

**PENGARUH *ESG* DAN *DIVIDEND POLICY* TERHADAP
FIRM VALUE DENGAN *LEVERAGE* SEBAGAI VARIABEL
MODERASI PADA PERUSAHAAN *CONSUMER NON-
CYCLICALS* DI BEI**

SKRIPSI



Oleh:

DELA WIKINANDA

NIM : 220501110223

**JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG**

2026

PENGARUH *ESG* DAN *DIVIDEND POLICY* TERHADAP *FIRM VALUE* DENGAN *LEVERAGE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN *CONSUMER NON-CYCLICALS* DI BEI

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam Memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen (S.M)



Oleh

DELA WIKINANDA

NIM : 220501110223

**JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG**

2026

LEMBAR PERSETUJUAN

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

SKRIPSI

Oleh

Dela Wikinanda

NIM : 220501110223

Telah Disetujui Pada Tanggal 29 April 2026

Dosen Pembimbing,



Ayub Wijavati Sapta Pradana, M.Si

NIP. 198609082019032008

LEMBAR PENGESAHAN

Pengaruh ESG dan *Dividend Policy* Terhadap *Firm Value* Dengan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan *Consumer Non-Cyclicals* di BEI

SKRIPSI

Oleh

DELA WIKINANDA

NIM : 220501110223

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (S.M.)
Pada 8 Mei 2026

Susunan Dewan Penguji:

1 Ketua Penguji

Nora Ria Retnasih, M.E

NIP. 199205222020122003

2 Anggota Penguji

Dr. Muhammad Sulhan, SE, MM

NIP. 197406042006041002

3 Sekretaris Penguji

Ayub Wijayati Sapta Pradana, M.Si

NIP. 198609082019032008

Tanda Tangan



Disahkan Oleh:

Ketua Program Studi,



Dr. Setiani, M.M

NIP. 199009182018012002

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Dela Wikinanda

NIM : 220501110223

Fakultas / Jurusan : Ekonomi / Manajemen

Menyatakan bahwa “Skripsi” yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

PENGARUH *ESG* DAN *DIVIDEND POLICY* TERHADAP *FIRM VALUE* DENGAN *LEVERAGE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN *CONSUMER NON-CYCLICALS* DI BEI adalah benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan hasil “duplikasi” karya orang lain.

Selanjutnya apabila dikemudian hari ada “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 28 April 2026

Hormat saya,



Dela Wikinanda

NIM : 220501110223

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan penuh rasa syukur kepada Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya, karya sederhana ini saya persembahkan kepada:

Orang tua tercinta Bapak Winarko dan Ibu Siti Maslihah

Terima kasih atas segala doa yang tak pernah putus, pengorbanan yang tak ternilai, serta kasih sayang yang selalu menjadi kekuatan terbesar dalam setiap langkah perjalanan ini. Semoga karya ini menjadi salah satu bukti bahwa perjuangan kalian tidak pernah sia-sia.

Untuk Diriku Sendiri

Terima kasih telah bertahan, bangkit di setiap kali terjatuh, dan terus berjuang hingga titik ini. Perjalanan ini tidak selalu mudah, namun kamu berhasil membuktikan bahwa kamu mampu. Ini adalah bukti nyata dari kerja keras, air mata, dan tekad yang tidak pernah padam.

MOTTO

"Jadilah baik. Sesungguhnya Allah menyukai orang-orang yang berbuat baik."

(Q.S Al Baqarah: 195)

"If others can, why can't you? Everyone has a chance"

(Dela)

"In the middle of every difficulty lies opportunity"

(Albert Einstein)

KATA PENGANTAR

Segala puji Syukur kehadiran Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah – Nya penelitian ini dapat terselesaikan dengan judul “pengaruh *ESG* dan *dividend policy* terhadap *firm value* dengan *leverage* sebagai variabel moderasi pada perusahaan *consumer non-cyclicals* di BEI”.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tugas akhir skripsi ini tidak akan berhasil dengan baik tanpa adanya bimbingan dan sumbangan pemikiran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Hj. Ilfi Nur Diana, M.Si., CAHRM., CRMP selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M. EI selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Ibu Dr. Setiani, M.M, selaku ketua Jurusan Manajemen Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
4. Ibu Ayub Wijayati Sapta Pradana, M.Si selaku dosen pembimbing tugas akhir yang selalu memberi bimbingan dan arahan dalam proses menyelesaikan tugas akhir ini.
5. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan pengalaman selama penulis menempuh pendidikan.
6. Kedua orang tua yang sangat saya cintai, Bapak Winarko dan Ibu Siti Maslihah, terima kasih telah menjadi rumah yang hangat untuk pulang dan berkeluh kesah, terima kasih atas pelukan dan doa dalam proses selama ini.
7. Semua sahabat Alfina, Yuvi, Bunga, Aisye, dan Nikma yang selalu berproses bersama dari awal perkuliahan hingga akhir. Terima kasih telah menjadi teman yang sangat baik, tidak segan mengingatkan saat penulis mulai kehilangan arah, dan selalu siap berbagi ilmu tanpa pamrih.
8. Kepada teman-teman satu bimbingan, yang menjalani proses yang sama dengan segala tekanan dan tantangannya, terima kasih sudah saling menguatkan, saling mengingatkan *deadline*, saling berbagi *referensi*, saling

memberi semangat di saat yang paling dibutuhkan. Kalian membuktikan bahwa perjalanan yang berat pun terasa lebih ringan ketika ditempuh bersama.

9. Kepada diriku sendiri, terima kasih sudah tidak menyerah. Terima kasih sudah tetap bangkit di hari-hari yang terasa berat, sudah memilih untuk terus melangkah meski kadang tidak tahu ke mana arah yang benar. Perjalanan ini tidak mudah, dan kamu tahu betul itu. Ada malam-malam yang panjang, ada keraguan yang datang berulang, ada saat-saat di mana segalanya terasa terlalu besar untuk ditanggung sendiri, namun kamu tetap ada, dan kamu berhasil sampai di sini.
10. Dan yang terakhir, semua pihak yang terlibat secara langsung maupun tidak langsung yang tidak bisa disebutkan satu persatu.

Dengan segala kerendahan hati penulis menyadari bahwa penulisa skirpsi ini masih jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu penulis mengharapkan kritik dan saran demi kesempurnaan penulis ini. Semoga karya yang sederhana ini dapat bermanfaat dengan baik bagi semua pihak.

Malang, 26 April 2026

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PERSETUJUAN.....	i
LEMBAR PENGESAHAN	ii
SURAT PERNYATAAN	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN	iv
MOTTO.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
ABSTRAK	xiv
ABSTRACT	xv
المخلص	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian	9
1.4.1 Manfaat Teoritis	9
1.4.2 Manfaat Praktis	9
BAB II KAJIAN PUSTAKA	10
2.1 Penelitian Terdahulu.....	10
2.2 Kajian Teoritis	21
2.2.1 <i>Signaling Theory</i>	21
2.2.2 <i>Stakeholder Theory</i>	21
2.2.3 <i>Firm Value</i>	22
2.2.3.1 Pengertian <i>Firm Value</i>	22
2.2.3.2 Indikator Pengukuran <i>Firm Value</i>	23
2.2.3.3 <i>Firm Value</i> Dalam Prespektif Islam	25
2.2.4 <i>Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance</i>	26
2.2.4.1 Pengertian <i>ESG Performance</i>	26

2.2.4.2	Indikator Pengukuran <i>ESG Performance</i>	27
2.2.4.3	<i>ESG Performance</i> Dalam Perspektif Islam.....	28
2.2.5	<i>Dividend Policy</i>	31
2.2.5.1	Pengertian <i>Dividend Policy</i>	31
2.2.5.2	Indikator Pengukuran <i>Dividend Policy</i>	33
2.2.5.3	<i>Dividend Policy</i> Dalam Prespektif Islam.....	34
2.2.6	<i>Leverage</i>	35
2.2.6.1	Pengertian <i>Leverage</i>	35
2.2.6.2	Indikator Pengukuran <i>Leverage</i>	36
2.2.6.3	<i>Leverage</i> Dalam Prespektif Islam.....	37
2.3	Kerangka Konsep.....	39
2.4	Hipotesis Penelitian.....	39
2.4.1.	Pengaruh <i>ESG Performance</i> Terhadap <i>Firm Value</i>	39
2.4.2.	Pengaruh <i>Dividend Policy</i> Terhadap <i>Firm Value</i>	40
2.4.3.	Pengaruh <i>ESG Performance</i> Terhadap <i>Firm Value</i> dengan <i>Leverage</i> Sebagai Variabel Moderasi.....	41
2.4.4.	Pengaruh <i>Dividend policy</i> Terhadap <i>Firm Value</i> dengan <i>Leverage</i> Sebagai Variabel Moderasi.....	42
BAB III	METODE PENELITIAN.....	44
3.1	Jenis Penelitian.....	44
3.2	Sumber Data Penelitian.....	44
3.3	Populasi dan Sampel.....	44
3.4	Teknik Pengambilan Sampel.....	45
3.5	Data dan Jenis Data.....	46
3.6	Teknik Pengumpulan Data.....	47
3.7	Definisi Operasional Variabel.....	47
3.7.1	Variabel Dependen (Y).....	47
3.7.2	Variabel Independen (X).....	47
3.7.3	Variabel Moderasi (Z).....	48
3.8	Analisis Data.....	49
3.8.1.	Analisis Statistik Deskriptif.....	49
3.8.2.	Uji Asumsi Klasik.....	50
3.8.3.	Analisis Regresi Data Panel.....	51

3.8.4.	Pemilihan Model Teknik Estimasi Data Panel.....	51
3.8.5.	Analisis Pemilihan Model.....	52
3.8.6.	Uji Hipotesis	53
BAB IV	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	56
4.1	Hasil Penelitian	56
4.1.1	Gambaran Umum Objek Penelitian	56
4.1.2	Deskriptif Variabel Penelitian	57
4.1.3	Uji Statistik Deskriptif	61
4.1.4	Pemilihan Model Regresi Data Panel	63
4.1.4.1	Uji <i>Chow</i>	63
4.1.4.2	Uji <i>Hausman</i>	64
4.1.4.3	Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	64
4.1.6	Uji Hipotesis	66
4.1.6.1	Uji parsial (t)	66
4.1.6.2	Uji Simultan (F)	67
4.1.6.3	Koefisien Determinasi (R^2)	68
4.1.6.4	Uji <i>Moderated Regression Analysis (MRA)</i>	68
4.2	Pembahasan Hasil Penelitian	70
4.2.1	Pengaruh <i>ESG Performance</i> terhadap Nilai Perusahaan	70
4.2.2	Pengaruh <i>Dividend Policy</i> terhadap Nilai Perusahaan.....	73
4.2.3	Pengaruh <i>Leverage</i> dalam Memoderasi hubungan <i>ESG Performance</i> terhadap Nilai Perusahaan	75
4.2.4	Pengaruh <i>Leverage</i> dalam Memoderasi hubungan <i>Dividend Policy</i> terhadap Nilai Perusahaan	77
BAB V	KESIMPULAN	80
5.1	Kesimpulan	80
5.2	Saran.....	80
DAFTAR	PUSTAKA	82
LAMPIRAN –	LAMPIRAN	89

DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1 Harga Saham Perusahaan Sektor <i>Consumer Non Cyclical</i>	2
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	11
Tabel 2. 2 Perbedaan dan Persamaan Penelitian Terdahulu	20
Tabel 3. 1 Kriteria Pengambilan Sampel	45
Tabel 3. 2 Daftar Sampel Perusahaan <i>Consumer Non Cyclical</i>	46
Tabel 3. 3 Definisi Operasional Variabel	48
Tabel 4. 1 Daftar Sampel Perusahaan	57
Tabel 4. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	62
Tabel 4. 3 Hasil Uji <i>Chow</i>	63
Tabel 4. 4 Uji <i>Hausman</i>	64
Tabel 4. 5 Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	64
Tabel 4. 6 Hasil Uji <i>Multikolinieritas</i>	66
Tabel 4. 7 Hasil Uji Parsial (t).....	67
Tabel 4. 8 Hasil Uji Simultan (F).....	67
Tabel 4. 9 Hasil <i>Koefisien Determinasi (R²)</i>	68
Tabel 4. 10 Hasil Uji <i>Moderated Regression Analysis</i>	69
Tabel 4. 11 Hasil Hipotesis	70

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Perbandingan Indeks Saham Tahun 2021–2025	3
Gambar 1. 2 Survei Konsumen	4
Gambar 4. 1 Rata-rata Nilai <i>Firm Value</i>	58
Gambar 4. 2 Rata-rata Nilai <i>ESG Score</i>	59
Gambar 4. 3 Rata-rata Nilai <i>Dividend Policy</i>	60
Gambar 4. 4 Rata-rata <i>Nilai Leverage</i>	61

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Biodata Peneliti.....	89
Lampiran 2 Bebas Plagiasi.....	90
Lampiran 3 Tabulasi Data	91
Lampiran 4 Hasil <i>Output E-views</i>	95

ABSTRAK

Dela Wikinanda, 2026, SKRIPSI, Judul:” Pengaruh *ESG* Dan *Dividend Policy* Terhadap *Firm Value* Dengan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan *Consumer Non-Cyclicals* Di BEI.”

Pembimbing : Ayub Wijayati Sapta Pradana, M.Si

Kata Kunci : *ESG, Dividend Policy, Firm Value, Leverage*

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *ESG score* dan *dividend policy* terhadap *firm value*, sekaligus menguji peran *leverage* sebagai variabel moderasi pada perusahaan sub sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2024.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang bersumber dari laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) perusahaan. *ESG score* diukur menggunakan skor ESG sesuai standar GRI (*Global Reporting Initiative*), *dividend policy* diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), *leverage* diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), serta *firm value* diproksikan menggunakan *Tobin's Q*. Sampel penelitian terdiri dari 18 perusahaan dengan total 72 observasi yang dipilih melalui teknik *purposive sampling*. Analisis data dilakukan menggunakan metode regresi data panel dengan pendekatan moderasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ESG score* tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm value*, sedangkan *dividend policy* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Lebih lanjut, *leverage* terbukti memperkuat hubungan antara *ESG score* dan *dividend policy* terhadap *firm value*. Temuan ini menegaskan bahwa *leverage* tidak hanya berperan sebagai indikator struktur modal, melainkan juga sebagai mekanisme penguat yang meningkatkan relevansi informasi keuangan maupun non-keuangan dalam proses penilaian oleh investor.

Secara empiris, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa *ESG score* belum menjadi determinan utama *firm value* pada sektor *consumer non-cyclicals* di Indonesia, sehingga mencerminkan bahwa investor dalam sektor ini cenderung lebih mempertimbangkan faktor keuangan dibandingkan aspek non-keuangan dalam pengambilan keputusan investasi.

ABSTRACT

Dela Wikinanda, 2026, *THESIS*, Title: "*The Influence of ESG and Dividend Policy on Firm Value with Leverage as a Moderating Variable in Non-Cyclical Consumer Companies on the IDX.*"

Advisor : Ayub Wijayati Sapta Pradana, M.Si

Keywords : ESG, Dividend Policy, Firm Value, Leverage

This study aims to analyze the influence of ESG score and dividend policy on firm value, while also examining the role of leverage as a moderating variable in non-cyclical consumer sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2021–2024.

This study uses a quantitative approach with secondary data sourced from the company's annual reports and sustainability reports. ESG score is measured using the ESG score according to GRI (Global Reporting Initiative) standards, dividend policy is proxied by the Dividend Payout Ratio (DPR), leverage is proxied by the Debt to Equity Ratio (DER), and firm value is proxied using Tobin's Q. The research sample consists of 18 companies with a total of 72 observations selected thru purposive sampling technique. Data analysis was conducted using the panel data regression method with a moderation approach.

The research results show that the ESG score does not have a significant impact on firm value, whereas the dividend policy has a positive and significant impact on firm value. Furthermore, leverage has been proven to strengthen the relationship between ESG score and dividend policy on firm value. These findings affirm that leverage not only serves as an indicator of capital structure but also as a reinforcing mechanism that enhances the relevance of both financial and non-financial information in the valuation process by investors.

Empirically, the results of this study indicate that the ESG score has not yet become the main determinant of firm value in the non-cyclical consumer sector in Indonesia, reflecting that investors in this sector tend to consider financial factors more than non-financial aspects in their investment decision making.

الملخص

ديلا ويكيناندا، 2026، أطروحة، العنوان: "تأثير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة مع اعتبار الرافعة المالية متغيراً معدلاً في شركات المستهلكين غير الدورية في مؤشر إندونيسيا".
المشرف: أيوب ويجاياي سابتا برادانا، ماجستير
الكلمات المفتاحية: الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية، سياسة توزيع الأرباح، قيمة الشركة، الرافعة المالية

وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، بالإضافة إلى ESG تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير درجة اختبار دور الرفع المالي كمتغير معدل في الشركات الفرعية لقطاع السلع الاستهلاكية غير الدورية المدرجة خلال الفترة من 2021 إلى 2024 (BEI) في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية تستخدم هذه الدراسة نهجاً كمياً مع بيانات ثانوية مستمدة من التقارير السنوية وتقارير الاستدامة الخاصة (مبادرة الإبلاغ العالمية)، ويتم GRI وفقاً لمعايير ESG باستخدام درجة ESG بالشركة. يتم قياس درجة ويتم تمثيل الرفع المالي بنسبة الدين إلى حقوق (DPR) تمثل سياسة توزيع الأرباح بنسبة توزيع الأرباح عينة البحث تتكون من 18 شركة بإجمالي Tobin's Q. ويتم تمثيل قيمة الشركة باستخدام (DER) الملكية ملاحظة تم اختيارها من خلال تقنية العينة الهادفة. تم تحليل البيانات باستخدام طريقة تحليل الانحدار 72 للبيانات اللوحية مع نهج التعديل.

لا تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة، في حين أن سياسة توزيع الأرباح ESG أظهرت نتائج البحث أن درجة أثبتت تأثيرها الإيجابي والمعنوي على قيمة الشركة. علاوة على ذلك، أثبتت الرفع المالي أنه يعزز العلاقة وسياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة. تؤكد هذه النتائج أن الرفع المالي لا يعمل فقط كمؤشر ESG بين درجة على هيكل رأس المال، بل يعمل أيضاً كآلية تعزز من أهمية المعلومات المالية وغير المالية في عملية التقييم من قبل المستثمرين.

لم تصبح بعد العامل الرئيسي في تحديد ESG من الناحية التجريبية، تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن درجة قيمة الشركة في قطاع السلع الاستهلاكية غير الدورية في إندونيسيا، مما يعكس أن المستثمرين في هذا القطاع يميلون إلى مراعاة العوامل المالية أكثر من الجوانب غير المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار وسياسة (ESG) تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير درجة الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات توزيع الأرباح على قيمة الشركة، مع اختبار دور الرافعة المالية كمتغير معدل في شركات قطاع المستهلك غير الدوري المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2021-2024. تستخدم الدراسة المنهج الكمي مع بيانات ثانوية مأخوذة من التقارير السنوية وتقارير الاستدامة للشركات. تكونت عينة الدراسة من 18 شركة بإجمالي 72 ملاحظة تم اختيارها باستخدام تقنية الاختيار الهادف. تم تحليل البيانات باستخدام تحليل انحدار، ليس لها تأثير معنوي على قيمة الشركة ESG البيانات اللوحية مع منهج التعديل. أظهرت النتائج أن درجة بينما كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي ومعنوي على قيمة الشركة. كما ثبت أن الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة. تؤكد هذه النتائج أن الرافعة المالية لا ESG تعزز العلاقة بين درجة تلعب دوراً كمؤشر هيكل رأس المال فحسب، بل أيضاً كآلية تعزز أهمية المعلومات المالية وغير المالية في لم تصبح بعد محدداً رئيسياً لقيمة الشركات في ESG تقييم المستثمرين. عملياً، تشير النتائج إلى أن درجة قطاع المستهلك غير الدوري في إندونيسيا، مما يدل على أن المستثمرين في هذا القطاع يميلون إلى اعتبار العوامل المالية أكثر من العوامل غير المالية.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perilaku investor memegang peran penting dalam membentuk persepsi pasar terhadap kinerja perusahaan, yang mana tercermin dalam nilai perusahaan (Utami *et al.*, 2023). Nilai perusahaan dianggap sangat penting karena dengan tingginya nilai perusahaan maka semakin tinggi juga kesejahteraan pemegang saham (Ristiani & Sudarsi, 2022). Nilai perusahaan bukan lagi sekadar gambaran kinerja finansial, tetapi sebagai representasi komprehensif atas bagaimana pasar menilai keberlanjutan strategi perusahaan dalam jangka panjang (Angela & Sari, 2023). Investor tidak hanya menilai hasil finansial, tetapi juga mempertimbangkan berbagai informasi lain yang berkelanjutan dan menambah reputasi perusahaan dimata publik (Fachrezi *et al.*, 2024). Menyadari kondisi tersebut, perusahaan dituntut untuk mengoptimalkan kemampuan manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan, sehingga dapat menarik minat investor dan juga mempertahankan keberlangsungan usaha ditengah persaingan bisnis yang semakin ketat (Rani, 2025).

Nilai perusahaan umumnya diukur melalui indikator pasar seperti harga saham, kapitalisasi pasar, serta rasio-rasio keuangan yang mencerminkan persepsi investor terhadap prospek pertumbuhan dan kemampuan perusahaan menciptakan kesejahteraan pemegang saham (Sulistiyawati & Ratmono, 2023). Namun, dalam perkembangan ekonomi saat ini, indikator keuangan saja dianggap belum cukup untuk menggambarkan nilai perusahaan secara menyeluruh (Angir *et al.*, 2024). Investor kini juga perlu memperhatikan faktor non keuangan seperti tata kelola perusahaan yang baik dan tanggung jawab terhadap lingkungan dan sosial yang mana berkaitan dengan keberlanjutan (Rani, 2025). Hal ini mencerminkan ketahanan jangka panjang perusahaan dalam memitigasi risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola (Eriandani & Winarno, 2024).

Bukti empiris dari perubahan perilaku investor dalam mempertimbangkan faktor non keuangan, dapat dilihat dari meningkatnya perhatian pada pengelolaan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (Rani, 2025). Ketika perusahaan

gagal dalam pengelolaan tiga aspek tersebut dapat menyebabkan penurunan reputasi dan kepercayaan investor yang berujung penurunan harga saham yang mencerminkan penurunan nilai perusahaan (Rani, 2025). Fenomena ini terjadi pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang secara teoritis dikategorikan sebagai sektor *defensif* karena memproduksi barang kebutuhan pokok yang permintaannya relatif stabil dan tidak sensitif terhadap fluktuasi pasar (Al ishaq, 2025). Penurunan harga saham dapat diamati pada beberapa emiten sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di BEI sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1.1.

