

## **BAB IV**

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian**

Penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor perkebunan kelapa sawit dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan klasifikasi BEI tahun 2025, perusahaan-perusahaan ini termasuk dalam sektor Pertanian, sub-sektor Perkebunan, khususnya pada kelompok minyak dan lemak nabati yang berfokus pada komoditas kelapa sawit. Semua perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah emiten yang terdaftar di BEI dalam rentang waktu tahun 2017 hingga 2024.

Pada tahun 2025, tercatat terdapat 24 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Namun, tidak seluruh perusahaan tersebut dapat dijadikan sebagai sampel penelitian. Melalui penerapan metode purposive sampling, hanya 13 perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini yaitu: AALI, ANJT, BWPT, DSNG, GZCO, JAWA, LSIP, SGRO, SIMP, SMAR, SSMS, TBLA dan UNSP.

Menurut GAPKI, salah satu pilar utama perekonomian Indonesia adalah industri kelapa sawit dimana sektor ini yang pada tahun 2023 pernah menghasilkan devisa sebesar Rp600 triliun, yang tercatat sebagai angka tertinggi dalam sejarah. Selain itu, industri sawit juga menyerap tenaga kerja sekitar 16,2 juta orang di seluruh Indonesia.

Dilaporkan oleh USDA tahun 2024 bahwa produksi minyak sawit Indonesia mencakup sekitar 59% dari total produksi dunia 78,2 juta ton dan menurut BPS 2024 luasnya mencapai 16,83 juta hektar dimana sekitar 50% kebun sawit di Indonesia

dimiliki oleh perusahaan besar swasta (8,4 juta ha). Sebagian kecil dari kepemilikan perusahaan besar swasta tersebut merupakan 13 emiten yang datanya dikaji dalam penelitian ini.

Pengumpulan data dilakukan melalui studi laporan tahunan dan laporan keberlanjutan masing masing perusahaan. Untuk variabel GIC menggunakan data pengungkapan di laporan keberlanjutan, jika laporan keberlanjutan di suatu emiten tidak tersedia maka menggunakan laporan tahunan pada sub bab Keberlanjutan. Adapun untuk variabel rasio leverage (DAR), kualitas laba (EQ), ukuran perusahaan (Size) dan nilai perusahaan (PBV) bersumber dari laporan tahunan.

## 4.2 Analisa Data

### 4.2.1 Analisis Data Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan dalam menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul. Statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel dalam penelitian meliputi mean, standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum (Ghozali (2018) dalam (Very & Panjaitan, 2021; p. 111) Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 13 perusahaan perkebunan kelapa sawit dengan periode pengamatan selama delapan tahun (2017–2024), sehingga diperoleh jumlah observasi sebanyak 104. Berikut ini adalah hasil dari uji deskriptif dari seluruh sampel penelitian.

Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
Variabel Proksi	N	Maximum	Minimum	Mean	Std. Deviation
GIC	104	0,889	0,222	0,629	0,152
DAR (kali)	104	2,642	0,093	0,624	0,434
EQ (kali)	104	109,049	-13,235	3,502	11,858
SIZE (Rp. Miliar)	104	45.333	1.946	15.584	11.083
PBV (kali)	104	5,002	-0,477	0,932	0,898

Sumber : Data diolah di Excel

Berdasarkan Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif, diperoleh ringkasan karakteristik data dari 104 observasi yang digunakan dalam penelitian ini. Masing-masing variabel menunjukkan nilai maksimum, minimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi sebagai berikut:

1. **Green Intellectual Capital (X<sub>1</sub>)** diproksikan dengan GIC merupakan tingkat pengungkapan modal intelektual hijau yang berorientasi lingkungan (*green human capital, green structural capital, green relational capital*) yang mendukung inovasi dan keberlanjutan. Tergambar range rasio minimum 0,222 dan maksimum 0,889 dengan rata-ratanya sebesar 0,629 serta standar deviasi 0,152. Berdasarkan hasil analisis sustainability report dan annual report, nilai pengungkapan GIC tertinggi diperoleh oleh DSNG sebesar 0,889 pada tahun 2024. Sementara itu, nilai terendah dicapai oleh GZCO dan JAWA, masing-masing sebesar 0,222 pada tahun 2018.
2. **Rasio Leverage (X<sub>2</sub>)** diproksikan oleh DAR, rasio total utang terhadap total aset, menunjukkan proporsi pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang, berguna untuk menilai risiko keuangan dan rasio leverage perusahaan. Variabel DAR menunjukkan nilai minimum 0,093 dan maksimum 2,642 dengan rata-rata 0,624 serta standar deviasi 0,434. Meskipun demikian, terdapat perusahaan dengan DAR yang ekstrem menunjukkan adanya perbedaan tingkat leverage yang cukup besar di antara sampel. Nilai minimum DAR sebesar 0,093 pada perusahaan London Sumatra Indonesia (LSIP) di tahun 2024, sedangkan nilai maksimum sebesar 2,642 yaitu pada perusahaan UNSP di tahun 2024.
3. **Kualitas Laba (X<sub>3</sub>)** diproksikan oleh EQ, ukuran sejauh mana laba yang dilaporkan mencerminkan kinerja ekonomi yang sesungguhnya, konsisten, dan bebas dari manipulasi. *Earning Quality* yang tinggi merepresentasikan arus kas masa depan yang andal, secara teori rasio kualitas laba yang baik di atas 1. Nilai kualitas laba

tertinggi 109,049 ditunjukkan oleh GOZCO tahun 2023 dan rasio kualitas laba terendah -13,235 ada di SIMP tahun 2018.

4. **Ukuran Perusahaan (M)** diproksikan oleh *firm size* (Ln Total Aset). Total aset yang dimiliki perusahaan yang sering digunakan sebagai indikator kapasitas dan skala operasi. Variabel ukuran perusahaan (*size*) dinyatakan dalam miliar rupiah, dengan nilai minimum Rp 1.946 miliar, maksimum Rp 45.333 miliar, rata-rata Rp 15.584 miliar, dan standar deviasi 11.083. Proksi ini mengukur nilai logaritma natural aset perusahaan, namun untuk statistik deskriptif nilai perusahaan dilihat dari nilai real aset yang dimilikinya. Untuk variabel ini, nilai minimumnya pada perusahaan GZCO tahun 2019, sedangkan nilai maksimum di SMAR terjadi pada tahun 2024.
5. **Nilai perusahaan (Y)** diproksikan oleh *price to book value* (PBV), dengan mengukur harga saham per lembar dibagi dengan nilai buku per lembar saham. Nilai minimum PBV perusahaan perkebunan kelapa sawit sebesar -0,477 pada perusahaan UNSP di tahun 2017, nilai minus disebabkan oleh defisit ekuitas dan rendahnya aset. Nilai PBV maksimum sebesar 5,002 pada perusahaan SSMS pada tahun 2023. Dari 13 perusahaan terdapat 10 perusahaan yang di tahun 2020 dan 2021 menunjukkan nilai PBV menurun jika dibandingkan tahun sebelumnya. Diduga bahwa fenomena ini terkait dengan adanya pandemi covid 19 dimana telah terjadi beberapa *lockdown* yang sedikit banyak mempengaruhi rantai distribusi, transportasi dan produksi bahan baku, logistik pemasaran serta kemungkinan adanya kehati hatian investor untuk berinvestasi.

Tabel 4.2 Nilai PBV Seluruh Perusahaan Sample (kali)

TAHUN	NILAI PBV SELURUH SAMPLE PERUSAHAAN												
	AALI	ANJT	BWPT	DSNG	GZCO	JAWA	LSIP	TBLA	SGRO	SIMP	SMAR	SSMS	UNSP
2017	1,365	0,751	0,952	1,395	0,248	1,095	1,177	1,636	1,189	0,404	0,852	3,416	-0,477
2018	1,169	0,689	0,892	1,188	0,280	0,756	1,024	0,966	1,112	0,398	0,950	2,926	-0,186
2019	1,478	0,621	1,073	1,307	0,365	0,890	1,192	0,991	1,083	0,384	1,088	1,978	-0,046
2020	1,232	0,442	1,302	1,038	0,293	1,516	1,010	0,848	0,804	0,359	0,952	2,444	-0,041
2021	0,864	0,543	1,134	0,837	0,385	4,562	0,795	0,654	0,820	0,365	0,869	1,505	-0,040
2022	0,694	0,354	1,000	0,644	0,422	3,347	0,633	0,543	0,759	0,309	0,739	2,173	-0,054
2023	0,599	0,386	0,777	0,662	0,616	0,692	0,535	0,453	0,689	0,274	0,602	5,002	-0,048
2024	0,514	0,374	0,759	1,017	0,550	0,304	0,530	0,389	0,651	0,249	0,527	4,283	-0,046

Catatan : Avg include UNSP : 0,932, sedangkan exclude UNSP : 1,020

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa sepanjang tahun 2017 - 2024 nilai PBV (*Price to Book Value*) yang ekstrim terjadi di di UNSP sehingga mempengaruhi rata rata PBV secara keseluruhan, apabila termasuk UNSP nilai PBV 0,932 dan apabila tidak termasuk UNSP rata ratanya 1,020. Berdasarkan tabulasi data PBV minus di UNSP disebabkan oleh kerugian bertahun-tahun yang melebihi modal disetor, dampaknya membuat ekuitas menjadi negatif yang menyebabkan nilai buku UNSP per saham negatif.

