

## **The Effect Of ESG And Dividend Policy On Firm Value With Leverage As A Moderating Variable In Consumer Non-Cyclical Companies On The IDX**

### **Pengaruh ESG Dan Dividend Policy Terhadap Firm Value Adengan Leverage Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Di BEI**

Dela Wikinanda<sup>1</sup>, Ayub Wijayati Sapta Pradana<sup>2</sup>

Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang<sup>1,2</sup>

[220501110223@student.uin-malang.ac.id](mailto:220501110223@student.uin-malang.ac.id)<sup>1</sup>, [ayub.ws.pradana@uin-malanag.ac.id](mailto:ayub.ws.pradana@uin-malanag.ac.id)<sup>2</sup>

\*Corresponding Author

---

#### **ABSTRACT**

The primary objective of this investigation is to evaluate how Environmental, Social, and Governance (ESG) factors and dividend policies impact corporate valuation, while simultaneously analyzing the potential of leverage to act as a moderating force. The scope of this research is centered on the consumer non-cyclicals industry within the Indonesia Stock Exchange (IDX) throughout the 2021–2024 timeframe. Adopting a quantitative methodology, the study utilizes secondary information extracted from both sustainability and annual reports. Through a purposive sampling technique, 72 observations were gathered from a group of 18 qualifying firms. To interpret the findings, the researcher employs panel data regression integrated with a moderation analysis framework. Research indicates that ESG performance does not inherently influence a company's market valuation; however, the implementation of a dividend policy exerts a favorable and statistically significant impact on firm value. Interestingly, leverage acts as a catalyst that bolsters the correlation between both ESG initiatives and dividend strategies regarding overall firm worth. This suggests that debt levels function as more than just a metric of capital organization—they serve as a vital mechanism that amplifies how investors perceive the weight of both financial and non-financial data. From an empirical standpoint, these outcomes reveal that ESG has not yet emerged as a critical driver for firm value within Indonesia's consumer non-cyclical industry, as market participants continue to favor traditional financial indicators over non-financial criteria.

**Keywords:** ESG, Dividend Policy, Firm Value, Leverage

#### **ABSTRAK**

Studi ini tujuannya guna mengetahui pengaruh ESG score dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan, juga menguji peran leverage guna variabel moderasi di perusahaan sektor *consumer non cyclicals* dengan tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2021-2024. Studi ini memakai pendekatan kuantitatif dalam data sekunder didapat dari laporan tahunan juga laporan keberlanjutan perusahaan. Sampel studi memuat 18 perusahaan dalam total 72 observasi yang dipilih lewat teknik *purposive sampling*. Analisis data dijalankan menggunakan regresi data panel dan pendekatan moderasi. Hasil studi memperlihatkan bahwasanya ESG tidak mempunyai pengaruh signifikan pada nilai perusahaan, sementara kebijakan dividen memiliki pengaruh positif serta signifikan pada nilai perusahaan. Leverage terbukti memperkuat hubungan ESG juga kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Temuan ini menerangkan bahwasanya leverage bukan cuma berperan sebagai indikator struktur modal, tapi mekanisme penguat dengan menaikkan relevansi informasi keuangan juga non-keuangan pada penilaian investor. Secara empiris, hasil ini memperlihatkan bahwasanya ESG belum menjadi determinan utama nilai perusahaan pada bidang *consumer non-cyclicals* di Indonesia, maka memperlihatkan bahwasanya investor di bidang ini cenderung lebih mempertimbangkan faktor keuangan ketimbang aspek non-keuangan.

**Kata Kunci:** ESG, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, Leverage

## 1. Pendahuluan

Nilai perusahaan merupakan salah satu cerminan persepsi pasar terhadap kinerja aktual dan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang. Tingginya nilai perusahaan mengindikasikan besarnya kepercayaan investor atas kapabilitas perusahaan dalam menciptakan nilai tambah dan kesejahteraan bagi para pemegang saham (Ristiani & Sudarsi, 2022). Berkembangnya pasar modal modern, penilaian terhadap suatu perusahaan tidak lagi semata-mata berfokus pada kinerja finansial, tapi mempertimbangkan bagaimana pasar mengapresiasi keberlanjutan model bisnis perusahaan dalam jangka panjang (Angela & Sari, 2023). Secara umum, nilai perusahaan dapat tercermi melalui berbagai indikator pasar seperti harga saham, kapitalisasi pasar, serta rasio keuangan yang merepresentasikan persepsi investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan (Sulistyawati & Ratmono, 2023). Seiring dengan perkembangan ekonomi global yang dinamis, investor kini tidak hanya mempertimbangkan informasi keuangan, tapi faktor non-keuangan, contohnya pengelolaan lingkungan, tanggung jawab sosial, serta tata kelola perusahaan dalam mengevaluasi nilai dan prospek jangka panjang perusahaan (Fachrezi *et al.*, 2024).

Perubahan orientasi investor tersebut termanifestasikan secara nyata dalam dinamika pasar modal Indonesia. Ketika perusahaan gagal dalam pengelolaan aspek lingkungan, sosial, juga tata kelola secara memadai, dampaknya bukan cuma bersifat *reputasional*, tetapi tercermin langsung dalam penurunan harga saham yang merepresentasikan nilai perusahaan (Wu *et al.*, 2023). Fenomena ini tampak nyata pada sektor *consumer non-cyclicals* yang secara teoritis dikategorikan sebagai sektor defensif karena memproduksi barang kebutuhan pokok dengan permintaan yang *relative* stabil terhadap fluktuasi ekonomi (Anggriyani *et al.*, 2026). Sebagai contoh, kasus yang dialami PT Unilever Indonesia yang mengalami tekanan signifikan akibat munculnya seruan boikot produk yang dipicu oleh isu sosial terkait dukungan terhadap Israel. Hal ini berdampak pada perubahan perilaku konsumen dan berujung pada penurunan harga saham dengan konsisten sepanjang 2023 – 2024, seperti tercermin dalam data historis harga saham yang dipublikasikan pada *website* BEI. Kasus serupa dialami di PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) dalam menghadapi tuduhan terkait pelanggaran hak asasi manusia dan kerusakan lingkungan, seperti dugaan perampasan lahan serta pengelolaan kebun tanpa hak guna usaha (HGU) yang jelas. Kedua kasus ini memperlihatkan bahwa kelemahan dalam pengelolaan aspek ESG memiliki konsekuensi finansial yang nyata, bahkan pada sektor yang secara fundamental dianggap defensif.

Fenomena meningkatnya perhatian terhadap aspek keberlanjutan juga tercermin dari kinerja indeks saham berbasis keberlanjutan di Indonesia. Indeks *ESG Leaders* dan SRI-KEHATI menunjukkan kecenderungan lebih stabil dibandingkan indeks konvensional seperti LQ45 dan Kompas100 (Msn, 2025). Hal ini memperlihatkan bahwasanya perusahaan dengan mengimplementasikan prinsip keberlanjutan cenderung mempunyai ketahanan dalam lebih baik terhadap dinamika pasar. Sejalan dengan itu, kajian empiris terhadap perilaku konsumen di negara-negara berkembang menemukan adanya kecenderungan *willingness to pay* yang lebih tinggi terhadap produk ramah lingkungan, menandakan bahwa isu keberlanjutan kini menjadi pertimbangan strategis tidak hanya bagi investor, tetapi juga bagi konsumen dalam pengambilan keputusan (Hosta & Zabkar, 2020). Kondisi ini mempertegas bahwa kinerja *ESG* telah bergeser dari sekadar isu reputasi semata, melainkan telah berkembang menjadi faktor strategis yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan dan keputusan investasi (Hamdouni, 2025).