Tabel 1. 1 Harga Saham Perusahaan Sektor *Consumer Non Cyclicals*

No	Nama Perusahaan	Harga Saham			
		2021	2022	2023	2024
1.	PT Unilever Indonesia Tbk.	4.110	4.700	3.530	1.885
2.	PT Astra Agro Lestari Tbk.	9.500	8.025	7.025	6.200
3.	PT Salim Ivomas Pratama Tbk.	456	414	376	378
4.	PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk.	525	525	430	412

Sumber : www.yahoo.finance.com.2025

Berdasarkan tabel diatas, beberapa contoh perusahaan *consumer non cyclicals* yang mengalami penurunan harga saham selama periode 2021 – 2024. Pola penurunan harga saham tersebut mengindikasikan adanya faktor di luar kinerja keuangan yang dapat mempengaruhi persepsi investor dalam menilai perusahaan (Utami *et al.*, 2023). Kasus yang dialami oleh PT Unilever Indonesia merupakan salah satu contoh bagian faktor non keuangan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penyebab utama tekanan terhadap perusahaan ini berasal dari aspek sosial, yaitu munculnya seruan boikot terhadap produk Unilever yang dipicu oleh dukungan terhadap Israel (Rahmawati, 2024). Dilansir dari laman Kompasiana.com pada 2 Januari 2024, boikot tersebut mendorong turunnya harga saham karena konsumen dan investor menjadi berhati-hati terhadap prospek perusahaan. Kasus ini menunjukkan bahwa risiko sosial, seperti reaksi konsumen terhadap isu yang berkembang di masyarakat berpotensi memengaruhi dinamika harga saham meskipun perusahaan berada pada sektor yang secara teori bersifat defensif.

Selain risiko sosial yang berasal dari konsumen, risiko lingkungan dan sosial juga dihadapi oleh PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI), perusahaan agribisnis yang bergerak di sektor perkebunan kelapa sawit. Perusahaan ini mengalami berbagai tuduhan antara lain beberapa perusahaan internasional pernah berhenti membeli minya sawit dari mereka karena dituduh melanggar HAM dan merusak lingkungan, dituduh melakukan perampasan lahan, melakukan operasi ilegal, pengelolaan kebun yang belum memiliki hak guna usaha (HGU) yang mewajibkan direktur operasional AALI menghadiri panggilan tim penyidik kejaksaan tinggi (Vauzi, 2024). Kondisi ini dapat memicu kekhawatiran investor terhadap risiko lingkungan dan tata kelola perusahaan yang berimbas pada penurunan harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan.

Fenomena penurunan harga saham yang dipicu oleh isu lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan mengindikasikan bahwa investor semakin memperhatikan aspek keberlanjutan dalam menilai perusahaan (Mahmood *et al.*, 2025). Perubahan persepsi investor ini juga tercermin pada perbandingan kinerja indeks saham yang berfokus pada keberlanjutan seperti *ESG Leaders* dan SRI KEHATI dengan indeks konvensional seperti *LQ45* dan *Kompas100* yang ditunjukkan pada Gambar 1.1.

Gambar 1. 1 Perbandingan Indeks Saham Tahun 2021–2025



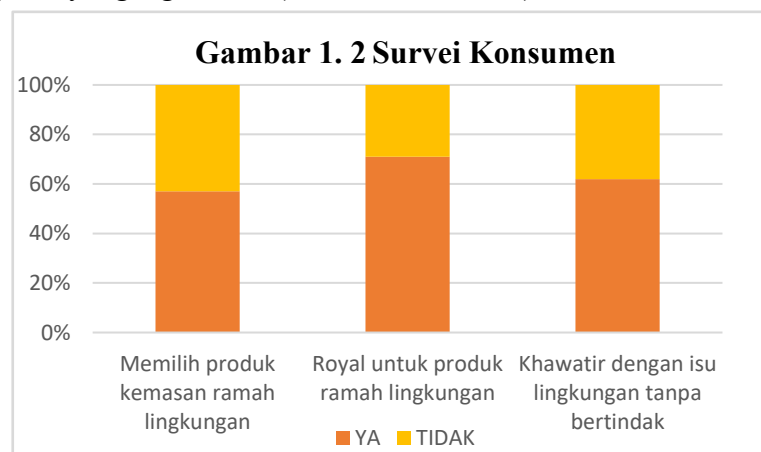
Sumber : www.msn.com, diakses pada 1 November 2025

Berdasarkan data perbandingan kinerja indeks selama 2021 – 2025, IHSIG menempati posisi pertama dengan pertumbuhan sebesar 41,36% (Msn, 2025). IHSIG merupakan indeks yang mencerminkan pergerakan seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tanpa membedakan sektor industri tertentu, sehingga sering digunakan investor sebagai indikator utama untuk menilai kondisi

dan volatilitas pasar modal secara keseluruhan (Istiqomah, 2025). Selanjutnya di ikuti oleh indeks *ESG Leaders* yang mengalami pertumbuhan sebesar 9,31% dan SRI-KEHATI sebesar 4,50% (Msn, 2025). Kemudian diposisi berikutnya ada indeks Kompas100 yang mengalami pertumbuhan sebesar 2,92% dan LQ45 mengalami pertumbuhan sebesar 8,22% (Msn, 2025).

Pergerakan fluktuatif di sepanjang grafik memperlihatkan bahwa meskipun seluruh indeks mengalami volatilitas akibat dinamika ekonomi global, indeks berbasis keberlanjutan seperti *IDX ESG Leaders* dan SRI-KEHATI cenderung lebih stabil dan cepat pulih setelah periode penurunan pasar (Cicilia, 2024). Temuan ini memperkuat pandangan bahwa keberlanjutan kini menjadi faktor penting dalam menjaga nilai perusahaan dan kepercayaan investor di pasar modal Indonesia (Li *et al.*, 2024). Hal ini mengindikasikan bahwa faktor keberlanjutan *ESG* dapat menjadi keunggulan kompetitif, meskipun tidak selalu diukur melalui kapitalisasi murni (Chang & Lee, 2022). Dengan kata lain, indeks *ESG Leaders* menunjukkan nilai tambah bagi investor yang mempertimbangkan kriteria keberlanjutan, risiko, dan prospek jangka panjang dalam pengambilan keputusan investasi.

Selain dalam sisi investor dapat dilihat dari sisi konsumen, yang mana saat ini banyaknya konsumen yang sudah memperhatikan isu keberlanjutan dengan memakai produk yang ramah lingkungan. Survei yang dilakukan oleh *PwC Global Tahun 2024* pada Gambar 1.2 menunjukkan 71% konsumen Indonesia bersedia membayar lebih untuk produk ramah lingkungan, menandakan pergeseran preferensi pasar yang signifikan (PwC Global, 2024).



Sumber : *PwC's Global Tahun 2024*, diolah peneliti

Berdasarkan survei yang dilakukan *PwC Global Tahun 2024*, dapat diketahui bahwa perilaku konsumen terhadap produk ramah lingkungan menunjukkan tingkat kesadaran yang cukup tinggi, namun belum sepenuhnya konsisten dengan tindakan nyata (*PwC Global, 2024*). Sebanyak 57% responden memilih produk dengan kemasan yang ramah lingkungan, yang menandakan kecenderungan positif pada konsumsi berkelanjutan (*PwC Global, 2024*). Kemudian sebanyak 71% responden menyatakan bersedia membayar lebih untuk produk ramah lingkungan yang menandakan keberlanjutan mulai menjadi pertimbangan ekonomi (*PwC Global, 2024*). Disisi kesadaran itu terdapat 62% responden mengaku khawatir terhadap isu lingkungan tetapi tidak mengambil tindakan konkret (*PwC Global, 2024*). Temuan ini mengindikasikan bahwa meskipun kesadaran lingkungan semakin meningkat, masih diperlukan upaya perusahaan dalam memperkuat edukasi konsumen. Upaya yang bisa dilakukan perusahaan dengan menyediakan produk hijau yang terjangkau agar niat keberlanjutan dapat terwujud dalam perilaku pembelian yang konsisten (*Mathori & Wulandaru, 2025*).

Kondisi ini mempertegas bahwa kinerja *ESG* bukan lagi sekadar isu reputasi, melainkan faktor strategis yang memengaruhi nilai perusahaan dan keputusan investasi (*Hamdouni, 2025*). *ESG* sendiri merupakan indikator non keuangan yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan menerapkan prinsip keberlanjutan (*Chang & Lee, 2022*). *ESG* dipandang sebagai pengelolaan risiko, reputasi, transparansi, serta komitmen terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola yang menjadi perhitungkan oleh investor modern (*Aydoğmuş et al., 2022*). Perusahaan yang aktif mengadopsi praktik *ESG* menunjukkan kecenderungan transparansi, beretika, dan berorientasi pada praktik bisnis berkelanjutan, sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sejumlah penelitian empiris membuktikan bahwa perusahaan dengan pengungkapan *ESG* yang baik cenderung memiliki nilai perusahaan lebih tinggi karena dianggap lebih bisa mengelola risiko, beretika, dan memiliki prospek jangka panjang yang stabil (*Chang & Lee, 2022*). Menurut *Sinaga et al. (2025)* pengungkapan *ESG* memberi sinyal positif bagi investor dan berdampak pada valuasi pasar.

Selain aspek *ESG*, *dividend policy* juga menjadi salah satu mekanisme penting yang diperhatikan investor dalam menilai perusahaan. *Dividend policy* mencerminkan keputusan manajemen dalam menentukan proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan. Menurut Akhyaar *et al.* (2025) *dividend policy* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta komitmen untuk memberikan kesejahteraan kepada pemegang saham. *Dividend policy* dianggap sebagai sinyal keuangan yang menunjukkan kondisi profitabilitas dan stabilitas perusahaan. Ketika perusahaan mampu membagikan dividen secara konsisten, dapat menciptakan rasa percaya investor karena dianggap kinerja keuangan mereka sehat, sehingga berpengaruh pada nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian Sulhan dan Purnamasari, (2020) yang menemukan bahwa *dividend policy* tidak hanya sebagai distribusi laba, tetapi juga sinyal kepada pasar mengenai kesehatan keuangan perusahaan. Dalam penelitian oleh El-Deeb *et al.* (2024) menemukan bahwa *divideny policy* dapat memperkuat pengungkapan risiko terhadap nilai perusahaan yang mana artinya *dividend policy* berfungsi sebagai sinyal kestabilan kinerja perusahaan.

Investor dalam menilai perusahaan tidak hanya mempertimbangkan kinerja keberlanjutan dan kebijakan dividen saja. Kondisi struktur keuangan perusahaan yang tercermin melalui *leverage* juga perlu dipertimbangkan. *Leverage* merupakan rasio yang menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan dana pinjaman dalam struktur modalnya dibandingkan dengan modal sendiri. Menurut Kartadjumena *et al.* (2024) *leverage* mencerminkan tingkat risiko finansial yang dihadapi perusahaan, di mana semakin tinggi rasio *leverage* berarti semakin besar pula ketergantungan pada utang. Perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah umumnya lebih dipercaya investor karena dianggap memiliki risiko keuangan yang lebih kecil, sehingga dapat memperkuat praktik keberlanjutan (*ESG*) atau kebijakan dividen terhadap peningkatan nilai perusahaan (Budi & Gusni, 2025). Sebaliknya, *leverage* tinggi dapat menurunkan persepsi positif investor karena risiko gagal bayar yang meningkat, sehingga memperlemah pengaruh faktor lain terhadap nilai perusahaan (Budi & Gusni, 2025). Hasil penelitian Purwanti *et al.* (2025) mendukung hal ini, dengan menunjukkan bahwa *leverage* berperan signifikan

sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat hubungan antara *corporate governance* dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, *leverage* tidak hanya berfungsi sebagai indikator risiko keuangan, tetapi juga sebagai faktor yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *ESG performance* dan *dividend policy* terhadap firm value.

Kebaruan penelitian ini terletak pada integrasi simultan antara *ESG performance* dan *dividend policy* terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan *leverage* sebagai variabel moderasi. Penerapan konsep ini mencerminkan pendekatan baru melihat bagaimana risiko finansial yang tercermin pada *leverage* dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *ESG* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu hanya menelaah *ESG* atau dividen secara terpisah. Fokus pada sektor *consumer goods* khususnya sub sektor *consumer non-cyclicals* di Indonesia juga memberikan kontribusi tambahan karena sektor ini relatif belum banyak diteliti, padahal memiliki peran strategis dalam perekonomian sekaligus menghadapi tekanan besar terkait isu keberlanjutan. Selain itu sektor ini dipilih karena relatif stabil dalam pembagian dividen, berperan penting dalam memenuhi kebutuhan dasar masyarakat.

Urgensi penelitian ini semakin nyata karena investor di Indonesia mulai menuntut transparansi dan akuntabilitas dalam laporan keberlanjutan melalui standar seperti *Global Reporting Initiative (GRI)*, yang telah diwajibkan oleh OJK sejak 2017. Di sisi lain, investor juga semakin memperhatikan konsistensi kebijakan dividen sebagai indikator kesehatan keuangan perusahaan. Kondisi ini menjadikan penelitian mengenai keterkaitan *ESG*, *dividend policy*, dan *leverage* terhadap nilai perusahaan bukan hanya relevan secara akademis, tetapi juga mendesak secara praktis, terutama bagi sektor *consumer non-cyclicals* yang berhadapan langsung dengan kebutuhan dasar masyarakat dan tekanan isu keberlanjutan. Penelitian ini diharapkan tidak hanya menutup gap akademis terkait hasil yang beragam, tetapi juga memberikan panduan praktis bagi emiten *consumer non-cyclicals* dalam merumuskan strategi *ESG* dan kebijakan dividen yang dapat dipercaya oleh investor dan masyarakat.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka penelitian ini bertujuan untuk memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai bagaimana kinerja keberlanjutan dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dengan dimoderasi dengan *leverage*. Sehubungan dengan hal itu, terbentuklah penelitian ini dengan judul “**Pengaruh *ESG Performance* Dan *Dividend Policy* Terhadap *Firm Value* Dengan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan *Consumer Non-Cyclicals* Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021 – 2024.**”

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas terdapat rumusan masalah yang ditimbulkan yaitu :

1. Apakah *ESG performance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ?
2. Apakah *dividend policy* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ?
3. Apakah *leverage* memoderasi pengaruh *ESG performance* terhadap nilai perusahaan ?
4. Apakah *leverage* memoderasi pengaruh *dividend policy* terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui pengaruh positif *ESG performance* terhadap nilai perusahaan
2. Untuk mengetahui pengaruh positif *dividend policy* terhadap nilai perusahaan
3. Untuk mengetahui bahwa *leverage* dapat memoderasi pengaruh *ESG performance* terhadap nilai perusahaan
4. Untuk mengetahui bahwa *leverage* dapat memoderasi pengaruh *dividend policy* terhadap nilai perusahaan

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

1. Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur mengenai hubungan *ESG performance* dan *dividend policy* terhadap *firm value*, khususnya dengan *leverage* sebagai variabel moderasi.
2. Memberikan kontribusi pada pengembangan teori *signaling theory* dan *stakeholder theory* dalam konteks pasar modal Indonesia
3. Menjadi landasan untuk penelitian lanjutan tentang praktik keberlanjutan
4. Memberikan bukti empiris terbaru yang memperjelas perdebatan hasil penelitian terdahulu yang masih inkonsisten mengenai pengaruh *ESG* dan *dividend policy* terhadap *firm value*.

1.4.2 Manfaat Praktis

1. Bagi perusahaan sub sektor *consumer non-cyclicals*, hasil penelitian ini dapat menjadi gambaran merumuskan strategi pengungkapan *ESG* dan kebijakan dividen yang efektif untuk meningkatkan nilai perusahaan.
2. Bagi investor, penelitian ini dapat memberikan informasi tambahan dalam pengambilan keputusan investasi, khususnya dalam menilai konsistensi praktik keberlanjutan (*ESG*) dan kebijakan dividen.
3. Bagi regulator (OJK dan BEI), hasil penelitian ini dapat menjadi evaluasi terkait penerapan laporan keberlanjutan, penguatan tata kelola, serta indeks saham berbasis *ESG*.
4. Bagi masyarakat dan stakeholder lainnya, penelitian ini memberi wawasan untuk memberikan nilai tambah dan sadar tentang pentingnya keberlanjutan

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan *ESG performance*, *dividend policy*, *firm value*, dan *leverage* dalam beberapa sektor dan negara. Berdasarkan kajian tersebut, penelitian ini merujuk pada sejumlah studi terdahulu sebagai landasan penelitian untuk mendukung pengembangan kerangka konseptual yang lebih komprehensif. Kajian terhadap penelitian terdahulu bertujuan untuk melihat pola hubungan antar variabel dan pengaruh yang dilakukan.

Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa pengaruh *ESG performance* dan *dividend policy* terhadap nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Penelitian oleh Badingatus & Pei-Yu (2024), Hamdouni (2025), dan Li *et al.* (2024) menemukan bahwa *ESG* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's Q*. Sementara itu, Oktadewi & Diantini (2025) menemukan hasil yang kontras di sektor pertambangan Indonesia, di mana *ESG* justru berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, meskipun profitabilitas mampu memoderasi hubungan tersebut. Hasil ini sejalan dengan temuan Aydoğmuş *et al.* (2022) yang menunjukkan bahwa tidak seluruh dimensi *ESG* memiliki pengaruh yang sama, di mana aspek lingkungan cenderung tidak signifikan, sedangkan aspek sosial dan tata kelola lebih konsisten dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian terkait *dividend policy* juga menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian oleh Nguyen (2025), Njoku & Lee (2024), dan Tambunan (2025) menemukan bahwa *dividend policy* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Alliyah *et al.* (2024) dan Salahudin *et al.* (2025), yang mana menunjukkan bahwa *dividend policy* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q*. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan antar variabel belum konsisten. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menyajikan studi terdahulu yang relevan sebagai rujukan, sebagaimana disajikan pada Tabel 2.1 berikut.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Penulis, Tahun, Judul	Variabel	Alat Analisis	Hasil	Hipotesis Sesuai
1.	Li Lin, Maisarah Mohamed dan Wu Jiayi. (2024). <i>The Effect of ESG Disclosure on Firm Value: An Empirical Evidence from Chinese Listed Companies.</i>	<p>Variabel Independent (X): <i>ESG Disclosure (Bloomberg ESG Disclosure Score)</i></p> <p>Variabel Dependen (Y): <i>Firm Value (Tobin's Q, ROE)</i></p>	STATA	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>ESG Disclosure</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> , tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>ROE</i> .	H1 positif
2.	Badingatus Solikhah dan Pei-Yu Weng (2024). <i>The Link Between ESG Reporting Quality and Accounting Measures of Firm-Level Performance.</i>	<p>Variabel Independent (X): <i>ESG Reporting Quality (ESG Score)</i></p> <p>Variabel Dependen (Y): <i>Firm Value (Tobin's Q, ROA, ROE)</i></p>	Panel data	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>ESG score</i> berpengaruh positif signifikan terhadap indikator penilaian perusahaan yaitu rasio <i>Tobin's Q</i> , <i>ROA</i> , dan <i>ROE</i> .	H1 positif

3.	Amina Hamdouni. (2025). <i>Value Creation Through Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosures</i>	<p>Variabel Independent (X): <i>ESG Disclosure (ESG Score)</i></p> <p>Variabel Dependen (Y): <i>Firm Value (Tobin's Q, ROA, ROE)</i></p>	STATA	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>ESG disclosure</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> , <i>ROA</i> , dan <i>ROE</i> .	H1 positif
4.	Young Jin Chang dan Byung Hoon Lee. (2022). <i>The Impact of ESG Activities on Firm Value: Multi-Level Analysis of Industrial Characteristics.</i>	<p>Variabel Independent (X): <i>ESG Activities (ESG Score – Refinitiv ESG Ratings)</i></p> <p>Variabel Dependen (Y): <i>Firm Value (Tobin's Q, ROA)</i></p> <p>Variabel Moderasi (M):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Industrial Concentration</i> 2. <i>Industrial Growth Rate</i> 	STATA	Hasil penelitian menunjukkan <i>ESG Activities</i> berpengaruh positif terhadap <i>Tobin's Q</i> . Selain itu, tingkat konsentrasi industri dan tingkat pertumbuhan industri terbukti memoderasi hubungan antara <i>ESG</i> dan nilai perusahaan	H1 positif

5.	<p>Atif Mahmood, Asad Mehmood, Simone Terzani, Francesco De Luc, dan Hadrian G. Djajadikerta. (2025). <i>The effect of ESG disclosure on firm value in the European context.</i></p>	<p>Variabel Independent (X): <i>ESG Disclosure</i> (<i>ESGDS, EDS, SDS, GDS</i>)</p> <p>Variabel Dependen (Y): Y: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i></p>	STATA	<p>Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa <i>ESG Disclosure</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i>.</p>	H1 positif
6.	<p>Okechukwu Enyeribe Njoku dan Younghwan Lee. (2024). <i>Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market</i></p>	<p>Variabel Independent (X): <i>Dividend Policy (CDP, DY, DPR, DivDummy)</i></p> <p>Variabel Dependen (Y):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Y1: <i>Firm Value</i> (<i>Tobin's Q, Market-to-Book Ratio</i>) 2. Y2 : <i>Firm Performance</i> (<i>ROA, ROE, ROS</i>) 	EViews	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa CDP berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan <i>dividend yield</i> cenderung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Seluruh proksi kebijakan dividen terbukti berpengaruh positif terhadap <i>ROA, ROE, dan ROS</i>.</p>	H2 positif

7.	Rupianna Tambunan. (2025). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan LQ45 Tahun 2023–2024	Variabel Independent (X): 1. X1: Kebijakan Dividen (<i>Dividend Payout Ratio</i>) 2. X2: Kinerja Keuangan (<i>ROE</i>) Variabel Dependen (Y): Y: Nilai Perusahaan (<i>Tobin's Q</i>)	EViews	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>Dividend Payout Ratio</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Kinerja perusahaan (<i>ROE</i>) juga terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> .	H2 positif
8.	Fisca Mawa' Pangraran dan Syaifuddin Rasyid. (2024). <i>The Effect of Dividend Policy on Company Value with Profitability as a Moderation</i>	Variabel Independent (X): X: Kebijakan Dividen (<i>Dividend Payout Ratio</i>) Variabel Dependen (Y): Y: <i>Company Value (Tobin's Q)</i> Variabel Moderasi (M): M : Profitabilitas (<i>ROE</i>)	Regresi moderasi	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>DPR</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Selain itu, <i>ROE</i> terbukti memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.	H2 positif

