JMI Jurnal Multidisiplin Indonesia

Volume 5 Number 5, 2026
E-ISSN: 2964-9048 | P-ISSN: 2963-2900
https://jmi.rivierapublishing.id/index.php/rp

ESG & Nilai Perusahaan : Peran *Moderasi Cash Holding* di Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI

Yoshua Pieter Kansil*, Permata Wulandari
Universitas Indonesia, Indonesia
Email: kansilyoshua@gmail.com*, Permata.w@gmail.com

Keywords

ESG; firm value; cash holdings; moderation; non-financial companies

Abstract

This study aims to analyze the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on firm value and examine the moderating role of cash holdings in non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2016–2024 period. This research applies a quantitative approach using panel data consisting of 34 companies and 306 observations. ESG data were obtained from Refinitiv, while financial data were collected from S&P Capital IQ and company financial reports. The analytical method used is panel data regression with the Fixed Effects Model and robust clustered standard errors. The results show that aggregate ESG performance has no significant effect on firm value. In contrast, cash holdings have a positive and significant effect on firm value, indicating that corporate liquidity is an important factor in improving market valuation. Furthermore, the interaction between ESG and cash holdings has a negative and significant effect on firm value, confirming that cash holdings moderate the relationship between ESG and firm value. These findings indicate that in firms with high cash holdings, ESG activities may be perceived by investors as resource allocation that does not provide immediate short-term economic benefits. Therefore, the relationship between ESG and firm value is conditional and influenced by the firm's ability to manage its financial resources effectively.

Kata kunci

ESG; nilai perusahaan; *cash holdings*; moderasi; perusahaan non-keuangan

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap nilai perusahaan serta menguji peran cash holdings sebagai variabel moderasi pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2024. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data panel yang terdiri dari 34 perusahaan dan 306 observasi. Data ESG diperoleh dari Refinitiv, sedangkan data keuangan diperoleh dari S&P Capital IQ dan laporan keuangan perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel dengan *Fixed Effects Model* dan *robust clustered standard errors*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG secara agregat tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, *cash holdings* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan menjadi faktor penting dalam meningkatkan persepsi pasar. Selain itu, interaksi antara ESG dan *cash holdings* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga

cash holdings terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan dengan tingkat kas tinggi, aktivitas ESG dapat dipersepsikan sebagai penggunaan sumber daya yang belum memberikan manfaat ekonomi langsung dalam jangka pendek. Dengan demikian, hubungan ESG dan nilai perusahaan bersifat kondisional serta dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya keuangannya.

PENDAHULUAN

Sepanjang beberapa tahun belakangan, tingkat ketidakpastian ekonomi, baik pada skala global maupun domestik semakin meningkat, khususnya setelah terjadi pandemi COVID-19, ketegangan geopolitik, serta volatilitas kebijakan ekonomi yang berdampak pada stabilitas pasar keuangan. Indonesia sebagai negara berkembang tidak terlepas dari tekanan tersebut, yang tercermin dari fluktuasi indikator ketidakpastian global maupun domestik seperti World Uncertainty Index (Ahir et al., 2022). Peningkatan ketidakpastian ini mendorong investor dan pemangku kepentingan menjadi lebih berhati-hati dalam mengevaluasi prospek perusahaan, sehingga faktor non-keuangan semakin dipertimbangkan saat pengambilan keputusan investasi (Aurora, Rhein & Sträter, 2021).

Pada konteks tersebut, konsep keberlanjutan tidak lagi dipersepsikan sebagai isu normatif, melainkan telah terintegrasi dari strategi bisnis dan pertimbangan investasi. Hal ini ditandai oleh adanya peningkatan perhatian pada faktor Environmental, Social, and Governance (ESG) yang menjadi faktor strategis dalam menjaga keberlangsungan serta mengoptimalkan keunggulan kompetitif perusahaan. ESG berdampak nyata pada kemampuan perusahaan dalam mengakses pembiayaan, menarik investor, dan menciptakan nilai jangka panjang. Jadi, ESG tidak hanya merefleksikan komitmen terhadap nilai etika dan tanggung jawab sosial. Dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, praktik ESG yang kuat dapat berfungsi sebagai mekanisme mitigasi risiko dan sinyal kualitas perusahaan kepada pasar. Pengungkapan ESG yang komprehensif membantu perusahaan mengurangi potensi kerugian akibat risiko lingkungan, konflik tenaga kerja, kerusakan reputasi, maupun penurunan kepercayaan pemangku kepentingan. Oleh karena itu, ESG tidak sekadar berperan sebagai pemenuhan terhadap kewajiban aturan yang berlaku, melainkan juga sebagai pendekatan dalam mengelola risiko dan peningkatan nilai perusahaan (Bissoondoyal-Bheenick et al., 2023).

Literatur internasional mengindikasikan bahwa penerapan prinsip ESG memiliki keterkaitan dengan peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan meta-analisis (Friede et al., 2015) ditemukan bahwa mayoritas besar studi empiris yang mencakup lebih dari dua ribu penelitian menemukan hubungan yang bersifat positif atau setidaknya tidak merugikan antara keberlanjutan dan performa keuangan. Hasil studi tersebut diperkuat oleh (Aydogmus et al., 2022), yang menjelaskan adanya nilai ESG secara total yang signifikan dan berasosiasi positif bagi nilai perusahaan serta tingkat profitabilitas. Bukti ini mengimplikasikan bahwa ESG tidak semata-mata dipandang sebagai kewajiban normatif atau kepatuhan regulatif, melainkan juga sebagai elemen strategis yang

berpotensi menciptakan nilai ekonomi. Namun, terdapat perbedaan hasil yang dikemukakan oleh (Buallay et al., 2021), yakni ditemukannya korelasi negatif antara ESG dengan kinerja pasar, mengindikasikan bahwa dalam jangka pendek pasar modal belum sepenuhnya merefleksikan manfaat ekonomi dari praktik keberlanjutan.

Penelitian terdahulu mengenai cash holdings serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan mendapati hasil yang berbeda-beda dan bergantung pada konteks kelembagaan serta karakteristik perusahaan. Studi klasik yang dikemukakan (Opler et al., 1999) serta (Bates et al., 2009) menjelaskan mengenai cash holdings memberikan manfaat bagi perusahaan melalui peningkatan fleksibilitas keuangan, kemampuan menghadapi ketidakpastian, serta membiayai peluang investasi tanpa perlu bergantung pada sumber dana dari pihak eksternal yang berbiaya tinggi. Berdasarkan perspektif tersebut, cash holdings dipandang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, studi lain menyoroti sisi negatif dari kepemilikan kas yang berlebihan, terutama terkait dengan masalah keagenan. Dalam konteks ini, Dittmar dan Mahrt- Smith, (2007) menjelaskan bahwa nilai kas perusahaan sangat dipengaruhi oleh baik buruknya kualitas tata kelola perusahaan. Perusahaan dengan mekanisme governance yang kurang efektif pada umumnya menunjukkan tingkat cash holdings dalam jumlah yang relatif lebih kecil. Secara keseluruhan, temuan-temuan tersebut menunjukkan adanya keterkaitan antara kepemilikan kas dan nilai perusahaan tidak bersifat linear maupun universal, melainkan dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan, seperti mutu tata kelola perusahaan.