Sejumlah kajian empiris menerangkan bahwasanya perusahaan dengan mempunyai kualitas pengungkapan ESG dengan tinggi cenderung memperoleh valuasi pasar yang lebih baik, karena dinilai lebih kompeten dalam mengelola risiko, menjalankan praktik bisnis yang etis, serta memiliki orientasi jangka panjang yang lebih terukur (Chang & Lee, 2022). Sinaga *et al.* (2025) menambahkan bahwa transparansi pengungkapan *ESG* mampu memberi sinyal positif kepada investor dan berdampak pada valuasi pasar. Meski begitu, nilai perusahaan tidak

semata – mata ditentukan pada kinerja ESG tapi *dividend policy* menjadi bagian mekanisme krusial yang menjadi perhatian investor dalam menilai perusahaan. *Dividend policy* mencerminkan keputusan strategis manajemen dalam menentukan proporsi laba yang didistribusikan kepada pemegang saham dan yang akan dipertahankan untuk kebutuhan reinvestasi. Sejalan dengan penelitian Sulhan dan Purnamasari, (2020) yang menegaskan bahwa *dividend policy* tidak sekedar berfungsi sebagai mekanisme distribusi laba, tetapi juga sinyal kepada pasar mengenai kesehatan keuangan perusahaan. Di samping kedua faktor tersebut, kondisi struktur keuangan perusahaan yang tercermin melalui *leverage* juga menjadi perhatian penting bagi investor. *Leverage* medeskripsikan sejauh mana perusahaan memakai dana pinjaman pada struktur modalnya. Penelitian yang dilakukan Kartadjumena & Hadi (2024) menunjukkan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi bisa menaikkan risiko finansial perusahaan dan mempengaruhi persepsi investor pada tingkat keamanan investasi.

Meskipun studi mengenai ESG dan nilai perusahaan telah mengalami perkembangan, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan inkonsistensi yang signifikan dan menyisakan celah teoritis yang belum terjawab. Prabawati & Rahmawati (2022) memperoleh bahwasanya skor ESG justru ada pengaruh negatif pada nilai perusahaan di kawasan ASEAN, dengan argumen bahwa pasar berkembang belum sepenuhnya mampu mengapresiasi praktik ESG sebagai keunggulan kompetitif yang menambah nilai bagi investor. Temuan yang sejalan diperoleh Tarawneh *et al.* (2024) pada perusahaan *non-finansial* di Inggris, di mana skor ESG berkorelasi negatif pada Tobin's Q, yang diinterpretasikan sebagai kecenderungan investor untuk memandang investasi ESG sebagai beban biaya, setidaknya dalam jangka pendek. Inkonsistensi antara temuan-temuan tersebut dengan penelitian lain yang memperoleh pengaruh positif ESG pada nilai perusahaan mengindikasikan adanya variabel kontekstual yang belum dipertimbangkan secara memadai dalam model penelitian sebelumnya. Kedua studi tersebut juga tidak mengintegrasikan kebijakan dividen sebagai sinyal keuangan komplementer dan tidak menguji peran *leverage* selaku variabel moderasi bisa memperkuat ataupun memperlemah hubungan ESG di nilai perusahaan. Padahal pada perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi, sensitivitas investor cenderung meningkat terhadap sinyal risiko. Hal ini dapat berpotensi mengubah cara pasar dalam merespon informasi ESG dan kebijakan dividen secara berbeda. Berdasarkan celah penelitian inilah yang menjadi dasar penelitian dilakukan.

## 2. Tinjauan Pustaka

### **Signaling Theory**

Konsep mengenai *signaling theory* pertama kali dipopulerkan oleh Spence (1973). Dasar dari teori ini berfokus pada kondisi ketimpangan informasi ataupun asimetri informasi dengan dialami antara pihak manajemen sebagai internal perusahaan pada para pemangku kepentingan luar, seperti investor (Salahudin *et al.*, 2025). Teori ini menjelaskan bagaimana organisasi dalam meminimalisir asimetri informasi dengan memberikan sinyal yang kredibel tentang prospek perusahaan (Hu *et al.*, 2025). Sinyal tersebut dapat berupa pengungkapan finansial seperti laporan keuangan, kebijakan dividen, struktur modal, maupun pengungkapan non finansial seperti pengungkapan ESG.

*Signaling theory* menjadi landasan untuk menjelaskan dua mekanisme sinyal utama. Pertama, pengungkapan ESG berperan sebagai sinyal non-finansial yang mengkomunikasikan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan pengelolaan tata kelola jangka panjang, sehingga diharapkan mampu membangun kepercayaan investor maupun berdampak pada nilai perusahaan. Kedua, kebijakan dividen berfungsi sebagai sinyal finansial bahwasanya perusahaan ada pada keadaan keuangan sehat serta dalam kondisi arus kas stabil. Dengan demikian, kedua variabel ini secara teoritis berperan sebagai mekanisme pengurangan asimetri informasi yang berkontribusi pada peningkatan *firm value*.

### **Stakeholder Theory**

*Stakeholder Theory* yang digagas pada Freeman di tahun 1994, menjelaskan pentingnya perusahaan dapat memperhitungkan kepentingan pihak eksternal dalam bisnis, seperti karyawan, pemasok, pelanggan, dan lingkungan (Freeman & David, 1983).

Dalam penelitian ini, pengungkapan ESG mencerminkan komitmen nyata terhadap kepentingan seluruh *stakeholder*, bukan hanya pemegang saham. Komitmen ini pada gilirannya membangun legitimasi, reputasi, dan loyalitas pemangku kepentingan yang secara tidak langsung memperkuat posisi pasar dan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Kebijakan dividen juga menjadi bentuk tanggung jawab perusahaan kepada pemegang saham melalui distribusi laba yang dapat memengaruhi persepsi mereka. Selain itu, *leverage* sebagai variabel moderasi dapat dipahami melalui lensa *stakeholder theory* yang menunjukkan bahwa tingkat utang yang tinggi dapat menimbulkan kekhawatiran di kalangan kreditur dan pemangku kepentingan lain, sehingga berpotensi melemahkan dampak positif dari sinyal ESG maupun kebijakan dividen terhadap penilaian pasar.

### **Pengaruh ESG Terhadap Nilai Perusahaan**

ESG secara konseptual merupakan kerangka penilaian yang mengukur sejauh mana perusahaan mengintegrasikan prinsip-prinsip keberlanjutan yang meliputi dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam pengaplikasian operasional bisnisnya. Entitas yang menunjukkan performa ESG yang unggul dipersepsikan oleh pasar sebagai organisasi yang memiliki integritas tinggi dan visi keberlanjutan yang kuat, kondisi ini secara bertahap membangun reputasi positif sekaligus memperkuat kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Reputasi dan kepercayaan yang terbangun selanjutnya berfungsi sebagai sinyal bagi pasar bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai secara berkelanjutan dengan *eksposure* risiko yang relatif lebih rendah, pada akhirnya mendorong apresiasi nilai perusahaan dipasar modal.