9.	Nghia Huu Nguyen. (2025). <i>The Effect of Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam</i>	Variabel Independent (X): X1: Kebijakan Dividen (<i>Dividend Payout Ratio</i>) X2 : <i>Capital Structure (DER)</i> Variabel Dependen (Y): Y: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	EViews	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan <i>Tobin's Q</i> . <i>DER</i> juga terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	H2 positif
10.	Sulyanto, Trisnawati dan Verawati. (2025). <i>Earnings Quality, Good Corporate Governance, Audit Quality and Firm Value: Moderated of Leverage</i>	Variabel Independent (X): X1: <i>Earnings Quality</i> X2: <i>GCG</i> X3: <i>Audit Quality</i> Variabel Dependen (Y): Y: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i> Variabel Moderasi (M): M : <i>Leverage (DER)</i>	EViews dan SPSS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kualitas laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> , sedangkan <i>GCG</i> dan kualitas audit tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . <i>DER</i> terbukti melemahkan pengaruh kualitas laba terhadap <i>Tobin's Q</i> . Namun, <i>DER</i> tidak mampu memoderasi pengaruh <i>GCG</i> maupun kualitas audit terhadap <i>Tobin's Q</i> .	H3

11.	Alliyah, Kusnadi, Theodorus, dan Hadiprajitno. (2024). <i>The Effect of ESG Disclosure and Dividend Policy on Firm Value (Empirical Study on Companies Listed in the SRI KEHATI Index of the IDX for the Period 2019–2022)</i>	Variabel Independent (X): X1: <i>ESG Disclosure</i> X2: <i>Dividend Policy (DPR)</i> Variabel Dependen (Y): Y: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	SPSS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>environmental disclosure</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . <i>Social disclosure</i> dan <i>governance disclosure</i> terbukti berpengaruh signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Sementara itu, <i>DPR</i> tidak menunjukkan pengaruh signifikan pada <i>Tobin's Q</i> .	H1 dan H2
12.	Angelina Metta Arilia Oktadewi dan Ni Nyoman Ayu Diantini. (2025). <i>ESG and Firm Value: The Moderating Role of Environmental Performance and Profitability in Indonesia's Mining Sector</i>	Variabel Independent (X): X1: <i>ESG Performance (SRDI)</i> Variabel Dependen (Y): Y: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	EViews	Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Kinerja lingkungan tidak mampu memoderasi hubungan antara ESG dan <i>Tobin's Q</i> . Sebaliknya, profitabilitas terbukti memoderasi hubungan ESG dan <i>Tobin's Q</i> .	H1 negatif

		Variabel Moderasi (M): M1: <i>Environmental Performance (PROPER rating)</i> M2: Profitabilitas (<i>ROA</i>)			
13.	Mahmut Aydogmus, Guzhan Gulay, dan Korkmaz Ergun. (2022). <i>Impact of ESG performance on firm value and profitability</i>	Variabel Independent (X): X1: <i>ESG Performance (kombinasi ESG score)</i> Variabel Dependen (Y): Y1: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i> Y2: <i>Profitability (ROA)</i>	EViews 12	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>ESG combined score</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Secara parsial, <i>Social score</i> dan <i>Governance score</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> , sedangkan <i>Environmental score</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Selain itu, <i>ESG combined score</i> , <i>Environmental</i> , <i>Social</i> , dan <i>Governance scores</i> seluruhnya berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>ROA</i>	H1

14.	Taymi Umar Salahudin; Irwansyah Irwansyah; Lilis Marlina. (2025). Pengaruh <i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i> , Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). 4(1), 223–236.	Variabel Independent (X): X1: DPR X2: Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) X3: Profitabilitas Variabel Dependen (Y): Y1: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	SPSS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa Dividend Payout Ratio (DPR), ukuran perusahaan, dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, baik secara parsial maupun simultan	H3
15.	Muhammad Rizal Saragih Dan Rusdi. (2022). Pengaruh <i>Tax Avoidance</i> Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Leverage Sebagai Variabel Moderasi	Variabel Independent (X): X1: <i>Tax Avoidance</i> X2: Kebijakan Dividen Variabel Dependen (Y): Y1: <i>Firm Value</i> Variabel Moderasi (M): M : <i>Leverage</i>	SPSS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>tax avoidance</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . Sebaliknya, kebijakan dividen terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, <i>leverage</i> tidak mampu memoderasi pengaruh <i>tax avoidance</i>	H4

	(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2016-2018)			maupun kebijakan dividen terhadap <i>Tobin's Q</i> .	
16.	Khalimah Dwi Kurniawati dan Wawan Sadtyo Nugroho. (2025). <i>ESG and Intellectual Capital as Drivers of Firm Value in Indonesia's Consumer Non-Cyclicals Sector 2021-2023</i>	Variabel Independent (X): X1: <i>ESG (GRI Standard 2021)</i> X2: <i>Intellectual Capital (VAIC)</i> Variabel Dependen (Y): Y1: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	SPSS 25	Hasil penelitian menunjukkan bahwa aspek sosial berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> , sedangkan lingkungan dan tata kelola tidak berpengaruh signifikan. Sementara itu, <i>intellectual capital</i> ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan.	H1

Sumber : diolah oleh peneliti, 2025

Dari beberapa penelitian terdahulu dapat dilihat beberapa perbedaan dan persamaan penelitian terdahulu dan penelitian yang dikaji saat ini, yaitu dalam table 2.2 berikut:

Tabel 2. 2 Perbedaan dan Persamaan Penelitian Terdahulu

Persamaan	Perbedaan
<ol style="list-style-type: none"> 1. Persamaan utama terletak pada fokus penelitian yang sama-sama menganalisis pengaruh <i>ESG</i> dan <i>dividend policy</i> terhadap nilai perusahaan (Li <i>et al.</i>, 2024; Njoku & Lee, 2024). 2. Persamaan kedua terletak pada proksi yang digunakan dalam setiap variabel (Alliyah <i>et al.</i>, 2024; Oktadewi & Diantini, 2025). 3. Penelitian terdahulu sama-sama menggunakan teori dasar seperti <i>signaling theory</i> dan <i>stakeholder theory</i> sebagai landasan konseptual (Aydoğmuş <i>et al.</i>, 2022; Salahudin <i>et al.</i>, 2025). 4. Menggunakan <i>software</i> EViews untuk olah data (Nguyen, 2025). 5. Objek penelitian yang digunakan juga berfokus pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode observasi beberapa tahun (Kurniawati & Nugroho, 2025). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Perbedaan utama terletak pada penambahan variabel moderasi <i>leverage</i> (DER). Sebagian besar penelitian terdahulu umumnya menggunakan profitabilitas (ROA) atau kinerja keuangan sebagai variabel moderasi (Pangraran <i>et al.</i>, 2025) 2. Selain itu, penelitian ini juga berbeda dari sisi objek dan ruang lingkup, karena secara khusus meneliti perusahaan sektor <i>consumer non-cyclicals</i> di BEI periode 2021–2024, sedangkan studi sebelumnya lebih banyak berfokus pada indeks SRI-KEHATI, LQ45, atau lintas negara seperti Cina dan Eropa (Chang & Lee, 2022; Mahmood <i>et al.</i>, 2025; Tambunan, 2025)

Sumber : data diolah oleh peneliti, 2025

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 *Signaling Theory*

Teori yang bisa menjadi dasar dari penilaian perusahaan adalah *signaling theory* (Alliyah *et al.*, 2024). *Signaling theory* pertama kali dikenalkan oleh Spence pada tahun 1973. Teori ini berangkat dari asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan pihak eksternal seperti investor (Salahudin *et al.*, 2025). Teori ini digunakan untuk menjelaskan bagaimana organisasi dalam meminimalisir asimetri informasi dengan memberikan sinyal yang kredibel tentang prospek perusahaan (Hu *et al.*, 2025). Sinyal ini bisa berupa pengungkapan finansial seperti laporan keuangan, kebijakan dividen, struktur modal, maupun pengungkapan non finansial seperti pengungkapan *ESG* dan *CSR* perusahaan. Penelitian oleh Alliyah *et al.* (2024) pada perusahaan SRI KEHATI di Indonesia, menyimpulkan bahwa *ESG disclosure* dan *dividend policy* sama – sama berperan sebagai sinyal yang dapat berdampak pada nilai perusahaan. Tujuan dari pengiriman sinyal ini untuk membentuk persepsi positif pada publik terutama investor untuk meningkatkan nilai perusahaan.

2.2.2 *Stakeholder Theory*

Stakeholder Theory merupakan teori yang dikemukakan oleh Freeman pada tahun 1994. Teori ini menekankan pentingnya perusahaan dapat memperhitungkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan yang terlibat dalam bisnis, dan tidak hanya berfokus pada pemegang saham saja (Freeman & David, 1983). Teori ini dapat dipahami bahwa keberhasilan perusahaan tidak hanya diukur dari finansial, tetapi juga dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi ekspektasi seluruh pihak yang terlibat dalam bisnis, seperti karyawan, pemasok, pelanggan, dan lingkungan (Zulfa & Purnamasari, 2025). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Eriandani & Winarno (2024) yang menemukan bahwa materialisasi *ESG* dalam laporan keberlanjutan berperan dalam membangun persepsi positif *stakeholder* yang dapat berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

2.2.3 Firm Value

2.2.3.1 Pengertian Firm Value

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari seluruh aset perusahaan yang mencerminkan persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa depan (Brigham & Houston, 2012). Nilai ini menggambarkan seberapa besar kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan. Ketika kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang baik, maka potensi imbal hasil yang diperoleh akan meningkat, sehingga memberikan dampak positif terhadap kesejahteraan pemilik perusahaan. Dengan demikian, semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Menurut Hartono (2017) nilai perusahaan tercermin melalui harga saham yang terbentuk dipasar modal. Harga saham menjadi ukuran kinerja perusahaan karena menggambarkan ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, semakin tinggi juga nilai perusahaan tersebut dimata investor.

Chang & Lee (2022) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan penilaian pasar terhadap potensi perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi dan non ekonomi. Nilai ini tidak hanya mencerminkan hasil kinerja keuangan, tetapi juga mencakup faktor kepercayaan, reputasi, dan strategi manajemen dimasa depan. Hal ini didukung oleh Eriandani & Winarno (2024) yang menyatakan nilai perusahaan menjadi refleksi dari sejauh mana perusahaan mengelola risiko dan menciptakan nilai berkelanjutan yang dapat meningkatkan keyakinan investor.

Menurut Hartono (2017) secara umum terdapat dua faktor utama yang memengaruhi nilai perusahaan yaitu :

1. Faktor internal perusahaan

Faktor internal merupakan faktor yang berasal dari dalam perusahaan dan masih dalam kendali perusahaan. Faktor internal mencakup strategi pemasaran, kebijakan dividen, kebijakan

manajerial, profitabilitas, proses produksi, efisiensi aset, likuiditas perusahaan, dan keputusan pendanaan. Jika perusahaan menunjukkan kinerja yang optimal, maka dapat meningkatkan minat investor dan berpengaruh pada nilai perusahaan.

2. Faktor eksternal perusahaan

Faktor eksternal merupakan faktor yang berasal dari luar perusahaan dan kadang tidak dapat dikendalikan. Faktor eksternal mencakup keadaan ekonomi, suku bunga, suku bunga, inflasi, regulasi pemerintahan, dan sentiment pasar. Persepsi pasar terhadap stabilitas industri dan kinerja sektor tertentu juga dapat mengubah nilai perusahaan, meskipun kondisi keuangan perusahaan relatif stabil.

2.2.3.2 Indikator Pengukuran *Firm Value*

Firm value tercermin dalam harga saham dipasar, untuk mengevaluasi suatu investasi dikatakan layak apa tidak perlu dilakukan perhitungan. Berikut beberapa pengukuran yang dapat dilakukan untuk melihat sebuah saham layak apa tidak menurut Brigham & Houston (2012).

1. *Price Earning Ratio (PER)*

PER merupakan rasio yang membandingkan harga saham terhadap laba per saham (Hartono, 2017). *PER* mencerminkan ekspektasi pasar terhadap pertumbuhan laba perusahaan di masa depan. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor bersedia membayar untuk setiap rupiah laba yang dihasilkan perusahaan. *PER* yang tinggi menandakan bahwa investor memiliki ekspektasi positif terhadap pertumbuhan laba perusahaan ke depan, sedangkan *PER* yang rendah menunjukkan bahwa pasar kurang optimis terhadap kinerja atau prospek perusahaan. Rumus untuk menghitung rasio ini adalah:

$$PER = \frac{\text{Harga Pasar per Saham}}{\text{Laba per Saham (EPS)}}$$

(Hartono, 2017)

2. *Tobin's Q*

Tobin's Q merupakan salah satu indikator penting dalam menilai nilai perusahaan yang berbasis pada pasar (Mediyanti *et al.*, 2021). Rasio ini digunakan untuk menggambarkan perbandingan antara nilai pasar suatu perusahaan dengan nilai penggantian dari aset-asetnya (Brigham & Houston, 2012). Dengan kata lain, *Tobin's Q* menunjukkan nilai pasar perusahaan akan mencerminkan harapan investor terhadap kemampuan manajemen dalam memanfaatkan aset perusahaan untuk menciptakan nilai di masa depan. Berikut rumus yang dapat digunakan :

$$Tobin's Q = \frac{(Harga Penutupan \times Total Saham) + Total Liabilitas}{Total Aset}$$

(Mediyanti *et al.*, 2021)

Menurut (Sudiyanto & Puspitasari, 2010) menegaskan bahwa interpretasi nilai *Tobin's Q* dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Tobin's Q* > 1, maka pasar menilai bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dan aset-asetnya dianggap mampu menciptakan nilai tambah.
 2. *Tobin's Q* < 1, berarti pasar menilai aset perusahaan tidak digunakan secara optimal. Perusahaan dinilai undervalued atau memiliki prospek pertumbuhan yang lemah, karena nilai pasarnya lebih rendah dari nilai aset yang dimilikinya.
 3. *Tobin's Q* = 1 menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan sebanding dengan nilai bukunya, menandakan bahwa pasar menilai perusahaan dalam kondisi yang relatif efisien dan stabil.
- ## 3. *Price to Book Value (PBV)*

PBV merupakan rasio yang digunakan untuk menghitung seberapa besar pasar menghargai nilai buku perusahaan sebagai penilaian terhadap kelayakan investasi (Kasmir, 2019). Rasio ini menunjukkan berapa kali harga pasar saham lebih tinggi dari pada nilai buku perusahaan. Berikut rumus perhitungannya:

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Saham}}{\text{Nilai Buku per Saham}}$$

(Kasmir, 2019)

Menurut Kasmir (2019) nilai $PBV > 1$ menunjukkan bahwa pasar menilai perusahaan lebih tinggi dari nilai bukunya, yang berarti perusahaan dianggap memiliki prospek dan kinerja yang baik. Sebaliknya, $PBV < 1$ menunjukkan bahwa saham perusahaan dihargai lebih rendah dari nilai bukunya, yang bisa menandakan kurangnya kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan.

2.2.3.3 Firm Value Dalam Prespektif Islam

Dalam perspektif Islam, nilai perusahaan tidak hanya dinilai dari besarnya laba, tetapi juga dari kebermanfaatannya dan keberkahannya yang ditimbulkan dari aktivitas bisnis. Hal ini tercermin dalam Q.S Al-Qashash ayat 77

وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا وَأَحْسِنْ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ
إِلَيْكَ وَلَا تَبْغِ الْفُسَادَ فِي الْأَرْضِ إِنَّ اللَّهَ لَا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ

Artinya : Dan, carilah pada apa yang telah dianugerahkan Allah kepadamu (pahala) negeri akhirat, tetapi janganlah kamu lupakan bagianmu di dunia. Berbuat baiklah (kepada orang lain) sebagaimana Allah telah berbuat baik kepadamu dan janganlah kamu berbuat kerusakan di bumi. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berbuat kerusakan.

Ibnu Katsir dalam *Tafsir Al-Qur'an Al-Adzhim* menjelaskan bahwa dalam ayat ini manusia diperintahkan untuk memanfaatkan harta dan nikmat Allah secara bertanggung jawab dengan memenuhi kewajiban kepada Allah dan makhluk sesamanya serta menjauhi perbuatan yang menimbulkan kerusakan. Pemaknaan ini menunjukkan bahwa pengelolaan harta harus disertai tanggung jawab, yang dalam konteks perusahaan tercermin pada cara perusahaan mengelola sumber daya dan aktivitas usahanya, sehingga memengaruhi penilaian pasar terhadap nilai perusahaan .

2.2.4 Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance

2.2.4.1 Pengertian ESG Performance

Environmental, Social, and Governance adalah kerangka penilaian yang digunakan untuk mengukur kinerja keberlanjutan perusahaan dengan komponen lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (Fachrizal *et al.*, 2024). *ESG* dipandang sebagai indikator non keuangan yang memberikan informasi tambahan tentang kualitas manajemen dalam mengelola risiko jangka panjang yang tidak tercermin dalam laporan keuangan biasa (Alliyah *et al.*, 2024). *ESG* terdiri dari tiga aspek yakni lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Adapun tiga aspek *ESG* yang dijelaskan sebagai berikut:

1. Environmental

Aspek lingkungan mencakup pengelolaan energi, limbah, polusi, pelestarian sumber daya alam, dan perlindungan terhadap keanekaragaman hayati. Menurut Chang & Lee (2022), komponen lingkungan bertujuan untuk menilai tanggung jawab perusahaan terhadap ekologi sebagai bentuk mitigasi terjadinya risiko keberlanjutan pada lingkungan perusahaan. Selain itu, tidak hanya fokus pada dampak yang ditimbulkan, tetapi juga berkomitmen untuk menjaga kelestarian keanekaragaman hayati dan sumber daya alam yang dibutuhkan bagi kehidupan jangka panjang. Perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik akan lebih siap dan adaptif terhadap regulasi, dan juga memiliki reputasi lebih kuat dimata investor (Li *et al.*, 2024).

2. Social

Komponen sosial berfokus pada relasi perusahaan dengan pihak internal dan eksternal, seperti karyawan, konsumen, pemasok dan banyak pihak lainnya. Aspek sosial mencakup penerapan praktik kerja yang adil, keselamatan dan kesejahteraan karyawan, perlindungan konsumen, dan memahami hak asasi manusia (Hamdouni, 2025). Perusahaan dapat menciptakan kolaborasi yang efektif dengan pihak internal ataupun eksternal ketika memiliki

hubungan sosial yang baik dengan mereka. Hal ini menunjukkan aspek sosial bukan sekedar kepedulian sosial, tetapi strategi untuk memperluas hubungan sosial jangka panjang.

3. *Governance*

Aspek *governance* atau tata kelola berkaitan dengan sistem, struktur, dan mekanisme pengelolaan perusahaan yang transparan, akuntabilitas, dan perlindungan terhadap pemegang saham. Menurut Alliyah *et al.* (2024), komponen tata kelola mencakup kualitas dewan direksi, kepatuhan regulasi, etika bisnis, hingga kebijakan anti korupsi. Tata kelola yang baik merupakan pondasi utama dalam pengambilan keputusan yang konsisten, sehingga mengurangi risiko dan meningkatkan kepercayaan investor (Mahmood *et al.*, 2025).

2.2.4.2 Indikator Pengukuran *ESG Performance*

ESG Performance dapat diukur dengan beberapa cara baik melalui sistem penilaian yang dikembangkan lembaga internasional maupun melalui indeks pengungkapan yang disusun peneliti berdasarkan standar pelaporan keberlanjutan. Beberapa metode pengukuran *ESG* yang umum digunakan antara lain:

1. *Bloomberg ESG Disclosure Score*

Bloomberg mengukur informasi *ESG* dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Skor diberikan dalam rentang 0–100, di mana semakin tinggi skor menandakan semakin baik transparansi dan komitmen *ESG* perusahaan (Li, 2023).

2. *Refinitiv ESG Score (Thomson Reuters)*

Refinitiv menilai lebih dari 400 indikator *ESG* dalam 10 kategori utama yang mencakup aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Setiap perusahaan diberi skor agregat berdasarkan bobot masing-masing pilar *ESG*. Skor ini bersifat kuantitatif dan banyak digunakan dalam penelitian lintas negara karena ketersediaan datanya luas dan terstandarisasi (Aydoğmuş *et al.*, 2022).

3. *ESG Disclosure Index* atau *ESG Score* berbasis GRI (SRDI)

Pendekatan ini menilai seberapa banyak item *ESG* yang diungkapkan perusahaan dibandingkan total indikator yang relevan. Semakin tinggi hasilnya, semakin lengkap pengungkapan *ESG* perusahaan (Oktadewi & Diantini, 2025). Pengukurannya menggunakan rumus:

$$ESG \text{ Score} = \frac{\text{Jumlah indikator ESG yang diungkapkan}}{\text{Total indikator ESG yang relevan}} \times 100\%$$

(Oktadewi & Diantini, 2025)

4. *IDX ESG Leaders Index*

Indeks ini diluncurkan pada tahun 2021, indeks ini menilai dan memeringkat perusahaan dengan praktik *ESG* terbaik di pasar modal Indonesia. Penilaian mencakup kriteria lingkungan, sosial, dan tata kelola berdasarkan laporan tahunan, keberlanjutan, dan data publik.

2.2.4.3 *ESG Performance* Dalam Perspektif Islam

Meskipun istilah *ESG* lahir dari dunia keuangan modern, nilai substansialnya telah tercermin dalam Al-Qur'an, yang menekankan tanggung jawab manusia sebagai khalifah di bumi, kewajiban menjaga hubungan sosial yang adil, serta amanah dalam pengelolaan urusan publik dan harta. Berikut ayat dalam Al – Quran yang berkaitan dengan penerapan konsep *ESG*.