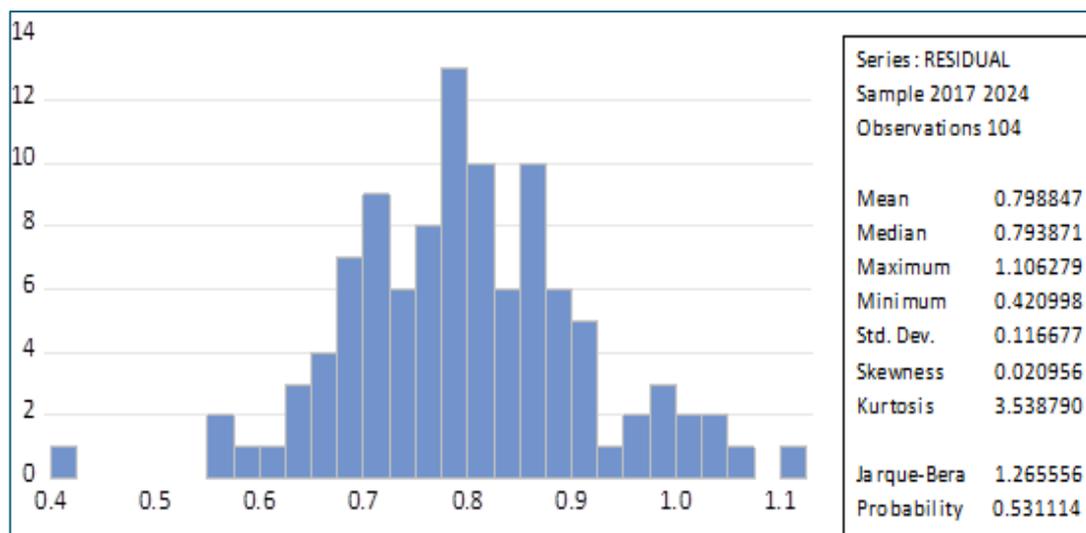
## 4.2.2 Analisis Data Inferensial

### 4.2.2.1 Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik dilakukan pada tahap awal setelah data diperoleh, dengan tujuan untuk mendapatkan perkiraan serta syarat awal agar regresi linear dapat dilakukan. Tahapan yang dilaksanakan pada uji ini yaitu:

#### a. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data penelitian memiliki distribusi yang mendekati normal. Normalitas menjadi salah satu asumsi klasik dalam analisis regresi berganda, karena distribusi data yang normal mempengaruhi keabsahan uji statistik dan interpretasi koefisien regresi. Dalam penelitian ini, normalitas data diuji menggunakan metode transformasi akar kuadrat.



Gambar 4.1 Histogram Hasil Uji Normalitas

Pengujian dilakukan menggunakan statistik Jarque-Bera, dengan kriteria pengambilan keputusan: Jika nilai probabilitas  $> 0,05$  maka data residual berdistribusi normal dan Jika nilai probabilitas  $< 0,05$  maka data tidak normal.

Hasil uji normalitas nilai residual menunjukkan nilai signifikansi dari Jarque-bera sebesar 1,265 dengan probabilitas 0,531. Hal ini menunjukkan bahwa residual dalam model berdistribusi normal. Dengan demikian, model regresi yang digunakan telah memenuhi asumsi normalitas.

#### b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi tinggi antar variabel independen. Indikator yang digunakan adalah nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Suatu model dikatakan bebas dari multikolinearitas apabila nilai VIF dari seluruh variabel kurang dari 10 dan nilai tolerance ( $1/VIF$ )  $> 0,1$ . Pada awalnya data terindikasi multikolinearitas, kemudian dilakukan transformasi differential tingkat 1 dan berdasarkan hasil perhitungan VIF, diperoleh nilai:

Tabel 4.3 Tabel hasil Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors			
Sample: 1 104			
Included observations: 103			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.250460	31.23945	NA
X1	0.467924	24.28310	1.317360
X2	0.062604	4.535856	1.460173
X3	0.000118	2.243290	2.061339
D(M)	0.082821	1.257465	1.253378
D(X1M)	0.001712	1.529232	1.528362
D(X2M)	0.001172	1.428197	1.391379
D(X3M)	1.21E-07	2.039561	2.039560

Tabel 4.3 Menunjukkan bahwa seluruh nilai VIF < 10, sehingga hal ini menandakan sudah tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi yang digunakan.

### c. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.4 Tabel hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White				
Null hypothesis: Homoskedasticity				
F-statistic	1.306231	Prob. F(7,96)	0.2557	
Obs*R-squared	9.044165	Prob. Chi-Square(7)	0.2495	
Scaled explained SS	32.07942	Prob. Chi-Square(7)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample: 1 104				
Included observations: 104				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.350056	7.422957	-0.181876	0.8561
X1^2	32.38175	17.17806	1.885064	0.0624
X2^2	-7.163456	5.481434	-1.306858	0.1944
X3^2	0.004809	0.007282	0.660400	0.5106
M^2	0.002565	0.014288	0.179520	0.8579
X1M^2	-0.056719	0.031709	-1.788752	0.0768
X2M^2	0.014388	0.011055	1.301516	0.1962
X3M^2	-1.09E-05	1.57E-05	-0.691300	0.4910
R-squared	0.086963	Mean dependent var	0.736211	
Adjusted R-squared	0.020388	S.D. dependent var	2.134552	
S.E. of regression	2.112680	Akaike info criterion	4.407596	
Sum squared resid	428.4882	Schwarz criterion	4.611010	
Log likelihood	-221.1950	Hannan-Quinn criter.	4.490005	
F-statistic	1.306231	Durbin-Watson stat	1.052105	
Prob(F-statistic)	0.255687			

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk melihat apakah terjadi variansi residual yang tidak konstan antar observasi. Pengujian dilakukan menggunakan *White Test*, dengan kriteria: Jika probabilitas  $\text{Obs} \times \text{R-squared} > 0,05$  maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil uji menunjukkan  $\text{Prob. Obs} \times \text{R-squared} = 0.2495$ , yang lebih besar dari  $0,05$ . Sehingga tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

#### d. Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode tertentu dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Jika terjadi korelasi antar kesalahan pengganggu, maka dapat dikatakan bahwa dalam model linier terdapat autokorelasi. Autokorelasi dapat menyebabkan estimasi parameter menjadi tidak efisien dan mengganggu validitas uji statistik seperti uji t dan uji F.

Tabel 4.5 Tabel hasil Uji Autokorelasi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags				
F-statistic	1.584673	Prob. F(20,73)	0.0802	
Obs*R-squared	30.57535	Prob. Chi-Square(20)	0.0611	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1 104				
Included observations: 104				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-10.53215	9.425334	-1.117430	0.2675
LAG_X1(-2)	13.22072	19.63518	0.673318	0.5029
LAG_X2(-2)	15.73609	13.73163	1.145974	0.2555
LAG_X3(-2)	-0.025149	0.167693	-0.149969	0.8812
LAG_M(-2)	0.769760	0.687025	1.120425	0.2662
LAG_X1M(-2)	-0.593988	0.854141	-0.695422	0.4890
LAG_X2M(-2)	-0.681613	0.603042	-1.130292	0.2621
LAG_X3M(-2)	0.001199	0.007684	0.156096	0.8764
RESID(-1)	0.445986	0.115885	3.848507	0.0003
RESID(-2)	-0.310181	0.128909	-2.406203	0.0187
R-squared	0.302726	Mean dependent var	-1.92E-15	
Adjusted R-squared	0.044830	S.D. dependent var	0.716537	
S.E. of regression	0.700292	Akaike info criterion	2.355155	
Sum squared resid	35.79982	Schwarz criterion	3.080139	
Log likelihood	-90.93531	Hannan-Quinn criter.	2.648649	
F-statistic	1.173832	Durbin-Watson stat	1.973333	
Prob(F-statistic)	0.289332			

Dalam penelitian ini nilai signifikansi uji Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test yaitu 0,061 sehingga nilainya di atas 0,05 menunjukkan bahwa tidak ada masalah autokorelasi.

#### 4.2.2.2 Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Untuk menentukan model regresi data panel yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini, dilakukan uji pemilihan model yang melibatkan tiga pendekatan utama; *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM).

##### a. Uji Chow (Fixed Effect vs Common Effect)

Uji Chow digunakan untuk mengetahui apakah model *Fixed Effect* lebih tepat digunakan dibandingkan *Common Effect*, dengan hipotesis:

- **H<sub>0</sub>**: Model *Common Effect* lebih tepat.
- **H<sub>1</sub>**: Model *Fixed Effect* lebih tepat.

Hasil uji Chow menunjukkan:

Tabel 4.6 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.406583	(12,84)	0.0000
Cross-section Chi-square	129.890046	12	0.0000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 12

Berdasarkan hasil uji *Redundant Fixed Effects* yang dilakukan, diperoleh nilai *Cross-section F* sebesar 17,406583 dengan probabilitas 0,0000 dan nilai *Cross-section Chi-square* sebesar 129,890046 dengan probabilitas 0,0000. Nilai probabilitas untuk

kedua uji tersebut berada di bawah tingkat signifikansi 0,05, sehingga hipotesis nol yang menyatakan tidak adanya efek tetap pada masing-masing cross-section ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa model yang digunakan memerlukan efek tetap (*fixed effects*) untuk masing-masing unit cross-section agar dapat menangkap heterogenitas yang spesifik pada setiap entitas. Sehingga dapat diartikan bahwa model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan *common effect*.

#### b. Hausman (Fixed Effect vs Random Effect)

Tabel 4.7 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.120951	7	0.0491

Sumber : Data diolah dengan Eviews 12

Untuk memilih antar metode *fixed* dan *random effect* maka dilakukan uji Hausman yang memiliki hipotesis ;

- Ho : Model mengikuti *random effect*
- Ha : Model mengikuti *fixed effect*

Model *random effect* yang lebih baik ditunjukkan jika nilai signifikansi  $> 0,05$ . Hasil diatas diperoleh nilai signifikansi 0,049 pada probabilitas nilai dari *cross section random*, sehingga dengan nilai signifikansi  $< 0,05$  maka artinya *fixed effect* lebih baik. Berdasarkan hasil pada uji hausman menunjukkan bahwa model regresi data panel dengan metode *fixed effect* lebih tepat daripada *random effect*.

### c. Uji Lagrange Multiplier (Random Effect vs Common Effect)

Uji LM digunakan untuk memilih antara model *Random Effect* dan *Common Effect*, dengan hipotesis:

- **H<sub>0</sub>**: Model Common Effect lebih tepat.
- **H<sub>1</sub>**: Model Random Effect lebih tepat.