Merujuk pada *signaling theory*, informasi mengenai kinerja ESG dapat menjadi sinyal positif bagi investor. Pengungkapan aktivitas ESG memberikan gambaran dengan pasar bahwasanya perusahaan mempunyai tata kelola dengan baik juga berorientasi pada keberlanjutan, maka bisa mengurangi asimetri informasi pada manajemen serta investor. Sejumlah penelitian terdahulu turut menguatkan kolerasi positif pada kinerja ESG serta nilai perusahaan. Li et al. (2024) memperoleh bahwasanya ESG ada pengaruh dengan positif juga signifikan terhadap *Tobin's Q*, memperlihatkan bahwasanya pasar memberi respon positif pada transparansi kinerja keberlanjutan. Hasil serupa ditunjukkan oleh Solikhah (2024); Chang & Lee (2022); Mahmood *et al.* (2025) dalam penelitiannya menemukan bahwasanya perusahaan dengan kinerja ESG secara baik bisa menaikkan nilai pasar.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Hartono (2017) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai keputusan strategis perusahaan terkait penentuan porsi laba bersih dengan hendak dibagikan pada pemegang saham ketimbang laba yang ditahan guna keperluan reinvestasi. Kebijakan ini kerap dipandang sebagai indikator yang mencerminkan sinyal kondisi keuangan sekaligus prospek perusahaan pada waktu mendatang.

Pada perspektif *signaling theory* (Spence, 1973), kebijakan dividen berguna pada sinyal positif untuk investor tentang kesehatan keuangan serta kestabilan perusahaan. Pembayaran dividen yang stabil dan konsisten cenderung ditafsirkan sebagai bukti bahwasanya perusahaan mempunyai arus kas secara kuat juga *optimisme* pada keberlanjutan lab di waktu mendatang. Sinyal positif ini pada akhirnya meningkatkan minat investor terhadap saham perusahaan, yang berimplikasi pada naiknya harga saham serta nilai perusahaan.

Sejumlah studi empiris mendukung argumen tersebut. Njoku & Lee (2024) menemukan bahwa *dividend payout ratio (DPR)* mempunyai pengaruh positif serta signifikan

pada *Tobin's Q*, dengan mengindikasikan bahwa investor memandang dividen sebagai sinyal kesehatan finansial perusahaan. Selain itu, Pangraran *et al.* (2025); Nguyen, (2025) menyimpulkan bahwasanya pembagian dividen yang optimal dapat menaikkan nilai perusahaan, terkhususnya di perusahaan dalam tingkat profitabilitas secara tinggi.

### **Leverage Memoderasi Hubungan ESG Terhadap Nilai Perusahaan**

*Leverage* merupakan kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya (Kasmir, 2019). Secara logis, perusahaan dalam tingkat *leverage* proporsional mempunyai dorongan mengoptimalkan kinerja ESG sebagai bentuk tanggung jawab terhadap *public* ataupun pemegang saham. Namun, ketika *leverage* terlalu tinggi, beban keuangan meningkat dan ruang gerak perusahaan untuk menerapkan praktik ESG menjadi terbatas, sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Berlandaskan *signaling theory leverage* secara tinggi bisa mengurangi sinyal positif dari pengungkapan ESG karena pasar mempersepsikan risiko gagal bayar yang lebih besar. Dalam perspektif *stakeholder theory*, leverage tinggi menciptakan tekanan dari kreditur yang berpotensi mengalihkan fokus manajemen dari komitmen ESG, sehingga mengurangi dampaknya terhadap penilaian pasar.

Sejumlah penelitian empiris menguatkan peran *leverage* sebagai variabel moderasi. Kartadjumena & Hadi (2024) menunjukkan bahwa *leverage* bisa memoderasi kolerasi antara profitabilitas maupun nilai perusahaan, walaupun arah dengan melemahkan. Temuan sejalan ditunjukkan oleh Sulyanto & Trisnawati (2025) yang menjelaskan bahwa *leverage* dapat memengaruhi kekuatan hubungan antara variabel keuangan seperti kualitas laba, tata kelola perusahaan, juga nilai perusahaan.

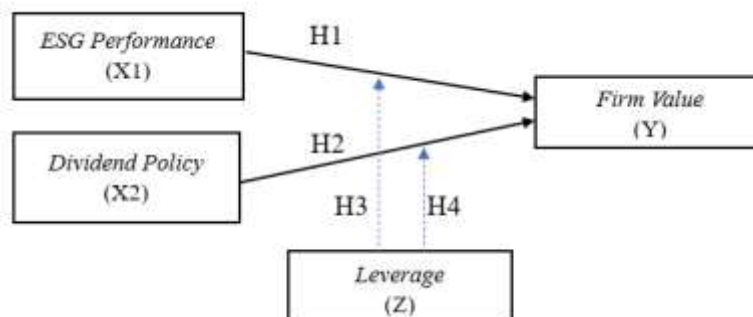
### **Leverage Memoderasi Hubungan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen adalah salah satu indikator yang diterapkan perusahaan guna menyampaikan informasi kepada pasar terkait kondisi keuangan dan prospek dimasa depan (Tambunan, 2025). Perusahaan yang memiliki struktur modal sehat dengan tingkat utang yang terkendali, pembayaran dividen dapat memberikan sinyal positif tentang kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya sekaligus memberikan imbal hasil bagi investor. Sebaliknya, apabila tingkat *leverage* terlalu tinggi, perusahaan cenderung menahan pembagian dividen karena beban utang yang besar, sehingga sinyal positif terhadap nilai perusahaan menjadi berkurang.

Berdasarkan *signaling theory*, perusahaan dengan *leverage* tinggi cenderung menghadapi penurunan kredibilitas sinyal dividen, karena investor meragukan keberlanjutan pembayaran dividen ditengah tekanan kewajiban utang. Akibatnya, pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menjadi kurang kuat. Sementara itu, berdasarkan *stakeholder theory*, dominasi kepentingan kreditur pada perusahaan dengan *leverage* tinggi berpotensi menggeser perhatian manajemen dari pemegang saham, sehingga mengurangi efektivitas dividen sebagai sinyal bagi pasar. Penelitian terdahulu menemukan bahwa *leverage* tidak mampu memoderasi dampak kebijakan dividen pada nilai perusahaan (Saragih & Rusdi, 2022).

### **Kerangka Pemikiran**

Berlandaskan keterangan tersebut dan mempermudah penelitian, dirumuskan kerangka konsep untuk mengetahui hubungan antara variabel dan juga gambaran alur berpikir yang disajikan di Gambar 1.



**Gambar 1. Kerangka Pemikiran**

Berdasarkan *literature review*, maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

**H1:** ESG berpengaruh positif terhadap *firm value*

**H2:** *Dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*

**H3:** *Leverage* memoderasi hubungan ESG dan *firm value*

**H4:** *Leverage* memoderasi hubungan *Dividen policy* terhadap *firm value*

### 3. Metode Penelitian

#### Pendekatan Penelitian

Pendekatan kuantitatif ditetapkan pada studi ini mengingat data bersifat numerik dan digunakan untuk menguji keterkaitan pengaruh pada variabel yang diteliti (Sugiyono, 2013). Adapun data yang digunakan yakni data sekunder dimana sumbernya dari laporan tahunan juga laporan keberlanjutan perusahaan yang bergerak dalam bidang *consumer non cyclicals* dalam terdaftar pada BEI selama 2021 – 2024.

