

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Penelitian Terdahulu

Kim et al. (2024) meneliti bagaimana praktik ESG memengaruhi nilai perusahaan dengan reputasi dan sensitivitas industri sebagai faktor yang dapat memperkuat atau melemahkan hubungan tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien positif dengan nilai $p < 0,05$. Reputasi perusahaan juga terbukti berperan sebagai mediator dalam hubungan tersebut, ditunjukkan oleh pengaruh reputasi terhadap nilai perusahaan yang juga signifikan dalam model mediasi ($p < 0,01$). Selain itu, sensitivitas industri memengaruhi kekuatan hubungan tersebut, diperlihatkan melalui interaksi antara reputasi dan sensitivitas industri yang signifikan ($p < 0,01$). Hal tersebut menunjukkan bahwa manfaat ESG cenderung lebih besar pada perusahaan yang beroperasi di industri dengan risiko lingkungan tinggi, dimana tuntutan dan perhatian *stakeholder* terhadap praktik keberlanjutan lebih kuat.

Selanjutnya, Safitri et al. (2025) meneliti hubungan antara kinerja ESG, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan pada sektor manufaktur, dengan *sustainability value-based performance* sebagai variabel *intervening* serta menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *Structural Equation Modeling–Partial Least Squares (SEM-PLS)*. Hasil penelitian menunjukkan

bahwa kinerja ESG dan kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, variabel *sustainability value-based performance* berperan sebagai mediator yang menjembatani hubungan tersebut. Temuan tersebut memperkuat pandangan bahwa penerapan ESG tidak hanya berdampak pada reputasi, tetapi juga meningkatkan kinerja keuangan yang berujung pada peningkatan nilai perusahaan.

Sementara itu, Li & You (2025) meneliti terkait dampak kinerja ESG pada nilai perusahaan publik di Tiongkok. Temuannya menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ($p < 0,01$). Efek ini terbukti lebih kuat pada perusahaan swasta dan industri berpolusi tinggi, yang ditunjukkan oleh interaksi $ESG \times POL$ yang signifikan ($p < 0,01$). Studi tersebut juga menunjukkan bahwa reputasi dan inovasi memperkuat pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan, dengan interaksi keduanya signifikan pada $p < 0,01$. Meskipun demikian, komponen lingkungan (E) memberikan pengaruh negatif signifikan pada awal implementasi ($p < 0,01$) akibat tingginya biaya kepatuhan, sebelum memberikan manfaat positif dalam jangka panjang.

Xaviera & Rahman (2023) meneliti pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan sebagai variabel moderasi. Temuannya menunjukkan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan ($p = 0,274$). Jika dianalisis berdasarkan masing-masing pilar, kinerja lingkungan berpengaruh negatif ($p = 0,090$), kinerja sosial tidak berpengaruh

signifikan ($p = 0,805$), sedangkan kinerja tata kelola berpengaruh positif signifikan ($p = 0,015$). Temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas ESG dipengaruhi oleh tahap perkembangan perusahaan, dimana pengaruhnya cenderung lebih kuat pada tahap *growth* dan melemah pada tahap *mature*.

Penelitian lintas negara yang dilakukan oleh Prabawati & Rahmawati (2022) terhadap perusahaan-perusahaan di kawasan ASEAN yang menelaah pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda dari temuan sebelumnya. Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa skor ESG secara keseluruhan justru berdampak negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, tercermin dari koefisien sebesar $-0,0052$ ($p = 0,0010$). Ketika setiap pilar dianalisis secara terpisah, kinerja lingkungan dan sosial sama-sama memberikan pengaruh negatif signifikan ($p = 0,0004$ dan $p = 0,0005$), sedangkan pilar tata kelola tidak menunjukkan pengaruh yang berarti terhadap nilai perusahaan ($p = 0,2070$). Hasil tersebut menggambarkan kondisi di negara berkembang, dimana implementasi ESG masih dipersepsikan sebagai biaya tambahan sehingga belum dianggap mampu meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian tersebut juga memasukkan *World Governance Indicators (WGI)* sebagai variabel kontrol untuk merepresentasikan kualitas tata kelola pemerintahan setiap negara.

Hariyanto & Ghazali (2024) yang meneliti pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan dalam Indeks Kompas 100 menunjukkan bahwa pengungkapan aspek sosial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ($p = 0,007$). Sebaliknya, aspek lingkungan dan aspek

tata kelola tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan ($p = 0,958$ dan $p = 0,860$). Temuan tersebut mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia lebih responsif terhadap aktivitas sosial perusahaan seperti program tanggung jawab sosial dan upaya peningkatan kesejahteraan karyawan dibandingkan aspek lingkungan maupun tata kelola.

