

ESG Score, Leverage Capex, dan Asset Growth: Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Firm Value (Tobin's) Pada Sektor Consumer Cyclical 2020-2024

Chori Vernanda¹⁾, Naili Amalia²⁾

^{1,2}Universitas Slamet Riyadi, Surakarta

email: ¹chorivernanda123@gmail.com, ²nailiamalia25@gmail.com

Article Information

Submit: 31-03-2026

Revised: 06-05-2026

Accepted: 29-05-2026

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh ESG Score, leverage, capex, dan asset growth terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) pada perusahaan consumer cyclical di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Metode yang digunakan adalah regresi data panel dengan model Fixed Effect sebagai model terbaik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial hanya leverage yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan ESG Score, capex, dan asset growth tidak signifikan. Namun, secara simultan seluruh variabel berpengaruh signifikan. Temuan ini menegaskan bahwa struktur pendanaan menjadi faktor utama dalam pembentukan nilai perusahaan pada sektor consumer cyclical.

Kata Kunci: Asset Growth, CAPEX, ESG Score, Leverage, Tobin's Q

Abstract

This study aims to analyze the influence of ESG Score, leverage, capex, and asset growth on firm value (Tobin's Q) for consumer cyclical companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period. The method used is panel data regression with the Fixed Effects model as the best fit. The results indicate that, when analyzed individually, only leverage has a positive and significant effect on firm value, while the ESG Score, capex, and asset growth do not. However, when analyzed simultaneously, all variables have a significant effect. These findings confirm that financing structure is a key factor in determining firm value within the consumer cyclical sector.

Keywords: Asset Growth, CAPEX, ESG Score, Leverage, Tobin's Q

PENDAHULUAN

Faktor keuangan seperti *leverage*, *capital expenditure*, dan *asset growth* diyakini memengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan pendanaan dan keputusan investasi perusahaan (Myers, 1997). Namun demikian, hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh *ESG score*, *leverage*, *CAPEX*, dan *asset growth* terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*) masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, baik positif, negatif, maupun tidak signifikan. Hal ini bisa dilihat dari *gap research* yang tertera dalam latar belakang diatas. Penelitian yang secara khusus mengkaji hubungan variabel-variabel tersebut pada sektor *consumer cyclical* di Indonesia masih relatif terbatas. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk menguji secara empiris faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan pada sektor *consumer cyclical*.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan, manajemen perlu mengelola keuangan secara efektif serta memastikan operasional berjalan optimal. Salah satu indikator yang umum digunakan untuk menilai nilai perusahaan adalah Tobin's Q, yaitu rasio yang membandingkan nilai pasar aset perusahaan dengan biaya penggantian aset tersebut. Berdasarkan konsepnya, rasio Q dianggap lebih baik dibandingkan rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini menekankan pada perbandingan nilai perusahaan saat ini terhadap biaya yang diperlukan untuk memperoleh aset tersebut pada masa kini (Ningrum, 2021).

Penelitian terdahulu yang belum konsisten menjadikan penelitian ini perlu dilakukan. Dalam sebuah studi meta-analisis yang dilakukan oleh Friede et al. (2015) terhadap lebih dari 2.000 penelitian, ditemukan bahwa lebih dari 90% dari hasil penelitian menunjukkan hubungan positif antara kinerja ESG dan kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Temuan serupa juga

dikemukakan oleh Fatemi et al. (2018) yang menyatakan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, terutama jika perusahaan memiliki tingkat transparansi yang tinggi. Pada negara berkembang, hasilnya memiliki variasi. Penelitian oleh Nugroho & Hapsari (2023) mengenai perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengindikasikan bahwa skor ESG belum berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan meskipun mempengaruhi laba. Ini menunjukkan bahwa pasar modal di negara berkembang masih dalam tahap transisi dalam mempertimbangkan faktor keberlanjutan sebagai faktor penentu nilai perusahaan. Selain itu, penelitian oleh Kongprajya & Jitmaneeroj (2024) di Thailand menemukan bahwa pengumuman peringkat ESG oleh Bursa Efek Thailand (SET) memiliki dampak positif terhadap nilai perusahaan jangka pendek karena memberikan sinyal kepada investor tentang komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian (Buallay, 2019) yang menunjukkan ESG memiliki dampak negatif terhadap nilai perusahaan. Ini terjadi karena pengeluaran ESG mengurangi keuntungan jangka pendek, dampak dari setiap dimensi ESG bervariasi, karakteristik industri perbankan, manfaat jangka panjang belum terwujud dalam periode studi, dan masalah pelaporan yang tidak jelas. Penelitian ini mengungkapkan dampak ESG terhadap Tobin's Q yang berbeda dengan penelitian sebelumnya, sehingga memberikan peluang untuk penelitian lanjutan di sektor dan negara lain, terutama di pasar berkembang.