#### Populasi

Populasi studi ini memuat 131 perusahaan bidang *consumer non cyclicals* yang terdaftar pada BEI tahun 2021- 2024. Sektor ini dipilih sebab mempunyai karakteristik permintaan relative stabil sebab berfokus pada keperluan pokok. Periode penelitian ditetapkan dengan mempertimbangkan peluncuran resmi Indeks *ESG Leaders* oleh Bursa Efek Indonesia dan KEHATI *Foundation*, yang menjadi tonggak awal penerapan prinsip ESG secara terstruktur sekaligus mencerminkan fase awal implementasi kebijakan keberlanjutan pasca-pandemi.

#### Sampel

Pengambilan sampel pada studi ini dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan mempertimbangkan kriteria tertentu yakni:

**Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel**

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang terdaftar di BEI hingga tahun 2025	131
2.	Perusahaan <i>consumer non cyclicals</i> tidak <i>listing</i> di BEI secara berturut-turut selama periode 2021-2024	(34)
3.	Perusahaan tidak menyajikan laporan keberlanjutan sesuai standar <i>GRI</i> secara berturut-turut pada periode 2021-2024	(34)
4.	Perusahaan tidak rutin membagikan dividen pada periode 2021-2024	(45)
Total perusahaan yang menjadi sampel		18
Jumlah data pengamatan studi tahun 2021 – 2024 ( 18 x 4 )		72

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

## Definisi Variabel Operasional

Tabel 2. Definisi Variabel Operasional

No.	Variabel	Definisi Variabel	Pengukuran
1.	Nilai perusahaan (Y)	Nilai perusahaan merupakan nilai pasar keseluruhan aset dengan mencerminkan persepsi investor pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan.	<i>Tobin's Q:</i> $\frac{(\text{Harga penutup} \times \text{Total Saham}) + \text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$
2.	ESG (X1)	ESG adalah kerangka evaluasi dengan diterapkan guna menilai kinerja keberlanjutan perusahaan berlandaskan aspek lingkungan, sosial, juga tata kelola.	<i>ESG Score:</i> $\frac{\text{Jumlah indikator ESG yang diungkapkan}}{\text{Total indikator ESG yang relevan}} \times 100\%$
3.	<i>Dividend policy</i> (X2)	<i>Dividend policy</i> merupakan keputusan perusahaan terkait alokasi laba, apakah akan dibagikan atau ditahan untuk investasi.	<i>Dividend Payout Ratio (DPR):</i> $\frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$
4.	<i>Leverage</i> (M)	<i>Leverage</i> merupakan tingkat penggunaan dana berbiaya tetap, seperti utang yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan potensi keuntungan maupun risiko bagi pemegang saham.	<i>Debt to Equity Ratio (DER):</i> $DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$

Sumber: Data diolah pada peneliti, 2026

## Teknik Analisis Data

Pengelolaan data pada studi ini menggunakan analisis regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews 12. Pemilihan perangkat lunak ini dikarenakan karakteristik data penelitian yang berbentuk data panel, yakni kombinasi pada data *time series* (waktu) maupun *cross section* (perusahaan). Model regresi linier data panel pada studi ini bisa dituliskan yakni:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

Keterangan :

- $Y_{it}$  = *Firm Value*
- $X_{1it}$  = *ESG*
- $X_{2it}$  = *Dividend Policy*
- $Z$  = *Leverage*
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta_1, \beta_2$  = Koefisien regresi setiap variabel
- $e_{it}$  = *Error term*

Tahapan pertama dalam analisis data adalah statistik deskriptif. Statistik deskriptif diterapkan supaya memberi gambaran umum mengenai karakteristik data studi lewat penyajian nilai mean, standar deviasi, juga nilai maksimum maupun minimum dari setiap variabel yang dianalisis (Sugiyono, 2013).

Pengujian asumsi klasik dilakukan secara adaptif mengikuti model estimasi terbaik yang terpilih. Apabila model terpilih yakni *Random Effects Model* (REM) pada pendekatan *Generalized Least Squares* (GLS), maka uji heteroskedastisitas dan autokorelasi tidak diperlukan karena kedua permasalahan tersebut telah terkoreksi secara inheren melalui mekanisme estimasi GLS (Gujarati & Porter, 2009). Sebaliknya, apabila model terpilih yakni *Common Effects Model* (CEM) atau *Fixed Effects Model* (FEM) yang berbasis OLS, maka pengujian heteroskedastisitas dan autokorelasi akan dilakukan sebagai bagian dari prosedur diagnostik model. Uji multikolinearitas dilakukan pada seluruh model dengan memeriksa nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk menghindari korelasi tinggi antar variabel independen. Nilai *centered* VIF di bawah 10 umumnya dianggap aman dari multikolinieritas, sedangkan nilai di atas 10 mengindikasikan adanya masalah multikolinieritas. Uji normalitas tidak dilakukan karena berdasarkan *teorema limit pusat* (*central limit theorem*), distribusi residual hendak mendekati normal secara asimtotik apabila jumlah observasi memadai (Gujarati & Porter, 2009). Uji normalitas dipakai bila jumlah pengamatan studi kurang dari 30, guna tahu apakah *error term* mendekati distribusi normal (Ajija *et al.* 2011).

Tahap selanjutnya adalah pemilihan model estimasi data panel dengan dijalankan lewat tiga tahapan pengujian. Pertama, Uji *Chow* dipakai guna ditentukannya model terbaik pada pendekatan CEM maupun FEM. Bila hasil uji chow  $< 0,05$ , dengan begitu model yang terpilih adalah FEM, kebalikannya bila nilai prob  $> 0,05$ , yang terpilih CEM. Kedua, Uji Hausman dipakai guna memilih model terbaik pada FEM dan REM. Jika nilai *p-value*  $> 0,05$ , dengan begitu REM yang dipilih. Kebalikannya, jika nilai *p-value*  $< 0,05$ , FEM yang terpilih. Ketiga, Uji *Lagrange Multiplier* dipakai guna memilih model estimasi pada REM dan CEM. Bila nilai *p-value*  $> 0,05$ , dengan begitu model yang dipilih CEM. Kebalikannya bila nilai *p-value*  $< 0,05$ , model REM yang terpilih.

Tahapan terakhir dalam analisis data adalah uji hipotesis dalam memakai uji parsial (uji t), uji simultan (uji F), juga koefisien determinasi ( $R^2$ ). Selain itu, *Moderated Regression Analysis* (MRA) dipakai guna menguji peran moderasi *leverage*, sebab metode ini mampu mengidentifikasi pengaruh variabel moderasi terhadap kekuatan dan arah hubungan antara variabel independen dan dependen dalam persamaan regresi yang terintegrasi (Ghozali, 2018).

#### 4. Hasil dan Pembahasan Statistik Deskriptif

**Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif**

	Y ( <i>Tobin's Q</i> )	X1 ( <i>ESG Score</i> )	X2 ( <i>DPR</i> )	Z ( <i>DER</i> )
Mean	1.665563	0.476241	0.464702	0.964637
Median	1.346725	0.525641	0.410766	0.785452
Maximum	4.440501	0.820513	1.005308	3.412716
Minimum	0.513316	0.136752	0.197973	0.118099
Std. Dev.	1.026160	0.208404	0.209535	0.814377
Skewness	1.094309	-0.142863	1.187543	1.605057
Kurtosis	3.468281	1.749419	3.816125	4.741905

Variabel nilai perusahaan diproksikan dengan *Tobin's Q* memiliki nilai *mean* yakni 1,665 dan nilai minimum 0,513, juga maksimum 4,441. Nilai *mean* melebihi 1 mengindikasikan bahwasanya pasar menilai perusahaan sampel di atas nilai bukunya, mencerminkan ekspektasi positif investor terhadap prospek pertumbuhan. Standar deviasi sebesar 1,026 menunjukkan

*heterogenitas* yang tinggi, mengimplikasikan bahwa kemampuan penciptaan nilai perusahaan di bidang *consumer non-cyclicals* bervariasi secara signifikan pada perusahaan.