Tabel 4.8 Hasil Uji *Lagrange Multiplier*

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	119.9890 <b>0.0000</b>	2.850969 (0.0913)	122.8399 (0.0000)
Honda	10.95395 (0.0000)	-1.688481 (0.9543)	6.551674 (0.0000)
King-Wu	10.95395 (0.0000)	-1.688481 (0.9543)	5.306925 (0.0000)
Standardized Honda	14.04255 (0.0000)	-1.549377 (0.9394)	4.453911 (0.0000)
Standardized King-Wu	14.04255 (0.0000)	-1.549377 (0.9394)	2.985332 (0.0014)
Gourieroux, et al.	--	--	119.9890 (0.0000)

Sumber : Data diolah dengan Eviews 12

Berdasarkan hasil Uji LM, probabilitas Breusch-Pagan = 0.0000 (signifikan < 0,05), sehingga hasil ini menunjukkan bahwa model *Random Effect* lebih baik daripada *Common Effect*. Namun demikian, karena uji Hausman sebelumnya sudah membuktikan bahwa *Fixed Effect* lebih tepat dari *Random Effect*, maka kesimpulan Uji Pemilihan Model berdasarkan hasil ketiga uji pemilihan model adalah model ***Fixed Effect (FEM)***.

#### d. Hasil Analisis Regresi Fixed Effect Model

Berdasarkan hasil uji pemilihan model regresi data panel, diperoleh bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini. Model ini mempertimbangkan adanya perbedaan karakteristik individu, dalam hal ini perusahaan perkebunan kelapa sawit, yang bersifat tetap (*time-invariant*) sepanjang periode penelitian. Karakteristik tersebut, seperti lokasi kebun, kualitas lahan, atau kebijakan manajerial, dapat mempengaruhi variabel dependen dan perlu dikontrol agar hasil estimasi tidak bias. Hal ini sejalan dengan pandangan Gujarati & Porter (2020) yang menyatakan bahwa FEM tepat digunakan ketika terdapat perbedaan karakteristik spesifik antar individu yang tetap dari waktu ke waktu, sehingga dapat diakomodasi melalui perbedaan nilai intersep pada setiap unit observasi. Ringkasan hasil estimasi regresi panel *Fixed Effect* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.9 Regresi Fixed Effect Model

Dependent Variable: Y Method: Panel Least Squares Sample: 2017 2024 Periods included: 8 Cross-sections included: 13 Total panel (balanced) observations: 104				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.52825	16.37418	-0.704050	0.4833
X1	44.66970	16.81391	2.656711	0.0094
X2	-27.32478	8.509836	-3.210965	0.0019
X3	-0.044869	0.135860	-0.330261	0.7420
M	0.461589	0.712459	0.647882	0.5188
X1M	-1.908599	0.741777	-2.573008	0.0118
X2M	1.300369	0.389159	3.341481	0.0012
X3M	0.001797	0.006201	0.289878	0.7726
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.459512	R-squared	0.735772	
Mean dependent var	0.932371	Adjusted R-squared	0.676006	
S.D. dependent var	0.898266	S.E. of regression	0.511298	
Akaike info criterion	1.667312	Sum squared resid	21.95972	
Schwarz criterion	2.175848	Log likelihood	-66.70020	
Hannan-Quinn criter.	1.873335	F-statistic	12.31089	
Durbin-Watson stat	1.199057	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber : Data diolah dengan Eviews 12

### **Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Nilai koefisien determinasi (R-squared) sebesar 0.7357 menunjukkan bahwa sebesar 73,57% variasi perubahan nilai perusahaan (Y) dapat dijelaskan oleh variabel *Green Intellectual Capital* (X1), *Rasio Leverage* (X2), Kualitas Laba (X3), Ukuran Perusahaan (M), serta interaksinya (X1M, X2M, X3M). Sisanya sebesar 26,43% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

### **Uji Simultan (Uji F)**

Uji F digunakan untuk mengetahui signifikansi model secara keseluruhan. Hasil menunjukkan nilai:

- **F-statistic = 12.311**
- **Prob(F-statistic) = 0.000**

Nilai signifikansi  $< 0.05$  menunjukkan bahwa model secara simultan signifikan, artinya variabel-variabel independen bersama-sama memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Uji Parsial (Uji t)**

Uji t adalah metode pengujian statistik yang digunakan untuk mengetahui apakah suatu variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara parsial, yaitu dengan mengasumsikan variabel bebas lainnya konstan. Dalam konteks penelitian ini, uji t digunakan untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan di bab sebelumnya.

- 1) Variabel *green intellectual capital* berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,009 (signifikansi lebih

kecil dari 0,05). Nilai koefisien regresi yaitu 44,669 menunjukkan adanya pengaruh positif.

- 2) Variabel rasio *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,001 (signifikansi lebih kecil dari 0,05). Nilai koefisien regresi yaitu -27,324 menunjukkan adanya pengaruh negatif
- 3) Variabel kualitas laba tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,742 (atau signifikansi lebih besar dari 0,05).
- 4) Variabel ukuran Perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, karena nilai signifikansi 0,518 (signifikansi lebih besar dari 0,05).
- 5) Variabel ukuran perusahaan memoderasi pengaruh *green intellectual capital* terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,011 (signifikansi lebih kecil dari 0,05). Nilai koefisien regresi yaitu -1,908 menunjukkan adanya moderasi secara negatif.
- 6) Variabel ukuran perusahaan memoderasi pengaruh rasio *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,001 (signifikansi lebih kecil dari 0,05). Nilai koefisien regresi yaitu 1,300 menunjukkan adanya moderasi secara positif
- 7) Variabel ukuran perusahaan tidak memoderasi pengaruh kualitas laba terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi 0,772 (signifikansi lebih besar dari 0,05).

Berdasarkan hasil estimasi FEM, diperoleh persamaan regresinya :

$$Y = -11.528 + 44.669X_1 - 27.324X_2 - 0.0448X_3 + 0.461M - 1.908X_{1M} + 1.300X_{2M} + 0.002X_{3M}$$

### 4.2.2.3 Model Regresi Panel Tanpa Moderasi

Untuk mengetahui dan membandingkan peran pemoderasi ukuran Perusahaan dilakukan analisis regresi panel tanpa moderasi, dan berdasarkan hasil estimasi FEM, diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 3.130 + 1.372X1 + 0.671X2 - 0.001X3 - 0.149M$$

Tabel 4.10 Analisis Regresi Fixed Effect Model Tanpa Moderasi

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/29/25 Time: 14:41				
Sample: 2017 2024				
Periods included: 8				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 104				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.130586	9.490897	0.329851	0.7423
X1	1.372894	0.604310	2.271836	0.0256
X2	0.671171	0.485940	1.381179	0.1708
X3	-0.001025	0.005192	-0.197438	0.8439
M	-0.149967	0.400226	-0.374706	0.7088
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.504870	R-squared	0.681033	
Mean dependent var	0.932371	Adjusted R-squared	0.622373	
S.D. dependent var	0.898266	S.E. of regression	0.551997	
Akaike info criterion	1.797892	Sum squared resid	26.50897	
Schwarz criterion	2.230148	Log likelihood	-76.49040	
Hannan-Quinn criter.	1.973012	F-statistic	11.60974	
Durbin-Watson stat	1.155985	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber : Data diolah dengan Eviews 12

### **Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) – Model Tanpa Moderasi**

Nilai koefisien determinasi (R-squared) sebesar 0.6810 menunjukkan bahwa sebesar 68,10% variasi perubahan nilai perusahaan (Y) dapat dijelaskan oleh variabel Green Intellectual Capital (X1), rasio leverage (X2), Kualitas Laba (X3) dan Ukuran Perusahaan (M). Sisanya sebesar 31,90 % dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

### **Uji Simultan (Uji F) – Model Tanpa Moderasi**

Uji F digunakan untuk mengetahui signifikansi model secara keseluruhan. Hasil menunjukkan nilai:

- F-statistic = 11.6097
- Prob(F-statistic) = 0.000

Nilai signifikansi  $< 0.05$  menunjukkan bahwa model secara simultan signifikan, artinya variabel-variabel independen bersama-sama memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Uji Parsial (Uji t) – Model Tanpa Moderasi**

- 1) X1 (GIC) berpengaruh signifikan positif terhadap Y.
- 2) X2 (Rasio leverage) tidak berpengaruh signifikan terhadap Y.
- 3) X3 (Kualitas Laba) tidak berpengaruh signifikan terhadap Y.
- 4) M (Ukuran Perusahaan) tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap Y.

### 4.3 Pembahasan

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan metode statistik yang telah dilakukan di atas, maka diperoleh ringkasan hasil pengujian terhadap hipotesis penelitian sebagai berikut:

Tabel 4.11 Ringkasan Hubungan Antar Variabel

No	Hubungan Variabel	Koefisien	T-statistik	T-tabel	Sig.	Kesimpulan
1	GIC => PBV	44,670	2,657	1,985	0,009	Berpengaruh positif
2	DAR => PBV	-27,325	-3,211	1,985	0,002	Berpengaruh Negatif
3	EQ => PBV	-0,045	-0,330	1,985	0,742	Tidak Berpengaruh
4	SIZE => PBV	0,462	0,648	1,985	0,519	Tidak Berpengaruh
5	GIC*SIZE => PBV	-1,909	-2,573	1,985	0,012	Memoderasi secara negatif
6	DAR*SIZE => PBV	1,300	3,341	1,985	0,001	Memoderasi secara positif
7	EQ*SIZE => PBV	0,002	0,290	1,985	0,773	Tidak memoderasi