Di sisi lain, penggunaan utang dalam struktur modal juga menjadi faktor penting dalam menentukan nilai perusahaan. Menurut teori struktur modal Franco Modigliani & Merton Miller (1958), utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena memberikan manfaat pajak. Namun, penggunaan utang berlebihan bisa meningkatkan risiko kebangkrutan dan menurunkan kepercayaan investor, menurut Myers (2001). Fenomena ini dibuktikan oleh penelitian Sari & Wibowo (2022) terhadap perusahaan industri barang konsumsi di Indonesia, yang menemukan bahwa utang memiliki dampak negatif terhadap nilai perusahaan, menggambarkan bahwa investor cenderung melihat struktur modal yang tinggi sebagai elemen risiko. Berbeda dengan penelitian Buallay (2019) yang menunjukkan hasil sebaliknya. Buallay (2019) menemukan bahwa penggunaan leverage memberikan dampak positif dan signifikan terhadap Tobin's Q pada perusahaan LQ45 di Indonesia. Temuan ini menunjukkan bahwa pemanfaatan utang dapat menyokong nilai perusahaan, karena utang bertindak sebagai alat pengendalian manajerial, mendorong efisiensi dalam pengelolaan perusahaan, dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa mendatang.

Faktor lain yang juga penting adalah belanja modal (*Capex*), yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam berinvestasi pada aset tetap untuk tujuan ekspansi dan modernisasi. Penelitian Chen & Ho (2000) menunjukkan bahwa *Capex* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena menandakan pertumbuhan jangka panjang. Namun, hasil penelitian Biddle et al. (2009) menunjukkan bahwa investasi yang tidak efisien justru menurunkan nilai perusahaan. Fenomena ini membuktikan bahwa tidak semua belanja modal mampu meningkatkan nilai, tergantung pada cara pengelolaannya.

Pertumbuhan aset juga merupakan faktor yang perlu diperhatikan. Pertumbuhan aset yang tinggi dapat mencerminkan ekspansi bisnis dan prospek ke depan, namun dapat pula menjadi indikasi adanya *over-investment*. Sesuai dengan penelitian Biddle et al., (2009) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan aset yang terlalu tinggi cenderung memiliki imbal hasil saham dan nilai perusahaan yang lebih rendah di masa depan karena efisiensi aset menurun. Berbeda dengan peneliti Putri & Sari (2020), penelitian ini mengkaji pengaruh pertumbuhan aset (*asset growth*) terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya *asset growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan meningkatnya aset memberikan sinyal bahwa nilai perusahaan cenderung meningkat.

Pergerakan indeks sektor di pasar modal menggambarkan reaksi investor terhadap keadaan ekonomi makro, prospek industri, dan kinerja dasar perusahaan di sektor tersebut. Perubahan tren

indeks sektoral merupakan indikator krusial untuk menilai dinamika nilai perusahaan, sebab fluktuasi harga saham secara fundamental mencerminkan pandangan pasar terhadap kinerja serta prospek perusahaan di masa depan (Bursa Efek Indonesia, 2026). Pergerakan indeks sektoral BEI dari tahun 2021 hingga awal 2026, IDX Consumer Cyclical (IDXCYCLIC) menunjukkan perubahan kinerja yang tidak linier dan sangat responsif terhadap siklus ekonomi. Dalam tahap awal pengamatan (2021–2022), IDXCYCLIC menunjukkan peningkatan bertahap, seiring dengan fase pemulihan ekonomi setelah pandemi dan bertambahnya konsumsi masyarakat. Meskipun begitu, tren baik itu tidak selalu stabil, karena selama 2023 hingga awal 2024 indeks ini melewati fase koreksi dan pergerakan datar, mencerminkan tekanan dari inflasi, peningkatan suku bunga, serta menurunnya daya beli yang berdampak langsung pada sektor konsumsi non-primer.

Memasuki pertengahan 2024 hingga awal 2025, IDXCYCLIC kembali mengalami penurunan signifikan, bahkan sempat mencapai level yang hampir serupa dengan titik awal pengamatan. Keadaan ini menunjukkan bahwa sektor consumer cyclical adalah salah satu sektor yang paling terpengaruh oleh ketidakpastian makroekonomi, karena permintaan produk dan layanan dari sektor ini sangat tergantung pada harapan pendapatan serta kondisi keuangan konsumen. Meski demikian, pada semester kedua 2025 hingga awal 2026, IDXCYCLIC mengalami pemulihan yang signifikan, dengan peningkatan kumulatif sekitar 77,50%, yang mencerminkan harapan pasar terhadap prospek pemulihan konsumsi dan kinerja perusahaan-perusahaan di sektor tersebut. Hal ini yang menjadi fenomena utama dalam penelitian ini.

