role of Green Investment on Sustainable Performance with Financial Performance as a Mediating Variable (Case Studies on Manufacturing Industrial Companies Listed on the IDX for the 2018-2022 Period). *Seminar Nasional Pariwisata Dan Kewirausahaan (SNPK)*, *3*, 617-627. https://doi.org/10.36441/snpk.vol3.2024.281

Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik*. https://peraturan.go.id/files/ojk51-2017bt.pdf

Otoritas Jasa Keuangan. (2022). *Taksonomi Hijau Indonesia Edisi 1.0 - 2022*. https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/info-terkini/Pages/Taksonomi-Hijau-Indonesia-Edisi-1---2022.aspx

Rahmawati, A. N., & Hartoko, S. (2025). Does The Disclosure of Carbon Emissions and Green Investment Affect Corporate Financial Performance (A Case Study of The Mining and Energy Subsectors). *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, *10*(1), 59-71. https://doi.org/10.23917/reaksi.v10i1.8835

Rosalin, F., & Prasetyo, A. H. (2025). Pengaruh Green Investment dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keberlanjutan melalui Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur di BEI (2019-2023). *Journal of Emerging Business Management and Entrepreneurship Studies*, *5*(2), 112-130. https://doi.org/10.34149/jebmes.v5i2.278

Sari, A., & Maryama, S. (2024). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Tahun 2019-2022. *MUQADDIMAH: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi Dan Bisnis*, *2*(4), 318-328. https://doi.org/10.59246/muqaddimah.v2i4.1073

Spilker, G., & Nugent, N. (2022). Voluntary carbon market derivatives: Growth, innovation & usage. *Borsa Istanbul Review, Environmental, Social and Governance (ESG) and Sustainable Finance*, *22*, S109-S118. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.008

Tarigan, J., & Semuel, H. (2014). Pengungkapan Sustainability Report dan Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, *16*(2), 88-101. https://doi.org/10.9744/jak.16.2.88-101

Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, *7*(3), 67-74.

Tripopsakul, S. (2025). ESG Practices, Green Innovation, and Financial Performance: Panel Evidence from ASEAN Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, *18*(8), 467. https://doi.org/10.3390/jrfm18080467

Triyani, A., Setyahuni, S. W., & Makwuna, F. D. (2021). Pengaruh Kinerja Non Keuangan (Environmental, Social, Governance) terhadap Resiko Investasi Perusahaan. *JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS: Jurnal Program Studi Akuntansi*, *7*(2), 155-165. https://doi.org/10.31289/jab.v7i2.5602

Wijaya, H., Malini, H., Hendri, M. I., Wendy, W., & Syahputri, A. (2026). Pengaruh ESG Disclosure, Green Product Innovation on Financial Perfomance Dengan Firm Size Sebagai Moderasi. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, *5*(4), 5006-5021. https://doi.org/10.56799/ekoma.v5i4.16125

Xu, Y., & Zhu, N. (2024). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on Corporate Financial Performance in China: Based on the Perspective of Innovation and Financial Constraints. *Sustainability*, *16*(8), 3329. https://doi.org/10.3390/su16083329

Yoon, A. (2025). *Environmental, Social, and Governance (ESG) in Accounting and Capital Markets: A Literature Review on Economic Relevance, Disclosure Frictions, and Valuation Implications* (SSRN Scholarly Paper No. 5551158). Social Science Research Network. https://papers.ssrn.com/abstract=5551158

Yulianti, S., & Ramli, R. (2025). Pengaruh green investment dan corporate social responsibility terhadap financial performance yang dimoderasi oleh ownership concentration (studi pada perusahaan indeks SRI-KEHATI yang terdaftar di BEI Periode 2019-2023). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, *15*(1), 21-36.

Zulfa, F. A. N., & Purnamasari, P. E. (2025). The role of profitability in moderating the influence of green investment and financial performance on company value. *Jurnal Akademi Akuntansi*, *8*(2). https://doi.org/10.22219/jaa.v8i2.38218