Variabel ESG mempunyai nilai *mean* 0,476 dengan median 0,526, mengindikasikan distribusi yang sedikit menceng ke kiri akibat beberapa perusahaan dengan skor ESG rendah. Rata-rata skor yang berada di bawah 0,5 mencerminkan bahwa praktik keberlanjutan di sektor ini masih dalam tahap berkembang, sehingga masih terdapat ruang yang luas bagi perusahaan untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG sebagai strategi peningkatan nilai perusahaan.

Variabel DPR mencatat nilai *mean* 0,465 dengan nilai maksimum melebihi 1, menunjukkan terdapat perusahaan yang membagikan dividen melebihi laba bersihnya. Rata-rata DPR sebesar 46,5% mengimplikasikan bahwa perusahaan di sektor ini cenderung konsisten dalam kebijakan dividen sebagai upaya mempertahankan kepercayaan investor jangka panjang.

Variabel DER memiliki nilai *mean* 0,965 dengan standar deviasi 0,814. Nilai *mean* dengan mendekati 1 mencerminkan struktur modal yang relatif seimbang, namun standar deviasi yang besar mengimplikasikan kesenjangan strategi pendanaan yang signifikan antar perusahaan, di mana sebagian perusahaan sangat bergantung pada utang sementara yang lain lebih konservatif.

## Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

### a. Uji Chow

Tabel 4. Hasil Uji Chow

<i>Effects Test</i>	<i>Statistik</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	6.786083	0.0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	85.129126	0.0000

Berdasarkan hasil uji chow di tabel 4, nilai probabilitas adalah  $0,0000 < 0,05$  berada dibawah tingkat signifikansi, sehingga FEM lebih tepat dipakai dibandingkan CEM. Seterusnya dijalankan uji Hausman guna penentuan apakah FEM atau REM yang lebih sesuai.

### b. Uji Hausman

Tabel 5. Hasil Uji Hausman

<i>Effects Test</i>	<i>Statistik</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section Random</i>	4.433207	0.2183

Perolehan hasil uji hausman memperlihatkan bahwasanya nilai probabilitas yakni  $0,2183 > 0,05$ , artinya REM lebih tepat digunakan dari pada FEM. Seterusnya dijalankan uji *Lagrange Multiplier* guna memastikan apakah REM lebih tepat dibandingkan CEM.

### c. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Tabel 6. Hasil Uji Lagrange Multiplier

	<i>Test Hypothesis</i>		
	<i>Cross-section</i>	<i>Time</i>	<i>Both</i>
<i>Breusch-Pagan</i>	30.24895	1.147421	31.39637
	(0.0000)	(0.2841)	(0.0000)

Berlandasan uji *Lagrange Multiplier* di tabel 6. probabilitas *Cross Section* memperlihatkan nilai  $0,000 < 0,05$ , maka model dengan begitu tepat guna dipakai adalah *Random Effect Model*.

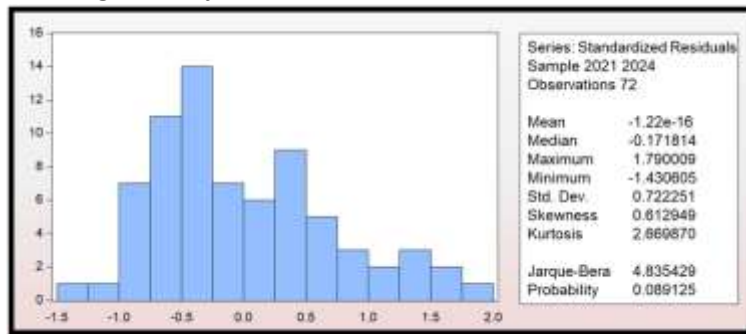
## Uji Asumsi Klasik

Studi ini menggunakan REM pada pendekatan *Generalized Least Square* (GLS) yang mampu menghasilkan estimator *Best Linear Unbiased Estimator* BLUE serta mengakomodasi

permasalahan heteroskedastisitas maupun autokorelasi, maka kedua uji tersebut tidak perlu dilakukan secara terpisah (Gujarati & Porter, 2009).

**Uji Normalitas**

Uji normalitas tidak dilakukan, karena uji normalitas digunakan jika jumlah observasi penelitian kurang dari 30, untuk mengetahui apakah *error term* mendekati distribusi normal (Ajija *et al.*, 2011). Namun, dalam penelitian ini uji normalitas tetap dilakukan sebagai bagian dari pengujian asumsi klasik dan untuk mendukung validitas hasil pengujian hipotesis. Adapun hasil uji normalitas dengan tersajikan dalam Gambar 2.



**Gambar 2. Hasil Uji Normalitas**

Berlandaskan hasil uji normalitas, nilai probabilitas *Jarque-Bera* adalah 0,089 dengan lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 memperlihatkan bahwasanya residual model terdistribusi normal, maka asumsi normalitas terpenuhi.

**Uji Multikolinearitas**

**Tabel 7. Hasil Uji Multikolineritas**

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.076234	10.62292	NA
X1_ESG	0.169854	6.381856	1.013700
X2_DPR	0.189169	6.833652	1.141256
Z_DER	0.012601	2.782325	1.148382

Hasil uji VIF yang disajikan dalam tabel 7 memperlihatkan nilai *Centered VIF* untuk ESG sebesar 1,013700, DPR sebesar 1,141256, juga DER sebesar 1,148382, dengan keseluruhannya berada jauh di bawah nilai 10. Hasil ini memperlihatkan bahwasanya tidak ada hubungan korelasi secara signifikan pada variabel independen dalam model, maka asumsi bebas multikolinearitas terpenuhi.

**Uji Hipotesis**

Setelah diperoleh model regresi data panel terbaik yaitu regresi data panel terbaik yaitu *Random Effect Model*, tahap seterusnya ialah menjalankan uji hipotesis guna tahu sejauh mana variabel independen mempengaruhi variabel dependen, baik dengan simultan serta parsial. Sebelum itu, adapun kesamaan regresi data panel yang didapat.

$$Y = 0.684777 - 0.000177 * X1 + 2.110751 * X2$$

**a. Uji Parsial (t)**

**Tabel 8. Hasil Uji Parsial (t)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Penjelasan
X1_ESG	-0.000177	0.333458	-0.000530	0.9996	Tidak Signifikan
X2_DPR	2.110751	0.420896	5.014902	0.0000	Signifikan

Berdasarkan tabel 6. dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. ESG Score memiliki koefisien sebesar -0,000177 dengan probabilitas 0,9996 > 0,05, sehingga H1 ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa ESG Score tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pada fase awal implementasi ESG di Indonesia periode 2021–2024, investor belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi ESG sebagai pertimbangan utama dalam penilaian nilai perusahaan.
2. Variabel DPR mempunyai koefisien sebesar 2,111 pada probabilitas 0,0000 < 0,05, maka H2 diterima. Hasil ini memperlihatkan bahwasanya DPR ada pengaruh positif serta signifikan pada *Tobin's Q*. Kebijakan dividen secara tinggi memberi sinyal positif dengan pasar bahwasanya perusahaan mempunyai keadaan keuangan secara sehat, maka mendorong kenaikan nilai perusahaan sejalan pada *signaling theory*.