Urgensi dari penelitian ini adalah adanya kenaikan indeks saham *consumer Cyclical* diakhir 2025 sampai awal 2026 dan hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh *ESG score*, *leverage*, *CAPEX*, dan *asset growth* terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*) masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, baik positif, negatif, maupun tidak signifikan. Situasi ini menuntut adanya studi mendalam mengenai faktor-faktor internal yang memengaruhi nilai perusahaan, khususnya variabel *ESG score*, *leverage*, *Capex*, dan pertumbuhan aset.

METODE PENELITIAN

Studi ini berfokus pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam sektor siklikal konsumen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2020 hingga 2024. Sektor ini mencakup perusahaan otomotif, barang-barang mewah, pakaian dan sepatu, ritel, layanan hiburan dan rekreasi, serta industri perhotelan dan pariwisata. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. “Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka atau data kualitatif yang diangkakan” (Sugiyono, 2024). Data kuantitatif ini diambil dari hasil dari analisis data sekunder laporan tahunan objek penelitian. Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan-perusahaan sektor *consumer cyclical* yang terdaftar di BEI berjumlah 146 emiten.

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* yang dikenal juga sebagai judgment sampling. *Purposive sampling* merupakan teknik pengambilan sampel yang dilakukan secara sengaja, di mana pemilihan sampel didasarkan pada pertimbangan dan kriteria tertentu yang telah ditetapkan oleh peneliti, sesuai dengan tujuan spesifik dari penelitian yang dilakukan (Tamaulina Br. Sembiring et al., 2024). Kriteria pengambilan sampel yaitu perusahaan yang menjadi objek penelitian merupakan emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode penelitian 2020 – 2024 sektor *consumer cyclical*. Selain itu perusahaan memiliki ketersediaan laporan keuangan yang lengkap dan dapat diakses, serta tetap beroperasi secara konsisten selama masa observasi 2020 – 2024 sektor *consumer cyclical*. Pendekatan ini memungkinkan analisis empiris yang lebih akurat terkait pengaruh variabel *ESG Score*, *leverage*, *Capex*, dan *Asset growth* terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan *Tobin's q*. Dalam penelitian ini terdapat 79 emiten yang memenuhi kualifikasi diatas. Penelitian menggunakan teknik regresi data panel dengan bantuan *software* berupa *E-views* 12.

Definisi Operasional Variabel

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Dependent Variabel	Deskripsi
<p>Nilai Perusahaan (<i>Tobin's Q</i>)</p>	<p>Nilai perusahaan merupakan salah satu ukuran utama untuk menilai tingkat kemakmuran yang diberikan kepada pemegang saham, serta efektivitas manajemen dalam mengelola seluruh sumber daya perusahaan (Brigham Eugene F & Daves Phillip R, 2014).</p> $Q = \frac{\text{Replacement Cost of Capital}}{\text{Market Value of Capital}}$ <p>(Tobin, 1969)</p>
Independent Variabel	Deskripsi
<p>ESG (<i>Environmental, Social, and Governance</i>)</p>	<p>ESG adalah pendekatan yang mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam pengambilan keputusan investasi dan strategi perusahaan (Friede et al., 2015).</p> $\text{ESG Score} = \frac{\sum_{i=1}^n (w_i \times s_i)}{\sum_{i=1}^n w_i}$ <p>(MSCI, 2023)</p>
<p>Leverage (<i>DER</i>)</p>	<p>Leverage adalah penggunaan dana yang memiliki kewajiban tetap dengan maksud untuk meningkatkan tingkat keuntungan bagi para pemegang saham (Brigham & Houston, 2019)</p> $\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Asset}}$ <p>(Brigham & Houston, 2019)</p>
<p>Capital Expenditure</p>	<p>Belanja modal atau <i>Capital Expenditure</i> merupakan kegiatan perusahaan untuk mendapatkan aset tetap, meningkatkan efisiensi penggunaan aset, menambah kapasitas, serta memperpanjang umur manfaat aset tersebut, yang semuanya memerlukan pengeluaran dana dalam jumlah besar (Jason & Viriany, 2020)</p> $\text{Capex} = \text{Aset Tetap (Akhir)} - \text{Aset Tetap (Awal)} + \text{Penyusutan}$ <p>(Ross et al., 2016)</p>
<p>Asset Growth</p>	<p>Aset adalah barang atau nilai yang digunakan dalam operasional perusahaan. Semakin besar aset dan hasilnya, semakin tinggi kepercayaan eksternal, seperti kreditor. Kepercayaan ini mendorong penggunaan utang yang lebih besar, karena dana tersebut dianggap aman didukung aset perusahaan (Riswandi & Yuniarti, 2020).</p> $\text{Asset Growth} = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$ <p>(Brigham & Houston, 2019)</p>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penafsiran hasil penelitian ini tidak semata-mata menitikberatkan pada signifikansi statistik, tetapi juga mempertimbangkan arti ekonomis dari setiap koefisien regresi yang diperoleh. Oleh karena itu, pada bagian pembahasan berikutnya akan dijelaskan secara sistematis hasil pengujian tiap hipotesis, disertai dengan analisis teoritis guna menjelaskan alasan di balik pengaruh masing-masing variabel terhadap nilai perusahaan. Pendekatan ini dilakukan agar hasil penelitian tidak

hanya bersifat angka semata, tetapi juga memiliki dasar konseptual yang kuat serta relevan dengan teori keuangan dan kondisi pasar modal.