Selanjutnya, Pongsatitpat et al. (2025) yang mengkaji pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan kepemilikan keluarga sebagai variabel moderasi di Thailand. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ($p = 0,018$). Namun, hubungan ini dipengaruhi secara negatif oleh struktur kepemilikan keluarga, ditunjukkan oleh interaksi $ESG \times$ Family Ownership yang signifikan negatif ($p = 0,000$). Dengan demikian, semakin besar proporsi kepemilikan keluarga dalam perusahaan, semakin lemah pengaruh positif ESG terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh kecenderungan perusahaan keluarga yang lebih berhati-hati dan konservatif terhadap investasi jangka panjang seperti kegiatan keberlanjutan.

Berdasarkan berbagai hasil penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan masih menunjukkan ketidakkonsistenan temuan di berbagai negara dan kondisi perusahaan. Beberapa penelitian di negara maju, seperti yang dilakukan oleh Kim et al. (2024), Li & You (2025), dan Pongsatitpat et al. (2025), menemukan bahwa ESG memberikan dampak positif terhadap peningkatan nilai perusahaan karena mampu memperkuat reputasi, inovasi, dan kepercayaan investor. Sebaliknya, penelitian di kawasan

Asia Tenggara, seperti yang dilakukan oleh Prabawati & Rahmawati (2022), Xaviera & Rahman (2023), serta Hariyanto & Ghazali (2024), menunjukkan hasil yang beragam, mulai dari pengaruh negatif, tidak signifikan, hingga pengaruh positif pada aspek tertentu yang mencerminkan rendahnya apresiasi pasar terhadap praktik keberlanjutan di negara berkembang.

Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan sangat dipengaruhi oleh kondisi kelembagaan (Prabawati & Rahmawati, 2022), karakteristik industri, serta faktor internal perusahaan seperti reputasi (Kim et al., 2024), struktur kepemilikan (Pongsatitpat et al., 2025), dan tahap siklus hidup (Xaviera & Rahman, 2023). Berdasarkan ketidakselarasan temuan tersebut, penelitian ini memfokuskan kajian pada peran sensitivitas industri sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah karakteristik industri memengaruhi hubungan antara kinerja ESG dan nilai perusahaan.

B. Tinjauan Pustaka

Kinerja ESG merupakan pengembangan dari konsep akuntansi sosial dan lingkungan (*Social and Environmental Accounting/SEA*) yang menekankan pada pengungkapan sukarela oleh organisasi terkait aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (Zulkarnain, 2022). Praktik ini mencakup tiga dimensi utama, yaitu dimensi lingkungan (*Environmental*) yang menyoroti dampak aktivitas perusahaan terhadap lingkungan, dimensi sosial (*Social*) yang berhubungan dengan interaksi perusahaan dengan para pemangku kepentingan, seperti

karyawan, pelanggan, dan masyarakat, serta dimensi tata kelola (*Governance*) yang menitikberatkan pada penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik (Rosa & Noveria, 2025).

Nilai Perusahaan merefleksikan penilaian pasar terhadap prospek dan kinerja masa depan perusahaan. Keputusan manajemen untuk melakukan pengungkapan ESG didasari oleh rasionalitas ekonomi, yakni keyakinan bahwa melakukan praktik yang benar secara etis dan berkelanjutan (*doing the right thing*) dapat menciptakan keunggulan kompetitif yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Deegan, 2002). Kinerja ESG yang baik diharapkan mampu memberikan sinyal positif kepada pasar modal serta menarik minat investor yang berorientasi etis (*ethical investment funds*), sehingga memperkuat persepsi eksternal terhadap perusahaan dan secara langsung berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan (Wahyuni & Ahdim, 2025).

Penelitian mengenai Kinerja ESG dan dampaknya terhadap Nilai Perusahaan sangat didukung oleh teori-teori berorientasi sistem (*systems-oriented theory*), yaitu Teori Legitimasi dan Teori *Stakeholder* (Kim et al., 2024).

1. Teori Legitimasi (*Legitimacy Theory*)

Teori Legitimasi atau *Legitimacy Theory* pertama kali diperkenalkan oleh Dowling dan Pfeffer (1975) dan didasarkan pada konsep *social contract*, yang menyatakan bahwa keberlangsungan perusahaan bergantung pada kesesuaian aktivitas dan kebijakannya dengan nilai, norma, serta harapan masyarakat tempat

perusahaan beroperasi. Perusahaan dianggap memiliki legitimasi apabila sistem nilai yang dianut dan diwujudkan melalui aktivitas operasionalnya selaras dengan sistem nilai sosial yang berlaku secara luas. Sebaliknya, apabila terjadi ketidaksesuaian antara keduanya, maka akan muncul *legitimacy gap* yang dapat mengancam keberlanjutan operasional perusahaan (Deegan, 2002; Suchman, 1995).