#### b. Uji Simultan

Statistik Uji F	Nilai
<i>F-statistic</i>	12.78426
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000019

Tabel tersebut memperlihatkan nilai *F-statistic* yakni 12.78426 dengan nilai Prob (*F-statistic*) sebesar 0.000019, dengan lebih kecil dari tingkat sig 0,05. Dengan begitu, bisa ditarik kesimpulan bahwasanya semua variabel independen pada model dengan simultan ada pengaruh signifikan pada variabel dependen.

#### c. Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Koefisien Determinasi	Nilai
<i>R-squared</i>	0.270370
<i>Adjusted R-squared</i>	0.249222

Berdasarkan tabel nilai *R-squared* yakni 0.270370 mengindikasikan bahwasanya variasi nilai perusahaan mampu dijelaskan oleh variabel independe pada model sebesar 27,03%, sementara proporsi sebesar 72,97% sisanya dipengaruhi akan faktor lain diluar cakupan model studi ini. Adapun nilai *Adjusted R-squared* yakni 0,29 mencerminkan kemampuan keterangan model dengan telah mempertimbangkan jumlah variabel, yakni 24,92%.

#### d. Uji Moderated Regression Analysis (MRA)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.750400	0.373432	4.687330	0.0000
X1_ESG	-0.630048	0.400497	-1.573163	0.1205
X2_DPR	-0.568888	0.603315	-0.942937	0.3492
Z_DER	-0.632861	0.220915	-2.864731	0.0056
X1Z	0.651869	0.285972	2.279490	0.0259
X2Z	1.535495	0.314652	4.879974	0.0000

Berdasarkan tabel 9 terdapat persamaan model analisis regresi yakni:

$$Y = 1.750400 - 0.630048 * X1 - 0.568888 * X2 - 0.632861 * Z + 0.651869 * X1Z + 1.535495 * X2Z$$

Berdasarkan tabel 9 nilai interaksi antara variabel ESG dan DER dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai interaksi ESG Score dan DER menunjukkan koefisien 0,652 pada probabilitas 0,0259 < 0,05, sehingga H2 ditolak. Hasil ini memperlihatkan bahwasanya DER tidak memperlemah, tapi memperkuat pengaruh ESG terhadap *Tobin's Q*. Secara ekonomis, Perusahaan dalam tingkat *leverage* dengan lebih tinggi cenderung menghadapi tekanan yang lebih besar dari kreditur serta pemangku kepentingan guna meningkatkan transparansi dan praktik ESG.

2. Nilai interaksi DPR dan DER mempunyai koefisien yakni 1,535 pada probabilitas  $0,0000 < 0,05$ , maka H4 ditolak. Hasil ini memperlihatkan bahwasanya DER tidak memperlemah, melainkan memperkuat pengaruh DPR terhadap *Tobin's Q*. Secara ekonomis, perusahaan dalam *leverage* tinggi dengan tetap konsisten membagikan dividen memberi sinyal secara lebih kuat pada pasar bahwa perusahaan memiliki arus kas yang sehat meskipun memiliki kewajiban utang yang besar, sehingga nilai perusahaan meningkat lebih signifikan.

## Pembahasan

### Pengaruh ESG Terhadap Firm Value

Hasil uji memperlihatkan bahwasanya ESG yang diukur melalui *ESG score* tidak ada pengaruh positif serta signifikan pada *firm value* yang diprosikan pada *Tobin's Q*. Secara teoritis, dalam pandangan *Signaling Theory*, pengungkapan ESG seharusnya menjadi sinyal positif dengan mengurangi asimetri informasi serta mencerminkan kualitas manajemen dan prospek jangka panjang perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa *signaling theory* tidak bersifat universal karena efektivitasnya sangat bergantung pada kesiapan pasar dalam menginterpretasikan sinyal non-keuangan secara konsisten.

Temuan ini sejalan dengan fakta bahwasanya penerapan ESG di Indonesia yang masih ada di tahap progresif, serta belum menyentuh seluruh sektor secara merata (Kartika *et al.*, 2023). Selain itu, karakteristik sektor *consumer non cyclicals* sebagai sektor defisit menyebabkan investor lebih berorientasi pada fundamental keuangan dibandingkan aspek non keuangan. Chang & Lee (2022) menyatakan bahwa pengaruh ESG pada nilai perusahaan begitu bergantung di karakteristik industri. ESG cenderung signifikan pada industri dengan pertumbuhan tinggi dan persaingan rendah, namun menjadi kurang relevan pada industri yang telah matang.

Secara empiris, penemuan ini sejalan dengan studi Oktadewi & Diantini (2025), memperlihatkan bahwasanya hubungan ESG pada nilai perusahaan tidak memberi pengaruh secara signifikan. Penemuan ini diperkuat oleh Kurniawati & Nugroho (2025) yang menemukan bahwa pada sektor yang sama, ESG tidak secara konsisten meningkatkan nilai perusahaan. Pada konteks internasional, temuan ini didukung oleh Shobhwani & Lodha (2023) yang menemukan bahwa ESG *risk score* memiliki pengaruh negatif serta tidak signifikan pada *Tobin's Q*, mengindikasikan bahwa di pasar berkembang investor belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi ESG dalam keputusan investasi.

### Pengaruh Dividend Policy Terhadap Firm Value

Kebijakan dividen yang diprosikan dengan DPR terbukti memberikan dampak positif juga signifikan pada *Tobin's Q*. Hal ini mengkonfirmasi bahwasanya meningkatnya proposal laba dengan didistribusikan pada pemegang saham berbanding lurus dengan apresiasi pasar pada nilai perusahaan. Secara teoritis, studi ini tepat pada *signaling theory*, di mana dividen merupakan sinyal kredibilitas manajemen terkait prospek laba serta arus kas di masa depan. Peningkatan dividen diinterpretasikan sebagai keyakinan manajemen terhadap keberlanjutan kinerja, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan investor. Selain itu, dalam perspektif *stakeholder theory*, pembagian dividen mencerminkan pemenuhan kepentingan pemegang saham sebagai stakeholder utama, yang pada akhirnya meningkatkan legitimasi dan nilai perusahaan.

Secara empiris, hasil ini didukung oleh penelitian Njoku & Lee (2024); Pangraran *et al.* (2025); dan Tambunan (2025), yang dengan konsisten memperoleh bahwasanya kebijakan dividen berkontribusi positif pada nilai perusahaan, karena diinterpretasikan pasar sebagai indikator stabilitas kinerja dan soliditas fundamental keuangan. Namun, temuan ini bertentangan dengan studi yang dijalankan Aliyah *et al.* (2024). Hasil studi memperlihatkan bahwasanya kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif pada nilai perusahaan. Temuan ini menganggap dividen secara tinggi dipersepsikan sebagai pengurangan dana internal dalam

investasi berkelanjutan, sehingga pasar merespons negatif. Dalam konteks bidang *consumer non-cyclicals*, hasil studi ini lebih relevan sebab karakteristik sektor yang defensif dengan permintaan stabil. Investor cenderung berorientasi pada stabilitas arus kas, sehingga pembagian dividen menjadi sinyal yang lebih kuat dibandingkan peluang pertumbuhan. Hal ini mengimplikasikan bahwa kebijakan dividen yang konsisten merupakan instrumen strategis yang efektif bagi perusahaan di sektor defensif dalam membangun kepercayaan investor jangka panjang.