Analisis Deskriptif

Tabel 2. Analisis Deskriptif

	X1	X2	X3	X4	Y
Mean	0,794756	333,2534	0,280138	5114,985	7,781871
Median	0,841270	39,58130	0,022463	0,430855	1,058173
Maximum	1,000000	79307,04	74,43666	1456723,	1048,856
Minimum	0,214286	0,020498	-0,955694	-99,9000	0,131997
Std. Dev.	0,140413	4026,455	3,842460	74291,56	56,22317

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

Berdasarkan hasil statistik deskriptif tersebut, dapat diketahui bahwa beberapa variabel penelitian, khususnya *leverage*, *capex*, *asset growth*, dan *firm value*, menunjukkan penyebaran data yang cukup besar serta adanya perbedaan yang signifikan antara nilai mean dan median. Kondisi ini mengindikasikan kemungkinan adanya distribusi data yang tidak normal atau keberadaan nilai ekstrem (outlier). Oleh karena itu, sebelum dilakukan pengujian hipotesis melalui analisis regresi data panel, penelitian ini terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa model yang digunakan memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Selanjutnya, dilakukan pemilihan model regresi data panel yang tepat melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier untuk memperoleh model estimasi yang paling sesuai dengan karakteristik data penelitian.

Pemilihan Model Data Panel

Tabel 3. Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	24.966415	(78,312)	0,0000
Cross-section Chi-square	782,037867	78	0,0000

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

Berdasarkan hasil Uji Chow, diperoleh nilai probabilitas (Prob.) sebesar $0,0000 < 0,05$. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,0000 < 0,05$) model yang lebih tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM) dibandingkan *Common Effect Model* (CEM), karena terdapat perbedaan karakteristik yang signifikan antar perusahaan dalam penelitian ini.

Tabel 4. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	25,607251	4	0,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

Berdasarkan hasil Uji Hausman, diperoleh nilai probabilitas (Prob.) sebesar $0,000 < 0,05$. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,000 < 0,05$), model yang lebih tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM) dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Hal ini menunjukkan bahwa terdapat korelasi antara efek individual perusahaan dengan variabel independen dalam model, sehingga estimasi yang konsisten dan tepat adalah menggunakan *Fixed Effect Model*.

Tabel 5. Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2,629462	0,807521	3,256215	0,0312
X1	0,944233	1.130532	0,835212	0,4506
X2	0,013090	6,37E-05	205,3882	0,0000
X3	0,136607	0,067900	2,011892	0,1146
X4	2,76E-07	1,28E-07	2,157997	0,0971

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

ANALISIS PERSAMAAN HASIL REGRESI DATA PANEL FEM

Estimation Command:

LS(CX=F) Y C X1 X2 X3 X4

Estimation Equation:

$Y = C(1) + C(2)*X1 + C(3)*X2 + C(4)*X3 + C(5)*X4 + [CX=F]$

Substituted Coefficients:

$Y = Y = 2.62946213546 + 0.944233360639*X1 + 0.0130900183083*X2 + 0.13660671108*X3 + 2.75840849739e-07*X4 + [CX=F]$

Berdasarkan hasil estimasi menggunakan Fixed Effect Model (FEM), diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$Y = 2,629462 + 0,944233X1 + 0,013090X2 + 0,136607X3 + 0,00000027584X4 + [CX=F]$

1. Konstanta (C) = 2,629462%

Nilai konstanta menunjukkan bahwa apabila variabel ESG (X1), *Leverage* (X2), *CAPEX* (X3), dan *Asset Growth* (X4) dianggap konstan atau bernilai nol, maka *Firm Value* (Y) sebesar 2,629462%.

2. Koefisien ESG (X1) = 0,944233%

Koefisien bernilai positif, artinya setiap kenaikan ESG sebesar 1% akan meningkatkan *Firm Value* sebesar 0,944233%, dengan asumsi variabel lain tetap. Namun, berdasarkan uji t sebelumnya, nilai probabilitas 0,4506 > 0,05, sehingga pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik.

3. Koefisien *Leverage* (X2) = 0,013090%

Koefisien bernilai positif, artinya setiap kenaikan leverage sebesar 1% akan meningkatkan *Firm Value* sebesar 0,013090%, dengan asumsi variabel lain konstan. Berdasarkan uji t, nilai probabilitas 0,0000 < 0,05, sehingga leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*.

4. Koefisien *CAPEX* (X3) = 0,136607%

Koefisien positif menunjukkan bahwa peningkatan *CAPEX* sebesar 1% akan meningkatkan *Firm Value* sebesar 0,136607%. Namun karena nilai probabilitas 0,1146 > 0,05, maka pengaruhnya tidak signifikan.