Selain itu, sejumlah studi empiris mengungkapkan adanya hubungan yang saling mempengaruhi antara ESG dan kebijakan kas. ESG yang kuat dapat membuat indikasi pengelolaan perusahaan yang baik, sehingga meminimalisir kekhawatiran investor pada risiko penggunaan kas yang tidak efisien. Temuan (Dhaliwal et al., 2011) menjelaskan mengenai kualitas pengungkapan informasi non-keuangan berkontribusi pada penurunan biaya ekuitas.

Perusahaan dengan mekanisme governance perusahaan yang kurang efektif umumnya menunjukkan tingkat kepemilikan kas yang lebih rendah. Secara keseluruhan, berbagai temuan tersebut menjelaskan mengenai keterkaitan antara cash holdings dan nilai perusahaan tidak menunjukkan pola linear maupun berlaku secara umum, sebaliknya hal tersebut dipengaruhi oleh aspek internal perusahaan. Selain itu, sejumlah studi empiris mengemukakan relasi saling mempengaruhi antara kebijakan kepemilikan kas dengan kinerja ESG. (Albuquerque et al., 2019) mengemukakan bahwa perusahaan dengan implementasi praktik ESG yang efektif biasanya dikaitkan dengan praktik ESG yang efektif umumnya menunjukkan tingkat transparansi dan pertanggungjawaban yang lebih baik, dengan demikian perusahaan tidak harus menyimpan kas dalam jumlah yang banyak. Pada lingkungan tata kelola yang mampu melindungi kepentingan pemegang saham secara efektif, perusahaan yang secara berkelanjutan memperlihatkan komitmen tinggi terhadap tanggung jawab sosial, umumnya mengelola kebijakan kas secara lebih hati-hati dengan mempertahankan tingkat likuiditas yang tinggi. Pola ini dapat dipahami melalui pendekatan precautionary motive, di mana komitmen ESG mendorong kebutuhan

akan fleksibilitas keuangan untuk mendukung pembiayaan inisiatif keberlanjutan jangka panjang serta mengantisipasi berbagai risiko non-finansial (Arouri & Pijourlet, 2017).

Analisis mengenai relasi antara kinerja ESG dan nilai perusahaan perlu juga mempertimbangkan penyebab lainnya yang turut memengaruhi pembentukan nilai perusahaan agar hasil penelitian tidak bias. Ukuran perusahaan atau size merupakan salah satu variabel yang sering dipakai pada studi di bidang keuangan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar biasanya mempunyai kesempatan yang lebih luas pada akses pendanaan, penyampaian informasi yang lebih terbuka, dan kemampuan yang lebih optimal dalam pengelolaan aset dan sumber daya. Kondisi tersebut dapat memengaruhi pandangan investor mengenai nilai perusahaan (Abdi et al., 2021). Di samping faktor internal perusahaan, kondisi ketidakpastian ekonomi juga dapat mengubah keputusan investasi serta valuasi perusahaan di pasar modal. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini menggunakan *World Uncertainty Index* untuk menangkap tingkat ketidakpastian ekonomi dan politik yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan dan respons pasar (Biju et al., 2025). Lebih dari itu, kebijakan dividenpun sering dihubungkan dengan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan pembagian dividen dapat menjadi indikator bagi investor tentang kinerja serta potensi pertumbuhan perusahaan pada periode yang akan datang (Fama & French, 2021).

Penelitian ini juga mempertimbangkan pengaruh pandemi COVID-19 yang menimbulkan guncangan hebat pada kegiatan ekonomi serta pasar keuangan, sehingga perlu dikontrol dalam model penelitian (Hsu & Yang, 2022). Di sisi lain, profitabilitas merupakan ukuran fundamental yang menunjukkan mampu atau tidaknya sebuah perusahaan dalam memperoleh keuntungan melalui pemanfaatan aset yang tersedia. Dengan demikian, bisa memengaruhi penilaian investor mengenai sebuah perusahaan (Hechmi & Saanoun, 2024). Setelah mempertimbangkan berbagai faktor tersebut, studi ini diharapkan mampu memberikan wawasan terkait korelasi antara ESG dan nilai perusahaan secara komprehensif.

Di Indonesia sendiri, perhatian terhadap ESG mulai tumbuh, didasarkan pada kebijakan, contohnya POJK No. 51/POJK.03/2017 tentang Keuangan Berkelanjutan, serta peluncuran indeks IDX ESG yang dilakukan Bursa Efek Indonesia (BEI). Meskipun demikian, implementasi prinsip ESG melalui praktik operasional bisnis di Indonesia masih terdapat berbagai hambatan. Salah satu di antaranya yaitu tingkat pemahaman mengenai ESG yang masih rendah, yaitu kurangnya standardisasi pelaporan dan belum terintegrasinya risiko ESG. Beberapa perusahaan dalam hal ini mungkin menganggap ESG hanya sebagai kewajiban administratif semata, tanpa menyadari potensi strategisnya dalam mendukung pertumbuhan dan keunggulan bersaing berkelanjutan (OJK, 2022).

Penelitian mengenai hubungan antara Environmental, Social, and Governance (ESG) dan nilai perusahaan di Indonesia masih menunjukkan hasil yang inkonsisten. Beberapa studi menemukan bahwa ESG tidak selalu memberikan pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh karakteristik internal perusahaan. Setioko et al. (2024) menyatakan bahwa pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan dapat bergantung pada faktor internal seperti profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa ESG

di Indonesia belum sepenuhnya berfungsi sebagai sinyal nilai yang universal bagi investor, tetapi efektivitasnya sangat ditentukan oleh kondisi keuangan dan karakteristik perusahaan. Sejalan dengan itu, Listiana dan Kurniasih (2023) menemukan bahwa ESG disclosure berpengaruh terhadap nilai perusahaan non-keuangan di Indonesia ketika dimoderasi oleh ukuran perusahaan. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia cenderung memberikan respons lebih besar terhadap praktik ESG pada perusahaan berskala besar karena dianggap memiliki kredibilitas, kapasitas sumber daya, dan kemampuan implementasi yang lebih memadai.

Selain ESG, kebijakan keuangan internal perusahaan, khususnya cash holdings, juga menjadi faktor penting dalam pembentukan nilai perusahaan. Dalam konteks negara berkembang seperti Indonesia, banyak perusahaan cenderung mempertahankan kas dalam jumlah relatif besar sebagai respons terhadap ketidakpastian ekonomi dan keterbatasan akses pendanaan eksternal. Cash holdings dapat memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan dalam membiayai investasi, menjaga stabilitas operasional, dan menghadapi risiko ekonomi. Namun, peran cash holdings dalam hubungan antara ESG dan nilai perusahaan masih belum sepenuhnya konsisten. Dinarjito (2025) menemukan bahwa cash holding tidak memoderasi hubungan ESG secara keseluruhan terhadap nilai perusahaan, meskipun pada dimensi governance dan social ditemukan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara ESG, cash holdings, dan nilai perusahaan masih memerlukan pengujian lebih lanjut, terutama pada perusahaan publik di Indonesia.