### **Pengaruh *Leverage* dalam Memoderasi Hubungan ESG Terhadap Firm Value**

Berlandaskan hasil uji mengungkapkan bahwasanya *DER* dengan signifikan memoderasi hubungan pada *ESG* dan *Tobin's Q* dalam arah positif atau memperkuat, sehingga H3 ditolak, sebab arah moderasi dengan diperoleh tidak sesuai pada hipotesis yang diajukan. Temuan ini menarik untuk dicermati karena dengan parsial *ESG* tidak mampu memberi pengaruh secara signifikan pada *Tobin's Q*, namun menjadi signifikan ketika dimoderasi oleh *leverage*. Kondisi ini menunjukkan bahwa informasi *ESG* belum memiliki daya sinyal yang memadai ketika berdiri sendiri, namun menjadi lebih relevan ketika dikaitkan dengan kondisi struktur keuangan perusahaan. Tepat pada studi Aydoğmuş *et al.* (2022) dengan menerangkan bahwasanya karakteristik dan struktur keuangan perusahaan dapat mempengaruhi kekuatan hubungan *ESG* dan nilai perusahaan.

Dengan empiris, kondisi ini bisa diterangkan lewat *signaling theory* bahwasanya pada perusahaan dalam *leverage* tinggi, investor menghadapi risiko finansial lebih besar maka tidak hanya mengandalkan informasi keuangan, tetapi juga membutuhkan sinyal tambahan untuk menilai keberlanjutan dan kredibilitas perusahaan. Dalam konteks tersebut, kinerja *ESG* yang solid bertransformasi menjadi instrumen legitimasi yang memperkuat persepsi pasar terhadap kredibilitas perusahaan. Kondisi ini memberikan sinyal bahwa manajemen tidak hanya peduli pertumbuhan agresif yang berbasis hutang, tetapi juga menjaga keberlanjutan jangka panjang. Implikasinya, bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* yang substansial, penguatan kinerja *ESG* bukan sekedar pemenuhan kewajiban sosial, melainkan langkah strategis yang secara terukur berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan.

Temuan ini sejalan pada studi Alfredo *et al.* (2025) yang menerangkan bahwasanya *leverage* dengan signifikan memoderasi kolerasi antara *ESG* serta nilai perusahaan dalam arah positif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa struktur modal dapat meningkatkan sensitivitas pasar terhadap faktor non keuangan seperti *ESG* dalam menentukan nilai perusahaan. Meski demikian, arah moderasi yang berlawanan dari hipotesis awal mengindikasikan bahwa dalam konteks pasar modal Indonesia yang masih berkembang, *leverage* justru berperan sebagai penguat relevansi *ESG*, bukan sebagai faktor yang membebani karena tekanan kreditur mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas non-keuangan sebagai bentuk manajemen risiko.

### **Pengaruh *Leverage* dalam Memoderasi Hubungan Dividend Policy Terhadap Firm Value**

Berdasarkan hasil uji hipotesis, menunjukkan bahwa *DER* secara signifikan mampu memoderasi hubungan antara *dividend policy* dan nilai perusahaan, dengan arah memperkuat. Dengan demikian hasil hipotesis keempat ditolak, karena arah moderasi yang dihasilkan tidak sesuai. Berdasarkan *signaling theory* dividen dipandang sebagai sinyal mengenai prospek laba dan stabilitas arus kas perusahaan. Ketika perusahaan membagikan dividen, pasar menafsirkan bahwasanya perusahaan mempunyai kinerja dengan baik juga keyakinan pada keberlanjutan pendapatan di masa depan. Namun, ketika *leverage* tinggi perusahaan berada dalam kondisi risiko finansial yang lebih besar karena memiliki kewajiban tetap kepada kreditur.

Dalam kondisi tersebut, skeptisisme pasar terdapat kemahiran perusahaan ketika mempertahankan kinerja serta kecukupan arus kas cenderung meningkat. Ketika perusahaan dengan beban *leverage* yang tinggi konsisten mendistribusikan dividen, tindakan tersebut

justru menghasilkan sinyal yang jauh lebih kredibel dibandingkan distribusi dividen oleh perusahaan dengan tingkat utang yang rendah. Konsistensi pembagian dividen ditengah tekanan kewajiban finansial mencerminkan keyakinan manajemen atas stabilitas laba dan kecukupan arus kas bahkan setelah seluruh kewajiban utang terpenuhi. Hal tersebut mengimplikasikan bahwasanya di perusahaan *consumer non cyclicals*, kombinasi kewajiban. Hal ini tepat pada Kurniawanto *et al.* (2025) yang menerangkan bahwasanya di sektor *consumer goods* di Indonesia, *leverage* berperan ketika memperkuat kolerasi kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Keadaan ini mengimplikasikan bahwa bagi perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*, kombinasi kebijakan dividen yang konsisten dengan struktur modal yang terkelola merupakan strategi efektif dalam membangun kepercayaan investor maupun menaikkan nilai perusahaan.

Hasil studi ini tidak tepat pada studi Saragih & Rusdi (2022) dengan menemukan bahwasanya *leverage* tidak bisa memoderasi dampak kebijakan dividen di nilai perusahaan. Perbedaan ini disebabkan pada respon pasar. Dalam penelitian tersebut *leverage* dilihat sebagai tekanan finansial yang membatasi kebijakan dividen dan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga sinyal dividen tidak selalu direspons positif ketika utang tinggi. Perbedaan ini dapat dijelaskan melalui karakteristik *sectoral*. Di sektor *consumer non-cyclicals* dengan mempunyai penghasilan stabil serta permintaan secara relatif tidak sensitif terhadap siklus ekonomi, pasar justru menafsirkan kombinasi *leverage* dan dividen sebagai sinyal kekuatan arus kas dan efisiensi struktur modal, bukan sebagai indikator tekanan finansial.

## 5. Penutup

### Kesimpulan

Studi ini memperlihatkan bahwasanya *ESG* tidak memiliki pengaruh signifikan pada nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif signifikan. Disamping itu, *leverage* terbukti memoderasi hubungan *ESG* juga kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan arah memperkuat. Studi ini mempertegas bahwa dalam sektor *consumer non-cyclicals*, faktor keuangan masih menjadi determinan utama nilai perusahaan dibandingkan non keuangan.

Penelitian ini berkontribusi secara teoretis dalam menunjukkan bahwa *signaling theory* tidak bersifat universal dan sangat bergantung pada konteks institusional pasar. Secara praktis, perusahaan disarankan mengintegrasikan *ESG* dengan strategi keuangan secara konsisten dan mempertahankan kebijakan dividen yang stabil sebagai instrumen utama kepercayaan investor.

Untuk peneliti seterusnya, disarankan memperluas cakupan studi dalam menguji sektor industri berbeda untuk menguji konsistensi peran pengungkapan *ESG*. Selain itu, penelitian ini belum mempertimbangkan variabel mediasi untuk memahami mekanisme secara lebih dalam.