Sumber : Data diolah Pada Eviews 12

#### 4.3.1 Pengaruh Green Intellectual Capital terhadap Nilai Perusahaan

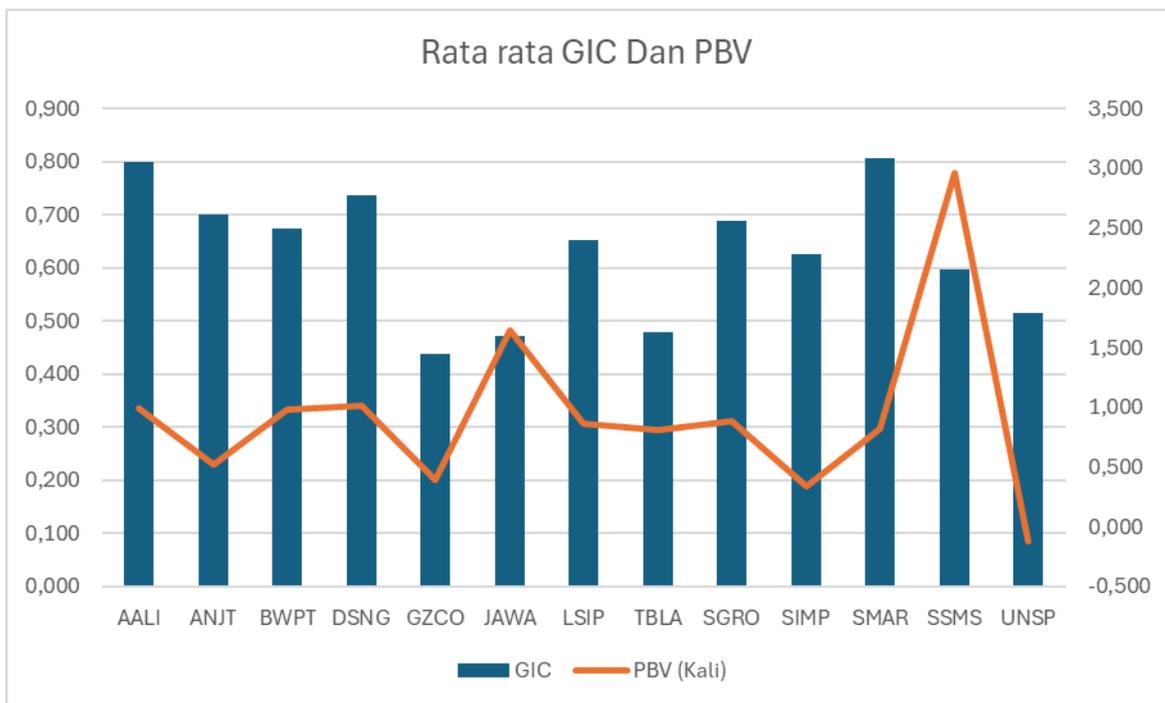
Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa *Green Intellectual Capital* (GIC) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2024.

Dari hasil regresi dapat diketahui bahwa setiap peningkatan 1 satuan pengungkapan GIC akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 44,67 satuan, dengan asumsi variabel lain konstan (*ceteris paribus*). Sehingga semakin tinggi tingkat pengelolaan dan pengungkapan GIC oleh perusahaan semakin tinggi pula kepercayaan investor dan persepsi pasar terhadap keberlanjutan perusahaan, yang tercermin dalam peningkatan *Price to Book Value* (PBV).

Temuan ini sejalan dengan teori *Resource-Based View* (RBV), yang menyatakan bahwa sumber daya *intangible* seperti *green intellectual capital* dapat

menjadi keunggulan kompetitif yang berkelanjutan jika dikelola secara efektif. Hasil ini juga didukung oleh penelitian sebelumnya dari Lestari (2023) dan Tonay & Murwaningsari (2022), serta Ericho et al (2024) yang menunjukkan bahwa GIC berpengaruh signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan secara langsung maupun melalui mediasi kinerja keuangan atau reputasi. Namun tidak sejalan dengan hasil penelitian Bangun *et al* (2024) yang menyatakan GIC tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

Hasil penelitian sesuai dengan hipotesis bahwa GIC berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (PBV) ditunjukkan pula dalam grafik di bawah ini;



Gambar 4.2. Green Intellectual Capital (GIC) dan Price to Book Value (PBV) Perusahaan Sample

Gambar di atas menunjukkan hubungan antara *Green Intellectual Capital* (GIC) dan *Price to Book Value* (PBV) pada masing-masing perusahaan sampel. Grafik ini disajikan dalam bentuk kombinasi diagram kolom dan garis, di mana kolom biru

merepresentasikan skor GIC (skala pada sumbu kiri), sedangkan garis oranye menggambarkan nilai PBV (skala pada sumbu kanan).

Secara umum, terlihat adanya pola yang relatif selaras antara pergerakan GIC dan PBV, pola ini mengindikasikan bahwa peningkatan pengelolaan modal intelektual yang berwawasan lingkungan berpotensi memperkuat keunggulan kompetitif dan reputasi perusahaan di mata pemangku kepentingan, sehingga memicu peningkatan valuasi pasar.

Hasil ini sesuai dengan hipotesis bahwa GIC berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga hasil analisis ini menunjukkan bahwa **hipotesis diterima**.

Berdasar pada pengukuran *Green Intellectual Capital* (GIC) dilakukan dengan menggunakan GIC Questionnaire yang disusun oleh Chen (2008) diperkuat penelitian (Atalla et al., 2024), yang membagi tingkat rasio GIC menjadi tiga kategori, serta mempertimbangkan nilai mean dan standar deviasi data hasil penelitian, maka dalam penelitian ini menggunakan konversi 3 kategori antara lain rendah  $< 0,477$ , sedang  $0,477 - 0,781$  dan tinggi  $> 0,781$ . Secara umum, dengan rata-rata rasio GIC perusahaan sampel sebesar 0,629, tingkat GIC tersebut berada pada kategori sedang.

Tabel 4.12. Rasio Pengungkapan Green Intellectual Capital (GHC, GSC & GRC)

No	Kode Perusahaan	Green Human Capital (GHC)		Green Structural Capital (GSC)		Green Relational Capital (GRC)		Total GIC	
		Rasio	Kategori	Rasio	Kategori	Rasio	Kategori	Rasio	Kategori
1	AALI	0,800	Tinggi	0,672	Sedang	1,000	Tinggi	0,799	Tinggi
2	ANJT	0,800	Tinggi	0,641	Sedang	0,700	Sedang	0,701	Sedang
3	BWPT	0,800	Tinggi	0,469	Rendah	0,875	Tinggi	0,674	Sedang
4	DSNG	0,650	Sedang	0,672	Sedang	0,925	Tinggi	0,736	Sedang
5	GZCO	0,600	Sedang	0,281	Rendah	0,525	Sedang	0,438	Rendah
6	JAWA	0,425	Rendah	0,438	Rendah	0,575	Sedang	0,472	Rendah
7	LSIP	0,725	Sedang	0,453	Rendah	0,900	Tinggi	0,653	Sedang
8	TBLA	0,475	Rendah	0,453	Rendah	0,525	Sedang	0,479	Sedang
9	SGRO	0,775	Sedang	0,547	Sedang	0,825	Tinggi	0,688	Sedang
10	SIMP	0,725	Sedang	0,484	Sedang	0,750	Sedang	0,625	Sedang
11	SMAR	0,900	Tinggi	0,750	Sedang	0,800	Tinggi	0,806	Tinggi
12	SSMS	0,525	Sedang	0,500	Sedang	0,825	Tinggi	0,597	Sedang
13	UNSP	0,450	Rendah	0,500	Sedang	0,600	Sedang	0,514	Sedang
	AVG	0,665	Sedang	0,528	Sedang	0,756	Sedang	0,629	Sedang

Sumber : Data diolah dari Microsoft Excel

GHC : Green Human Capital, GSC : Green Struktural Capital, Green Relational Capital

Merujuk pada definisi Chen (2008) dalam (Dewi, R., Ananda, 2024; p. 75) dan berdasar hasil olah data didapatkan bahwa rata rata rasio GIC perusahaan berkategori sedang. Hasil penelitian ini menempatkan dimensi Green Relational Capital (GRC) pada posisi rasio yang diungkapkan paling kuat, selaras dengan penelitian terdahulu yang menerangkan bahwa hal ini terjadi karena produsen minyak sawit umumnya terpaksa harus menjalin hubungan dengan buyer internasional yang menuntut sertifikasi hijau, *traceability* dan transparansi rantai pasok, sehingga mau tidak mau harus memenuhi dimensi GRC. Kelemahan GRC yang seringkali muncul di beberapa perusahaan adalah belum terpenuhinya item GRC-2 dimana para konsumen ditengarai belum sepenuhnya puas dengan program lingkungan hidup perusahaan, karena masih ada temuan pengaduan lingkungan.

Dari penelitian sebelumnya dinyatakan bahwa dimensi GSC sebenarnya cukup kuat, namun dalam penelitian ini justru rasionya terendah dibanding GRC dan GHC (lihat tabel 4.12), karena meskipun Sistem manajemen mutu dan lingkungan seperti ISO 14001, SOP efisiensi energi, Infrastruktur pendukung produksi hijau, dan lain lain sudah digariskan oleh perusahaan namun implementasinya belum sepenuhnya diintegrasikan ke strategi bisnis. Seluruh perusahaan dalam laporan keberlanjutan dan laporan tahunannya tidak mengungkapkan item : GSC-2 : 'Perusahaan mempunyai rasio karyawan yang tinggi dalam bidang manajemen lingkungan dari seluruh karyawan' dan mayoritas perusahaan tidak mengungkapkan GSC-8 : 'Perusahaan menerapkan sistem *reward* ketika berhasil menjalankan tugas lingkungan'.

Sedangkan pada dimensi GHC yang hampir selalu tidak dapat terpenuhi adalah item GHC-3 : 'Sumber daya manusia dalam perusahaan menyediakan layanan dan produk berkualitas tinggi dalam hal menjaga lingkungan', banyak perusahaan sample belum mengungkapkan implementasinya kecuali SMAR yang relatif lebih maju

karena sudah memiliki SMARTRI sehingga sudah menerapkan. Banyak studi mengungkapkan bahwa GHC sebagai “*titik lemah*” dalam GIC yang harus diperkuat karena SDM adalah basis utama penggerak implementasi keberlanjutan, sedikit banyak ada keterkaitan dengan data hasil temuan khususnya di GHC-3 tersebut.