Sebagian besar penelitian terdahulu mengenai ESG, cash holdings, dan nilai perusahaan masih didominasi oleh kajian di negara maju yang memiliki sistem institusional, regulasi, dan tata kelola perusahaan yang lebih mapan. Sementara itu, kajian empiris di negara berkembang masih terbatas dan menunjukkan hasil yang beragam. Perbedaan struktur pasar, kualitas tata kelola, tekanan stakeholder, serta tingkat literasi investor terhadap isu keberlanjutan dapat menyebabkan pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan berbeda di setiap negara. Oleh karena itu, penting untuk mengkaji kembali bagaimana cash holdings memengaruhi efektivitas ESG dalam meningkatkan nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini dilakukan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan serta peran cash holdings sebagai variabel moderasi. Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja ESG secara agregat terhadap nilai perusahaan, menilai pengaruh cash holdings terhadap nilai perusahaan, serta menguji apakah cash holdings memperkuat atau memperlemah hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi akademis dalam memperluas literatur ESG di pasar berkembang, serta memberikan implikasi praktis bagi manajer perusahaan, investor, dan pembuat kebijakan dalam memahami pentingnya pengelolaan sumber daya keuangan internal dalam mendukung efektivitas implementasi ESG.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Metode kuantitatif berbasis data numerik dipakai pada penelitian ini agar didapati pemahaman serta sudut pandang yang lebih menyeluruh mengenai penelitian yang dikaji. Data-data kemudian dianalisa dengan metode regresi data panel serta pengujian hipotesis untuk menghasilkan temuan yang lebih mendalam.

Metode pemilihan sampel *purposive*, yang didasarkan pada standar khusus yang telah diterapkan lebih dahulu oleh peneliti, dipakai dalam studi ini. Pendekatan ini memungkinkan pemilihan sampel yang dinilai paling relevan dan representatif terhadap karakteristik populasi yang diteliti. Namun demikian, dibandingkan dengan metode probabilitas, *purposive sampling* memiliki potensi bias yang lebih besar dan keterbatasan dalam menggeneralisasi hasil penelitian, meskipun keunggulannya terletak pada kemudahan akses terhadap data yang dibutuhkan.

Data Penelitian

Sampel penelitian diambil dari seluruh perusahaan non-keuangan pada periode 2016 – 2024. dengan syarat perusahaan memiliki data yang lengkap untuk variabel utama ESG untuk mendukung validitas dan transparansi penelitian. Justifikasi pemilihan rentang waktu ini adalah untuk menangkap periode pasca adopsi dan implementasi luas komitmen internasional terhadap perubahan iklim yang dipicu oleh Paris *Agreement* (COP21, 2015) yaitu era ketika kebijakan, tekanan pemangku kepentingan dan perhatian korporasi terhadap isu lingkungan mulai meningkat secara signifikan dan berdampak pada praktik pelaporan ESG.

Kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya digunakan sebagai dasar untuk proses pengolahan data saat memilih sampel penelitian ini.

Tabel 1. Tabel Observasi

No	Kriteria	Jumlah
1	Semua emiten non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 hingga 2024.	919
2	Emiten yang tidak memberikan data ESG secara keseluruhan, serta masing-masing pilarnya, selama periode 2016–2024	(885)
	Total perusahaan yang akan diteliti	34
3	Periode Penelitian	9
	Total observasi (34 perusahaan x G tahun)	306

Sumber dan Metode Pengumpulan Data

Studi berikut memanfaatkan data sekunder untuk sumber data utama, di mana informasi skor ESG didapati dari basis data *Refinitiv*, sedangkan data keuangan dikompilasikan dari basis S&P Capital IQ dan laporan keuangan perusahaan pada periode

2016–2024.

Penggunaan frekuensi tahunan dalam analisis kinerja bisnis sering dianggap lebih efektif untuk mengidentifikasi tren jangka panjang dan membuat keputusan strategis. Data tahunan memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan gambaran menyeluruh tentang kinerja tanpa terpengaruh oleh fluktuasi musiman atau kejadian jangka pendek yang mungkin mengganggu analisis kuartalan. Hal ini membantu dalam merumuskan strategi yang lebih stabil dan berkelanjutan (Harrison & Horngren, 2019).

Metode Pengelolaan Data

Alat analisis yang dimanfaatkan pada pengujian hipotesis ini yaitu metode regresi data, data kemudian diproses menggunakan Microsoft Excel dan diolah dengan Stata. Metode ini memiliki keunggulan daripada set data *timeseries* atau *cross sectional* konvensional. Pada umumnya, teknik ini memungkinkan para akademisi untuk mengumpulkan data dengan jumlah yang besar, yang membuat mereka dapat memiliki lebih banyak kebebasan dan kurangnya kolinearitas dan data yang lebih informatif (Hsiao, 2003).

Mengumpulkan semua informasi yang diperlukan adalah langkah pertama dalam proses pengelolaan data. Data akan dianalisis secara deskriptif pertama menggunakan Microsoft Excel setelah pengurutan dan validasi, kemudian disusun dan memakai perangkat lunak Stata dalam analisis regresi.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan model regresi data panel untuk menganalisis pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan serta peran cash holding sebagai variabel moderasi. Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh langsung ESG dan cash holding terhadap nilai perusahaan, sedangkan model kedua menguji interaksi ESG dan cash holding untuk melihat peran moderasinya. Penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol, yaitu World Uncertainty Index (WUI) dan dummy COVID-19, untuk mengendalikan pengaruh ketidakpastian global serta dampak pandemi terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, model penelitian diharapkan mampu menghasilkan estimasi yang lebih akurat mengenai hubungan ESG, cash holding, dan nilai perusahaan. Hipotesa penelitian yaitu :

Pengaruh Langsung Pilar ESG pada Nilai Perusahaan

H1: Kinerja ESG yang diukur secara agregat memiliki dampak positif bagi nilai perusahaan.

H2: *Cash holdings* berdampak positif bagi nilai perusahaan.

Efek Moderasi

H3: *Cash holdings* memoderasi hubungan antara ESG dan nilai perusahaan.

Berdasarkan hipotesa tersebut, model penelitian dirumuskan seperti berikut ini:

$$MVit = \beta0 + \beta1\ ESGit + \beta2\ CHit + Controls + \varepsilon it$$

$$MVit = \beta0 + \beta1\ ESGit + \beta2\ CHit + \beta3\ ESGit*CHit + Controls + \varepsilon it$$

Metode Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ditunjukkan sebagai tahapan pengolahan data yang berguna

untuk meringkas statistik dari data-data yang sudah dikumpulkan. Melalui perhitungan ukuran pemusatan dan penyebaran, seperti nilai rata-rata, minimum, maksimum, median, dan standar deviasi, analisis ini digunakan untuk menggambarkan karakteristik serta pola distribusi variabel penelitian. Pendekatan ini membantu peneliti dalam memahami kondisi data secara umum dan menarik kesimpulan awal terkait fenomena yang dikaji (Ghozali, 2009).

Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dijalankan agar menjamin validitas hubungan antarvariabel dalam model regresi yang dipakaikan. Pengujian ini dilakukan sebelum proses estimasi regresi agar hasil yang diperoleh mematuhi kriteria Best Linear Unbiased Estimator (BLUE). Suatu model regresi dikatakan memenuhi karakteristik BLUE apabila data yang digunakan memiliki distribusi normal, tidak terjadi multikolinearitas yang tinggi antarvariabel independen, tidak mengalami heteroskedastisitas, serta bebas daripada autokorelasi (Ghozali, 2009). Oleh sebabnya, penelitian ini menerapkan beberapa pengujian yang meliputi:

Uji Normalitas

Uji Jarque–Bera (JB) adalah teknik statistik yang dimanfaatkan untuk mengetahui apakah suatu data, khususnya residual pada model regresi, mengikuti distribusi normal atau tidak. Pengujian ini didasarkan pada dua ukuran distribusi, yaitu skewness dan kurtosis, yang masing-masing menunjukkan tingkat kemencengan dan tingkat keruncingan distribusi data dibandingkan dengan distribusi normal. Skewness dipakai untuk menghitung tingkat kesimetrisan distribusi, sedangkan kurtosis menggambarkan seberapa tinggi atau datar puncak distribusi tersebut. Nilai statistik Jarque–Bera diperoleh dengan mempertimbangkan jumlah observasi serta nilai skewness dan kurtosis dari data yang dianalisis (Gujarati & Porter, 2009). Interpretasi hasil uji dinilai melalui nilai statistik JB dan probabilitasnya. Data dapat dikatakan berdistribusi normal kalau penilaian JB relatif kecil dan nilai probabilitas (p-value) lebih besar dari signifikansi 0,05. Sebaliknya, jika nilai JB relatif besar dan p-value lebih kecil dari signifikansi tersebut, maka data disimpulkan tidak mengikuti distribusi normal (Jarque & Bera, 1987).

Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dijalankan agar menyimpulkan apakah ada hubungan korelasi yang tinggi antar variabel independen di model regresi. Korelasi kuat antarvariabel bebas dapat menunjukkan adanya masalah multikolinearitas yang berpotensi memperburuk ketepatan dan keandalan hasil estimasi regresi. Oleh sebabnya, pengujian ini mencoba untuk menjamin bahwa tiap-tiap variabel independen dalam model memberi informasi yang berbeda satu sama lain dan tidak saling tumpang tindih. Dalam penelitian berikut, deteksi multikolinearitas dilakukan memakai Variance Inflation Factor (VIF) dengan kriteria penilaian seperti berikut (Kutner et al., 2005):

VIF > 10, multikolinieritas terdeteksi,

VIF < 10, multikolinieritas tidak terdeteksi

Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan untuk mengidentifikasi ada tidaknya keterkaitan

residual antarperiode dalam data panel. Keberadaan korelasi serial pada residual dapat menurunkan efisiensi estimasi koefisien regresi serta berpotensi menghasilkan kesimpulan yang bias. Oleh karena itu, apabila autokorelasi terdeteksi, diperlukan penyesuaian model, seperti penerapan estimator yang bersifat robust atau penggunaan spesifikasi model alternatif yang mampu menangkap ketergantungan residual. Dalam analisis data panel, autokorelasi umumnya diuji menggunakan statistik Durbin–Watson dan Breusch–Godfrey (Ghozali, 2009).

Adapun kriteria uji Durbin–Watson yang digunakan dalam penelitian ini di Uji

Heterokedastisitas

Pada dasarnya, tujuan dari uji heteroskedastisitas ialah untuk menentukan apakah variasi error pada model regresi berlangsung sepanjang waktu. Apabila varians residual tidak sama, kondisi tersebut dapat memengaruhi keakuratan estimasi standar error serta berpotensi mengakibatkan penarikan kesimpulan statistik yang bias. Uji Glejser adalah salah satu teknik yang paling banyak dipakai supaya menemukan masalah ini.

Nilai absolut residual pengujian diregresikan terhadap variabel independen model. Jika nilai probabilitas signifikansi hasil pengujian diatas dari 0,05, maka model regresi tidak menunjukkan heteroskedastisitas. Sebaliknya, jika nilai dibawah dari 0,05, maka model regresi menunjukkan heteroskedastisitas (Ghozali, 2009).

Analisis Regresi Data Panel

Studi ini menganalisis model regresi data panel dengan beberapa uji statistik, seperti:

Uji Hausman

Uji Hausman ialah prosedur statistik yang dipakai untuk memilih spesifikasi model yang paling tepat antara fixed effects dan random effects pada analisis data panel. Pengujian ini didasarkan pada hipotesis nol yang menyatakan bahwa tidak ada korelasi antara efek individu variabel independen dalam model, sehingga estimasi random effects dianggap konsisten dan efisien (Naeem & Li, 2019).

Ho ditolak dan H1 diterima jika probabilitas hasil uji (Prob > F) lebih kecil atau sama dengan 0,05.

Ho diterima dan H1 ditolak jika probabilitas hasil uji (Prob < F) lebih besar dari 0,05.

Uji Chow

Tujuan dari uji Chow adalah untuk memilih model regresi data panel mana yang paling tepat dari dua model, Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM). Tujuan dari uji ini adalah agar menentukan apakah ada perbedaan yang signifikan pada karakteristik data panel yang digunakan dalam penelitian. Hipotesis Uji Chow dapat dirumuskan sebagai berikut: Model Efek Tetap lebih cocok digunakan daripada Model Efek Biasa jika ada perbedaan yang signifikan dalam karakteristik unit observasi.

Hipotesis dalam Uji Chow dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_0 : Model yang tepat adalah Common Effect Model (CEM)

H_1 : Model yang tepat adalah Fixed Effect Model (FEM)

Nilai kemungkinan statistik F menentukan hasil pengujian. Jika nilai kemungkinan kurang dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$), H0 ditolak, yang berarti bahwa model efek

tetap adalah model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian. Sebaliknya, jika nilai kemungkinan lebih tinggi dari tingkat signifikansi, H0 tidak dapat ditolak. Model efek umum lebih cocok untuk dipakai pada penelitian ini.

Uji Lagrange Multiplier (LM)

Tujuan uji Lagrange Multiplier (LM) adalah untuk memastikan model regresi data panel mana yang paling cocok antara Model Efek Biasa (CEM) dan Model Efek Acak (REM). Tujuan uji ini adalah sebagai penentu apakah ada efek individual yang bersifat acak di model regresi panel yang dipakai. Hipotesis dalam Uji Lagrange Multiplier dirumuskan sebagai berikut:

H_0 : Model yang tepat adalah Common Effect Model (CEM)

H_1 : Model yang tepat adalah Random Effect Model (REM)

Nilai kemungkinan statistik LM digunakan untuk membuat keputusan pengujian. Jika nilai kemungkinan kurang dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0{,}05$), H0 ditolak, yang artinya bahwa model efek acak adalah model yang lebih tepat untuk dipakai dalam penelitian ini. Sebaliknya, jika nilai kemungkinan lebih besar daripada tingkat signifikansi, H0 tidak dapat ditolak. Model efek umum lebih sesuai untuk digunakan dalam penelitian berikut.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis dijalankan untuk mempelajari seberapa akurat fungsi regresi dalam menghitung nilai nyata. Jika model yang dipilih telah memenuhi uji asumsi klasik dan uji analisis regresi data panel, maka uji berikutnya dilakukan:

Koefisien Determinasi (R2)

R-square dipakai sebagai alat ukur seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menggambarkan variasi yang terjadi di variabel dependen. Nilai R^2 berada pada rentang di tengah 0 hingga 1, yang artinya nilai yang semakin mendekat ke 1 menunjukkan bahwa model punya kemampuan penjelasan yang lebih kuat.