1. *Environmental*

Prinsip menjaga lingkungan dalam *ESG* sejalan dengan perintah Allah dalam Q.S. Al-A'raf: 56:

وَلَا تُفْسِدُوا فِي الْأَرْضِ بَعْدَ إِصْلَاحِهَا وَادْعُوهُ حَوْفًا وَقَطْمًا إِنَّ رَحْمَتَ اللَّهِ قَرِيبٌ مِّنَ

الْمُحْسِنِينَ

Artinya: Janganlah kamu berbuat kerusakan di bumi setelah diatur dengan baik. Berdoalah kepada-Nya dengan rasa takut dan penuh harap. Sesungguhnya rahmat Allah sangat dekat dengan orang-orang yang berbuat baik.

Ibnu Katsir menjelaskan bahwa ayat ini mengandung larangan melakukan perbuatan yang menimbulkan kerusakan di muka bumi setelah terciptanya keteraturan dan perbaikan. Kerusakan tersebut dipandang dapat mengganggu keseimbangan dan membahayakan keberlangsungan kehidupan makhluk Allah (Learn Quran, 2025). Prinsip ini selaras dengan aspek lingkungan dalam konsep ESG yang menekankan pengelolaan sumber daya alam secara berkelanjutan, pengendalian dampak lingkungan, serta pencegahan kerusakan ekologi.

2. *Social*

Dalam perspektif islam, aspek sosial dalam praktik *ESG* mencakup nilai – nilai *ta'awun* (tolong menolong) dan *birr* (kebaikan), yang menunjukkan pentingnya berbuat kebaikan dan perhatian terhadap kesejahteraan masyarakat. Hal ini bagian dari implementasi perinsip etika islam dalam kehidupan sosial ekonomi yang mana sesuai dengan QS. Al-Māidah: 2

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَحْلُوا شَعَائِرَ اللَّهِ وَلَا الشَّهْرَ الْحَرَامَ وَلَا الْهَدْيَ وَلَا الْقَلَائِدَ وَلَا آمِينَ

الْبَيْتِ الْحَرَامِ يَبْتَغُونَ فَضْلًا مِّن رَّبِّهِمْ وَرِضْوَانًا وَإِذَا حَلَلْتُمْ فَاصْطَادُوا وَلَا يَجْرِمَنَّكُمْ

شَنَاةُ قَوْمٍ أَن صَدُّوكُمْ عَنِ الْمَسْجِدِ الْحَرَامِ أَن تَعْتَدُوا وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ

وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ

Artinya : Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu melanggar syiar-syiar Allah, jangan melanggar kehormatan bulan-bulan haram, jangan mengganggu hewan-hewan kurban dan qalā'id (hewan-hewan kurban yang diberi tanda), dan jangan (pula mengganggu) para pengunjung Baitulharam sedangkan mereka mencari karunia dan rida Tuhannya! Apabila kamu telah bertahalul (menyelesaikan ihram), berburulah (jika mau). Janganlah sekali-kali kebencian (mu) kepada suatu kaum, karena mereka menghalang-halangi kamu dari Masjidilharam, mendorongmu berbuat melampaui batas (kepada mereka). Tolong - menolonglah kamu dalam (mengerjakan) kebajikan dan takwa, dan jangan tolong-menolong dalam berbuat dosa dan permusuhan. Bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah sangat berat siksaan-Nya.

Imam Qurthubi dalam kitab *Al-Jami' li Ahkami Al-Qur'an*, mengatakan “*al-birr*” dalam ayat ini mencakup segala perbuatan baik, baik itu yang bersifat wajib seperti shalat dan zakat, maupun yang sunnah seperti bersedekah dan membantu orang lain (Lubis, 2025). Ayat ini sejalan dengan aspek sosial, di mana perusahaan diharapkan menjalankan bisnis yang mendukung kesejahteraan komunitas, hubungan yang adil dengan pemangku kepentingan, dan kontribusi positif terhadap masyarakat secara umum.

3. *Governance*

Dalam *ESG* tata kelola menekankan transparansi, akuntabilitas, dan integritas dalam menjalankan tugas dan tanggung jawab, hal ini selaras dengan firman Allah QS. An-Nisā': 58

إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ إِنَّ

اللَّهُ نِعِمَّا يَعِظُكُمْ بِهِ ۗ إِنَّ اللَّهَ كَانَ سَمِيعًا بَصِيرًا

Artinya: Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanah kepada pemiliknya. Apabila kamu menetapkan hukum di antara manusia, hendaklah kamu tetapkan secara adil. Sesungguhnya Allah memberi pengajaran yang paling baik kepadamu. Sesungguhnya Allah maha mendengar lagi maha melihat.

Menurut Profesor Quraish Shihab dalam *Tafsir Al-Misbah*, ayat ini memerintahkan menunaikan amanah kepada *ahliha* yakni pemiliknya dan menegakkan keadilan dalam setiap pengambilan keputusan. Amanah dipahami sebagai bentuk tanggung jawab yang dijalankan secara jujur. Sedangkan keadilan, menjadi prinsip utama dalam pengemablian keputusan tanpa memandang latar belakang pihak yang terlibat (Lubis, 2024). Prinsip amanah dan keadilan ini sejalan dengan aspek *governance* yang dituntut dalam transparansi, akuntabilitas, dan pengambilan keputusan yang adil dalam pengelolaan perusahaan.

2.2.5 Dividend Policy

2.2.5.1 Pengertian Dividend Policy

Menurut Brigham & Houston (2012) kebijakan dividen adalah keputusan yang berkaitan dengan penentuan besarnya laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan laba ditahan untuk investasi masa depan. Dengan kata lain, kebijakan dividen menggambarkan bagaimana manajemen dapat menyeimbangkan antara kepentingan pemegang saham dan kebutuhan perusahaan untuk menahan laba untuk ekspansi jangka panjang.

Menurut Hartono (2017) kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan dalam menentukan seberapa besar laba bersih yang akan dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan yang ditahan untuk reinvestasi. Kebijakan ini dapat memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan, karena dividen yang stabil sering diartikan sebagai sinyal positif mengenai kinerja dan stabilitas keuangan perusahaan.

Menurut Kasmir (2019) kebijakan dividen mencerminkan strategi perusahaan dalam membagikan keuntungan kepada pemegang saham secara proporsional dengan kepemilikan sahamnya. Kebijakan yang baik akan memperhatikan keseimbangan antara kebutuhan pendanaan internal dan harapan pemegang saham atas imbal hasil yang pasti. Secara empiris, dividen merupakan salah satu faktor penting dalam pembentukan nilai perusahaan, karena dividen yang stabil dan transparan dapat mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan yang dapat memberikan sinyal positif bagi investor (Nguyen, 2025).

Berdasarkan pengertian beberapa ahli dapat diartikan kebijakan dividen adalah keputusan yang dibuat perusahaan dalam menentukan proporsi laba bersih yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan untuk pembiayaan investasi jangka panjang atau kebutuhan operasional perusahaan. Semakin baik suatu perusahaan mengelola kebijakan dividen, semakin banyak pemegang saham dapat memperoleh keuntungan dari investasinya. Sebaliknya apabila kebijakan dari

pembayaran dividen suatu perusahaan tidak efektif maka pemegang saham tidak akan memperoleh keuntungan. Artinya, perusahaan dengan kebijakan dividen yang baik akan dapat lebih dipercaya dan di mata investor dan pemegang saham (Sulhan & Purnamasari, 2020). Adapun faktor – faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen menurut Kasmir (2019).

1. Kebutuhan dana untuk investasi

Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang besar, cenderung akan menahan laba lebih banyak untuk membiayai proyek investasi, sehingga porsi laba yang dibagikan menjadi lebih kecil.

2. Likuiditas perusahaan

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Walau perusahaan memiliki laba bersih yang tinggi, pembayaran dividen tidak bisa dilakukan tanpa ketersediaan kas yang cukup.

3. Stabilitas pendapatan

Perusahaan dengan pendapatan yang fluktuatif biasanya lebih berhati-hati agar tidak memberikan dividen terlalu tinggi saat laba meningkat dan kemudian menurunkannya saat laba menurun.

4. Struktur modal

Struktur modal mencerminkan perbandingan antara utang dan modal sendiri. Perusahaan dengan tingkat utang tinggi cenderung menahan laba lebih besar untuk mengurangi risiko keuangan.

5. Kebijakan manajemen dan pertimbangan masa depan

Manajemen perlu mempertimbangkan kebutuhan masa depan, kondisi ekonomi, serta rencana jangka panjang agar terhindar dari risiko yang bisa merugikan perusahaan.

2.2.5.2 Indikator Pengukuran *Dividend Policy*

Terdapat beberapa rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen yaitu (Brigham & Houston, 2012):

1. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Menurut Kasmir, (2019) *dividend payout ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur presentase laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. rasio ini menggambarkan seberapa besar keuntungan yang benar – benar dinikmati oleh investor. Rumus untuk menghitung *DPR* sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$$

(Brigham & Houston, 2012)

Interpretasi:

- *DPR* tinggi (>50%) → menunjukkan perusahaan berorientasi pada pemegang saham.
- *DPR* rendah (<50%) → menunjukkan perusahaan menahan laba untuk investasi dan ekspansi.
- *DPR* moderat (30–50%) → dianggap *seimbang* antara pembagian keuntungan dan kebutuhan pendanaan internal.

2. *Dividend per Share (DPS)*

Dividend per Share (DPS) adalah jumlah dividen yang diterima oleh setiap pemegang saham atas setiap lembar saham yang dimilikinya. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham. *DPS* dihitung dengan menggunakan rumus:

$$DPS = \frac{\text{Total Dividen Tunai}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

(Brigham & Houston, 2012)

Interpretasi:

- *DPS* tinggi → perusahaan memiliki kinerja laba dan arus kas yang baik, serta dianggap menarik oleh investor.
- *DPS* rendah → bisa menandakan laba perusahaan menurun atau perusahaan lebih memilih menahan laba untuk ekspansi.

3. *Dividend Yield (DY)*

Dividend Yield menggambarkan tingkat pengembalian yang diterima investor dari dividen terhadap harga pasar saham. *DY* dapat dihitung dengan rumus:

$$DY = \frac{\text{Dividen per Saham}}{\text{Harga Saham}} \times 100\%$$

(Brigham & Houston, 2012)

Interpretasi:

- *DY* tinggi biasanya dianggap menarik oleh investor karena menunjukkan tingkat pengembalian kas yang besar dari harga saham.
- *DY* rendah bisa menunjukkan dua hal yaitu perusahaan lebih memilih menahan laba, atau harga sahamnya terlalu tinggi dibanding dividen yang dibagikan.

2.2.5.3 *Dividend Policy* Dalam Perspektif Islam

Dalam perspektif Islam, kebijakan dividen tidak hanya dipandang sebagai keputusan finansial semata, tetapi juga sebagai amanah dan bentuk keadilan dalam pembagian hasil usaha. Islam mengajarkan bahwa setiap bentuk keuntungan yang dihasilkan dari aktivitas ekonomi harus dikelola dan dibagikan dengan cara yang halal, adil, dan transparan, tanpa menzalimi salah satu pihak. Hal ini tercermin dalam Q.S Al-Baqarah : 188

وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْخِلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ

بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴿١٨٨﴾

Artinya: Janganlah kamu makan harta di antara kamu dengan jalan yang batil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada para hakim dengan maksud agar kamu dapat memakan sebagian harta orang lain itu dengan jalan dosa, padahal kamu mengetahui.

Menurut Syeh Nawawi Banten dalam *At-Tafsirul Munir li Ma'alim Tanzil*, ayat ini melarang umat Islam mengambil atau menguasai hak orang lain secara batil, termasuk melakukan berbagai cara yang menyalahi syariat seperti sumpah palsu, kesaksian tidak benar, atau manipulasi hukum di pengadilan untuk memperoleh harta orang lain secara tidak adil (Ubab, 2023). Larangan ini ditegaskan karena tindakan batil tersebut justru merugikan pihak yang berhak dan bertentangan dengan prinsip kejujuran serta keadilan dalam Islam. Larangan mengambil hak orang lain relevan dengan kebijakan dividen saat pembagian dividen karena harus dilakukan secara adil dan sesuai hak pemegang saham.

2.2.6 Leverage

2.2.6.1 Pengertian Leverage

Menurut Kasmir (2019) *leverage* merupakan kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya. Menurut Brigham & Houston (2012) *leverage* merupakan tingkat penggunaan dana yang memiliki beban tetap seperti hutang, dengan tujuan meningkatkan potensi laba rugi pemegang saham. *Leverage* merupakan ukuran perhitungan yang digunakan untuk untuk menentukan seberapa banyak utang membiayai aset perusahaan dan seberapa baik perusahaan dapat mencukupi semua kewajiban termasuk jangka pendek maupun panjangnya (Zulfa & Purnamasari, 2025).

Leverage mencerminkan struktur pendanaan perusahaan, yaitu proporsi antara sumber dana yang berasal dari hutang dan dari modal sendiri. *Leverage* yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan karena menunjukkan kemampuan manajemen dalam memanfaatkan dana pinjaman untuk menghasilkan laba tanpa menimbulkan risiko keuangan yang berlebihan. *Leverage* merupakan komponen penting dalam struktur modal

perusahaan yang mencerminkan keseimbangan antara dana internal dan eksternal. *Leverage* tidak hanya memengaruhi kebijakan pendanaan, tetapi juga dapat memengaruhi hubungan antara berbagai variabel keuangan perusahaan, seperti profitabilitas, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan (Zulfa & Purnamasari, 2025).

Menurut Brigham & Houston (2012) *leverage* sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor internal seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, profitabilitas, dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan penjualan yang stabil dan aset tetap yang besar umumnya lebih berani menggunakan utang karena memiliki kemampuan yang lebih baik untuk menanggung beban bunga dan risiko keuangan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki laba tinggi cenderung mengandalkan pendanaan internal dari laba ditahan sehingga tingkat *leverage* nya lebih rendah. Selain itu, faktor eksternal seperti kebijakan pajak dan kondisi ekonomi juga memengaruhi keputusan struktur modal karena bunga utang yang bersifat *tax deductible* dapat memberikan manfaat penghematan pajak bagi perusahaan.

2.2.6.2 Indikator Pengukuran *Leverage*

Menurut Kasmir (2019) *leverage* dapat diukur menggunakan dua rasio keuangan yang menunjukkan hubungan antara total utang, ekuitas, dan aset perusahaan.

1. *Debt to Asset Ratio (DAR)*

Debt to Asset Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk menilai seberapa besar aset perusahaan yang dibiayai oleh utang. Rasio ini menunjukkan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap kreditur dalam pembiayaan total asetnya. Berikut rumus untuk menghitung *DAR*:

$$DAR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

(Kasmir, 2019)

Interpretasi:

- *DAR* tinggi (>50%) menandakan bahwa sebagian besar aset dibiayai dari utang, sehingga risiko keuangan perusahaan meningkat.
- *DAR* rendah (<50%) menunjukkan perusahaan relatif lebih aman karena lebih banyak dibiayai oleh modal sendiri.

2. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri dalam pembiayaannya. Rasio ini juga digunakan untuk menilai struktur permodalan perusahaan secara keseluruhan. Berikut rumus dalam mencari nilai *DER*:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

(Kasmir, 2019)

Interpretasi:

- *DER* tinggi (>100%) menunjukkan perusahaan lebih banyak dibiayai dengan utang, yang meningkatkan risiko keuangan.
- *DER* rendah (<100%) menunjukkan struktur modal perusahaan lebih sehat dan stabil karena modal sendiri mendominasi pembiayaan.

2.2.6.3 *Leverage Dalam Prespektif Islam*

Dalam pandangan Islam, penggunaan utang dalam aktivitas ekonomi diperbolehkan, namun harus dikelola secara hati-hati, transparan, dan bertanggung jawab, karena utang berkaitan langsung dengan risiko dan kewajiban yang harus dipenuhi. Hal ini dapat dilihat dalam QS. Al – Baqarah : 282

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ آجَلٍ مَّسْمُومٍ فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ
وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ
وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمِلَّ هُوَ
فَلْيُمْلِلْ لِهُنَّ بِالْعَدْلِ وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِجَالِكُمْ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتٌ
مِمَّنْ تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكِّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ وَلَا يَأْب الشُّهَدَاءُ إِذَا
مَا دُعُوا وَلَا تَسْمَعُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ آجَلِهِ ۗ ذَلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ
لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا
تَكْتُبُوهَا وَأَشْهِدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ وَإِنْ تَفَلَّلْتُمْ عَنْهُ فُشُوقٌ بِكُمْ
وَاتَّقُوا اللَّهَ وَيُعَلِّمُكُمُ اللَّهُ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴿٢٨٢﴾

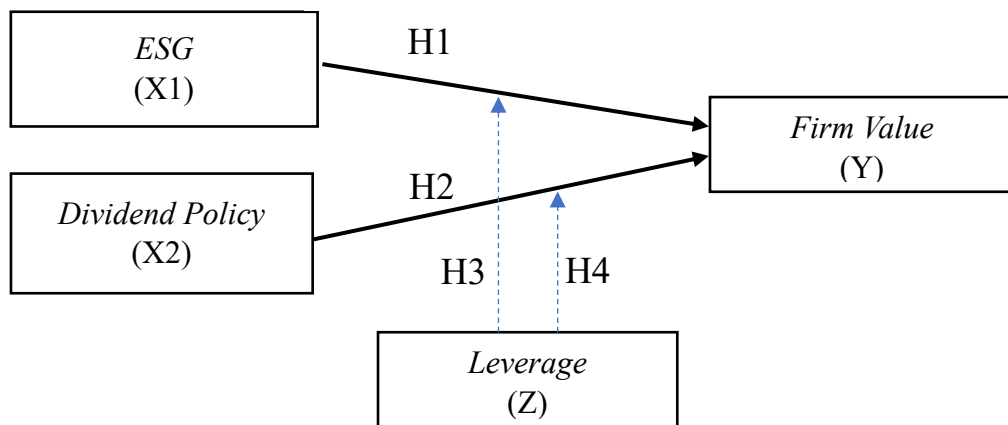
Artinya : Wahai orang-orang yang beriman, apabila kamu berutang piutang untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu mencatatnya. Hendaklah seorang pencatat di antara kamu menuliskannya dengan benar. Janganlah pencatat menolak untuk menuliskannya sebagaimana Allah telah mengajar-kan kepadanya. Hendaklah dia mencatat dan orang yang berutang itu mendiktekan(-nya). Hendaklah dia bertakwa kepada Allah, Tuhannya, dan janganlah dia menguranginya sedikit pun. Jika yang berutang itu orang yang kurang akalnya, lemah, atau tidak mampu mendiktekan sendiri, hendaklah walinya mendiktekannya dengan benar. Mintalah kesaksian dua orang saksi laki-laki di antara kamu. Jika tidak ada dua orang laki-laki, seorang laki-laki dan dua orang perempuan di antara orang-orang yang kamu sukai dari para saksi (yang ada) sehingga jika salah seorang lupa, yang lain mengingatkannya. Janganlah saksi-saksi itu menolak apabila dipanggil. Janganlah kamu bosan mencatatnya sampai batas waktunya, baik (utang itu) kecil maupun besar. Yang demikian itu lebih adil di sisi Allah, lebih dapat menguatkan kesaksian, dan lebih mendekatkan kamu pada ketidakraguan, kecuali jika hal itu merupakan perniagaan tunai yang kamu jalankan di antara kamu. Maka, tidak ada dosa bagi kamu jika kamu tidak mencatatnya. Ambillah saksi apabila kamu berjual beli dan janganlah pencatat mempersulit (atau dipersulit), begitu juga saksi. Jika kamu melakukan (yang demikian), sesungguhnya hal itu suatu kefasikan padamu. Bertakwalah kepada Allah, Allah memberikan pengajaran kepadamu dan Allah Maha Mengetahui segala sesuatu.

Menurut Tafsir Al-Munir, QS. Al-Baqarah ayat 282 menegaskan bahwa setiap transaksi utang-piutang harus dilakukan secara jelas, tertulis, dan disertai tanggung jawab, agar tidak menimbulkan perselisihan dan ketidakadilan di kemudian hari (Lubis, 2024). Islam memandang penggunaan utang sebagai sesuatu yang diperbolehkan, namun harus dikelola secara amanah, transparan, dan bertanggung jawab agar tidak meningkatkan risiko keuangan yang berlebihan dan merugikan pihak lain (Lubis, 2024).

2.3 Kerangka Konsep

Dalam penelitian terdahulu dapat dibuat kerangka konsep yang dapat memudahkan penelitian untuk mengetahui hubungan antar variabel dan juga gambaran alur berpikir, berikut kerangka konseptualnya :

Gambar 2. 3 Kerangka Konsep



Keterangan :

—→ : Pengaruh Langsung

- - - - -> : Pengaruh Moderasi

2.4 Hipotesis Penelitian

2.4.1. Pengaruh ESG Terhadap Firm Value

Secara konseptual, ESG menggambarkan sejauh mana perusahaan memperhatikan tanggung jawab lingkungan, sosial, serta tata kelola dalam menjalankan kegiatan usahanya. Perusahaan dengan tingkat ESG yang baik dinilai memiliki komitmen terhadap keberlanjutan dan etika bisnis yang

tinggi, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor dan reputasi perusahaan di pasar modal. Kepercayaan dan reputasi ini menjadi sinyal positif bahwa perusahaan memiliki prospek jangka panjang yang baik dan risiko yang lebih rendah, sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Sejalan dengan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), informasi mengenai kinerja *ESG* dapat menjadi sinyal positif bagi investor. Pengungkapan aktivitas *ESG* memberikan gambaran bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik dan berorientasi pada keberlanjutan, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Temuan penelitian terdahulu juga mendukung hubungan positif antara *ESG* dan nilai perusahaan. Li *et al.* (2024) menemukan bahwa *ESG disclosure* berpengaruh positif signifikan terhadap *tobin's q*, yang menunjukkan bahwa pasar memberikan respon positif terhadap transparansi kinerja keberlanjutan. Hasil serupa ditunjukkan oleh Solikhah (2024); Mahmood *et al.* (2025) yang dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja *ESG* tinggi memiliki nilai pasar yang lebih baik. Maka dari itu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

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

2.4.2. Pengaruh *Dividend Policy* Terhadap *Firm Value*

Kebijakan dividen merupakan keputusan penting dalam keuangan perusahaan yang berkaitan dengan pembagian laba bersih antara yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan untuk investasi masa depan. Kebijakan ini sering dianggap sebagai sinyal kondisi keuangan dan prospek perusahaan. Pembayaran dividen yang stabil atau meningkat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang sehat dan prospek laba yang baik, sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja manajemen dan pada akhirnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Menurut *signaling theory* (Spence, 1973), kebijakan dividen dapat menjadi sinyal positif bagi investor tentang kesehatan keuangan dan kestabilan perusahaan. Ketika perusahaan membagikan dividen secara

konsisten, hal ini diinterpretasikan oleh pasar sebagai tanda bahwa perusahaan memiliki arus kas yang kuat dan keyakinan terhadap profitabilitas di masa depan. Sinyal ini kemudian meningkatkan permintaan saham dan mendorong kenaikan harga saham, yang tercermin dalam meningkatnya nilai perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu mendukung pernyataan ini. Njoku & Lee (2024) menemukan bahwa *dividend payout ratio (DPR)* berpengaruh positif signifikan terhadap *tobin's q*, yang berarti pembagian dividen dipandang sebagai sinyal kesehatan keuangan perusahaan oleh investor. Selain itu, Pangraran *et al.* (2025) membuktikan bahwa pembagian dividen yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan, terutama ketika profitabilitas perusahaan tinggi.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah:

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

2.4.3. Pengaruh *ESG* Terhadap *Firm Value* dengan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi

Leverage merupakan salah satu aspek penting dalam struktur keuangan yang mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan dana pinjaman untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya. Dalam konteks hubungan antara *ESG* dan *firm value*, *leverage* berpotensi menjadi faktor moderasi yang memperkuat atau justru melemahkan pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Secara logis, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang proporsional memiliki dorongan untuk 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.