Dengan demikian, ulasan di atas dapat dijadikan sebagai rujukan faktual yang layak dipertimbangkan oleh industri perkebunan kelapa sawit di Indonesia dalam upaya meningkatkan valuasi pasar. Hal ini terutama dapat dicapai melalui peningkatan kualitas pengelolaan dan pengungkapan GIC, dengan memberikan perhatian khusus pada perbaikan indikator GHC-3, GSC-2, GSC-8, & GRC-2 sebagaimana diuraikan.

#### **4.3.2 Pengaruh Rasio Leverage terhadap Nilai Perusahaan**

Menurut hasil analisis regresi *Fixed Effect Model*, variabel rasio *leverage* (X2) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y). Nilai koefisien regresi X2 sebesar  $-27.324$ , dengan nilai signifikansi 0.0019 (lebih kecil dari 0.05). Artinya, rasio *leverage* berpengaruh secara statistik terhadap nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Nilai koefisien yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi utang dalam rasio *leverage* perusahaan, maka semakin rendah nilai perusahaan, yang diukur melalui *Price to Book Value* (PBV).

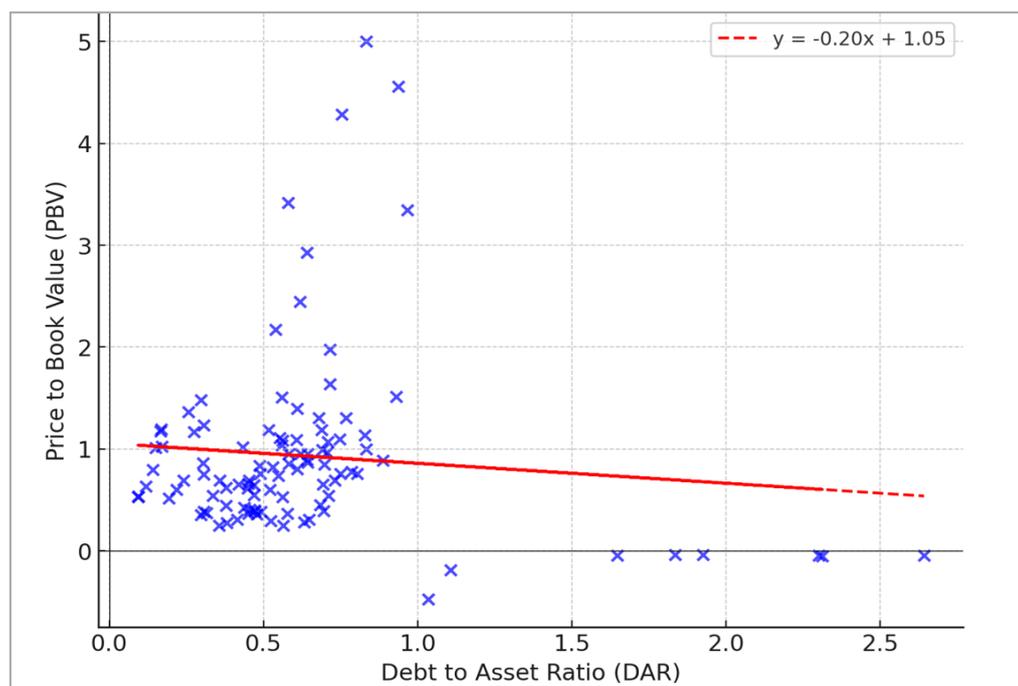
Berdasarkan hasil perhitungan deskriptif, rata-rata *Debt to Asset Ratio* (DAR) perusahaan sampel selama periode penelitian setara dengan 62,4% atau total utang perusahaan setara dengan 62,4% dari total aset yang dimilikinya. Tingkat DAR ini menunjukkan bahwa lebih dari separuh aset perusahaan dibiayai oleh sumber pendanaan eksternal (utang), sedangkan sisanya dibiayai oleh modal sendiri.

Persentase DAR yang berada di atas 50% mengindikasikan rasio *leverage* yang relatif agresif dalam memanfaatkan utang sebagai sumber pembiayaan (Kasmir, 2019)

& (Brigham & Houston, 2019). Dalam konteks industri perkebunan kelapa sawit, tingkat DAR yang tinggi dapat dipengaruhi oleh sifat bisnis yang padat modal (*capital intensive*), terutama untuk investasi jangka panjang seperti pembukaan lahan, pemeliharaan kebun, infrastruktur dan pembangunan fasilitas pengolahan. Akan tetapi, jika rasio ini terlalu tinggi dan tidak diimbangi dengan kinerja operasional yang memadai, maka dapat mempengaruhi persepsi investor dan menekan nilai perusahaan di pasar.

Hasil ini selaras dengan analisis regresi parsial yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan DAR terhadap *Price to Book Value* (PBV). Dengan kata lain, meskipun penggunaan utang adalah strategi pembiayaan yang umum di industri ini, tingkat utang yang terlalu tinggi berpotensi menurunkan nilai perusahaan karena meningkatnya persepsi risiko di mata investor.

Hasil pengamatan juga memperkuat gambaran hubungan rasio leverage terhadap Nilai Perusahaan, sebagaimana ditunjukkan dalam grafik di bawah ini ;



Gambar 4.3. Hubungan Debt to Asset Ratio (DAR) dan Price to Book Value (PBV) pada Perusahaan Sample

Gambar 4.3 menyajikan scatter plot yang menggambarkan hubungan antara DAR dan PBV pada seluruh perusahaan sampel selama periode 2017–2024. Berdasarkan hasil perhitungan, diperoleh persamaan garis tren  $y = -0,20x + 1,05$  dengan koefisien korelasi *Pearson* ( $r$ ) sebesar  $-0,095$ . Nilai koefisien ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara DAR dan PBV, namun dengan kekuatan yang relatif lemah. Artinya, secara umum, peningkatan proporsi utang terhadap aset cenderung diikuti oleh penurunan nilai perusahaan (PBV), tetapi pengaruh langsungnya tidak dominan.

Dari plot terlihat adanya titik-titik data yang menyimpang jauh dari pola mayoritas (*outlier*). Terlihat UNSP memiliki rasio DAR yang sangat tinggi (di atas 2,0 pada beberapa tahun) namun PBV negatif, mengindikasikan kondisi keuangan yang berisiko tinggi dan penilaian pasar yang buruk. Sebaliknya, SSMS memperlihatkan PBV yang sangat tinggi (mencapai 5,002 pada tahun 2023) meskipun DAR berada pada kisaran sedang, kemungkinan dipengaruhi oleh sentimen pasar positif atau kinerja laba yang luar biasa pada periode tertentu.

Hubungan negatif ini sejalan dengan teori rasio *leverage*, khususnya *Trade-Off Theory* (Myers, 2001), yang menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan hingga titik optimal tertentu karena manfaat pajak (*tax shield*). Namun, ketika rasio utang melebihi titik optimal, risiko keuangan dan potensi kebangkrutan meningkat, persepsi investor terhadap perusahaan menurun dan tercermin dalam penurunan PBV.

Meskipun kekuatan hubungan yang ditunjukkan oleh scatter plot relatif kecil, hasil ini tetap konsisten dengan temuan uji regresi parsial yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan DAR terhadap PBV. Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun variasi PBV juga dipengaruhi oleh faktor lain seperti profitabilitas, ukuran perusahaan,

dan prospek pertumbuhan, rasio leverage tetap menjadi variabel penting yang perlu dikelola secara optimal untuk mempertahankan nilai perusahaan.

Temuan ini relevan dengan *Trade-Off Theory*, yang menjelaskan bahwa meskipun utang dapat memberikan keuntungan berupa penghematan pajak (*tax shield*), penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan membebani perusahaan dengan biaya keuangan yang tinggi. Dalam konteks industri kelapa sawit yang padat modal dan berisiko tinggi terhadap fluktuasi harga komoditas, penggunaan utang yang besar dapat menjadi sinyal negatif bagi investor karena mengindikasikan struktur keuangan yang tidak sehat atau ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal.

Sejalan dengan penelitian (Merliyana et al., 2023) dan (Widiarta & Dermawan, 2023) yang menunjukkan bahwa rasio *leverage*/DAR memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor perkebunan kelapa sawit dan industri sejenis. Penurunan nilai perusahaan akibat tingginya struktur utang juga mencerminkan ketidakmampuan perusahaan dalam mengoptimalkan sumber pendanaan untuk menghasilkan laba yang berkualitas dan berkelanjutan.

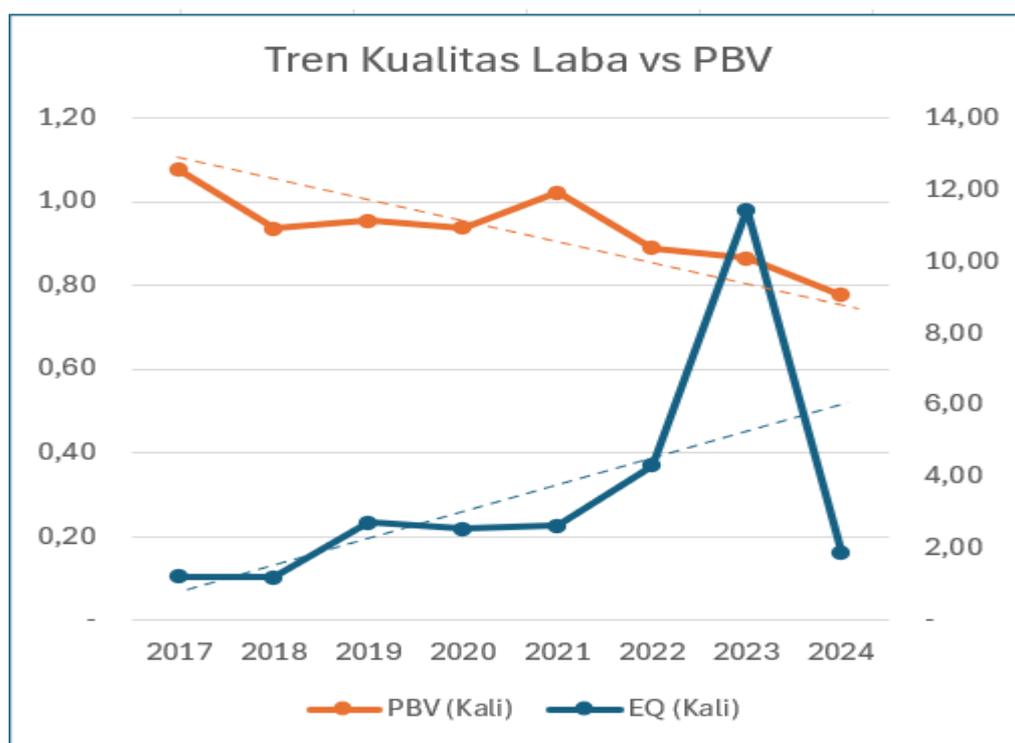
Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa **hipotesis kedua (H2)** yang menyatakan bahwa rasio *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, **diterima**.