### Daftar Pustaka

- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanti, M. R. (2011). *Cara Cerdas Menguasai EvIEWS*. Jakarta: Salemba Empat.
- Alfredo, H. K., Mufahamah, E., & Wuryanti, L. (2025). The Effect of ESG Risk Rating and Ownership Concentration on Firm Value : Leverage and Size as Moderation. *DIJEFA*, 6(4), 3516–3528.
- Alliyah, C., Kusnadi, N., Theodorus, P., & Hadiprajitno, B. (2024). The Effect Of Environmental, Social, And Governance (Esg) Disclosure And Dividend Policy On Firm Value (Empirical Study On Companies Listed In The SRI KEHATI Index Of The Indonesia Stock Exchange For The Period 2019-2022). *Diponegoro Journal of Accounting*, 13(3), 1–14.
- Angela, T., & Sari, N. (2023). The Effect of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value. *E3S Web of Conferences*, 426.

- <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202342601078>
- Anggriyani, P. S., Priyatama, A. R., Prawitasari, D., & Oktavia, V. (2026). Nilai Perusahaan pada Industri Consumer Non-Cyclicals : Peran Profitabilitas , Leverage , dan Ukuran Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi Dan Manajemen Bisnis*. <https://doi.org/https://doi.org/10.55606/jaemb.v6i1.10334>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Chang, Y. J., & Lee, B. H. (2022). The Impact of ESG Activities on Firm Value: Multi-Level Analysis of Industrial Characteristics. *Sustainability (Switzerland)*, 14(21). <https://doi.org/10.3390/su142114444>
- Fachrezi, M. F., Fauziah, S., Iqbal, M., Firmansyah, A., Pembangunan, U., & Veteran, N. (2024). Esg risk dan nilai perusahaan di indonesia. *Akuntansiku*, 3(2), 64–76.
- Freeman, R. E., & David, L. R. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS/EViews*.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hamdouni, A. (2025). Value Creation Through Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosures. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8). <https://doi.org/10.3390/jrfm18080415>
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Penerbit ANDI.
- Hosta, M., & Zabkar, V. (2020). Antecedents Of Environmentally And Socially Responsible Sustainable Consumer Behavior. *Journal of Business Ethics*, 171, 273–293. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s10551-019-04416-0>
- Hu, P., Wang, D. D., & Wang, Y. (2025). The Double Signal of ESG Reports : Readability, Growth, and Institutional Influence on Firm Value. *Sustainability*. <https://doi.org/Sustainability2025,17,2514> <https://doi.org/10.3390/su17062514>
- Kartadjumena, E., & Hadi, D. A. (2024). The Influence of Moderation Leverage on The Relationship Between Profitability and Firm Value ( Empirical Study of Firms Listed on The Idx , 2019-2021 Period ). *Jurnal Ekonomi , Bisnis & Entrepreneurship*, 18, 137–151.
- Kartika, F., Dermawan, A., & Hudaya, F. (2023). Pengungkapan environmental, social, governance ( ESG ) dalam meningkatkan nilai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. *SOSIOHUMANIORA: Jurnal Ilmiah Ilmu Sosial dan Humaniora*, 29–39.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pres.
- Kurniawanto, H., Widarno, B., & Hapsari, Y. M. (2025). Dividend Policy as a Moderating Variable on the Relationship between Profitability , Leverage and Firm Value in the Consumer Goods Manufacturing Sector Listed the Indonesia Stock Exchange. *Archives of Business Research*, 13(03).
- Kurniawati, K. D., & Nugroho, W. S. (2025). ESG and Intellectual Capital as Drivers of Firm Value in Indonesia’s Consumer Non-Cyclicals Sector 2021-2023. *UM Magelang Conference Series, 2021*, 93–108.
- Li, L., Mohamed Saat, M., & Jiayi, W. (2024). The Effect of ESG Disclosure on Firm Value: An Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 14(1), 1091–1101. <https://doi.org/10.6007/ijarbss/v14-i1/20524>
- Mahmood, A., Mehmood, A., Terzani, S., De Luca, F., & Djajadikerta, H. G. (2025). The effect of ESG disclosure on firm value in the European context. *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2024-2480>
- Msn. (2025). *Grafik Perbandingan Indeks Saham 5 Tahun*. Msn Indonesia. [www.msn.com](http://www.msn.com)
- Nguyen, N. (2025). The Effect of Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value: A Case

- Study in Vietnam. *Engineering Science Letter*, 4(02), 63–66. <https://doi.org/10.56741/iistr.esl.001172>
- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1). <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- Oktadewi, A. M. A., & Diantini, N. N. A. (2025). ESG and firm value: The moderating role of environmental performance and profitability in Indonesia's mining sector. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 12(4), 217–229. <https://doi.org/10.21744/irjm.v12n4.2536>
- Pangraran, F. M., Rasyid, S., Rasyid, S., Pangraran, F. M., & Rasyid, S. (2025). The Effect of Dividend Policy On Company Value with Profitability as A Moderation (Vol. 2024, Issue Icame 2024). Atlantis Press International BV. <https://doi.org/10.2991/978-94-6463-758-8>
- Prabawati, P. I., & Rahmawati, I. P. (2022). The effects of Environmental , Social , and Governance ( ESG ) scores on firm values in ASEAN member countries. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(2).
- Ristian, L., & Sudarsi, S. (2022). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, 5(2), 837–848.
- Salahudin, T. U., Irwansyah, & Marlina, L. (2025). Pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Balance: Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 4(1), 223–236.
- Saragih, M. R., & Rusdi. (2022). Pengaruh Tax Avoidance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Reslaj: Religion Education Social Laa Roiba Journal*, 4(5), 1181–1193. <https://doi.org/10.47467/reslaj.v4i5.1077>
- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2023). Impact of ESG Risk Scores on Firm Performance: An Empirical Analysis of NSE-100 Companies. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 19(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/2319510X231170910>
- Sinaga, P., Simanjuntak, A., Sagala, F., & Ginting, M. C. (2025). the Effect of Environmental, Social and Governance Disclosure on Firm Value in Energy Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2021-2023 Period. *Jurnal Ilmiah Accusi*, 7(1), 113–124. <https://doi.org/10.36985/94t7h561>
- Solikhah, B., & Weng, P.-Y. (2024). The Link Between ESG Reporting Quality and Accounting Measures of Firm-Level Performance. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 16(1), 85–98.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta Bandung.
- Sulhan, M., & Purnamasari, and P. E. (2020). The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable. *Global Review of Islamic Economics and Business*, 8(1), 49–58. <https://doi.org/10.14421/grieb.2020.081-05>
- Sulistiyawati, A. S., & Ratmono, D. (2023). Enhancing Firm Value : The Role of Profitability as Moderation. *Jurnal ASET (Akuntansi Riset)*, 15(1), 177–186. <https://doi.org/10.17509/jaset.v15i1.52310>
- Sulyanto, P., & Trisnawati, E. (2025). Earnings Quality , Good Corporate Governance , Audit Quality and Firm Value : Moderated of Leverage. *Sentralisasi*.
- Tambunan, R. (2025). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan LQ-45 Tahun 2023-2024. *Media Akuntansi Perpajakan*, 10(1), 144–151. <https://doi.org/10.52447/map.v10i1.8363>
- Tarawneh, A. Al, Tayeh, M., Iskandrani, M., & Obeidat, M. (2024). The impact of ESG scores on corporate financial performance : A study of non-financial firms listed in the UK. *Asian Economic and Financial Review*, 14(11), 852–867.

<https://doi.org/10.55493/5002.v14i11.5229>

Wu, Z., Lin, S., Chen, T., Luo, C., & Xu, H. (2023). Does effective corporate governance mitigate the negative effect of ESG controversies on firm value? *Economic Analysis and Policy*, 80, 1772–1793. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.11.018>

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), 159–174. <https://doi.org/10.22219/jaa.v8i2.38218>