Berdasarkan *signaling theory* (Spence, 1973), struktur pendanaan perusahaan, termasuk *leverage*, memberikan sinyal penting bagi investor. Tingkat *leverage* yang dikelola dengan baik mengindikasikan bahwa

perusahaan mampu mengoptimalkan sumber pendanaan eksternal tanpa meningkatkan risiko keuangan. Ketika perusahaan memiliki kinerja *ESG* yang baik sekaligus menjaga *leverage* dalam tingkat sehat, hal tersebut memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki daya tahan finansial dan tata kelola yang kuat, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar dan berdampak positif terhadap *firm value*.

Penelitian terdahulu juga memberikan bukti empiris mengenai peran *leverage* sebagai variabel moderasi dalam hubungan antar variabel keuangan. Kartadjudjuma & Hadi (2024) menemukan bahwa *leverage* mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, meskipun arah pengaruhnya melemahkan. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh Sulyanto & Trisnawati (2025) menjelaskan bahwa *leverage* dapat memengaruhi kekuatan hubungan antara variabel - variabel keuangan seperti kualitas laba, tata kelola perusahaan, dan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian teori dan hasil penelitian terdahulu tersebut, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah:

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

2.4.4. Pengaruh *Dividend policy* Terhadap *Firm Value* dengan *Leverage* Sebagai Variabel Moderasi

Kebijakan dividen mencerminkan keputusan manajemen dalam membagikan laba kepada pemegang saham dan menahan sebagian lainnya untuk reinvestasi. Keputusan ini tidak hanya dipengaruhi oleh profitabilitas dan arus kas, tetapi juga oleh struktur modal atau tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan. Dalam konteks hubungan antara *dividend policy* dan *firm value*, *leverage* berperan penting karena dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Ketika perusahaan memiliki struktur modal yang 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.

Menurut *signaling theory* (Spence, 1973), kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk sinyal yang dikirimkan manajemen kepada investor mengenai prospek dan stabilitas keuangan perusahaan. *Leverage* dapat memoderasi sinyal ini, ketika *leverage* berada pada tingkat yang wajar, pembagian dividen menandakan bahwa perusahaan memiliki arus kas kuat dan manajemen yang disiplin dalam mengelola utang. Namun, jika *leverage* terlalu tinggi, sinyal dari kebijakan dividen dapat dipertanyakan karena investor menilai perusahaan mungkin menggunakan pinjaman untuk membayar dividen, yang meningkatkan risiko keuangan dan menurunkan nilai perusahaan.

Temuan penelitian terdahulu mendukung hubungan tersebut. Nguyen (2025) menemukan bahwa *leverage* dan kebijakan dividen keduanya berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan *leverage* berperan dalam mengatur besarnya pengaruh kebijakan dividen terhadap *firm value*. Temuan ini memperlihatkan bahwa *leverage* dapat mengubah arah dan kekuatan hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan, tergantung pada bagaimana manajemen mengelola keseimbangan antara utang dan laba yang dibagikan.

Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis penelitian berikut :

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

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan penekanan eksplanatori. Pendekatan kuantitatif dipilih karena penelitian ini menggunakan data numerik untuk menguji pengaruh antar variabel. Menurut Sugiyono (2013), penelitian kuantitatif merupakan metode yang berlandaskan pada filsafat *positivisme* dan digunakan untuk menguji hipotesis melalui analisis data numerik yang diolah dengan teknik statistik. Pendekatan eksplanatori dalam penelitian ini untuk menjelaskan hubungan sebab akibat antara variabel berdasarkan teori yang telah ada. Pendekatan ini tidaknya menggambarkan suatu fenomena, tetapi menjelaskan juga hubungan antar variabel secara sistematis dan terukur.

3.2 Sumber Data Penelitian

Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengambil data perusahaan sektor *consumer non-cyclical* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021-2024. Pemilihan sektor ini didasari pada karakteristik industri dengan tingkat konsumsi tinggi karena mencakup kebutuhan pokok, sehingga produknya tetap stabil meskipun terjadi pergerakan kondisi ekonomi.

3.3 Populasi dan Sampel

Menurut Sugiyono (2013) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang memiliki karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *consumer non cyclical* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021- 2024. Periode penelitian 2021–2024 dipilih karena tahun 2021 menandai peluncuran resmi Indeks *ESG Leaders* oleh Bursa Efek Indonesia dan KEHATI *Foundation*, yang menjadi tonggak awal penerapan prinsip *ESG* secara terstruktur di pasar modal Indonesia. Rentang waktu ini juga mencerminkan fase awal implementasi kebijakan keberlanjutan pasca-pandemi. Pada penelitian ini populasi yang diambil sebanyak 131 perusahaan. Sampel merupakan bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi (Sugiyono, 2013). Sampel

berfungsi sebagai gambaran dari populasi secara keseluruhan dan hasilnya dapat mewakili semua gejala atau fenomena yang diteliti.

3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini diperoleh menggunakan metode *purposive sampling* yaitu sampel yang diambil sesuai kriteria yang ditentukan penulis (Sugiyono, 2013). Adapun kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel yaitu sebagai berikut :

1. Seluruh perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di BEI hingga tahun 2025
2. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang telah terdaftar di BEI paling lambat pada tahun 2021 selama periode 2021–2024.
3. Perusahaan yang aktif menyajikan laporan keuangan dan laporan keberlanjutan sesuai standar *GRI* secara berturut – turut selama periode 2021 – 2024.
4. Perusahaan rutin membagikan dividen selama periode 2021 – 2024.

Tabel 3. 1 Kriteria Pengambilan Sampel

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

Sumber : data diolah peneliti, 2025

Berdasarkan tabel 3.1, maka ditetapkan terdapat 18 perusahaan sektor *consumer non cyclical* periode 2021 – 2024 yang telah memenuhi kriteria sampel. Adapun nama dan kode emiten sampel perusahaan sebagai berikut:

Tabel 3. 2 Daftar Sampel Perusahaan *Consumer Non Cyclical*

No	Kode	Nama Perusahaan
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.
2	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk.
3	BISI	BISI International Tbk.
4	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk.
5	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk
6	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
7	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
9	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.
10	MYOR	Mayora Indah Tbk.
11	SGRO	Sampoerna Agro Tbk.
12	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk.
13	SKLT	Sekar Laut Tbk.
14	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
15	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
16	CLEO	Sariguna Primatirta Tbk.
17	GOOD	Garudafood Putra Putri Jaya Tbk.
18	TAPG	Triputra Agro Persada Tbk.

Sumber : data diolah peneliti, 2025

Penelitian ini menggunakan data panel, sehingga dapat disimpulkan data penelitian ini terdiri dari 72 data, dari hasil perkalian jumlah sampel dengan periode penelitian.

3.5 Data dan Jenis Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Menurut Sugiyono (2013), data sekunder merupakan data yang diperoleh dari sumber yang sudah ada. Dalam penelitian ini, data sekunder diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) selama periode 2021 -2024 yang dipublikasikan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) serta situs resmi masing-masing perusahaan yang menjadi objek penelitian.

3.6 Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Menurut Sugiyono (2013) metode dokumentasi adalah cara mengumpulkan data dari catatan peristiwa yang telah terjadi. Metode ini mencakup pencatatan dan analisis data yang bersumber dari laporan yang diterbitkan oleh perusahaan. Selain itu, peneliti juga melakukan studi literatur untuk mengumpulkan informasi dan data pendukung sebagai acuan. Data tersebut bersumber dari jurnal, buku, dan skripsi terdahulu yang berkaitan dengan topik penelitian.

3.7 Definisi Operasional Variabel

Menurut Sugiyono (2013) definisi operasional variabel (DOV) adalah penjelasan terperinci dari setiap variabel penelitian yang diubah menjadi karakteristik atau atribut yang dapat diamati dan diukur. Variabel sendiri adalah suatu atribut, karakteristik, atau properti dari suatu objek yang dapat diukur atau diamati dan memiliki variasi tertentu (Sugiyono, 2013). Variabel digunakan untuk dipelajari guna mendapatkan informasi dan menarik informasi.

3.7.1 Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat dari adanya variabel bebas. Variabel ini biasanya disebut variabel output, kriteria, atau konsekuensi (Sugiyono, 2013). Dalam penelitian ini, variabel dependen yang digunakan adalah nilai perusahaan, yang mana mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Nilai perusahaan diproksikan menggunakan rasio *Tobin's Q*.

3.7.2 Variabel Independen (X)

Variabel independen atau disebut juga variabel bebas adalah variabel yang membuat perubahan dan memicu munculnya variabel terikat (Sugiyono, 2013). Variabel independen yang dipakai pada penelitian ini adalah *ESG performance* dan *dividen policy*. *ESG performance* diukur menggunakan standar *GRI* tahun 2021. *Dividen policy* dalam penelitian ini diproksikan menggunakan rasio *dividend payout ratio (DPR)*.

3.7.3 Variabel Moderasi (Z)

Variabel moderasi adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah keterkaitan antara dua variabel yaitu variabel independen dan variabel dependen (Sugiyono, 2013). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *leverage* yang diproksikan dengan *DER*. Rasio *DER* paling umum dan representatif dalam menggambarkan struktur permodalan perusahaan, yaitu perbandingan antara total utang dengan modal sendiri, yang mana mencerminkan tingkat risiko keuangan yang ditanggung perusahaan.

Tabel 3. 3 Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi Variabel	Pengukuran
1.	Nilai perusahaan (Y)	Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari seluruh aset perusahaan yang mencerminkan persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa depan.	$\text{Tobin's } Q: \frac{(\text{Harga penutup} \times \text{Total Saham}) + \text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$ (Mediyanti <i>et al.</i> , 2021)
2.	ESG (X1)	<i>Environmental, Social, and Governance</i> adalah kerangka penilaian yang digunakan untuk mengukur kinerja keberlanjutan perusahaan dengan komponen lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.	$\text{ESG Score: } \frac{\text{Jumlah indikator ESG yang diungkapkan}}{\text{Total indikator ESG yang relevan}} \times 100\%$ (Oktadewi & Diantini, 2025)

3.	<i>Dividend policy (X2)</i>	<i>Dividend policy</i> merupakan keputusan perusahaan mengenai pembagian laba kepada pemegang saham dibandingkan dengan menahan laba untuk investasi.	<i>Dividend Payout Ratio (DPR):</i> $\frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$ (Brigham & Houston, 2012)
4.	<i>Lverage</i>	<i>Lverage</i> merupakan tingkat penggunaan dana yang memiliki beban tetap seperti hutang, dengan tujuan meningkatkan potensi laba rugi pemegang saham.	<i>Debt to Equity Ratio (DER):</i> $DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$ (Kasmir, 2019)

Sumber : data diolah oleh peneliti, (2025)

3.8 Analisis Data

Analisis data dilakukan untuk menguji hipotesis atau menjawab pertanyaan studi dengan cara mengelola data yang sudah dikumpulkan. Pada penelitian ini alat analisis untuk mengelola data menggunakan perangkat lunak EViews 12. Pemilihan perangkat lunak ini dikarenakan pada karakteristik data penelitian yang berbentuk data panel, yaitu kombinasi antara data *time series* (waktu) dan *cross section* (perusahaan).

3.8.1. Analisis Statistik Deskriptif

Menurut Sugiyono (2013) statistik deskriptif merupakan bagian dari statistik yang mendeskripsikan atau memberikan informasi mengenai data tanpa membuat kesimpulan yang bersifat umum. Informasi mencakup nilai rata – rata, standar deviasi, dan nilai maksimum dan minimum dari variabel – variabel yang dipakai pada penelitian.

3.8.2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan estimasi regresi data panel, diperlukan pengujian terhadap asumsi klasik untuk memastikan bahwa model yang digunakan tidak bias dan hasil estimasi dapat dipercaya. Meskipun data panel memiliki kelebihan karena dapat mengatasi beberapa permasalahan seperti omitted variable bias dan heterogenitas individu (Wooldridge, 2010), uji asumsi klasik tetap penting dilakukan untuk menguji validitas model regresi. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

1. Uji normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah distribusi residual dalam model regresi berdistribusi normal. Menurut Ghozali (2018), normalitas residual penting agar uji t dan F menjadi valid. Uji ini menggunakan *Jarque-Bera Test* (JB Test) dari EViews. Model dikatakan berdistribusi normal apabila nilai probability JB > 0,05. Jika data panel berjumlah besar, pelanggaran normalitas tidak menjadi masalah serius karena *teorema limit tengah* tetap berlaku (Sugiyono, 2013).

2. Uji multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan pengujian statistik yang menggambarkan adanya korelasi linear antar variabel independen dalam model regresi. Ada atau tidaknya multikolinearitas dapat ditentukan oleh nilai koefisien antar variabel independen. Apabila nilai korelasi < 0,85, maka menunjukkan tidak ditemukan multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi (Sugiyono, 2013).

3. Uji heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan melihat apakah terdapat ketidaksamaan varians error antar observasi. Menurut Sugiyono (2013) heteroskedastisitas sering muncul pada data keuangan karena perbedaan ukuran perusahaan. Deteksi dapat dilakukan dengan *Uji Breusch-Pagan* atau *White Test*. Model dinyatakan bebas dari heteroskedastisitas apabila nilai probability > 0,05.

3.8.3. Analisis Regresi Data Panel

Data panel adalah perpaduan antara *time series* dengan *cross section*. Data berkala (*time series*) merupakan kumpulan data yang dihimpun secara rutin dalam rentang waktu tertentu atau diurutkan menurut kronologi kejadian (Hasan, 2017). Pada penelitian ini, data *time series* terdiri dari tiga tahun, yaitu 2021 - 2024. Sedangkan *cross section* adalah data yang diambil pada suatu momen tertentu untuk menunjukkan kondisi atau kegiatan yang terjadi pada saat itu (Hasan, 2017). Dalam pengelolaan data panel, analisis dilakukan melalui beberapa metode yaitu metode *Common Effect Model (CEM)*, metode *Fixed Effect Model (FEM)*, dan metode *Random Effect Model (REM)* (Basuki & Prawoto, 2016)

3.8.4. Pemilihan Model Teknik Estimasi Data Panel

Menurut Basuki & Prawoto (2016) ada tiga pendekatan yaitu :

1. *Common Effect Model*

Merupakan model data panel yang menggabungkan data *time series* dan *cross section*. Model ini tidak memperhitungkan dimensi waktu maupun individu, sehingga diperkirakan perilaku perusahaan sama sepanjang waktu. Metode ini memiliki kemampuan untuk mengestimasi model data panel menggunakan metode kuadrat terkecil atau *Ordinary Least Square (OLS)*.

2. *Fixed Effect Model*

Model ini menyatakan bahwa perbedaan antar individu dapat diterima dari perbedaan intersepnya. Teknik variabel *dummy* dapat digunakan untuk memperkirakan data panel model efek tetap digunakan untuk menentukan varians intersep yang ada diantara perusahaan. Perbedaan-perbedaan ini mungkin diakibatkan oleh perbedaan budaya tempat kerja, praktik manajemen, dan motivasi.

3. *Random Effect Model*

Model ini memperkirakan data panel yang memiliki variabel gangguan yang mungkin saling berhubungan antar individu maupun dalam waktu. Dalam model *Random Effect*, istilah kesalahan untuk setiap

perusahaan memperhitungkan perbedaan dalam intersepsi. Keuntungan menggunakan model ini adalah heteroskedastisitas dihilangkan. Model ini juga dikenal sebagai model komponen kesalahan (*ECM*) dan *Generalized Least Squares (GLS)*.

3.8.5. Analisis Pemilihan Model

Pemilihan model dalam data panel dilakukan untuk menentukan pendekatan terbaik antara *Common Effect Model (CEM)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, dan *Random Effect Model (REM)*. Agar pemilihan model bersifat objektif dan sesuai teori ekonometrika, maka digunakan tiga uji utama, yaitu:

1. Uji *Chow*

Uji *Chow* digunakan untuk menentukan model terbaik antara pendekatan *Common Effect* dan *Fixed Effect* dalam regresi data panel (Baltagi, 2021). Jika hasil uji *Chow* menunjukkan metode *Common Effect*, maka uji Hausman tidak diperlukan. Namun, jika metode *Fixed Effect* yang terpilih, uji Hausman harus dilakukan sebagai langkah lanjutan. Hipotesis untuk uji *Chow* dijabarkan sebagai berikut:

Jika nilai $\text{prob} < 0,05$, maka yang terpilih adalah *FEM*

Jika nilai $\text{prob} > 0,05$, maka yang terpilih adalah *CEM*

2. Uji *Hausman*

Uji Hausman digunakan untuk memilih model terbaik antara *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Menurut Wooldridge (2010) pengujian ini bertujuan mengetahui apakah efek individu (*individual effect*) berkorelasi dengan variabel independen. Jika terjadi korelasi, maka estimasi dengan *REM* menjadi bias, dan *FEM* harus dipilih. Berikut hipotesis pada uji hausman:

Jika nilai $\text{prob} < 0,05$, maka yang terpilih adalah *FEM*

Jika nilai $\text{prob} > 0,05$, maka yang terpilih adalah *REM*

3. Uji *Lagrange Multiplier*

Lagrange Multiplier Test (LM Test) digunakan agar dapat menentukan model yang sesuai adalah *REM* atau *CEM*. Jika nilai estimasi

LM lebih tinggi dari nilai kritis *chi-square*, jadi model *random effect* lebih baik diterapkan dalam regresi data panel.

Jika nilai prob $< 0,05$, maka yang terpilih adalah *REM*

Jika nilai prob $> 0,05$, maka yang terpilih adalah *CEM*

3.8.6. Uji Hipotesis

Menurut Sugiyono (2013) uji hipotesis digunakan untuk mengetahui apakah hubungan atau pengaruh antar variabel dalam penelitian dapat diterima atau ditolak secara statistik. Dalam penelitian ini, hipotesis diuji menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik regresi linear data panel dan *moderated regression analysis (MRA)* untuk variabel moderator *leverage*. Analisis ini juga dilengkapi dengan uji parsial (uji t), uji simultan (uji F), serta uji koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur kelayakan model dan kekuatan hubungan antar variabel.

1. Uji t (uji parsial)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Menurut Ghozali (2018) uji t dilakukan untuk mengetahui apakah suatu variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen secara individual dengan membandingkan nilai probabilitas (Sig.) dengan tingkat signifikansi 0,05.

- Jika Sig. $< 0,05$, maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- Jika Sig. $> 0,05$, maka tidak terdapat pengaruh signifikan.

2. Uji F (uji simultan)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Menurut Sugiyono (2013) uji F digunakan untuk menilai kelayakan model regresi secara keseluruhan. Kriteria pengujian adalah:

- Jika Sig. F $< 0,05$, maka model regresi layak dan semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap firm value.

- Jika Sig. F > 0,05, maka model regresi tidak signifikan secara simultan.

3. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2018). Jika nilai R^2 kecil atau mencapai nol, maka kemampuan variabel bebas untuk menjelaskan variabel terikat terbatas atau lemah. Namun apabila R^2 mendekati satu, maka bisa dikatakan variabel bebas mempunyai hubungan cenderung kuat terhadap variabel terikat dalam model regresi.

4. Regresi linier data panel

Analisis regresi linier digunakan untuk mengetahui pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen. Menurut Sugiyono (2013), regresi linier merupakan metode statistik untuk mengukur hubungan fungsional antara satu atau lebih variabel bebas dengan variabel terikat. Model regresi linier data panel dalam penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut:

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

Keterangan :

- Y_{it} = *Firm Value*
- X_{1it} = *ESG Performance*
- X_{2it} = *Dividend Policy*
- Z = *Leverage*
- α = Konstanta
- β_1, β_2 = Koefisien regresi masing-masing variabel
- e_{it} = *Error term*

Analisis regresi ini digunakan untuk menguji pengaruh langsung masing-masing variabel independen terhadap nilai perusahaan secara parsial dan simultan.

5. *Moderated regression analysis (MRA)*

MRA Untuk menguji pengaruh moderasi *leverage* terhadap hubungan antara *ESG performance* dan *firm value* serta antara *dividend policy* dan *firm value*. Menurut Ghozali (2018) *MRA* merupakan pengembangan dari regresi berganda yang melibatkan interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi untuk mengetahui apakah variabel moderasi memperkuat atau memperlemah hubungan antar variabel. Interaksi dua variabel dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$X1_Z = X1 \times Z$$

$$X2_Z = X2 \times Z$$

Sehingga persamaan model *MRA* dapat ditulis berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 (X_{it} \times Z_{it}) + e_{it}$$

Keterangan:

- Y_{it} = Nilai Perusahaan
- X_{it} = Variabel Independen (*ESG Performance* atau *Dividend Policy*)
- Z_{it} = Variabel Moderasi (*Leverage*)
- $X_{it} \times Z_{it}$ = Variabel interaksi
- $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien model
- e_{it} = Error term

Dasar pengambilan keputusan dalam pengujian *MRA* sebagai berikut (Ghozali, 2018):

1. Apabila p-value pada variabel interaksi $< 0,05$, maka terdapat interaksi yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen, sehingga variabel moderasi mampu memoderasi.
2. Apabila p-value pada variabel interaksi $> 0,05$, maka tidak terdapat interaksi yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen, sehingga variabel moderasi tidak mampu memoderasi.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan dan juga keberlanjutan perusahaan-perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2021 – 2024. Sektor *consumer non – cyclicals* merupakan sektor yang memproduksi dan mendistribusikan barang dan jasa yang bersifat primer yang dibutuhkan oleh masyarakat dalam kehidupan sehari – hari (Kurnia, 2023). Sektor ini dipandang relatif stabil terhadap gejolak ekonomi karena produknya adalah kebutuhan dasar yang tetap dibutuhkan oleh masyarakat meskipun kondisi ekonomi melambat atau terjadi resesi (Purba et al., 2025). Pada tahun 2021 – 2024 terdapat 131 perusahaan yang terdaftar di BEI. Perusahaan ini terdiri dari beberapa sektor yaitu *food & staple retailing* (ritel barang primer/makanan), *beverages* (minuman), *processed foods* (makanan olahan), *agricultural products* (produk pertanian), *tobacco* (tembakau), *household product* (produk rumah tangga), dan *personal care product* (produk perawatan pribadi) (Purba et al., 2025).