Dalam model regresi yang memiliki lebih dari dua variabel independen, penggunaan Adjusted R^2 lebih disarankan karena ukuran ini telah mempertimbangkan jumlah variabel yang dipakai ke dalam model. Nilai R^2 Nilai R2 yang hampir nol menunjukkan bahwa variabel independen tidak bisa menjelaskan variasi pada variabel dependen dengan baik (Ghozali, 2009).

Nilai F

Untuk memastikan apakah semua variabel independen pada model regresi secara keseluruhan mempengaruhi variabel dependen, uji statistik F digunakan (Ghozali, 2009). Ada kemungkinan bahwa variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara bersamaan, jika nilai probabilitas statistik F lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan, yang biasanya adalah 0,05. Dalam keadaan itu, Hipotesis nol (H0) ditolak dan hipotesis alternatif (H1) diterima. Sebaliknya, hipotesis nol tidak dapat ditolak jika nilai probabilitas uji F lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan kalau pengaruh variabel independen secara keseluruhan tidak signifikan bagi variabel dependen.

Uji T

Untuk mengevaluasi pengaruh tiap-tiap variabel independen terhadap variabel dependen, uji statistik t dipakai. Nilai probabilitas suatu variabel independen dianggap signifikan jika nilai probabilitasnya berada di bawah tingkat signifikansi yang ditetapkan, yaitu 0,05. Selain itu, uji t juga dipakai untuk menentukan seberapa besar peran tiap-tiap variabel independen berdampak bagi variabel dependen (Onasis, 2016).

Uji Hipotesis

Untuk memastikan bahwa hasil penelitian tidak dipengaruhi oleh spesifikasi model tertentu, penelitian ini melakukan uji robustness. Uji robustness bertujuan untuk menguji konsistensi hasil estimasi ketika dilakukan perubahan pada spesifikasi model atau pengukuran variabel. Jika hasil penelitian tetap konsisten setelah perubahan tersebut, maka temuan penelitian dapat dianggap lebih reliabel dan tidak sensitif terhadap perubahan model (Gujarati & Porter, 2009).

Dalam penelitian ini dilakukan dua uji robustness, yaitu dengan menggunakan lag variabel ESG dan penggunaan alternatif proksi cash holding.

Lag ESG

Uji robustness pertama dilakukan dengan menggunakan lag variabel ESG. Penggunaan lag variabel independen bertujuan untuk mengurangi potensi reverse causality antara variabel independen dan variabel dependen. Dalam konteks penelitian ini, terdapat kemungkinan bahwa bukan hanya kinerja ESG yang mempengaruhi nilai perusahaan, tetapi nilai perusahaan yang lebih tinggi juga dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan praktik ESG. Oleh karena itu, untuk mengatasi potensi endogeneity tersebut digunakan variabel ESG periode sebelumnya (t-1) (Habermann & Fischer, 2021).

Pendekatan ini banyak digunakan dalam penelitian ESG dan corporate finance untuk memastikan arah hubungan kausalitas antar variabel (Zheng et al., 2015; Friede et al., 2015). Dengan menggunakan lag variabel ESG, model regresi dalam uji robustness pertama dirumuskan sebagai berikut:

$MVit = \beta0 + \beta1\ ESGit\text{-}1 + \beta2\ CHit + \beta3\ ESGit\text{-}1*CHit + Controls + \varepsilon it$

di mana:

MV_it= nilai perusahaan
ESG_(it-1)= skor ESG periode sebelumnya
CH_it= cash holding
ESG_(it-1)×CH_(i,t)= variabel interaksi
Controls_it= variabel kontrol penelitian

Jika hasil estimasi menunjukkan konsistensi dengan model utama, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan antara ESG, cash holding, dan nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh masalah reverse causality (Habermann & Fischer, 2021).

Alternatif Proxy Cash Holding

Uji robustness kedua dilakukan dengan mengganti proksi variabel cash holding. Pada model utama, cash holding diukur menggunakan rasio kas terhadap total aset. Namun, untuk memastikan bahwa hasil penelitian tidak bergantung pada satu pengukuran tertentu, penelitian ini menggunakan proksi alternatif yaitu rasio kas terhadap net assets

(Bates et al. 2009).

Penggunaan rasio kas terhadap net assets memungkinkan pengukuran likuiditas perusahaan relatif terhadap aset non-kas yang dimiliki perusahaan. Pendekatan ini sering digunakan dalam penelitian mengenai kebijakan kas perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Bates et al., 2009).

Model regresi untuk uji robustness kedua dirumuskan sebagai berikut:

$$MV_{(i,t)}=\alpha+\beta_1 ESG_{(i,t)}+\beta_2 CH_{(i,t)}^{*}+\beta_3 (ESG_{(i,t)}\times CH_{(i,t)}^{*})+\beta_4 Controls_{(i,t)}+\varepsilon_{(i,t)}$$

di mana CH^{*} menggunakan proksi alternatif.

Jika hasil estimasi tetap menunjukkan arah hubungan yang konsisten dengan model utama, maka dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian bersifat robust terhadap perubahan pengukuran variabel cash holding.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Karakteristik data yang dipakai di penelitian disajikan melalui penggunaan analisis statistik deskriptif. Informasi yang ditampilkan yaitu nilai maksimum, minimum, median, rata-rata, juga standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Data yang dipakai di penelitian berbentuk data panel yang terdiri dari 34 perusahaan dengan tahun pengamatan dari tahun 2016 hingga 2024, karenanya menghasilkan total 306 observasi. Variabel yang dianalisa di penelitian ini meliputi nilai perusahaan (MV), ESG score, cash holding (CH), ukuran perusahaan (SIZE), ketidakpastian ekonomi global (WUI), dividend (DIV), dummy Covid (COVDUM), dan profitabilitas (ROA).