5. Koefisien *Asset Growth* (X4) = 2,758E-07%

Koefisien bernilai sangat kecil dan positif, yang berarti peningkatan pertumbuhan aset 1% akan meningkatkan *Firm Value* dalam jumlah 2,758E-07%. Nilai probabilitas 0,0971 > 0,05, sehingga pengaruhnya tidak signifikan secara statistik.

Uji Signifikansi (t)

1. Variabel X1 (ESG) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,4506 > 0,05 sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa ESG berpengaruh terhadap Y tidak diterima.

2. Variabel X2 (*Leverage*) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$ sehingga berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap Y diterima.
3. Variabel X3 (*Capex*) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,1146 > 0,05$ sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa *Capex* berpengaruh terhadap Y tidak diterima.
4. Variabel X4 (*Asset Growth*) memiliki nilai probabilitas sebesar $0,0971 > 0,05$ sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa *Asset Growth* berpengaruh terhadap Y tidak diterima.

Uji Ketepatan Model (F)

Tabel 6. Uji Ketetapan Model (F)

Weighted Statistics			
R-squared	0,991251	Mean dependent var	7,781871
Adjusted R-squared	0,988952	S.D. dependent var	56,22317
S.E. of redression	5,909605	Akaike info criterion	6,575406
Sum squared resid	10896,11	Schwarz criterion	7,411475
Log likelihood	-1215,643	Hannan-Quinn criter.	6,906664
F-statistic	431,1018	Durbin-Watson stat	1,480519
Prob(F-statistic)	0,000000		

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

Hasil uji F pada tabel menunjukkan nilai Prob(F-statistic) sebesar $0,0000 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa ESG, *cepex*, *leverage*, dan *asset growth* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Y. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa seluruh variabel independen berpengaruh secara bersama-sama terhadap Y diterima.

Koefisien Determinasi R^2

Nilai Adjusted R-squared sebesar 0,991251 menunjukkan bahwa 99% variasi Y dapat dijelaskan oleh ESG, CAPEX, Leverage, dan Asset Growth. Sedangkan sisanya sebesar kurang dari 1% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian.

Pengaruh ESG Score Terhadap Firm Value

Meskipun arah koefisien positif, peningkatan ESG tidak cukup kuat untuk menjelaskan variasi nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa investor kemungkinan masih berorientasi pada indikator keuangan jangka pendek dibanding indikator keberlanjutan. Secara teoritis, ESG dipandang sebagai mekanisme pengurangan risiko jangka panjang dan peningkatan reputasi perusahaan. Studi meta-analisis oleh Gunnar Friede et al. (2015) menemukan mayoritas penelitian menunjukkan hubungan positif antara ESG dan kinerja keuangan. Walaupun pada penelitian ini ESG berdampak positif terhadap nilai perusahaan ESG secara statistik belum menjadi faktor penentu nilai perusahaan.

Secara *signaling theory*, pengungkapan ESG berfungsi sebagai sinyal positif. Praktik keberlanjutan dan tata kelola yang baik diasumsikan mampu meningkatkan reputasi perusahaan, mengurangi risiko, serta memperkuat kepercayaan investor. sinyal hanya efektif apabila memenuhi dua syarat yaitu kredibilitas dan relevansi ekonomi. Dalam konteks ini, ESG memang merupakan sinyal komitmen jangka panjang, namun pasar tampaknya belum menginternalisasi ESG sebagai sinyal yang memiliki implikasi langsung terhadap arus kas masa depan. Ketidaksignifikanan ESG dapat dijelaskan melalui perspektif Spence (1973) yang menyatakan bahwa sinyal hanya efektif

apabila kredibel dan dipersepsikan relevan oleh pasar. Dalam konteks ini, ESG belum sepenuhnya diinternalisasi sebagai sinyal yang memiliki konsekuensi langsung terhadap arus kas masa depan. Dengan demikian, terjadi kondisi signal *attenuation*, yaitu sinyal dikirim namun tidak sepenuhnya direspons oleh investor. Dengan demikian, ESG dalam penelitian ini belum berfungsi sebagai sinyal yang efektif dalam meningkatkan firm value.

Hasil temuan dari penelitian ini sejalan dengan temuan oleh Romli & Abdurohim (2024) menyatakan bahwa pengungkapan ESG tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perbankan Indonesia. Studi ini menunjukkan bahwa ESG belum mampu menjadi pendorong nilai pasar yang kuat pada konteks industri tertentu. Selain itu Rasyad et al. (2024) menyatakan hal yang sama pada perusahaan Indonesia dan Malaysia menunjukkan bahwa ESG memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Ini berarti arah hubungan positif, namun secara statistik pasar belum merespons secara kuat.