#### **4.3.3 Pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil analisis regresi dengan model *Fixed Effect* menunjukkan bahwa variabel Kualitas Laba (X3) atau EQ tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan (Y). Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien regresi sebesar  $-0.0449$  dan nilai signifikansi  $0.742$ , yang jauh di atas batas signifikansi  $0.05$ . Dengan demikian, secara statistik tidak terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa kualitas laba

memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan pada sampel perusahaan perkebunan kelapa sawit yang diteliti.

Arah koefisien yang negatif menunjukkan bahwa secara matematis, peningkatan rasio kualitas laba (*yang diukur dari arus kas operasi dibagi laba bersih*) justru sedikit menurunkan nilai perusahaan, namun karena pengaruhnya tidak signifikan, hal ini tidak dapat digeneralisasi atau ditarik kesimpulan kausal.



Gambar 4.4. Tren Kualitas Laba (EQ) dan Price to Book Value (PBV) pada Perusahaan Sample

Gambar di atas memperlihatkan tren perkembangan kualitas laba (*Earnings Quality/EQ*) dan Price to Book Value (PBV) pada perusahaan sampel selama periode 2017–2024. Garis oranye menunjukkan pergerakan PBV (skala di sumbu kiri), sedangkan garis biru menggambarkan nilai EQ (skala di sumbu kanan). Garis putus-putus masing-masing mewakili arah tren *linier* dari kedua variabel tersebut.

Peningkatan EQ secara teoritis seharusnya diikuti oleh peningkatan PBV karena laba yang berkualitas tinggi meningkatkan kepercayaan investor. Namun, pada

grafik ini hubungan tersebut tidak tampak konsisten, yang mengindikasikan bahwa kualitas laba bukan satu-satunya determinan nilai perusahaan, kualitas laba belum menjadi faktor utama yang diperhatikan oleh investor atau pasar dalam menilai perusahaan, khususnya di industri perkebunan kelapa sawit.

Secara umum, terlihat adanya arah tren yang berlawanan antara EQ dan PBV. Selama periode pengamatan, PBV cenderung mengalami penurunan dari rata-rata di atas 1,07 pada tahun 2017 menjadi sekitar 0,78 pada tahun 2024. Penurunan PBV ini mengindikasikan adanya pelemahan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan, yang dapat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti fluktuasi harga komoditas, kondisi ekonomi makro, maupun faktor internal seperti efisiensi operasional dan rasio leverage. Data detil yang tersaji di bawah ini memberikan gambaran sebaran dan fluktuasi rasio kualitas laba perusahaan sampel selama periode 2017–2024.

Tabel 4.13. Sebaran Rasio Kualitas Laba

No	TAHUN	Rasio Kualitas Laba (Earning Quality Ratio)							
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	AALI	1,345	1,345	5,305	2,598	2,368	1,024	2,333	2,847
2	ANJT	0,291	12,988	-1,907	15,856	2,162	2,836	19,270	4,767
3	BWPT	-2,298	-0,308	0,650	-0,154	-0,146	40,704	3,957	3,064
3	DSNG	1,632	0,690	3,295	2,289	1,427	1,275	2,227	1,884
4	GZCO	-0,141	-0,392	0,147	-0,067	16,767	2,357	109,049	2,723
5	JAWA	0,781	1,035	0,475	0,805	0,719	0,457	0,397	0,924
6	LSIP	1,653	2,013	1,901	1,923	1,897	1,067	1,855	1,061
7	TBLA	2,010	-0,111	1,703	0,056	1,934	1,277	-1,720	1,309
8	SGRO	2,675	6,544	21,808	0,996	2,178	1,206	3,228	1,800
9	SIMP	4,956	-13,235	-2,612	7,382	2,779	2,382	4,132	1,053
10	SMAR	1,993	1,293	4,569	0,405	0,230	0,778	4,399	-0,198
11	SSMS	1,147	3,740	0,203	1,009	0,730	0,788	1,727	0,718
12	UNSP	-0,104	-0,014	0,012	-0,022	1,193	-0,091	-1,924	2,834

Sumber : Data diolah Dengan Microsoft Excel

Pada tabel sebaran Kualitas Laba di atas terlihat bahwa beberapa perusahaan menunjukkan kualitas laba stabil dan moderat di atas 1, seperti AALI, LSIP, DSNG, yang mencerminkan konsistensi pencatatan laba dan realisasi kas. Sebagian

perusahaan mengalami lonjakan ekstrem pada tahun-tahun tertentu, misalnya GZCO (109,049 pada 2023) dan BWPT (40,704 pada 2022). Nilai ekstrim ini biasanya disebabkan oleh laba bersih yang sangat rendah atau negatif, sementara arus kas operasi tetap positif, atau sebaliknya. Kondisi ini sering kali terkait dengan peristiwa non-rutin seperti pelepasan aset, perubahan kebijakan akuntansi, atau fluktuasi tajam harga CPO.

Terdapat juga perusahaan dengan nilai negatif pada beberapa tahun, seperti BWPT, SIMP, UNSP, yang menunjukkan potensi masalah kualitas laba karena arus kas operasi tidak mampu mendukung laba yang dilaporkan, atau bahkan arus kas operasi negatif meski laba positif.

Hal tersebut sejalan dengan penelitian (Rahman *et al.*, 2024) yang menyatakan kualitas laba tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham, yang menunjukkan bahwa informasi kualitas laba tidak memiliki hubungan dengan keputusan investor. Sejalan pula penelitian (Dechow *et al.*, 2010) dan Yusoff *et al.*, (2019) yang juga menunjukkan bahwa pengaruh kualitas laba terhadap nilai perusahaan sering kali lemah atau tidak signifikan pada industri yang nilai pasarnya sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal dan risiko sektoral.

Hal ini dapat disebabkan oleh beberapa kemungkinan, antara lain:

- 1) Investor di sektor ini lebih mempertimbangkan faktor-faktor makro (seperti harga CPO global, kebijakan ekspor, atau isu keberlanjutan) daripada informasi akuntansi teknis seperti kualitas laba. Fluktuasi laba dalam industri komoditas seperti kelapa sawit seringkali dipengaruhi oleh faktor eksternal dan siklikal, sehingga laporan laba dianggap kurang mencerminkan potensi jangka panjang perusahaan.

- 2) Arus kas operasional bisa sangat bervariasi tergantung pada musim panen, ekspor, harga CPO atau kebijakan pemerintah, yang bisa mempengaruhi persepsi atas kualitas laba meski tidak mencerminkan kinerja fundamental.

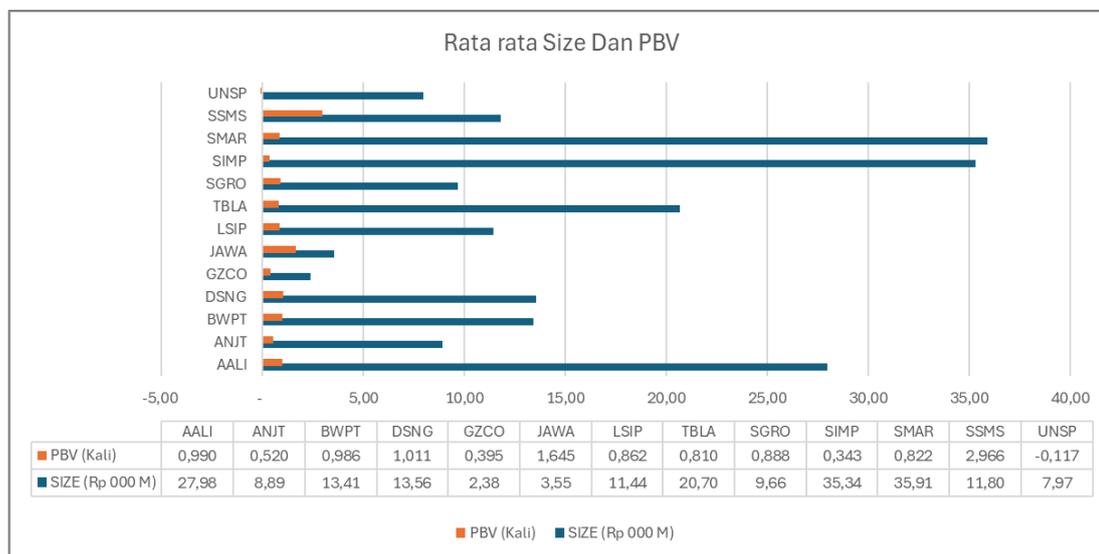
Penelitian terdahulu tersebut sejalan dengan penelitian (Bangun et al., 2024) yang juga menunjukkan bahwa penerapan praktik-praktik pelaporan lingkungan dan sosial (seperti *green accounting* dan GIC) justru lebih dominan mempengaruhi nilai perusahaan dibandingkan aspek teknis kualitas laba. Diperkuat lagi oleh penelitian (Putra & Anwar, 2021) menemukan bahwa kualitas laba tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, terutama dalam sektor yang sangat bergantung pada faktor eksternal.

Implikasi bagi nilai perusahaan adalah bahwa meskipun kualitas laba secara teori dapat menjadi indikator kualitas kinerja, tingginya volatilitas pada sektor ini menyebabkan investor cenderung berhati-hati dalam menggunakan kualitas laba sebagai penentu utama valuasi. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa **hipotesis ketiga (H3)** yang menyatakan bahwa kualitas laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan, **tidak diterima** dalam konteks penelitian ini.