Tabel 2. Statistik Deskriptif Sebelum dilakukan Penanganan Outlier

Variabel	Keterangan Variabel	Obs	Mean	Median	Max	Min	Skewness	Std. Dev.
MV	Nilai Perusahaan	306	1.8127	1.0161	22.7419	0.2176	4.6068	2.6319
ESG	ESG Score	306	51.9305	52.2037	87.5971	8.1624	-0.1661	18.7568
CH	Cash Holding	306	0.1202	0.1019	0.5418	0.001	1.1831	0.0905
SIZE	Ukuran Perusahaan	306	17.6314	17.5766	19.9745	15.3884	0.0144	0.8918
WUI	World Uncertainty Index	306	0.1654	0.1476	0.3348	0.0804	0.0175	0.0908
DIV	Dividend Ratio	306	0.0513	0.0199	0.5037	0	2.6082	0.0836

COVDUM	Dummy Covid	306	0.3333	0	1	0	0.7071	0.4722
ROA	Return on Assets	306	7.7835	5.911	45.934	-6.111	1.9167	7.1293

Berdasarkan statistik deskriptif pada Tabel 2, terdapat indikasi outlier pada beberapa variabel, terutama Nilai Perusahaan (MV) dan ROA. Hal ini terlihat dari nilai maksimum MV sebesar 22,74 yang jauh lebih tinggi dibandingkan median 1,0161, serta nilai maksimum ROA sebesar 45,934 yang jauh melebihi median 5,911. Dividend Ratio juga menunjukkan outlier moderat. Oleh karena itu, dilakukan penanganan outlier menggunakan teknik winsorization pada persentil 1 dan 99 untuk mengurangi pengaruh observasi ekstrem tanpa menghilangkan informasi penting dalam data. Setelah itu, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa MV, Dividend Ratio, dan ROA cenderung right-skewed, sedangkan ESG, SIZE, dan WUI memiliki distribusi yang relatif simetris. Cash holding memiliki rata-rata 0,1202 atau sekitar 12,02% dari total aset, sementara dummy COVID-19 menunjukkan bahwa 33,33% observasi berada pada periode pandemi. Secara keseluruhan, data memiliki variasi yang cukup dan layak dilanjutkan ke analisis regresi data panel.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Hasil pengujian normalitas dari residual dari dua model regresi yang dipakai pada penelitian berikut, disajikan di tabel di bawah ini :

Tabel 3. Uji Normalitas

Model	Observasi	Adj Chi²	Prob > Chi²	Kesimpulan
Model 1 (ESG)	306	87.89	0.000	Tidak Normal
Model 2 (ESG × CH)	306	103.61	0.000	Tidak Normal

Berdasarkan hasil pengujian normalitas memakai Skewness and Kurtosis test, seluruh model regresi mengindikasikan nilai prob > chi2 sebesar 0.0000, yang berarti kurang dari tingkat signifikansi 5%. Oleh karenanya, dapat diambil kesimpulan jika residual pada seluruh model penelitian tidak terdistribusi normal.

Dalam analisis *panel data regression*, pelanggaran bagi asumsi normalitas residual tidak merupakan isu yang signifikan, terutama ketika jumlah observasi relatif besar. Hal ini disebabkan oleh adanya *Central Limit Theorem*, yang mengatakan jika distribusi estimasi parameter akan mengarah ke distribusi normal seiring dengan meningkatnya ukuran sampel (Gujarati & Porter, 2009; Wooldridge, 2013). Dengan demikian, meskipun residual tidak berdistribusi normal, estimasi parameter regresi tetap konsisten, sesuai dan dapat dipakai untuk pengujian hipotesis.

Selain itu, penggunaan *robust standard errors*, khususnya *clustered standard errors*, memungkinkan estimasi varians yang konsisten meskipun terdapat pelanggaran asumsi klasik (White, 1980; Cameron & Miller, 2015).

Uji Multikolinearitas

Pada penelitian ini, pengujian multikolinearitas diimplementasikan memakai *Variance Inflation Factor* (VIF) sebagai indikator. Secara umum, apabila nilai VIF tiap-tiap variabel berada pada bawah batas yang ditetapkan, yaitu 10, model regresi tidak menunjukkan masalah multikolinearitas (Hair et al., 2019).

Tabel 4. Uji Multikolinearitas Model 1

Variabel	VIF	1/VIF
ROA_w	2.76	0.362
DIV_w	2.75	0.364
ESG	1.3	0.771
CH	1.23	0.815
SIZE	1.17	0.858
COVDUM	1.06	0.947
WUI	1	0.997
Mean VIF	1.61	

Pada Model 1 yang menganalisis pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan, nilai VIF teratas tercatat senilai 2,76 pada ROA, dengan nilai mean VIF sebesar 1,61. Model 1 tidak menunjukkan indikasi multikolinearitas karena nilainya masih jauh di bawah batas yang direkomendasikan.

Tabel 5. Uji Multikolinearitas Model 2

Variabel	VIF	1/VIF
ESG_CH	16.61	0.060
CH	13.08	0.076
ESG	2.56	0.390
ROA_w	2.77	0.361
DIV_w	2.78	0.359
SIZE	1.17	0.858
COVDUM	1.07	0.938
WUI	1	0.996
Mean VIF	**5.13**	

Pada Model 2, nilai VIF tertinggi terdapat pada variabel interaksi ESG × CH sebesar 16,61 dan variabel CH sebesar 13,08, dengan rata-rata VIF 5,13. Tingginya nilai VIF pada variabel interaksi merupakan hal yang wajar dalam model moderasi karena variabel tersebut merupakan hasil perkalian dari variabel utama. Meskipun demikian, sebagian besar variabel lain memiliki nilai VIF di bawah 3, sehingga tidak menunjukkan masalah multikolinearitas yang serius. Dengan demikian, model moderasi masih dapat digunakan karena tingginya VIF pada variabel interaksi tidak secara langsung mengganggu stabilitas estimasi model.

Uji Heteroskedastisitas

Semua model penelitian menunjukkan nilai Prob > chi2 sebesar 0.0000, di bawah tingkat signifikansi 5%, yang menunjukkan bahwa hipotesis nol ditolak, menunjukkan bahwasannya model regresi yang dipakai di penelitian berikut terkandung heteroskedastisitas. Hasil pengujian dengan Modified Wald Test menunjukkan hal ini.

Untuk memitigasi permasalahan tersebut, penelitian ini menerapkan robust standard errors dengan *clustered standard errors* pada tingkat perusahaan. Pendekatan ini memungkinkan perhitungan standar error yang lebih andal meskipun terdapat heteroskedastisitas maupun autokorelasi pada data panel (Wooldridge, 2013). Oleh karenanya, walau hasil pengujian mengindikasikan heteroskedastisitas pada seluruh model, penggunaan robust clustered standard errors tetap memungkinkan hasil estimasi regresi digunakan secara valid dalam analisis dan pengujian hipotesis (White, 1980; Cameron & Miller, 2015).

Uji Autokorelasi

Semua model penelitian mencatatkan nilai Prob 0.0000, yang artinya di bawah tingkat signifikansi 5%, berdasarkan hasil pengujian Wooldridge. Hasil ini menjelaskan jika hipotesis nol ditolak, yang memiliki arti yaitu model regresi pada penelitian ini mengalami autokorelasi.

Walaupun demikian, permasalahan autokorelasi tersebut dapat diatasi dengan menerapkan robust standard errors atau clustered standard errors pada tingkat perusahaan dalam estimasi regresi data panel. Pendekatan ini memungkinkan perhitungan standar error yang tetap konsisten meskipun dalam data terdapat heteroskedastisitas maupun autokorelasi (Wooldridge, 2013).