Berdasarkan hasil penelitian dan kaitannya dengan teori sinyal perusahaan disarankan untuk meningkatkan kualitas implementasi ESG secara substansial dan terintegrasi dalam strategi bisnis jangka panjang. Perusahaan perlu memperkuat transparansi dan standar pelaporan keberlanjutan agar informasi ESG lebih kredibel dan dapat dipercaya oleh investor. Upaya untuk mengkomunikasikan kontribusi ESG terhadap penciptaan nilai ekonomi juga menjadi penting agar pasar mampu menangkap relevansi finansial dari praktik keberlanjutan.

Pengaruh *Leverage* Terhadap *Firm Value*

Variabel leverage Koefisien leverage sebesar 0,013090 dengan probabilitas $0,0000 < 0,05$ menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Nilai t-statistic yang sangat tinggi (36,56866) mengindikasikan bahwa leverage merupakan determinan paling dominan dalam model penelitian ini. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar merespons penggunaan utang sebagai faktor yang meningkatkan persepsi nilai perusahaan.

Temuan ini sesuai dengan Trade-Off Theory yang menyatakan bahwa perusahaan akan menentukan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang terhadap biaya yang ditimbulkannya (Franco Modigliani & Merton Miller, 1958). Tambahan utang membebankan manfaat ekonomi bersih bagi perusahaan. Manfaat tersebut terutama berasal dari penghematan pajak karena bunga utang bersifat *tax deductible*, sehingga meningkatkan arus kas setelah pajak dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga ditegaskan dalam *Principles of Corporate Finance* oleh Richard A. Brealey et al. (2019), yang menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai ketika manfaat marjinal utang sama dengan biaya marjinalnya. Pengaruh positif yang signifikan juga menunjukkan bahwa pasar menilai penggunaan leverage sebagai strategi pembiayaan yang efisien.

Penelitian oleh Nur Tsalitsa Wahyu Sulthona & Yahya (2025) menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, terutama di sektor tertentu seperti transportasi. Hal ini memperkuat hasil uji pada penelitian ini. Berbeda dengan penelitian oleh (Inka Noprianta Br Sinuraya & Vaya Juliana Dillak, 2021) menemukan bahwa leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan consumer goods yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan pada penelitian ini *Leverage* justru berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Qurotaa'yun & Imronudin, 2025) dengan panel data Indonesia periode 2020–2024 menemukan *leverage* tidak berkontribusi signifikan dalam memengaruhi nilai perusahaan, terutama ketika faktor mediasi seperti financial distress diperhitungkan.

Berdasarkan perspektif *Trade-Off Theory*, perusahaan disarankan untuk menjaga struktur modal pada tingkat optimal dengan memanfaatkan manfaat tax shield tanpa meningkatkan risiko *financial distress* secara berlebihan. Mengingat *leverage* terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, penggunaan utang secara strategis untuk pembiayaan investasi produktif dapat meningkatkan valuasi perusahaan. Sementara itu, dari perspektif *Signaling Theory*, keputusan

peningkatan leverage perlu dikomunikasikan secara transparan agar dipersepsikan sebagai sinyal kepercayaan diri manajemen terhadap prospek perusahaan. Dengan pengelolaan yang hati-hati dan komunikasi yang jelas, *leverage* dapat menjadi instrumen strategis dalam meningkatkan nilai perusahaan. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini memberikan gambaran bahwa keputusan terkait struktur modal menjadi faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan utang yang tepat dapat memberikan manfaat seperti peningkatan kapasitas investasi dan potensi peningkatan return bagi pemegang saham. Sementara itu, bagi investor, leverage dapat menjadi salah satu indikator yang perlu diperhatikan dalam menilai prospek dan nilai perusahaan. Tingkat leverage yang optimal dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan sumber pendanaan eksternal untuk mendukung pertumbuhan dan meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal.

Pengaruh *Capital Expenditure* Terhadap *Firm Value*

Variabel *Capital Expenditure* memiliki koefisien sebesar 0,136607 dengan nilai probabilitas $0,1146 > 0,05$. Secara arah hubungan, hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan belanja modal cenderung diikuti oleh peningkatan nilai perusahaan (*Tobin's Q*), tetapi pengaruh tersebut tidak cukup kuat untuk dinyatakan signifikan.