Populasi dalam penelitian ini terdiri dari 131 perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di BEI selama periode pengamatan. Namun, tidak seluruh perusahaan dapat dijadikan sampel karena tidak sesuai dengan kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan. Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 18 perusahaan. Sebanyak 18 perusahaan dengan total 76 observasi selama periode 2021-2024. Berikut dapat dilihat pada Tabel 4.1 daftar nama perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Tabel 4. 1 Daftar Sampel Perusahaan

No	Kode	Nama Perusahaan
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.
2.	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk.
3.	BISI	BISI International Tbk.
4.	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk.
5.	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk
6.	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
7.	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
8.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
9.	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.
10.	MYOR	Mayora Indah Tbk.
11.	SGRO	Sampoerna Agro Tbk.
12.	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk.
13.	SKLT	Sekar Laut Tbk.
14.	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
15.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
16.	CLEO	Sariguna Primatirta Tbk.
17.	GOOD	Garudafood Putra Putri Jaya Tbk.
18.	TAPG	Triputra Agro Persada Tbk.

Sumber: Diolah oleh peneliti, 2025

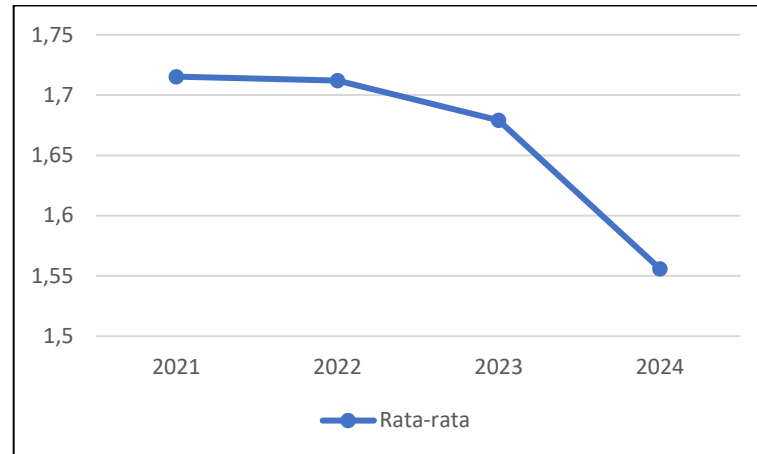
4.1.2 Deskriptif Variabel Penelitian

Firm Value

Firm value merupakan nilai pasar dari seluruh aset perusahaan yang mencerminkan persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa depan (Brigham & Houston, 2012). Menurut Hartono (2017) nilai perusahaan tercermin melalui harga saham yang terbentuk dipasar modal. Pada penelitian ini nilai perusahaan diproksikan dengan rasio *Tobin's q*. Rasio ini menggambarkan perbandingan antara nilai pasar suatu perusahaan dengan nilai penggantian dari aset-asetnya (Brigham & Houston, 2012). Grafik dibawah ini

menggambarkan rata-rata nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q* pada perusahaan *consumer non cyclicals* yang terdaftar di BEI tahun 2021-2024.

Gambar 4. 1 Rata-rata Nilai *Firm Value*



Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Dari hasil visualisasi gambar, terlihat bahwa rata-rata nilai perusahaan pada tahun 2021 sebesar 1,7153 kemudian mengalami penurunan menjadi 1,7120 pada tahun 2022. Pada tahun 2023 nilai tersebut menurun sebesar 0,0330 menjadi 1,6790 dan kembali mengalami penurunan pada tahun 2024 menjadi 1,5560. Pola ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan cenderung mengalami tren penurunan hingga tahun 2024.

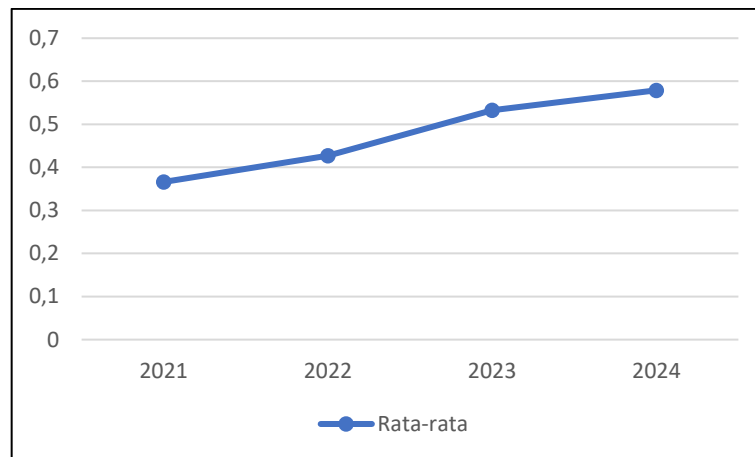
Kondisi tersebut mengindikasikan adanya pelemahan nilai perusahaan secara agregat, yang dapat mencerminkan menurunnya kepercayaan investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Secara teoritis, perubahan nilai perusahaan tidak terlepas dari pengaruh kondisi makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan pertumbuhan ekonomi yang terbukti memiliki keterkaitan dengan fluktuasi nilai perusahaan (Candradewi & Rahyuda, 2023).

ESG Performance

Environmental, Social, and Governance adalah kerangka penilaian yang digunakan untuk mengukur kinerja keberlanjutan perusahaan dengan komponen lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (Fachrizal et al., 2024). *ESG* terdiri dari tiga aspek yang terdiri dari *environmental, social, and governance*. Dalam penelitian ini *ESG* dinilai menggunakan *ESG Disclosure Index* atau *ESG Score*

berbasis GRI (SRDI). Pendekatan ini menilai seberapa banyak item *ESG* yang diungkapkan perusahaan sesuai indikator yang terdapat dalam standar *GRI 2021* (Oktadewi & Diantini, 2025). Berikut grafik rata-rata *score ESG* pada perusahaan *consumer non cyclicals*.

Gambar 4. 2 Rata-rata Nilai *ESG* Score



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2026

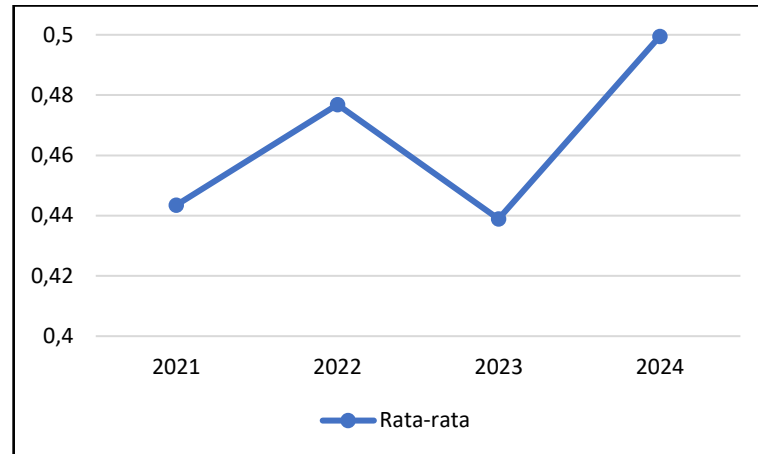
Berdasarkan gambar, rata-rata nilai *ESG* mengalami peningkatan dari 0,3662 pada tahun 2021 menjadi 0,4269 pada tahun 2022, kemudian kembali meningkat menjadi 0,5329 pada tahun 2023 dan cenderung stabil pada 0,5790 di tahun 2024. Pola ini menunjukkan adanya tren peningkatan yang konsisten, meskipun laju pertumbuhannya mulai melambat pada periode akhir. Peningkatan nilai *ESG* tersebut mencerminkan semakin kuatnya komitmen perusahaan dalam mengimplementasikan praktik *ESG*.

Dividend policy

Menurut Brigham & Houston (2012) kebijakan dividen adalah keputusan yang berkaitan dengan penentuan besarnya laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan laba ditahan untuk investasi masa depan. Dengan kata lain, kebijakan dividen menggambarkan bagaimana manajemen dapat menyeimbangkan antara kepentingan pemegang saham dan kebutuhan perusahaan untuk menahan laba untuk ekspansi jangka panjang. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diprosikan dengan *dividend payout ratio (DPR)*. *DPR* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur presentase laba bersih yang dibagikan kepada

pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. berikut grafik rata-rata nilai *DPR* pada perusahaan *consumer non cyclicals* yang terdaftar di BEI.

Gambar 4. 3 Rata-rata *Dividend Policy*



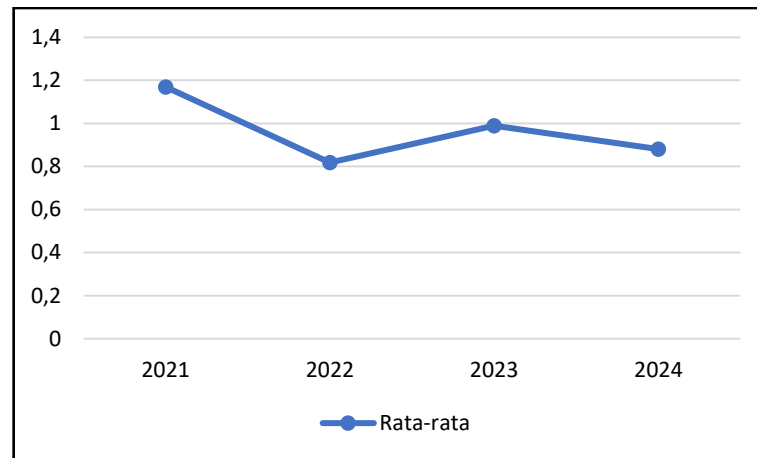
Sumber: Diolah oleh peneliti, 2026.

Berdasarkan data, rata-rata kebijakan dividen menunjukkan pola fluktuatif selama periode 2021–2024, dengan kecenderungan menurun pada tahun 2022, meningkat pada tahun 2023, dan kembali mengalami penyesuaian pada tahun 2024. Pola ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak bersifat stabil, melainkan menyesuaikan dengan kondisi keuangan dan strategi perusahaan pada setiap periode.

Leverage

Menurut Kasmir (2019) *leverage* merupakan kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya. *Leverage* merupakan ukuran perhitungan yang digunakan untuk menentukan seberapa banyak utang membiayai aset perusahaan dan seberapa baik perusahaan dapat mencukupi semua kewajiban termasuk jangka pendek maupun panjangnya (Zulfa & Purnamasari, 2025). Proksi yang digunakan dalam mengukur *leverage* dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio (DER)*. *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri dalam pembiayaannya (Kasmir, 2019). Berikut grafik nilai rata-rata rasio *DER* perusahaan *consumer non cyclicals* pada tahun 2021 – 2024.

Gambar 4. 4 Rata-rata Nilai *Leverage*



Sumber: Diolah oleh peneliti, 2026.

Berdasarkan hasil olah data pada gambar 4.4 nilai rata-rata *leverage* perusahaan selama periode 2021 hingga 2024 menunjukkan tren yang fluktuatif namun cenderung membaik. Pada tahun 2021, rata-rata *leverage* berada pada titik tertinggi yaitu sebesar 1,1695, yang mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki komposisi utang yang lebih besar dibandingkan modal sendiri. Namun, pada tahun 2022 terjadi penurunan yang signifikan menjadi 0,8184, yang menunjukkan upaya efisiensi dalam pengelolaan struktur modal. Meskipun sempat mengalami sedikit kenaikan pada tahun 2023 menjadi 0,9893, nilai tersebut kembali menurun pada tahun 2024 menjadi 0,8814. Secara keseluruhan, penurunan nilai rata-rata di bawah angka 1 pada akhir periode penelitian mencerminkan kondisi keuangan yang semakin sehat, di mana perusahaan memiliki ketergantungan yang lebih rendah terhadap pihak eksternal dan risiko gagal bayar yang semakin terkendali.

4.1.3 Uji Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian yang meliputi nilai minimum, maksimal, rata-rata, media, serta standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan. Menurut Ghozali (2018), statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan suatu data berdasarkan ukuran – ukuran statistik tersebut. Adapun hasil statistik deskriptif penelitian disajikan pada tabel 4.2 berikut.

Tabel 4. 2 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

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

Berdasarkan uji statistik deskriptif, diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Variabel nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* memiliki nilai rata-rata sebesar 1.665563, dengan nilai minimum 0.513316 dan maksimum 4.440501. Nilai rata-rata yang lebih besar dari 1 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan dalam sampel dihargai lebih tinggi oleh pasar dibandingkan nilai bukunya. Namun, standar deviasi yang relatif besar mengindikasikan adanya variasi nilai perusahaan yang cukup tinggi antar perusahaan.
2. Variabel *ESG* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,476241 dengan nilai minimum 0,136752 dan maksimum 0,820513. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan *ESG* perusahaan dalam sampel berada pada kisaran yang cukup beragam. Nilai median yang lebih tinggi dari rata-rata mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki skor *ESG* yang relatif lebih baik. Sementara itu, standar deviasi sebesar 0,208404 menunjukkan bahwa variasi *ESG* antar perusahaan cenderung tidak terlalu besar atau relatif homogen.
3. Variabel *DPR* mencatat nilai rata-rata 0.464702 dengan nilai tengah (median) sebesar 0,410766. Nilai terendah sebesar 0.197973 dan tertinggi sebesar 1.005308, sedangkan nilai standar deviasinya adalah 0.209535. Nilai maksimum yang melebihi 1 menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang membagikan dividen lebih besar dari laba bersihnya, yang kemungkinan didanai dari laba ditahan atau sumber lain.

4. Variabel *leverage* yang diproksikan dengan rasio *DER* mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,964637, dengan nilai tengah (*median*) yang lebih rendah, yaitu 0,785452. Nilai tertinggi yang tercatat mencapai 3,412716, sedangkan nilai terendah sebesar 0,118099. Standar deviasi untuk variabel ini adalah 0,814377, yang menunjukkan adanya variasi yang cukup besar pada tingkat *leverage* perusahaan.

4.1.4 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Dalam regresi data panel, untuk menentukan model estimasi terbaik yang digunakan pada penelitian, perlu dilakukan beberapa pengujian yakni uji *chow*, uji *hausman*, uji *lagrange multiplier (LM)*

4.1.4.1 Uji *Chow*

Uji *Chow* digunakan untuk menentukan model terbaik antara pendekatan *Common Effect* dan *Fixed Effect* dalam regresi data panel (Baltagi, 2021). Jika hasil uji *Chow* menunjukkan metode *Common Effect*, maka uji Hausman tidak diperlukan. Namun, jika metode *Fixed Effect* yang terpilih, uji Hausman harus dilakukan sebagai langkah lanjutan. Jika hasil uji *chow* $< 0,05$, maka model yang terpilih adalah *FEM*, sebaliknya jika nilai prob $> 0,05$, maka yang terpilih adalah *CEM*. Berikut hasil perhitungan nilai uji *chow* yang disajikan pada tabel 4.3 berikut.

Tabel 4. 3 Hasil Uji *Chow*

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

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

Sesuai hasil uji *chow* pada tabel 4.3, diperoleh probabilitas *Cross-section F* dan *Chi-square* sebesar $0,0000 < 0,05$. Dengan demikian, model yang lebih tepat untuk dipergunakan yaitu *Fixed Effect Model*. Hal ini mengindikasikan bahwa analisis dilanjutkan ke tahap berikutnya yakni uji Hausman, untuk memastikan metode esimasi yang paling sesuai.

4.1.4.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk memilih model terbaik antara *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Proses pengambilan keputusan didasarkan pada nilai probabilitas (*p-value*) dari *Cross-section random*. Jika hasil uji menunjukkan nilai *p-value* lebih besar dari 0,05, maka REM menjadi model yang dipilih. Sebaliknya, jika nilai *p-value* lebih kecil dari 0,05, maka FEM merupakan model yang lebih tepat digunakan. Adapun hasil dari uji Hausman yang disajikan dalam tabel 4.4 dibawah ini:

Tabel 4. 4 Uji Hausman

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

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

Berdasarkan tabel 4.4 hasil uji hausman memperlihatkan bahwa nilai probabilitas *Cross-section Random* sebesar $0,2183 > 0,05$. Dengan demikian, *Random Effect Model* terpilih sebagai model yang optimal.

4.1.4.3 Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* berfungsi untuk memilih model estimasi yang lebih tepat antara *Random Effect Model (REM)* dan *Common Effect Model (CEM)*. Kriteria pemilihan model didasarkan pada nilai signifikansi statistik (*p-value*) pada bagian *cross-section*. Jika nilai *p-value* lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05, maka CEM merupakan model yang lebih sesuai. Sebaliknya, jika nilai *p-value* berada di bawah 0.05, REM menjadi pilihan model yang lebih tepat untuk digunakan. Adapun hasil uji *Lagrange Multiplier* yang disajikan dalam tabel 4. 5 dibawah ini.

Tabel 4. 5 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)

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2026.

Berdasarkan uji *Lagrange Multiplier* pada tabel 4.5 probabilitas *Cross Section* menunjukkan nilai $0,000 < 0,05$, sehingga model yang paling tepat untuk digunakan adalah *Random Effect Model*.

Berdasarkan hasil ketiga pengujian model yang telah dilakukan, yaitu uji *Chow*, uji Hausman, uji *Lagrange Multiplier*, dapat disimpulkan bahwa model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model*.

4.1.5 Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil analisis pemilihan model, penelitian ini menentukan bahwa *Random Effect Model* (REM) merupakan model terbaik. REM menggunakan pendekatan *Generalized Least Square* (GLS), yang berbeda dengan *Ordinary Least Square* (OLS) yang diterapkan pada *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model* (Gujarati & Porter, 2009). Menurut Gujarati & Porter (2009) pendekatan GLS mampu menghasilkan estimator yang memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)* dalam kondisi adanya pelanggaran asumsi klasik, seperti heteroskedastisitas dan autokorelasi, melalui proses transformasi model. Dengan demikian, dalam model berbasis GLS, permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi telah diakomodasi dalam proses estimasi, sehingga pengujiannya tidak dilakukan secara terpisah seperti pada pendekatan OLS (Gujarati & Porter, 2009).

Sementara itu, uji normalitas digunakan jika jumlah observasi penelitian kurang dari 30, untuk mengetahui apakah *error term* mendekati distribusi normal. Apabila jumlah observasi lebih dari 30, maka tidak perlu dilakukan uji normalitas karena distribusi sampling *error term* mendekati normal (Ajija *et al.*, 2011). Dalam penelitian ini menggunakan jumlah observasi 72 maka uji normalitas dapat diabaikan. Namun demikian, pengujian multikolinearitas tetap dilakukan untuk memastikan tidak adanya hubungan yang kuat antar variabel independen, karena multikolinearitas dapat menyebabkan varians estimator menjadi besar sehingga koefisien regresi menjadi tidak stabil dan sulit diinterpretasikan (Gujarati & Porter, 2009).

Dalam penelitian ini, deteksi multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF), yaitu indikator statistik yang

mengukur seberapa besar varians dari koefisien regresi meningkat akibat adanya korelasi antar variabel bebas. Nilai *centered* VIF di bawah 10 umumnya dianggap aman dari multikolinieritas, sedangkan nilai di atas 10 mengindikasikan adanya masalah multikolinieritas serius. Adapun hasil uji multikolinieritas yang disajikan dalam tabel 4.6 berikut:

Tabel 4. 6 Hasil Uji *Multikolinieritas*

	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	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

Sumber: Data diolah peneliti, 2026.

Berdasarkan hasil uji VIF yang disajikan dalam tabel 4.6, menunjukkan nilai *Centered* VIF untuk variabel X1 sebesar 1.013700, variabel X2 sebesar 1.141256, dan variabel DER sebesar 1.148382, yang semuanya di bawah angka 10 sehingga model lolos uji karena tidak ditemukan korelasi antar variabel independen.

4.1.6 Uji Hipotesis

Setelah diperoleh model regresi data panel terbaik, yaitu *Random Effect Model*, tahap selanjutnya adalah melakukan uji hipotesis untuk mengetahui sejauh mana variabel independen mempengaruhi variabel dependen, baik secara simultan maupun parsial. Berikut pengujian hipotesis yang dilakukan.

4.1.6.1 Uji parsial (t)

Uji parsial atau dikenal dengan uji t, digunakan untuk mengevaluasi pengaruh setiap variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Berikut ini disajikan hasil pengujian parsial (t) yang diperoleh dalam penelitian ini.

Tabel 4. 7 Hasil Uji Parsial (t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.684777	0.315266	2.172058	0.0333
X1_ESG	-0.000177	0.333458	-0.000530	0.9996
X2_DPR	2.110751	0.420896	5.014902	0.0000

Sumber: Data diolah Eviews 12, 2026.

Berdasarkan hasil uji t yang disajikan dalam tabel 4.7, dapat diperoleh persamaan regresi berikut:

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

Berdasarkan tabel 4. dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Variabel X1 memiliki koefisien sebesar -0.000177 dengan probabilitas 0.9996 yang lebih besar dari 0.05, sehingga variabel ini berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap Y dalam model tanpa moderasi.
2. Variabel X2 memiliki koefisien sebesar 2.110751 dengan nilai probabilitas 0.0000 yang lebih kecil dari 0.05, yang berarti variabel ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap peningkatan nilai Y.

4.1.6.2 Uji Simultan (F)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Berikut hasil pengujian yang disajikan dalam tabel 4.8.