Analisis Hasil Regresi Data Panel

Sebelum melakukan estimasi regresi data panel, penelitian berikut terlebih dahulu sudah menguji model panel yang lebih cocok melalui beberapa pengujian, yaitu melalui *Chow Test*, *Lagrange Multiplier* (LM), dan *Hausman Test*. Pengujian tersebut dijalankan untuk mengidentifikasi model regresi yang dinilai tepat untuk diterapkan pada analisis, *apakah Common Effect Model*, *Fixed Effects Model*, atau *Random Effects Model*. Proses seleksi model di penelitian berikut menggunakan Model 2, yaitu model regresi yang mencakup seluruh variabel yang dipakai di penelitian, termasuk variabel interaksi diantara ESG dan cash holding (ESG × CH). Model ini dipilih karena memiliki spesifikasi yang paling lengkap dibandingkan model lainnya, sehingga dianggap mampu merepresentasikan hubungan antarvariabel secara lebih komprehensif.

Wooldridge (2013) menjelaskan bahwa pemilihan model data panel dapat dianalisis memakai model yang memiliki spesifikasi paling lengkap, karena struktur error serta karakteristik data panel dalam model tersebut dapat mencerminkan model-model lain yang memiliki spesifikasi yang lebih sederhana.

Dengan demikian, hasil pemilihan model pada spesifikasi yang paling lengkap dapat dijadikan dasar untuk mengidentifikasi teknik estimasi yang digunakan pada seluruh model regresi pada penelitian.

Berdasarkan pertimbangan tersebut, pengujian Chow Test, Hausman Test, dan LM

Test di penelitian ini dijalankan menggunakan Model 2. Hasil dari pengujian tersebut selanjutnya akan dimanfaatkan sebagai acuan dalam menentukan metode estimasi untuk diterapkan pada seluruh model regresi yang dianalisis dalam penelitian.

Uji Chow

Perintah *testparm* dipakai untuk menguji variabel dummy perusahaan. Model efek tetap dianggap lebih sesuai untuk digunakan dalam analisis jika nilai Prob > F dan berada kurang dari tingkat signifikansi 5%. Tabel berikut menunjukkan hasil pengujian Chow Test:

Tabel 6. Uji Chow

Statistik	Nilai
F-statistic	11.51
Prob > F	0.0000

Hasil pengujian menunjukkan jika model *Fixed Effect* lebih sesuai untuk dipakai daripada *Common Effect Model*. Nilai Probnya adalah 0.0000, di bawah tingkat signifikansi 5%, sehingga hipotesis nol ditolak.

Uji Hausman

Hasil pengujian Hausman ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 7. Uji Hausman

Statistik	Nilai
Chi-square	33.00
Prob > chi2	0.0001

Hasil pengujian menunjukkan jika model *Fixed Effect* lebih sesuai daripada *Common Effect Model*, disebabkan nilai Prob > chi2 sebesar 0.0001, kurang dari tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menjelaskan jika hipotesis nol ditolak.

Dua pengujian utama dipakai dalam penelitian ini untuk memilih model panel: *Chow Test* dan *Hausman Test*. Pengujian Chow menggambarkan apakah Fixed Effects Model atau Common Effect Model adalah model terbaik bagi penelitian. Pengujian Hausman membandingkan Fixed Effects Model dengan Random Effects Model untuk menetapkan model estimasi yang paling relevan (Baltagi, 2021; Gujarati & Porter, 2009).

Dari hasil kedua pengujian itu, didapati secara konsisten bahwa *Fixed Effects Model* dipandang sebagai pendekatan yang paling optimal dan tepat untuk dipakai dalam penelitian berikut. Karena Hausman Test telah membuktikan bahwasannya *Fixed Effects Model* lebih relevan daripada *Random Effects Model*, maka Random Effects Model tidak dipertimbangkan lebih lanjut dalam analisis. Dengan demikian, pengujian Lagrange Multiplier (LM) tidak diperlukan.

Analisis Hasil Uji Hipotesis

Penelitian berikut menerapkan regresi data panel dengan *Fixed Effects Model* (FEM) yang diestimasi memakai *robust standard errors* ditambah dengan clustering pada tingkat perusahaan. Pendekatan ini dipilih karena mampu mengendalikan heterogenitas yang tidak terlihat pada setiap perusahaan yang bersifat tetap sepanjang waktu. Dengan

demikian, model ini direncanakan dapat menghasilkan estimasi yang andal dalam menggambarkan hubungan diantara kinerja ESG dan nilai perusahaan.

Dalam kajian ini, nilai perusahaan (Market Value/MV) dipakai untuk variabel dependen. Variabel independen utama yang dianalisis adalah ESG, sedangkan cash holding (CH) dimasukkan sebagai variabel moderasi yang diuji melalui variabel interaksi ESG_CH. Begitu pula, model penelitian juga memasukkan beberapa variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (SIZE), World Uncertainty Index (WUI), dividen (DIV), dummy COVID-19 (COVDUM), serta profitabilitas perusahaan (ROA).

Uji hipotesis dalam penelitian berikut dijalankan memakai tiga tahap analisis utama, yaitu uji simultan (uji F). koefisien determinasi (R^2), uji parsial (uji t), dan Ketiga uji-uji ini dipakai untuk mengevaluasi kemampuan model untuk menerangkan variasi nilai perusahaan serta untuk mengidentifikasi signifikansi pengaruh dari setiap variabel yang dipakai di penelitian.

Analisis Hasil Uji F

Hasil uji F pada Model 1 menunjukkan nilai F-statistic sebesar 20,65 dengan probabilitas 0,0000, sehingga signifikan pada tingkat 1%. Hal ini membuktikan bahwa ESG, cash holding, dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan. Dengan demikian, Model 1 dinilai layak dan memadai untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut.

Pada Model 2, nilai F-statistic sebesar 12,77 dengan probabilitas 0,0000 juga menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%. Artinya, ESG, cash holding, variabel interaksi ESG×CH, serta variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Meskipun nilai F-statistic lebih rendah dibandingkan Model 1, Model 2 tetap layak digunakan karena mampu menjelaskan pengaruh moderasi cash holding dalam hubungan antara ESG dan nilai perusahaan.

Uji R^2

Koefisien determinasi yang digunakan dalam Fixed Effects Model adalah within R-square karena lebih sesuai untuk melihat variasi dalam perusahaan sepanjang waktu. Pada Model 1, nilai within R-square sebesar 0,4717 menunjukkan bahwa 47,17% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh ESG, cash holding, ukuran perusahaan, World Uncertainty Index, kebijakan dividen, dummy pandemi COVID-19, dan ROA. Sementara itu, 52,83% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

Pada Model 2, nilai within R-square meningkat menjadi 0,4867 setelah ditambahkan variabel interaksi ESG dan cash holding. Artinya, model moderasi mampu menjelaskan 48,67% variasi nilai perusahaan, sedangkan 51,33% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar penelitian. Peningkatan R-square tersebut menunjukkan bahwa variabel moderasi menambah kemampuan model dalam menjelaskan nilai perusahaan, meskipun peningkatannya relatif kecil.