Dalam perspektif *Signaling Theory* yang diperkenalkan oleh Ross (1977), keputusan keuangan perusahaan termasuk keputusan investasi dipandang sebagai sinyal (*signal*) yang dikirimkan manajemen kepada pasar. Informasi yang dimiliki manajer mengenai prospek perusahaan tidak sepenuhnya diketahui oleh investor (*asymmetric information*). Oleh karena itu, tindakan seperti peningkatan *Capex* seharusnya menjadi sinyal positif bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) dan prospek arus kas masa depan yang baik. Dalam teori investasi berbasis *q-theory* yang dikemukakan oleh James Tobin (1969) keputusan investasi berkaitan dengan ekspektasi nilai pasar terhadap prospek perusahaan. Namun secara empiris, investasi aset tetap membutuhkan waktu sebelum menghasilkan peningkatan produktivitas dan profitabilitas. Hal ini berarti bahwa meskipun *Capex* mengandung sinyal pertumbuhan jangka panjang, dampaknya terhadap nilai perusahaan tidak selalu langsung tercermin dalam periode pengamatan penelitian.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya oleh Salimah & Herliansyah (2019) bahwa *Capex* berpengaruh positif namun tidak signifikan secara statistik. Penelitian lain yang menyatakan pendapat yang sama dilakukan oleh Noviyanti et al. (2022) yang dilakukan kepada sektor industri di BEI 2016 – 2020. Persamaan hasil ini menunjukkan penambahan *Capex* belum menjadi pertimbangan investor dalam menilai nilai perusahaan. Perusahaan disarankan untuk tidak hanya meningkatkan belanja modal, tetapi juga memastikan bahwa investasi tersebut memiliki kualitas proyek yang tinggi dan mampu menciptakan *value creation* yang terukur. Perusahaan perlu memperkuat transparansi informasi melalui pengungkapan yang lebih detail mengenai tujuan strategis investasi, proyeksi pengembalian (*expected return*), serta dampaknya terhadap kinerja keuangan di masa depan.

Pengaruh *Asset Growth* Terhadap *Firm Value*

Nilai probabilitas *asset growth* terhadap nilai perusahaan Koefisien X4 bernilai positif, yang berarti secara arah pertumbuhan aset cenderung meningkatkan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Namun, nilai probabilitas yang jauh di atas tingkat signifikansi ($0,0971 > 0,05$) menunjukkan bahwa pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik.

Fenomena ini dapat dijelaskan dengan menggunakan Teori Signaling Spence (1973). Manajemen memberikan sinyal kepada investor melalui berbagai keputusan strategis perusahaan, termasuk dalam hal ekspansi aset. Secara teoritis, pertumbuhan aset dapat dipandang sebagai bentuk optimisme manajemen terhadap prospek perusahaan di masa depan. Perusahaan yang

menambah asetnya umumnya dianggap memiliki keyakinan terhadap peluang peningkatan kapasitas produksi, perluasan pangsa pasar, serta pertumbuhan arus kas di masa yang akan datang. Namun demikian, hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak sepenuhnya menangkap pertumbuhan aset sebagai sinyal yang kredibel. Dalam kerangka signaling theory, efektivitas sinyal ditentukan oleh kredibilitas dan kemampuannya mengurangi asimetri informasi.

Hasil penelitian sebelumnya oleh Winarti & Handayani (2024) menemukan bahwa pertumbuhan aset (*asset growth*) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan telekomunikasi Indonesia periode 2019–2022, meskipun variabel lain seperti struktur modal memiliki pengaruh positif. Temuan ini memperkuat hasil penelitian bahwa *asset growth* tidak selalu dipersepsikan sebagai sinyal yang berarti oleh investor ketika menilai prospek perusahaan. Penelitian terdahulu oleh Maria Herliana Dija Radja & Fidiana (2025) juga menemukan bahwa pertumbuhan aset (*Asset Growth*) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan meskipun secara arah hubungan variabel tersebut tidak selalu sesuai ekspektasi.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan aset tidak secara otomatis meningkatkan nilai perusahaan di mata investor, karena pasar tidak hanya menilai besarnya ekspansi aset, tetapi lebih mempertimbangkan kemampuan aset tersebut dalam menghasilkan laba dan arus kas. Dalam perspektif Signaling Theory yang dikemukakan oleh (Spence, 1973), kebijakan ekspansi aset menjadi sinyal positif mengenai prospek perusahaan, namun sinyal tersebut hanya akan efektif apabila mencerminkan peningkatan kualitas kinerja dan mampu mengurangi asimetri informasi. Ketika pertumbuhan aset tidak diikuti dengan peningkatan profitabilitas atau efisiensi, pasar cenderung merespons secara netral bahkan negatif karena dikhawatirkan menimbulkan risiko inefisiensi atau *overinvestment*, sehingga tidak berdampak signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi data panel, penelitian ini menunjukkan bahwa ESG Score, CAPEX, dan *asset growth* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa meskipun faktor-faktor tersebut memberikan sinyal positif dan mencerminkan prospek pertumbuhan, pengaruhnya belum cukup kuat secara statistik. Sementara itu, leverage terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga menjadi faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam pengambilan keputusan pada sektor consumer cyclical selama periode penelitian.