Tabel 4. 8 Hasil Uji Simultan (F)

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

Sumber: Data diolah Eviews, 2025

Berdasarkan hasil pada tabel 4.8, diperoleh nilai F-statistic sebesar 12.78426 dengan nilai Prob (*F-statistic*) sebesar 0.000019, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dalam model secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel ESG, *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama mampu

menjelaskan variasi nilai perusahaan, sehingga model yang digunakan dalam penelitian ini layak untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut.

4.1.6.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Jika nilai R^2 kecil atau mencapai nol, maka kemampuan variabel bebas untuk menjelaskan variabel terikat terbatas atau lemah. Namun apabila R^2 mendekati satu, maka bisa dikatakan variabel bebas mempunyai hubungan cenderung kuat terhadap variabel terikat dalam model regresi. Adapun hasil pengujian yang disajikan dalam tabel 4.9.

Tabel 4. 9 Hasil Koefisien Determinasi (R^2)

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

Sumber: Data diolah oleh Eviews, 2026.

Nilai *R-squared* sebesar 0.270370 menunjukkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan sebesar 27,03%, sedangkan sisanya sebesar 72,97% dijelaskan oleh variabel lain di luar model yang tidak diteliti. Sementara itu, nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.249222 menunjukkan bahwa setelah disesuaikan dengan jumlah variabel dalam model, kemampuan penjelasan variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebesar 24,92%.

4.1.6.4 Uji Moderated Regression Analysis (MRA)

Moderated Regression Analysis dilakukan dalam penelitian ini untuk menguji pengaruh moderasi *leverage* terhadap hubungan antara *ESG performance* dan *firm value* serta antara *dividend policy* dan *firm value*. Berikut hasil uji *Moderated Regression Analysis (MRA)* yang disajikan dalam tabel 4.10 berikut.

Tabel 4. 10 Hasil Uji *Moderated Regression Analysis*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
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

Sumber: Data diolah Eviews, 2026.

Berdasarkan tabel 4.10 terdapat persamaan model analisis regresi sebagai berikut:

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

Berdasarkan tabel 4 dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai interaksi antara variabel *ESG performance* dan *DER* memiliki koefisien 0,651869 dengan probabilitas 0,0259 yang lebih kecil dari 0,05, yang menunjukkan bahwa variabel moderasi yaitu *DER* secara signifikan mampu memoderasi pengaruh variabel ESG terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* ke arah positif.
2. Nilai interaksi antara variabel *DPR* dan *DER* memiliki koefisien 1,535495 dengan probabilitas 0,0000, sehingga variabel *DER* terbukti secara signifikan memoderasi pengaruh variabel *DPR* terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* secara positif dan sangat kuat.

Berdasarkan uji hipotesis yang dilakukan hasil uji dapat disimpulkan dalam tabel berikut.

Tabel 4. 11 Hasil Hipotesis

Hipotesis	Hasil	Keterangan
H1	<i>ESG</i> berpengaruh positif terhadap <i>firm value</i> .	Hipotesis ditolak
H2	<i>Dividend policy</i> berpengaruh positif terhadap <i>firm value</i> .	Hipotesis diterima
H3	<i>Leverage</i> memoderasi hubungan <i>ESG</i> dan <i>firm value</i>	Hipotesis ditolak
H4	<i>Leverage</i> memoderasi hubungan <i>Dividend policy</i> dan <i>firm value</i>	Hipotesis ditolak

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2025

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1 Pengaruh *ESG* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t dapat disimpulkan bahwa *ESG performance* yang diukur melalui *ESG score* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* yang diproksikan dengan *Tobin's Q*, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa *ESG* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Selain itu, nilai koefisien yang sangat kecil mengindikasikan bahwa *ESG* tidak hanya tidak signifikan, tetapi juga memiliki pengaruh ekonomi yang sangat lemah terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan pandangan yang diungkapkan oleh Mahmood *et al.*, (2025) yang menunjukkan bahwa *ESG* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengungkapan *ESG* ini dianggap sebagai tanggung jawab perusahaan yang dapat menarik minat investor karena bisa meminimalisir risiko dimasa depan (Mahmood *et al.*, 2025).

Secara teoritis, dalam perspektif *Signaling Theory*, pengungkapan *ESG* seharusnya menjadi sinyal positif bagi investor. Informasi mengenai komitmen lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat mengurangi asimetri informasi serta mencerminkan kualitas manajemen dan prospek jangka panjang perusahaan.

Apabila sinyal tersebut dipercaya oleh pasar, maka investor akan merespons secara positif sehingga nilai perusahaan meningkat. Dengan demikian, secara teori ESG berpotensi meningkatkan *firm value*.

Namun, efektivitas ESG sebagai sinyal tidak bersifat universal. Chang & Lee (2022) menyatakan bahwa pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan sangat bergantung pada karakteristik industri. ESG cenderung memberikan dampak positif yang signifikan pada industri dengan tingkat persaingan rendah dan laju pertumbuhan tinggi, karena pada industri tersebut ESG dapat menjadi strategi diferensiasi dan sumber keunggulan kompetitif. Sebaliknya, pada industri yang telah matang dengan pertumbuhan relatif stabil dan tingkat persaingan yang ketat, ESG tidak lagi menjadi faktor pembeda utama dalam pengambilan keputusan investasi (Chang & Lee, 2022).

Sektor *consumer non-cyclicals* termasuk dalam kategori sektor defensif yang memproduksi barang kebutuhan pokok seperti makanan, minuman, dan produk rumah tangga dengan permintaan yang relatif stabil serta tidak terlalu dipengaruhi oleh siklus ekonomi (Al ishaq, 2025). Karakteristik ini menyebabkan investor lebih berorientasi pada stabilitas laba, arus kas yang konsisten, dan kemampuan perusahaan membagikan dividen secara berkelanjutan. Dalam kondisi tersebut, indikator keuangan tradisional lebih diprioritaskan dibandingkan indikator non keuangan seperti ESG (Oktadewi & Diantini, 2025). Akibatnya, meskipun ESG secara teoritis dapat menjadi sinyal positif, dalam sektor *consumer non-cyclicals* sinyal tersebut belum cukup kuat untuk memengaruhi keputusan investasi dan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks sektor yang sama, Kurniawati & Nugroho (2025) pada perusahaan *consumer non-cyclicals* periode 2021–2023 juga menemukan bahwa ESG tidak secara konsisten meningkatkan nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's Q*. Temuan tersebut semakin memperkuat bahwa pada sektor defensif, faktor fundamental keuangan tetap menjadi pertimbangan utama dalam pembentukan nilai pasar.

Dalam perspektif Islam, konsep *Environmental, Social, and Governance* (ESG) sejalan dengan prinsip tanggung jawab, keberlanjutan, dan amanah dalam aktivitas ekonomi. Islam tidak memisahkan antara aktivitas bisnis dan tanggung

jawab moral, sehingga setiap kegiatan usaha harus mempertimbangkan dampaknya terhadap lingkungan, masyarakat, dan tata kelola yang adil. Allah SWT berfirman dalam Al-Qur'an Surah Al-Hasyr ayat 18:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

Artinya: Wahai orang-orang yang beriman! Bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap orang memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat), dan bertakwalah kepada Allah. Sungguh, Allah Maha teliti terhadap apa yang kamu kerjakan.

Ayat tersebut memerintahkan setiap orang untuk memperhatikan apa yang dipersiapkan untuk hari esok. Menurut tafsir Ibnu Katsir, ayat ini mengandung makna bahwa manusia diperintahkan untuk melakukan evaluasi dan perencanaan terhadap setiap perbuatannya, karena seluruh tindakan akan dimintai pertanggungjawaban (Chasbullah, 2020). Dalam konteks perusahaan, prinsip ini dapat dimaknai sebagai kewajiban untuk memperhatikan keberlanjutan usaha dan dampak jangka panjangnya, termasuk dampak sosial dan lingkungan.

Namun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESG belum berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor *consumer non-cyclicals*. Dalam perspektif Islam, kondisi ini dapat dimaknai bahwa nilai keberlanjutan (*maslahah*) tidak selalu langsung diterjemahkan oleh pasar sebagai nilai ekonomi jangka pendek. Islam memandang tanggung jawab sosial dan lingkungan sebagai kewajiban moral yang bersifat intrinsik dan berorientasi jangka panjang, bukan semata-mata instrumen untuk meningkatkan valuasi pasar (Chasbullah, 2020). Chapra (1995) juga menegaskan bahwa tujuan perusahaan tidak semata-mata memaksimalkan keuntungan jangka pendek, melainkan menciptakan kesejahteraan berkelanjutan. Oleh karena itu, meskipun ESG belum menunjukkan pengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q* dalam penelitian ini, implementasinya tetap memiliki legitimasi normatif dalam kerangka ekonomi Islam sebagai bentuk amanah dan tanggung jawab moral perusahaan terhadap seluruh pemangku kepentingan.

4.2.2 Pengaruh *Dividend Policy* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, *dividend policy* yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki koefisien sebesar 2.110751 dengan nilai probabilitas sebesar $0.0000 < 0.05$. Hasil ini menunjukkan bahwa *dividend policy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q*. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham, maka semakin tinggi pula penilaian pasar terhadap perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan diterima.

Secara teoritis, temuan ini sejalan dengan *Signaling Theory*, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan sinyal yang dikirimkan manajemen kepada pasar mengenai prospek dan stabilitas kinerja perusahaan di masa mendatang (Alliyah *et al.*, 2024). Pembayaran dividen yang lebih tinggi mencerminkan keyakinan manajemen terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan arus kas yang berkelanjutan. Sinyal tersebut mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar yang kemudian tercermin dalam peningkatan harga saham dan nilai perusahaan (Salahudin *et al.*, 2025). Selain itu, dalam perspektif *Stakeholder Theory*, pembagian dividen merupakan bentuk tanggung jawab perusahaan kepada pemegang saham sebagai salah satu stakeholder utama (Zulfa & Purnamasari, 2025). Kebijakan dividen yang konsisten menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi pada ekspansi internal, tetapi juga memperhatikan kepentingan investor sebagai penyedia modal. Ketika kepentingan stakeholder utama terpenuhi, legitimasi dan kepercayaan terhadap perusahaan meningkat, yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini didukung oleh temuan empiris oleh Njoku & Lee (2024) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan di pasar Korea. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar merespons pembayaran dividen sebagai indikator stabilitas kinerja dan kekuatan fundamental perusahaan. Temuan ini juga konsisten dengan penelitian Tambunan (2025) yang membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap

nilai perusahaan pada perusahaan LQ45. Selain itu, penelitian oleh Pangraran *et al.*, (2025) menunjukkan bahwa *dividend policy* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, terutama ketika didukung oleh tingkat profitabilitas yang baik.

Dalam konteks sektor *consumer non-cyclicals*, hasil ini menjadi semakin relevan. Sektor ini dikenal sebagai sektor defensif dengan tingkat permintaan yang relatif stabil dan volatilitas yang lebih rendah dibandingkan sektor *cyclicals*. Investor pada sektor ini cenderung berorientasi pada stabilitas laba dan arus kas, sehingga konsistensi pembagian dividen menjadi indikator penting dalam menentukan keputusan investasi.

Dalam perspektif Islam, kebijakan dividen dapat dipahami sebagai bentuk distribusi hak pemilik modal yang harus dilakukan secara adil dan transparan. Islam mengakui kepemilikan individu atas harta, namun menekankan bahwa harta tersebut harus dikelola secara amanah dan tidak boleh ditahan atau dimanfaatkan secara zalim. Allah SWT berfirman dalam Al-Qur'an Surah An-Nisa ayat 29

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبُطْلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ۖ وَلَا

تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu.

Ayat ini mengandung prinsip bahwa pengelolaan dan distribusi harta harus dilakukan secara sah dan adil. Menurut tafsir Ibnu Katsir, ayat ini menekankan pentingnya distribusi kekayaan yang adil agar tidak terjadi penumpukan yang merugikan pihak lain. Dalam konteks korporasi, kebijakan dividen yang konsisten mencerminkan distribusi keuntungan yang adil kepada para pemegang saham, sehingga memperkuat kepercayaan dan legitimasi perusahaan.

Dengan demikian, temuan penelitian yang menunjukkan bahwa *dividend policy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dapat dipahami sebagai refleksi bahwa pasar menghargai perusahaan yang memenuhi hak stakeholder utamanya, yaitu pemegang saham. Dalam perspektif Islam, kebijakan

dividen tidak hanya dipandang sebagai strategi keuangan, tetapi juga sebagai bentuk implementasi prinsip keadilan (*‘adl*), amanah, dan distribusi yang proporsional. Ketika perusahaan menjalankan prinsip tersebut, kepercayaan meningkat, risiko ketidakpercayaan menurun, dan pada akhirnya nilai perusahaan pun meningkat.

4.2.3 Pengaruh *Leverage* dalam Memoderasi hubungan *ESG* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa *DER* secara signifikan mampu memoderasi hubungan antara *ESG performance* dan nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q* dengan arah positif. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel interaksi *ESG* dan *DER* memiliki koefisien sebesar 0,651869 dengan nilai probabilitas $0,0259 < 0,05$, yang berarti *DER* secara signifikan memoderasi pengaruh *ESG* terhadap *Tobin's Q* dengan arah positif atau memperkuat. Dengan demikian, hipotesis ketiga ditolak, karena arah moderasi yang dihasilkan tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

Temuan ini menjadi menarik karena secara parsial *ESG* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun menjadi signifikan ketika dimoderasi oleh *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa *ESG* tidak memiliki kekuatan informasi yang cukup ketika berdiri sendiri, tetapi menjadi relevan ketika dikaitkan dengan kondisi struktur keuangan perusahaan. Sejalan dengan penelitian Aydoğmuş *et al.* (2022) yang menyatakan bahwa karakteristik dan struktur keuangan perusahaan dapat mempengaruhi kekuatan hubungan *ESG* dan nilai perusahaan. *ESG* tidak bekerja secara independen, melainkan dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan (Chen *et al.*, 2023). Secara empiris, kondisi ini dapat dijelaskan bahwa pada perusahaan dengan *leverage* tinggi, investor menghadapi tingkat risiko finansial yang lebih besar. Dalam situasi tersebut, investor tidak hanya mengandalkan informasi keuangan, tetapi juga membutuhkan sinyal tambahan untuk menilai keberlanjutan dan kredibilitas perusahaan. *ESG* dalam hal ini berfungsi sebagai informasi pelengkap yang memberikan gambaran perusahaan dalam mengelola risiko dan menjaga keberlanjutan usaha (Hamdouni, 2025).

Penjelasan ini sejalan dengan *signaling theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pasar untuk mengurangi asimetri informasi (Salahudin *et al.*, 2025). Ketika perusahaan memiliki *leverage* tinggi, kebutuhan akan kepercayaan kreditur meningkat, sehingga ESG menjadi alat legitimasi yang memperkuat persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan utang tinggi yang tetap menunjukkan kinerja ESG yang baik memberi sinyal bahwa manajemen tidak hanya fokus pada pertumbuhan agresif berbasis utang, tetapi juga menjaga keberlanjutan dan disiplin operasional. Situasi risiko yang tinggi membuat pasar lebih memperhatikan sinyal kualitas tersebut, sehingga pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan menjadi lebih besar. Temuan ini didukung oleh penelitian Malik & Kashiramka (2025) yang menemukan bahwa perusahaan dengan *ESG* tinggi justru memiliki *leverage* yang lebih tinggi karena *ESG* meningkatkan kepercayaan kreditur dan mengurangi asimetri informasi. Artinya *leverage* bukan melemahkan, tetapi memperkuat efektivitas *ESG* dalam menciptakan nilai perusahaan.

Berdasarkan *stakeholder theory* oleh Freeman & David (1983) perusahaan dengan *leverage* tinggi memiliki lebih banyak pihak berkepentingan, khususnya kreditur. ESG membantu perusahaan memenuhi ekspektasi *stakeholder* tersebut melalui praktik keberlanjutan dan tata kelola yang baik. Akibatnya, legitimasi perusahaan meningkat dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, *leverage* memperbesar tekanan *stakeholder*, sehingga peran ESG menjadi semakin signifikan.

Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Alfredo *et al.* (2025) yang menemukan bahwa *leverage* secara signifikan memoderasi hubungan antara *ESG* dan nilai perusahaan dengan arah positif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa struktur modal dapat meningkatkan sensitivitas pasar terhadap faktor non keuangan seperti *ESG* dalam menentukan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian Sulyanto & Trisnawati (2025) juga membuktikan bahwa *leverage* berperan sebagai variabel moderasi dalam memperkuat hubungan antara variabel fundamental perusahaan dan nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam sektor *consumer non-cyclicals* periode 2021–2024, *leverage* tidak selalu menjadi faktor risiko yang

memperlemah, tetapi dapat berfungsi sebagai mekanisme penguat ketika dikombinasikan dengan kinerja ESG yang baik.

Dalam perspektif Islam, temuan ini mencerminkan pentingnya prinsip amanah dan tanggung jawab dalam pengelolaan perusahaan. *Leverage* yang tinggi menunjukkan adanya tanggung jawab perusahaan terhadap pihak eksternal seperti kreditur, sehingga perusahaan dituntut untuk lebih transparan dan bertanggung jawab, termasuk dalam aspek ESG. Hal ini sejalan dengan QS. Al-ahzab ayat 72.

إِنَّا عَرَضْنَا الْأَمَانَةَ عَلَى السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَالْجِبَالِ فَأَبَيْنَ أَنْ يَحْمِلْنَهَا وَأَشْفَقْنَ مِنْهَا وَحَمَلَهَا الْإِنْسَانُ

إِنَّهُ كَانَ ظَلُومًا جَهُولًا ۝

Artinya: Sesungguhnya Kami telah mengemukakan amanat kepada langit, bumi dan gunung-gunung, maka semuanya enggan untuk memikul amanat itu dan mereka khawatir akan mengkhianatinya, dan dipikullah amanat itu oleh manusia. Sesungguhnya manusia itu amat zalim dan amat bodoh,

Menurut tafsir Ibnu Katsir ayat ini menjelaskan bahwa amanah mencakup seluruh kewajiban yang dibebankan kepada manusia, baik yang berkaitan dengan hak Allah maupun sesama manusia (Ibnukatsironline, 2015). Ayat ini menekankan pentingnya keseimbangan antara kepentingan dunia dan akhirat. Dalam konteks perusahaan amanah dapat dimaknai sebagai tanggung jawab pengelolaan dana investor, kreditur, dan *stakeholder* secara jujur, transparan, dan tidak merugikan pihak lain. Ketika perusahaan mampu menjaga tanggung jawab lingkungan, sosial, dan tata kelola secara baik, maka hal ini akan meningkatkan kepercayaan *stakeholder* dan memberikan nilai tambah bagi perusahaan secara berkelanjutan.

4.2.4 Pengaruh *Leverage* dalam Memoderasi hubungan *Dividend Policy* terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis keempat dalam penelitian ini menyatakan bahwa *leverage* memoderasi pengaruh *dividend policy* terhadap nilai perusahaan dengan arah memperlemah. Namun, hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *DPR* dan *DER* memiliki koefisien sebesar 1,535495 dengan probabilitas $0,0000 < 0,05$. Hal ini berarti *leverage* secara signifikan memoderasi hubungan

tersebut dengan arah memperkuat. Dengan demikian, hipotesis keempat ditolak, karena arah moderasi yang dihasilkan tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

Berdasarkan *signaling theory* dividen dipandang sebagai sinyal mengenai prospek laba dan stabilitas arus kas perusahaan. Ketika perusahaan membagikan dividen, pasar menafsirkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan keyakinan terhadap keberlanjutan pendapatan di masa depan (Tambunan, 2025). Namun, ketika *leverage* tinggi perusahaan berada dalam kondisi risiko finansial yang lebih besar karena memiliki kewajiban tetap kepada kreditur. Dalam situasi seperti ini, pasar akan lebih skeptis terhadap kemampuan perusahaan mempertahankan kinerja dan arus kasnya. Ketika perusahaan tetap mampu membagikan dividen saat *leverage* tinggi, tindakan tersebut menjadi sinyal yang jauh lebih kuat dibandingkan perusahaan dengan *leverage* rendah. Dividen pada perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi mencerminkan bahwa manajemen yakin terhadap stabilitas laba dan kecukupan arus kas setelah memenuhi kewajiban utangnya. Dengan kata lain, risiko yang melekat pada *leverage* membuat kebijakan dividen menjadi lebih kredibel sebagai sinyal. Investor kemudian merespons sinyal ini dengan peningkatan penilaian pasar, sehingga pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan menjadi lebih besar pada tingkat *leverage* yang tinggi.

Selain itu, dalam perspektif *stakeholder theory*, perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada kreditur sebagai salah satu *stakeholder* utama. Ketika perusahaan mampu menjaga keseimbangan antara kewajiban kepada kreditur (melalui pengelolaan *leverage*) dan hak pemegang saham (melalui pembagian dividen), perusahaan dipersepsikan mampu mengelola kepentingan para *stakeholder* secara harmonis. Keseimbangan ini meningkatkan legitimasi dan reputasi perusahaan di mata pasar.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Saragih & Rusdi (2022) yang menemukan bahwa *leverage* tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Perbedaan ini disebabkan oleh 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. Sedangkan dalam

penelitian yang dilakukan penulis, pasar justru menafsirkan kombinasi *leverage* dan dividen sebagai sinyal kekuatan arus kas dan efisiensi struktur modal, khususnya dalam sektor *consumer non-cyclicals* yang cenderung memiliki pendapatan stabil.

Dalam perspektif Islam, pembagian dividen mencerminkan prinsip keadilan dalam distribusi keuntungan kepada pemegang saham. Sementara itu, *leverage* mencerminkan amanah karena perusahaan mengelola dana yang berasal dari pihak lain. Ketika perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi tetap mampu membagikan dividen secara konsisten, hal ini menunjukkan tanggung jawab dan transparansi dalam pengelolaan sumber daya. Prinsip ini sejalan dengan nilai amanah dan keadilan dalam Islam, di mana perusahaan tidak hanya berorientasi pada keuntungan, tetapi juga pada pemenuhan hak-hak pihak yang berkepentingan. Sesuai firman Allah Q.S An-nisa ayat 58

إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ إِنَّ اللَّهَ نِعِمَّا

يَعِظُكُمْ بِهِ ۗ إِنَّ اللَّهَ كَانَ سَمِيعًا بَصِيرًا ﴿٥٨﴾

Artinya: Sesungguhnya Allah menyuruh kamu menyampaikan amanah kepada pemiliknya. Apabila kamu menetapkan hukum di antara manusia, hendaklah kamu tetapkan secara adil. Sesungguhnya Allah memberi pengajaran yang paling baik kepadamu. Sesungguhnya Allah Maha Mendengar lagi Maha Melihat.