#### **4.3.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil estimasi menggunakan model *Fixed Effect*, variabel Ukuran Perusahaan (M) atau *Firm Size* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan (Y). Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien sebesar 0.462 dan nilai signifikansi sebesar 0.5188, yang jauh lebih besar dari batas signifikansi 0.05. Dengan demikian, secara statistik, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai

perusahaan pada perusahaan-perusahaan perkebunan kelapa sawit yang diteliti selama periode 2017–2024.



Gambar 4.5. Rata rata Size Dan PBV pada Perusahaan Sample

Gambar di atas memperlihatkan hubungan rata-rata ukuran perusahaan (Size) dengan nilai perusahaan yang diprosikan melalui *Price to Book Value* (PBV) pada periode pengamatan. Secara umum, data menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran aset yang besar tidak selalu memiliki PBV yang tinggi.

SIMP dan SMAR menempati posisi teratas dalam ukuran perusahaan, namun PBV keduanya relatif rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa meskipun skala operasi besar, pasar belum memberikan valuasi premium. AALI memiliki ukuran aset yang besar (Rata rata Rp 27.980 M) dan PBV relatif tinggi yang mengindikasikan kombinasi kapasitas aset yang kuat dengan kinerja pasar yang cukup baik.

SSMS menjadi pengecualian dengan ukuran aset sedang tetapi PBV tinggi, menunjukkan bahwa pasar menilai perusahaan ini secara positif terlepas dari skalanya, kemungkinan karena profitabilitas yang tinggi, manajemen yang efektif, atau prospek

pertumbuhan yang menarik. Sebaliknya, beberapa perusahaan dengan ukuran kecil hingga menengah juga menunjukkan PBV yang rendah atau bahkan negatif, seperti UNSP (Size Rp 7.970 M; PBV -0,117), yang mengindikasikan adanya tekanan kinerja atau persepsi negatif investor terhadap prospek masa depannya.

Fenomena ini memperkuat temuan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu berbanding lurus dengan nilai pasar. Faktor-faktor seperti profitabilitas, efisiensi penggunaan aset, rasio *leverage*, tata kelola, dan sentimen pasar memiliki peran signifikan dalam menentukan PBV. Penelitian ini sejalan dengan studi Widiarta & Dermawan (2023) yang juga menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu menjadi faktor signifikan dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan terutama di sektor berbasis komoditas, meskipun berbeda dari temuan Putri et al. (2024) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur.

Implikasinya, strategi peningkatan nilai perusahaan tidak hanya berfokus pada ekspansi aset, tetapi juga pada optimalisasi kinerja aset yang sudah ada, peningkatan profitabilitas, dan pengelolaan risiko untuk memperkuat persepsi pasar. Secara teoritis, *Signaling Theory* menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat menjadi sinyal positif bagi investor karena perusahaan besar dianggap lebih stabil, memiliki akses pendanaan yang lebih luas, dan mampu mengelola risiko dengan lebih baik. Namun, dalam konteks empiris penelitian ini, sinyal tersebut tidak diterima pasar secara signifikan. Artinya, pasar tidak selalu menilai perusahaan besar sebagai perusahaan yang lebih bernilai tinggi. Beberapa alasan yang mungkin menjelaskan ketidaksignifikanan ini adalah:

- 1) Ukuran perusahaan (total aset) belum tentu mencerminkan efisiensi operasional atau profitabilitas dalam industri kelapa sawit.

- 2) Perusahaan besar bisa saja memiliki beban operasional atau utang yang tinggi, yang mengurangi persepsi investor terhadap nilainya.
- 3) Investor kemungkinan lebih mempertimbangkan indikator non-keuangan, seperti praktik keberlanjutan (*sustainability*), efisiensi produksi CPO, atau kepatuhan terhadap regulasi lingkungan.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat (H4) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, **tidak diterima** dalam konteks penelitian ini.

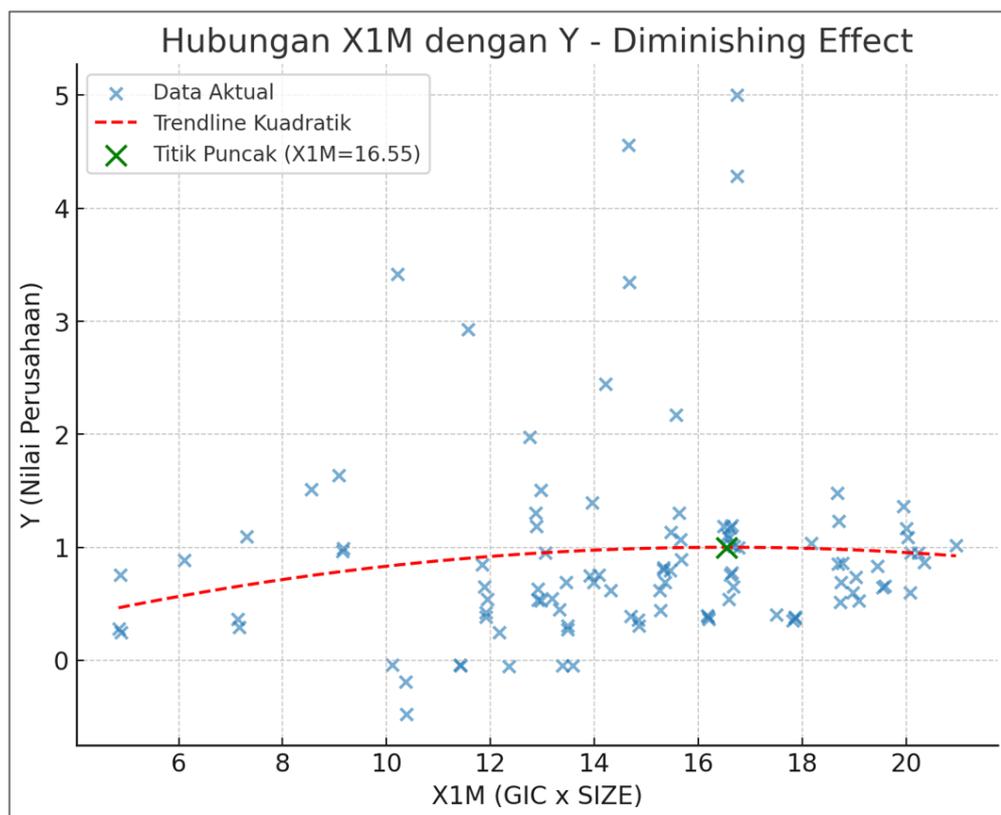
#### **4.3.5 Ukuran Perusahaan Memperkuat Pengaruh Green Intellectual Capital terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil analisis regresi *Fixed Effect* menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *Green Intellectual Capital* (X1) dan Ukuran Perusahaan (M) atau X1M berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y). Nilai koefisien regresi X1M adalah  $-1.909$ , dengan nilai signifikansi  $0.0118$ , yang lebih kecil dari batas signifikansi  $0.05$ . Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan memoderasi pengaruh green intellectual capital terhadap nilai perusahaan secara negatif dan signifikan, yang berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka pengaruh positif *Green Intellectual Capital* terhadap nilai perusahaan justru semakin melemah.

Meskipun GIC secara individu berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun ketika perusahaan semakin besar, efektivitas pengaruh GIC justru berkurang.

Hal ini bisa dijelaskan melalui beberapa kemungkinan:

- 1) Pada perusahaan besar, pengungkapan GIC bisa menjadi rutinitas pelaporan formal (compliance-based) yang kurang mencerminkan strategi keberlanjutan secara nyata, sehingga tidak lagi menjadi faktor pembeda.
- 2) Investor bisa saja menganggap bahwa perusahaan besar memiliki ekspektasi GIC yang tinggi secara *default*, sehingga tidak memberikan apresiasi lebih ketika perusahaan tersebut mengungkapkan GIC secara aktif.
- 3) Perusahaan kecil atau menengah justru lebih diuntungkan secara reputasional ketika mengembangkan GIC karena dianggap sebagai bentuk inisiatif proaktif dan sinyal kuat tentang komitmen keberlanjutan.



Gambar 4.6. Kurva Deminishing Effect Hubungan X1M dengan PBV dari data Perusahaan sample

Grafik menunjukkan pola kurva cekung (*concave*), di mana nilai perusahaan (Y) meningkat pada X1M rendah hingga menengah, mencapai puncak di  $X1M \approx 16,55$ , lalu melandai bahkan cenderung menurun. Pola ini mengindikasikan adanya *diminishing effect*, yaitu pengaruh positif *Green Intellectual Capital* terhadap nilai perusahaan melemah pada perusahaan berukuran besar.

Walaupun GIC sendiri memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan, pada perusahaan besar tambahan GIC tidak lagi memberikan dampak positif yang sama seperti pada perusahaan kecil. Sebaliknya, interaksi dengan ukuran yang besar justru mengurangi kekuatan pengaruh tersebut. Kondisi ini konsisten dengan konsep *diminishing*, di mana perusahaan besar (yang umumnya telah memiliki sistem dan kapasitas mapan) tidak mengalami lonjakan nilai signifikan dari tambahan GIC. Pada perusahaan kecil, ruang untuk perbaikan dan inovasi lebih luas, sehingga manfaat GIC lebih optimal.