Analisis Hasil Uji T

Pada Model 1, ESG dan cash holding tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena nilai probabilitasnya di atas 5%. Variabel SIZE berpengaruh negatif signifikan, yang menunjukkan bahwa perusahaan berukuran lebih besar cenderung

memiliki nilai perusahaan lebih rendah. WUI dan dummy COVID-19 juga tidak berpengaruh signifikan. Sebaliknya, DIV dan ROA berpengaruh positif signifikan, sehingga perusahaan dengan kebijakan dividen dan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih baik.

Pada Model 2, ESG tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, cash holding berpengaruh positif signifikan, yang menunjukkan bahwa tingkat kas yang lebih tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Variabel interaksi ESG × Cash Holding berpengaruh negatif signifikan, sehingga cash holding terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Untuk variabel kontrol, SIZE hanya signifikan negatif pada tingkat 10%, WUI tidak signifikan, sedangkan DIV dan ROA tetap berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Interpretasi Model

Pengaruh ESG terhadap Nilai Perusahaan

Hasil estimasi Model 1 menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien -0,0236 dan probabilitas 0,134. Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan kinerja ESG belum tercermin langsung dalam valuasi perusahaan. Secara teoritis, stakeholder theory menjelaskan bahwa praktik ESG seharusnya mampu menciptakan nilai jangka panjang melalui hubungan yang baik dengan pemangku kepentingan. Namun, dalam konteks pasar negara berkembang, investor cenderung masih lebih mempertimbangkan indikator keuangan konvensional seperti profitabilitas dan kebijakan dividen dibandingkan aspek keberlanjutan. Oleh karena itu, pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan dapat bervariasi dan belum tentu signifikan, tergantung pada karakteristik perusahaan serta kondisi pasar.

Pengaruh Cash Holding terhadap Nilai Perusahaan

Variabel cash holding (CH) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien 7,6059 dan probabilitas 0,043. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan kas yang lebih tinggi cenderung memperoleh valuasi pasar yang lebih baik. Secara teoritis, cadangan kas memberikan fleksibilitas keuangan bagi perusahaan untuk menghadapi ketidakpastian dan memanfaatkan peluang investasi. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa kas dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mendukung pembiayaan investasi yang menguntungkan, terutama pada perusahaan yang menghadapi keterbatasan akses pendanaan eksternal. Dalam konteks negara berkembang, cadangan kas yang besar dipandang positif oleh investor karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga stabilitas keuangan dan menghadapi risiko ekonomi.

Pengaruh ESG terhadap Nilai Perusahaan dengan Cash Holding sebagai Variabel Moderasi

Hasil estimasi Model 2 menunjukkan bahwa interaksi ESG dan cash holding (ESG × CH) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien -0,1531 dan probabilitas 0,008. Temuan ini membuktikan bahwa cash holding memoderasi hubungan antara ESG dan nilai perusahaan. Artinya, pengaruh ESG tidak bersifat langsung, melainkan bergantung pada tingkat kas yang dimiliki perusahaan.

Koefisien interaksi yang negatif menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan cash holding tinggi, peningkatan aktivitas ESG dapat memperoleh respons negatif dari pasar. Investor di negara berkembang cenderung menilai penggunaan kas untuk aktivitas ESG sebagai pengeluaran yang belum memberikan manfaat ekonomi langsung dalam jangka pendek. Dengan demikian, hubungan ESG dan nilai perusahaan bersifat kondisional serta dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan, khususnya ketersediaan kas.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi data panel pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2024, penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja ESG secara agregat tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia belum sepenuhnya menjadikan ESG sebagai faktor utama dalam penilaian perusahaan, terutama karena manfaat ESG cenderung bersifat jangka panjang. Sebaliknya, cash holdings berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yang menandakan bahwa likuiditas menjadi indikator penting bagi investor dalam menilai stabilitas dan fleksibilitas keuangan perusahaan. Namun, cash holdings juga terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan nilai perusahaan secara negatif. Artinya, pada perusahaan dengan tingkat kas tinggi, peningkatan aktivitas ESG dapat dipersepsikan sebagai penggunaan sumber daya yang belum memberikan manfaat ekonomi langsung dalam jangka pendek. Dengan demikian, hubungan antara ESG dan nilai perusahaan bersifat kondisional serta dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya keuangannya secara efektif.

DAFTAR PUSTAKA

Aurora, Rhein, S., & Sträter, K. F. (2021). Corporate self-commitments to mitigate the global plastic crisis: Recycling rather than reduction and reuse. *Journal of Cleaner Production*, *296*, 126571.

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2021). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance. Journal of Cleaner Production, 297, 126571. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126571

Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 29763. https://doi.org/10.3386/w29763

Ahmed, O., & Abu Khalaf, B. (2025). The impact of ESG on firm value: The moderating role of cash holdings. Heliyon, 11(2), e41865.

Aiken, L. S., & West, S. G. (1991). Multiple regression: Testing and interpreting interactions. Sage Publications.

Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. Accounting, Organizations and Society, 29(5–6), 447–471. https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 20(7), 1409–1428.

Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. Management Science, 65(10), 4451–4469. https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043

Arouri, M., & Pijourlet, G. (2017). CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. Journal of Business Ethics, 140(2), 263–284.https://doi.org/10.1007/s10551-015-2658-5

Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. Management of Environmental Quality, 29(2), 182–194.

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. Borsa Istanbul Review, 22(S2), S119–S127. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.002

Baltagi, B. H. (2021). Econometric analysis of panel data (6th ed.). Springer.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance, 64(5), 1985–2021.

Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R., & Do, H. X. (2023). ESG and firm performance: The role of size and media channels. Economic Modelling, 121, Article 106203. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106203

Bourgeois, L. J. (1981). On the measurement of organizational slack. Academy of Management Review, 6(1), 29–39. https://doi.org/10.5465/amr.1981.4287985

Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. Management of Environmental Quality, 30(1), 98–115.https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149

Cahyani, A. N., Maryanti, E., Biduri, S., & Amanda, R. T. (2025). Unveiling firm value: The role of ESG, cash holding, and retention ratio with firm size as a moderator. International Economics and Business Conference (IECON), 3(2), 1180–1196.

Cameron, A. C., & Miller, D. L. (2015). A practitioner's guide to cluster-robust inference. Journal of Human Resources, 50(2), 317–372. https://doi.org/10.3368/jhr.50.2.317

Capelle-Blancard, G., & Laguna, M.-A. (2010). How does the stock market respond to chemical disasters? Journal of Environmental Economics and Management, 59(2), 192–205. https://doi.org/10.1016/j.jeem.2009.11.002

Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder. Oxford University.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. Journal of Management, 37(1), 39–67. https://doi.org/10.1177/0149206310388419

Cremers, K. and Nair, V.B. (2005) Governance Mechanisms and Equity Prices. Journal of Finance, 60, 2859-2894. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00819.

D’Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(2), 909–924. https://doi.org/10.1002/csr.1855

Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. Journal of Banking & Finance, 86, 159–176.

Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. Review of Financial Studies, 23(1), 247–269. https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031

https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2025.e41865

https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258

https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033