Menurut tafsir Ibnu Katsir, ayat ini mengandung perintah umum untuk menunaikan segala bentuk amanah kepada yang berhak, baik dalam urusan harta, kekuasaan, maupun tanggung jawab lainnya (Ibnukatsironline, 2015). Amanah mencakup seluruh hak yang harus diberikan kepada pemiliknya secara adil dan tidak dikurangi. Keadilan dalam ayat ini juga bermakna menempatkan sesuatu pada tempatnya dan tidak berlaku zalim terhadap pihak mana pun.

BAB V

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, diperoleh beberapa simpulan yang disajikan dalam beberapa poin sebagai berikut:

1. *ESG* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa pasar belum sepenuhnya menjadikan *ESG* sebagai pertimbangan utama dalam menentukan valuasi perusahaan pada sektor *consumer non-cyclicals*.
2. *Dividend policy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa pembagian dividen menjadi sinyal positif bagi investor terkait kinerja dan stabilitas keuangan perusahaan.
3. *Leverage* terbukti memoderasi pengaruh *ESG* terhadap nilai perusahaan dengan arah memperkuat. Hasil ini menunjukkan bahwa meskipun *ESG* tidak berpengaruh secara langsung, keberadaan *leverage* mampu meningkatkan relevansi *ESG* dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga pengaruhnya menjadi signifikan dalam kondisi tertentu.
4. *Leverage* juga terbukti secara signifikan dan sangat kuat memoderasi hubungan antara *dividend policy* dan nilai perusahaan ke arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi, kebijakan dividen menjadi sinyal yang lebih kuat bagi investor, sehingga semakin meningkatkan nilai perusahaan.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, beberapa saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi Perusahaan

Perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* disarankan untuk tidak hanya meningkatkan kinerja *ESG* secara formalitas, tetapi juga memastikan bahwa pengungkapan *ESG* dilakukan secara lebih transparan dan relevan agar dapat meningkatkan kepercayaan investor. Selain itu, perusahaan juga

perlu mengelola struktur modal secara optimal, karena *leverage* terbukti mampu memperkuat pengaruh *ESG* terhadap nilai perusahaan.

2. Bagi Investor

Investor disarankan untuk tidak hanya mempertimbangkan faktor keuangan seperti dividen, tetapi juga memperhatikan interaksi antara *ESG* dan *leverage*. Hal ini penting karena pengaruh *ESG* terhadap nilai perusahaan terbukti bersifat kondisional dan menjadi lebih relevan pada perusahaan dengan tingkat *leverage* tertentu.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti memiliki beberapa saran yang disajikan dalam poin berikut:

1. Memperluas periode pengamatan agar dapat menangkap dinamika jangka panjang pengaruh *ESG* terhadap nilai perusahaan.
2. Menggunakan proksi *ESG* yang berbeda, seperti *ESG rating* dari lembaga internasional atau indeks keberlanjutan lainnya, untuk memperoleh hasil yang lebih komprehensif.
3. Menambahkan variabel moderasi atau mediasi lain seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, atau kualitas tata kelola guna memperdalam analisis hubungan antara *ESG*, kebijakan dividen, *leverage*, dan nilai perusahaan.
4. Menguji sektor industri lain yang memiliki karakteristik berbeda untuk mengetahui apakah hasil penelitian ini bersifat sektoral atau dapat digeneralisasi secara lebih luas.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanti, M. R. (2011). *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta: Salemba Empat.
- Akhyaar, Sitti, A. (2025). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Periode 2022-2023 Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022. *Japb*, 6, 78–86.
- Al ishaq, A. M. (2025). *Saham Non-Cyclicals jadi Benteng Terakhir IHSIG Jika PDB RI Tak Capai 5%*. Bisnis.Com. <https://market.bisnis.com>
- 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. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- 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>
- Angir, P. (2024). *The Influence of Environmental , Social , and Governance (ESG) Disclosure on Firm Value : An Asymmetric Information Perspective in Indonesian Listed Companies*. 15(March). <https://doi.org/10.21512/bbr.v15i1.10460>
- 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>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data*.
- Basuki, A. T. R. I., & Prawoto, N. (2016). Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of Financial Management*.

- Budi, F., & Gusni. (2025). Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, dan ESG Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 9(1), 1–19. <https://doi.org/https://doi.org/10.31955/mea.v9i1.5167>
- Candradewi, M. R., & Rahyuda, H. (2023). *The Effect of Macroeconomic Indicators on Profitability and Firm Value*. *Ekuitas: Jurnal Pendidikan Ekonomi*, 11(2), 171–184.
- 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>
- Chapra, M. U. (1995). *Islam and the Economic Challenge*.
- Chasbullah, A. (2020). *Tafsir Surat Al-Hasyr Ayat 18: Intropeksi Diri, Manajemen Waktu, dan Tabungan Kebaikan dalam Al Quran*. Tafsir Tematik. <https://tafsiralquran.id>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). *Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance*. *Journal of Environmental Management, Volume 345*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Cicilia, S. (2024). *Simak Prospek Saham - Saham ESG di Sisa Kuartal IV 2024*. Kontan.Co.Id. insight.kontan.co.id
- El-Deeb, M. S., & Allam, M. F. (2024). *The moderating effect of dividend policy on the relationship between the corporate risk disclosure and firm value: evidence from Egypt*. *Future Business Journal*, 10(1), 1–15. <https://doi.org/10.1186/s43093-024-00311-x>
- Eriandani, R., & Winarno, W. A. (2024). *ESG Risk and Firm Value: The Role of Materiality in Sustainability Reporting*. *Quality Innovation Prosperity*, 28(2), 16–34. <https://doi.org/10.12776/qip.v28i2.2019>
- Fachrezi, M. F., Fauziah, S., Iqbal, M., Firmansyah, A., Pembangunan, U., & Veteran, N. (2024). *Esg risk dan nilai perusahaan di indonesia*. 3(2), 64–76.
- Fachrizal, M., Darma, W., & Asfiah, N. (2024). *Penerapan Environmental , Social , dan Governance (ESG) Pada Program Insfrastruktur Di Indonesia : Menuju*

Sustainable Business. 2(3).

- 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*.
- 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*.
- Hu, P., Wang, D. D., & Wang, Y. (2025). *The Double Signal of ESG Reports : Readability , Growth , and Institutional Influence on Firm Value*.
- Ibnukatsironline. (2015). *Tafsir Surat Al-Ahzab, AYAT 72-23*. <http://www.ibnukatsironline.com>
- Istiqomah, Y. Z. N. (2025). *Volatilitas Indeks Harga Saham Dan Indikator Ekonomi Makro*. *Jurnal Ekonomi, Bisnis Dan Pendidikan*, 5(3), 5. <https://doi.org/10.17977/um066.v5.i3.2025.5>
- 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)*. 18(April), 137–151.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*.
- Kurnia, N. (2023). *Apa itu Consumer Non Cyclical: Definisi dan Contoh Sahamnya di Pasar Modal*. *IDX Channel*. <https://www.idxchannel.com/market-news/apa-itu-consumer-non-cyclical-definisi-dan-contoh-sahamnya-di-pasar-modal>
- 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.
- Learn Quran, T. (2025). *Tafsir Surat Al - A'raf Ayat 56*. *Learn Quran Tafsir*. <https://tafsir.learn-quran.co/id/surat-7-al-a'raf/ayat-56>

- Li, L. (2023). *The influence mechanism of green advertising on consumers' intention to purchase energy-saving products: Based on the S-O-R model*. *Journal of University of Science and Technology of China*, 53(8). <https://doi.org/10.52396/JUSTC-2021-0015>
- 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>
- Lubis, Z. (2024a). *Surat An-Nisa Ayat 58: Urgensi Menjaga Amanah*. Nu Online. Islam.nu.or.id
- Lubis, Z. (2024b). *Tafsir Surat Al-Baqarah Ayat 282: 3 Kelompok yang Ditanggihkan Transaksi Keuangannya*. Nu Online. Islam.nu.or.id
- Lubis, Z. (2025). *Surat Al - Maidah Ayat 2: Prinsip Tolong - Menolong dalam Kebaikan*. Nu Online. Islam.nu.or.id
- M. Iqbal Hasan. (2017). *Pokok-Pokok Materi Statistik I (Statistik Deskriptif)* (2nd ed.). Bumi Aksara.
- 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>
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2025). *ESG disclosure and its impact on firm leverage: Moderating role of quality of financial reporting and financial constraints*. *Global Finance Journal*, 65. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.gfj.2025.101099>
- Mathori, M., & Wulandaru, D. R. (2025). *Pengaruh Kepedulian Lingkungan terhadap Loyalitas Pelanggan Melalui Persepsi Keberlanjutan Produk*. *Journal UNIMMA*, 437–448. <https://doi.org/https://doi.org/10.31603/conference.14502>
- Mediyanti, S., Kadriyani, E., Sartika, F., Astuti, I. N., Eliana, E., & Wardayani, W. (2021). *Tobin ' s Q Ratio Sebagai Alat Ukur Nilai Perusahaan Bank Tobin ' s Q Ratio as a Measure Tool for the Value of a Islamic*. *JUPIIS: Jurnal Pendidikan Ilmu-Ilmu Sosial*, 13(1), 242–247.

- Msn. (2025). *Grafik Perbandingan Indeks Saham 5 Tahun*. Msn Indonesia.
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/irjmis.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>
- Purba, H. Y., Hastuti, D., & Misral. (2025). Pengaruh Keputusan Investasi, Struktur Modal, dan Kewajiban Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Consumer Non - Cyclical Tahun 2021 - 2024. *Jurnal Manajemen Universitas Muhammadiyah Riau*, 5(2), 556–566.
- Purwanti, T., Kuntaryanto, O., Utami, T., Marjukah, A., Darmawansyah, I., Aviation, I., & Curug, P. (2025). *MODERATING LEVERAGE ON THE EFFECT OF CORPORATE*. 5(1), 46–55.
- PwC Global. (2024). *Voice of the Consumer 2025*. In *PwC Global*.
<https://www.pwc.com/gx/en/issues/c-suite-insights/voice-of-the-consumer-survey.html>
- Rahmawati, A. (2024). *Boikot Produk Unilever di Indonesia! Saham UNVR Mengalami Penurunan Akibat Pro Israel*. Kompasiana.
- Rani, N. P. D. C. (2025). *Pengaruh Pengungkapan Enviromental, Social,*

Governance (ESG) dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Consumer Non-Cyclicals yang Terdapat di BEI Periode 2021-2024. Politeknik Negeri Bali.

Ristiani, L., & Sudarsi, S. (2022). *Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan.* 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).* 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>

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.

Sudiyanto, B., & Puspitasari, E. (2010). *Tobin's Q and Altman Z-Score as Indicators of Performance Measurement Company.* *Kajian Akuntansi*, 2(1), 9–21.

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.* 8(1), 49–58.

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>

Ubab, A. J. (2023). *Tafsir Surat Al-Baqarah Ayat 188: Larangan Mengambil Hak Orang Lain Secara Batil.* Nu Online. Islam.nu.or.id

Utami, E. M., Yuliani, R., & Fatihat, G. G. (2023). Analisis Dampak Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Di Sektor Properti. *Jurnal Ilmia MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 7(2), 181–195.

Vauzi, M. R. (2024). *Banyak Kasus Menjerat! Investor Mulai Tinggalkan Astra Agro (AALI).* Emitennews.Com. <https://www.emitennews.com>

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data.*

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>

LAMPIRAN – LAMPIRAN

Lampiran 1 Biodata Peneliti

BIODATA PENELITI

Data Pribadi

Nama Lengkap : Dela Wikinanda
Tempat, tanggal lahir : Malang, 04 Januari 2004
Alamat Asal : Dusun Krajan, Sukonolo, Bululawang, Kab. Malang
Telepon/Hp : 085330879010
E-mail : delawikinanda@gmail.com

Riwayat Pendidikan Formal

2022-2026 : Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, UIN Maulana
Malik Ibrahim Malang
2019-2022 : MAN 1 Malang
2016-2019 : MTSN 6 Malang
2010-2016 : SDN 1 Sukonolo

Pendidikan Non Formal

2022-2023 : Program Khusus Perkuliahan Bahasa Arab (PKPBA) UIN Malang
2023-2024 : Program Khusus Perkuliahan Bahasa Inggris (PKPBI) UIN
Malang

Pengalaman Organisasi

2023-2026 : Anggota Koperasi Mahasiswa Padang Bulan UIN Maulana Malik
Ibrahim Malang
2024 : Anggota Kedinasan Luar Negeri Dewan Eksekutif Mahasiswa
Fakultas Ekonomi UIN Malang periode 2024

Lampiran 2 Bebas Plagiasi

30/04/26, 09.50

Print Bebas Plagiarisme



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI
Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIARISME

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Zuraidah, M.S.A
NIP : 197612102009122001
Jabatan : **UP2M**

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Dela Wikinanda
NIM : 220501110223
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul Skripsi : **PENGARUH ESG PERFORMANCE DAN DIVIDEND POLICY TERHADAP FIRM VALUE DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN CONSUMER NON-CYCLICALS DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2021 – 2024**

Menerangkan bahwa penulis skripsi mahasiswa tersebut dinyatakan **LOLOS PLAGIARISM** dari **TURNITIN** dengan nilai *Originaly report*:

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
24%	20%	9%	15%

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan di berikan kepada yang bersangkutan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 30 April 2026
UP2M



Zuraidah, M.S.A

Lampiran 3 Jurnal Bimbingan

#	Tanggal	Deskripsi	File	Status	Aksi
1	19 September 2025	Pengajuan Judul	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
2	28 Oktober 2025	Konsultasi proposal penelitian	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
3	7 November 2025	Pengajuan Revisi Proposal	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
4	18 November 2025	Bimbingan Revisi Proposal	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
5	3 Desember 2025	Bimbingan Proposal dan PPT	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
6	15 April 2026	Bimbingan Bab 1 - 5		SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
7	17 April 2026	Bimbingan Artikel Jurnal	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
8	22 April 2026	Bimbingan Revisi Skripsi	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT
9	28 April 2026	Bimbingan Revisi Jurnal	BIMBINGAN	SUDAH DIKOREKSI	/ EDIT

Lampiran 4 Daftar Perusahaan

No	Kode	Nama Perusahaan
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.
2.	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk.
3.	BISI	BISI International Tbk.
4.	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk.
5.	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk
6.	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
7.	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
8.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
9.	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.
10.	MYOR	Mayora Indah Tbk.
11.	SGRO	Sampoerna Agro Tbk.
12.	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk.
13.	SKLT	Sekar Laut Tbk.
14.	ULTJ	Ultrajaya <i>Milk Industry & Trading Company</i> Tbk.
15.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
16.	CLEO	Sariguna Primatirta Tbk.
17.	GOOD	Garudafood Putra Putri Jaya Tbk.
18.	TAPG	Triputra Agro Persada Tbk.

Lampiran 5 Tabulasi Data

No.	CODE	YEAR	Y	X1	X2	Z
1.	AALI	2021	0,9050	0,2650	0,4501	0,4359
		2022	0,7676	0,1997	0,4503	0,3150
		2023	0,6864	0,1804	0,4502	0,2783
		2024	0,6086	0,7778	0,4495	0,2410
2.	AMRT	2021	2,5081	0,2821	0,3997	2,0583
		2022	4,2059	0,2821	0,8918	1,6804
		2023	4,0941	0,5897	0,3499	3,2319
		2024	1,6054	0,5897	0,4499	1,1925
3.	BISI	2021	1,0820	0,2185	0,5357	0,1481
		2022	1,5131	0,3675	0,3900	0,1181
		2023	1,3468	0,4530	0,4029	0,1320
		2024	1,0577	0,4530	0,4706	1,0126
4.	DSNG	2021	0,8742	0,6410	0,2915	0,9518
		2022	0,8828	0,2482	0,2635	0,8820
		2023	0,8142	0,7949	0,2777	0,8199
		2024	1,0099	0,1545	0,2227	0,7593
5.	EPMT	2021	1,0479	0,1880	0,6549	0,4211
		2022	1,0299	0,5726	0,6552	0,4574
		2023	0,9742	0,5983	0,6531	0,5012
		2024	0,9133	0,6239	0,6536	0,5160
6.	HMSP	2021	2,5644	0,3620	0,6587	0,8187
		2022	2,2692	0,5812	0,5171	0,9449
		2023	2,3420	0,6325	0,9956	0,8519
		2024	1,8382	0,7094	0,9836	0,9146
7.	ICBP	2021	1,3942	0,3590	0,3918	1,1481
		2022	1,5130	0,6752	0,4779	1,0063
		2023	1,5133	0,6838	0,3336	0,9204
		2024	1,5205	0,6923	0,4118	0,8800
8.	INDF	2021	0,8246	0,3932	0,3186	1,0609
		2022	0,8084	0,7009	0,3549	0,9272
		2023	0,7651	0,7094	0,2878	0,8572
		2024	0,7948	0,7094	0,2845	0,8507
9.	LSIP	2021	0,8223	0,5385	0,3506	0,1629
		2022	0,6770	0,5385	0,3489	0,1355
		2023	0,5785	0,5726	0,3492	0,6503
		2024	0,5732	0,5299	0,3002	0,3642

10.	MYOR	2021	2,7197	0,1538	0,3957	2,5463
		2022	2,9331	0,1538	0,4029	0,7356
		2023	2,6921	0,6496	0,3850	3,0903
		2024	2,5155	0,6752	0,4099	0,7383
11.	SGRO	2021	0,9153	0,5556	0,3181	1,1214
		2022	0,8623	0,1502	0,4989	0,9585
		2023	0,8155	0,1457	0,4549	0,8263
		2024	0,7834	0,3193	0,8017	0,7234
12.	SIMP	2021	0,6485	0,5214	0,2076	0,8116
		2022	0,5952	0,5128	0,1980	0,7061
		2023	0,5495	0,6154	0,2148	0,6119
		2024	0,5133	0,6068	0,2000	0,5528
13.	SKLT	2021	2,2706	0,2308	0,3923	0,6409
		2022	1,7318	0,2222	0,2482	0,7491
		2023	1,8817	0,2222	0,4436	0,5702
		2024	1,3022	0,2222	0,5667	0,6641
14.	ULTJ	2021	2,7553	0,5324	0,2271	0,4415
		2022	2,5209	0,1368	0,3608	0,2668
		2023	2,5681	0,3932	0,3953	0,1252
		2024	2,3404	0,3932	0,4117	0,1393
15.	UNVR	2021	1,6150	0,3077	0,4355	3,4127
		2022	4,0651	0,6667	0,9956	2,7860
		2023	3,5731	0,8120	0,8110	2,7004
		2024	4,3877	0,8034	0,9966	2,5907
16.	CLEO	2021	4,4405	0,2222	1,0053	3,0508
		2022	2,1599	0,5214	0,7555	0,4806
		2023	1,4548	0,5470	0,2066	0,5161
		2024	2,6424	0,5470	0,5119	2,3514
17.	GOOD	2021	2,1410	0,3077	0,5211	1,2242
		2022	1,1297	0,6410	0,5207	1,1863
		2023	2,6098	0,7863	0,5721	0,9001
		2024	2,3279	0,8205	0,5613	1,1049
18.	TAPG	2021	1,3466	0,5128	0,4282	0,5965
		2022	1,1510	0,5128	0,2531	0,3950
		2023	0,9625	0,2057	0,3178	0,2229
		2024	1,2733	0,7949	0,3057	0,2688

Lampiran 6 Hasil *Output E-views*

Statistik Deskriptif

	Y_TBQ	X1_ESG	X2_DPR	Z_DER
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
Jarque-Bera	15.02801	4.936779	18.92129	40.01718
Probability	0.000545	0.084721	0.000078	0.000000
Sum	119.9206	34.28933	33.45858	69.45387
Sum Sq. Dev.	74.76334	3.083684	3.117239	47.08796
Observations	72	72	72	72

Uji Pemilihan Model

1. Uji *Chow*

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: EQ1_FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.786083	(17,51)	0.0000
Cross-section Chi-square	85.129126	17	0.0000

2. Uji *Hausman*

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: EQ2_REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.433207	3	0.2183

3. 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	30.24895 (0.0000)	1.147421 (0.2841)	31.39637 (0.0000)
Honda	5.499905 (0.0000)	-1.071178 (0.8580)	3.131583 (0.0009)
King-Wu	5.499905 (0.0000)	-1.071178 (0.8580)	1.142527 (0.1266)
Standardized Honda	6.098397 (0.0000)	-0.810023 (0.7910)	0.180539 (0.4284)
Standardized King-Wu	6.098397 (0.0000)	-0.810023 (0.7910)	-1.283226 (0.9003)
Gourieroux, et al.	--	--	30.24895 (0.0000)

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinieritas

Variance Inflation Factors

Date: 02/13/26 Time: 19:15

Sample: 1 72

Included observations: 72

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

Uji Hipotesis

1. Uji t, Uji F, dan Koefisien Determinasi

Dependent Variable: Y_TBQ
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 02/13/26 Time: 19:14
 Sample: 2021 2024
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 18
 Total panel (balanced) observations: 72
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.684777	0.315266	2.172058	0.0333
X1_ESG	-0.000177	0.333458	-0.000530	0.9996
X2_DPR	2.110751	0.420896	5.014902	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.769989	0.7135
Idiosyncratic random		0.487906	0.2865

Weighted Statistics			
R-squared	0.270370	Mean dependent var	0.503050
Adjusted R-squared	0.249222	S.D. dependent var	0.558464
S.E. of regression	0.483895	Sum squared resid	16.15665
F-statistic	12.78426	Durbin-Watson stat	1.755505
Prob(F-statistic)	0.000019		

2. Uji MRA

Dependent Variable: Y_TBQ
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 02/13/26 Time: 19:14
 Sample: 2021 2024
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 18
 Total panel (balanced) observations: 72
 Swamy and Arora estimator of component variances

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

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.627246	0.7408
Idiosyncratic random		0.370995	0.2592

Weighted Statistics			
---------------------	--	--	--

R-squared	0.579506	Mean dependent var	0.472340
Adjusted R-squared	0.547650	S.D. dependent var	0.550524
S.E. of regression	0.370265	Sum squared resid	9.048361
F-statistic	18.19165	Durbin-Watson stat	2.020617
Prob(F-statistic)	0.000000		