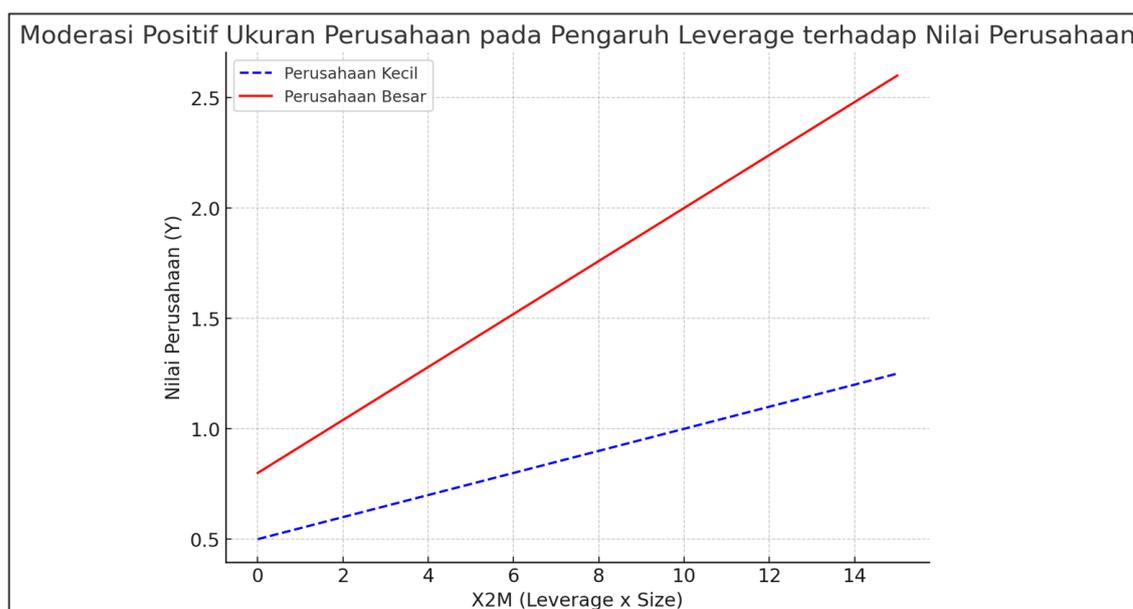
Temuan ini berbeda dari harapan awal berdasarkan *Stakeholder Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki sumber daya dan tekanan eksternal lebih besar untuk menerapkan praktik GIC secara optimal dan memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan. Namun secara empiris, hasil penelitian ini mengonfirmasi bahwa efektivitas GIC terhadap nilai perusahaan bisa berkurang pada perusahaan yang lebih besar.

Penelitian ini juga melengkapi temuan yang salah satu kesimpulannya sama yakni penelitian (Ericho & Amin, 2024) menyebutkan bahwa GIC berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun ada pengaruh negatif antara GIC terhadap nilai perusahaan ketika dimoderasi oleh ukuran perusahaan.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kelima (H5), yakni “Ukuran Perusahaan memperkuat pengaruh Green Intellectual Capital terhadap nilai perusahaan,” **tidak diterima.**

#### 4.3.6 Ukuran Perusahaan Memperkuat Pengaruh Rasio Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil regresi *Fixed Effect Model*, variabel interaksi antara Rasio *Leverage* ( $X_2$ ) dan Ukuran Perusahaan ( $M$ ), yang direpresentasikan dengan  $X_2M$ , menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ). Nilai koefisien regresi untuk  $X_2M$  adalah sebesar 1.300, dengan nilai signifikansi 0.0012, yang lebih kecil dari 0.05. Ini berarti Ukuran Perusahaan berperan sebagai variabel moderator yang memperkuat pengaruh Rasio *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan. Pada perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar (ditinjau dari total aset), pengaruh Rasio *Leverage* terhadap nilai perusahaan menjadi semakin kuat dan positif. Dengan kata lain, penggunaan utang pada perusahaan besar dinilai lebih efektif oleh pasar, dibandingkan pada perusahaan kecil atau menengah.



Gambar 4.7. Model Moderasi Ukuran Perusahaan Pada Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan sample

Hasil analisis pada Gambar 4.7. menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan memoderasi secara positif hubungan antara *Leverage* dan Nilai Perusahaan. Garis merah (perusahaan besar) memiliki kemiringan lebih tajam dibanding garis biru (perusahaan kecil), menandakan bahwa pada perusahaan besar, peningkatan *leverage* diikuti kenaikan nilai perusahaan yang lebih signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar menilai penggunaan utang pada perusahaan besar lebih positif, sejalan dengan kapasitas aset dan kredibilitas yang lebih kuat. Koefisien interaksi X2M yang positif mengonfirmasi bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin kuat pengaruh *leverage* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan teori rasio *leverage* yang menyatakan perusahaan besar memiliki fleksibilitas keuangan lebih tinggi dan risiko gagal bayar lebih rendah.

Interpretasi ini juga sepemahaman dengan *Firm Size Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki akses lebih luas terhadap sumber pembiayaan eksternal dengan biaya yang relatif lebih rendah karena: Memiliki reputasi yang lebih kuat di mata kreditor dan investor, lebih mampu menanggung risiko keuangan akibat skala ekonominya dan cenderung memiliki *portofolio* proyek yang lebih stabil dan terdiversifikasi. Sehingga rasio *leverage* yang diterapkan oleh perusahaan besar justru dapat meningkatkan kepercayaan investor, terutama jika digunakan secara efisien untuk mendukung ekspansi dan pertumbuhan. Dalam hal ini, *leverage* tidak dilihat sebagai beban, melainkan sebagai alat untuk mengoptimalkan struktur pendanaan.

Temuan ini memperkuat hasil studi (Rachmadevi & Purwohedi, 2023) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mampu memoderasi secara positif pengaruh Rasio *Leverage* terhadap nilai perusahaan, serta sejalan dengan argumen *Trade-Off*

*Theory* bahwa penggunaan utang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan selama manfaatnya melebihi biayanya.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis keenam (H6), yaitu "Ukuran Perusahaan memperkuat pengaruh Rasio Leverage terhadap Nilai Perusahaan," **diterima** dalam konteks perusahaan perkebunan kelapa sawit yang menjadi objek penelitian ini.

#### **4.3.7 Ukuran Perusahaan Memperkuat Pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil estimasi regresi *Fixed Effect Model* menunjukkan bahwa variabel interaksi antara Kualitas Laba (X3) dan Ukuran Perusahaan (M), yang diwakili oleh variabel X3M, berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Y). Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.0018 dan nilai signifikansi sebesar 0.7726, yang jauh lebih besar dari batas signifikansi 0.05.

Dengan demikian, secara statistik dapat disimpulkan bahwa Ukuran Perusahaan tidak memoderasi pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan-perusahaan perkebunan kelapa sawit yang menjadi objek penelitian ini. Arah koefisien yang positif namun sangat kecil dan tidak signifikan menunjukkan bahwa pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan tetap lemah dan tidak berubah meskipun perusahaan berukuran besar. Sehingga baik pada perusahaan kecil maupun besar, kualitas laba tidak menjadi perhatian utama pasar dalam menentukan valuasi perusahaan.

Ada beberapa kemungkinan penjelasan untuk hasil ini:

- 1) Investor di industri perkebunan cenderung lebih memperhatikan variabel lain yang lebih mencerminkan potensi bisnis jangka panjang, seperti keberlanjutan operasional, fluktuasi harga komoditas (CPO), atau eksposur risiko lingkungan.
- 2) Kualitas laba yang diukur dari rasio arus kas operasi terhadap laba bersih mungkin tidak cukup informatif dalam sektor berbasis aset tanaman, yang memiliki fluktuasi tinggi dari sisi produksi dan musim.
- 3) Ukuran perusahaan tidak meningkatkan kredibilitas laporan laba dalam konteks ini, karena informasi laba mungkin dianggap kurang mencerminkan realitas fundamental akibat faktor-faktor non-akuntansi yang mendominasi sektor ini.
- 4) Temuan ini bertolak belakang dengan prediksi berdasarkan *Signaling Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan besar seharusnya memiliki pengawasan eksternal yang lebih kuat dan sistem pelaporan yang lebih kredibel, sehingga laba yang dilaporkan dinilai lebih berkualitas oleh investor. Namun, dalam praktiknya di industri kelapa sawit, hal tersebut tidak cukup untuk memoderasi pengaruh kualitas laba terhadap nilai perusahaan.

Hasil ini juga konsisten dengan penelitian (Putra & Anwar, 2021) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memoderasi pengaruh kualitas laba secara signifikan, dan menunjukkan bahwa laba bukanlah satu-satunya acuan investor dalam menilai kinerja perusahaan dalam industri tertentu.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketujuh (H7), yaitu “Ukuran Perusahaan memperkuat pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan,” **tidak diterima** dalam penelitian ini.

#### 4.3.8 Model Regresi Tanpa Moderasi (M)

Berdasarkan hasil regresi panel, model tanpa moderasi menunjukkan bahwa hanya variabel X1 yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ( $p = 0,0256$ ), sedangkan variabel X2, X3, dan X4 tidak signifikan. Nilai R-squared sebesar 0,681 dan Adjusted R-squared sebesar 0,622 menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan 68,1% variasi nilai perusahaan.

Setelah ditambahkan variabel moderasi X1M, X2M, X3M, nilai R-squared meningkat menjadi 0,735 (atau menjelaskan 73,5% variasi nilai perusahaan) dan Adjusted R-squared menjadi 0,676 dan diketahui bahwa variabel X1, X2, X1M, dan X2M terbukti signifikan. Sehingga efek moderasi terlihat jelas, dimana X1M memperlemah hubungan X1 terhadap nilai perusahaan, sedangkan X2M memperkuat hubungan X2 terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hal ini menunjukkan bahwa model dengan moderasi lebih mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan dibandingkan model tanpa moderasi.

Dalam kerangka pemikiran diprediksi bahwa X4 sebagai variabel Moderator diduga akan berpengaruh terhadap Y, sehingga akan berfungsi sebagai moderator kuasi (selain sebagai moderator, juga memiliki pengaruh langsung terhadap variabel dependen nilai perusahaan), namun ternyata tidak demikian.

Berdasar hasil uji hipotesis yang diperkuat dengan hasil regresi model tanpa moderasi dapat dijelaskan bahwa variabel ukuran perusahaan (M) dalam penelitian ini adalah sebagai **moderator murni** (*pure moderator*), karena variabel M tidak berpengaruh langsung terhadap variabel dependen, tetapi memoderasi hubungan antara variabel independen dan dependen, sebagaimana temuan peneliti (Baron &

Kenny, 1986). Fungsinya sebagai *conditioning variable* yang menentukan seberapa kuat atau lemah pengaruh X terhadap Y, tanpa menjadi prediktor utama nilai Y itu sendiri.