SARAN

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas periode penelitian serta menambahkan variabel kontrol seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan faktor makroekonomi agar model yang dihasilkan lebih komprehensif, serta menggunakan proksi nilai perusahaan yang beragam untuk memperoleh hasil yang lebih robust. Bagi manajemen perusahaan, leverage terbukti menjadi faktor yang signifikan sehingga perlu dikelola secara optimal dengan mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat utang dan risiko yang ditimbulkan, serta memastikan kebijakan pendanaan tidak hanya berorientasi pada ekspansi tetapi juga pada stabilitas keuangan. Selain itu, implementasi ESG tetap perlu ditingkatkan secara substantif guna membangun kepercayaan pasar dalam jangka panjang, sementara keputusan CAPEX dan pertumbuhan aset harus didasarkan pada analisis kelayakan yang matang agar tidak menimbulkan *overinvestment*. Bagi investor, penting untuk mengevaluasi struktur pendanaan perusahaan secara cermat serta kualitas penggunaan utang, sekaligus tetap mempertimbangkan aspek ESG sebagai bagian dari strategi mitigasi risiko non-keuangan di masa depan.

DAFTAR PUSTAKA

- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 315–326.
- Brigham, E. F. , & Houston, J. F. . (2019). *Fundamentals of financial management*. Cengage.
- Brigham Eugene F, & Daves Phillip R. (2014). *Intermediate Financial Management* (Vol. 12). Cengage Learning.
- Buallay, A. (2019). Is Sustainability Reporting (ESG) Associated With Firm Performance? Evidence From The European Banking Sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1).
- Bursa Efek Indonesia. (2026). *Data Historis Indeks Sektoral Bursa Efek Indonesia*. Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/id>
- Chen, S. , & Ho, K. W. (2000). Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
- Franco Modigliani, & Merton Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence From More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Inka Noprianta Br Sinuraya, & Vaya Juliana Dillak. (2021). Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Indeks LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2020. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 5(3), 1023–1036.
- James Tobin. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Kongprajya, A., & Jitmaneroj, B. (2024). Do ESG Ratings Increase Firm Value? Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *PLOS ONE*, 19(8).
- Maria Herliana Dija Radja, & Fidiana. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 14(1).
- MSCI. (2023). *MSCI ESG Ratings Methodology*. MSCI. <https://www.msci.com>
- Myers, S. C. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2).
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Ningrum, E. P. (2021). *NILAI PERUSAHAAN (Konsep dan Aplikasi)*. Penerbit Adab. <http://www.PenerbitAdab.id>
- Noviyanti, N., Ismawati, I., & Rosiana, R. (2022). Effect of Capital Expenditure and Corporate Hedging on Firm Value with Exchange Rate as Moderating Variable. *Journal of Applied Business, Taxation and Economics Research*, 2(1), 1–8. <https://doi.org/10.54408/jabter.v2i1.106>
- Nugroho, F. P., & Hapsari, D. N. (2023). The Effect of ESG Performance on Profitability and Firm Value of Indonesian Listed Companies. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 13(4), 513–526.
- Nur Tsalitsa Wahyu Sulthona, & Yahya. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Leverage Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Transportasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia . *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 14(6).
- Putri, N. P., & Sari, R. N. (2020). Pengaruh Pertumbuhan Aset Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 17(2).

- Qurotaa'yun, I. D., & Imronudin. (2025). Pengaruh Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Financial Distress Sebagai Variabel Mediasi. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 6(6).
- Rasyad, R. K., Afgani, K. F., & Ali, Q. (2024). Effects of ESG on Firm Performance and Firm Value: A Study of Indonesian and Malaysian Listed Companies. *Journal Integration of Management Studies*, 2(1), 1–17. <https://doi.org/10.58229/jims.v1i2.118>
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, & Franklin Allen. (2019). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.
- Riswandi, P., & Yuniarti, R. (2020). Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan. *Pamator Journal*, 13(1), 107–129.
- Romli, & Abdurohim. (2024). Pengaruh Pengungkapan Esg Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Economic, Business and Accounting*, 7, 164–179.
- Ross, S. A. (1977). The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Salimah, S., & Herliansyah, Y. (2019). The Effect of Capital Expenditure, Company Growth and Company Size on Firm Value Through Financial Performance Moderated by Capital Structure. *Corporate Ownership and Control*, 17(1, special issue), 236–244. <https://doi.org/10.22495/cocv17i1siart6>
- Sari, D. P., & Wibowo, R. (2022). The Effect of Leverage, Profitability, and Firm Size on Firm Value in Consumer Goods Companies Listed on IDX. *Imperium Journal of Research and Management*, 2(4), 175–182.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3).
- Sugiyono. (2024). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. *Alfabeta*.
- Tamaulina Br. Sembiring, SH. , M. Hum. , Ph. D., Irmawati, S. Sn. , M. P., Muhammad Sabir, S. Pd. , M. P., & Indra Tjahyadi, S. S. , M. H. (2024). *Buku Ajar Metodologi Penelitian (Teori dan Praktik)*. CV Saba Jaya Publisher.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Winarti, Y. A., & Handayani, N. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Dan Pertumbuhan Aset Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan (JIAKu)*, 3(2), 127–146. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v3i2.6663>