Dalam konteks ini, *kinerja Environmental, Social, and Governance* (ESG) dipandang sebagai salah satu instrumen strategis yang digunakan perusahaan untuk memperoleh dan mempertahankan legitimasi sosial. Praktik dan pengungkapan ESG berfungsi sebagai sarana komunikasi kepada publik bahwa perusahaan telah menjalankan aktivitas bisnis yang bertanggung jawab, etis, dan berkelanjutan (Zulkarnain, 2022). Dimensi lingkungan mencerminkan kepedulian perusahaan terhadap dampak ekologis aktivitas operasional, dimensi sosial menunjukkan komitmen perusahaan dalam memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan, sedangkan dimensi tata kelola menegaskan penerapan prinsip transparansi, akuntabilitas, dan integritas dalam pengelolaan perusahaan (Rosa & Noveria, 2025).

Keberhasilan perusahaan dalam membangun legitimasi melalui kinerja ESG yang baik diharapkan tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan (Deegan, 2002). Pasar modal cenderung merespons positif perusahaan yang mampu menunjukkan kepatuhan terhadap norma sosial dan etika bisnis, karena hal

tersebut diasosiasikan dengan risiko yang lebih rendah serta prospek keberlanjutan yang lebih baik (Xaviera & Rahman, 2023). Dengan demikian, dalam kerangka Teori Legitimasi, kinerja ESG berfungsi sebagai sinyal positif bagi investor yang pada akhirnya berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Peran legitimasi menjadi semakin penting pada perusahaan yang beroperasi dalam industri dengan tingkat sensitivitas tinggi. Industri seperti pertambangan, energi, dan manufaktur berbasis sumber daya alam memiliki risiko legitimasi yang lebih besar karena aktivitas operasionalnya berpotensi menimbulkan dampak negatif terhadap lingkungan dan masyarakat, sehingga lebih sering berada dalam sorotan publik, media, dan regulator (Kim et al., 2024). Dalam kondisi tersebut, kinerja ESG berfungsi sebagai mekanisme utama untuk memulihkan dan mempertahankan kontrak sosial serta memperoleh *license to operate* (Suchman, 1995). Oleh karena itu, pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan diperkirakan lebih kuat pada industri dengan sensitivitas tinggi dibandingkan industri dengan sensitivitas rendah (Susanti & Hindasah, 2025).

2. Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*)

Teori pemangku kepentingan atau *Stakeholder Theory* pertama kali diperkenalkan oleh (Freeman, 1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pihak yang memiliki kepentingan langsung maupun tidak langsung terhadap aktivitas perusahaan, termasuk karyawan, pelanggan, pemasok, regulator,

komunitas lokal, dan masyarakat luas. Teori ini juga memandang perusahaan sebagai bagian dari sistem sosial yang kompleks, sehingga keberhasilan jangka panjang perusahaan sangat ditentukan oleh kemampuannya dalam mengelola hubungan dengan berbagai pemangku kepentingan tersebut.

Donaldson & Preston (1995) mengembangkan Teori Stakeholder ke dalam tiga aspek utama, yaitu deskriptif, instrumental, dan normatif. Aspek deskriptif menjelaskan bagaimana perusahaan secara faktual berinteraksi dengan para pemangku kepentingan. Aspek instrumental menekankan bahwa pengelolaan stakeholder yang efektif dapat meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Sementara itu, aspek normatif memberikan landasan etis bahwa setiap pemangku kepentingan memiliki nilai intrinsik dan berhak diperlakukan secara adil.

Dalam kerangka Teori Stakeholder, kinerja ESG merepresentasikan bentuk konkret komitmen perusahaan dalam menyeimbangkan kepentingan para pemangku kepentingan (Rachman et al., 2024). Praktik ESG memungkinkan perusahaan memenuhi tuntutan lingkungan, sosial, dan tata kelola secara simultan, sehingga dapat memperkuat hubungan dengan stakeholder utama (Wahyuni & Ahdim, 2025). Pengelolaan stakeholder yang baik melalui ESG berpotensi meningkatkan reputasi, kepercayaan, dan stabilitas perusahaan, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan (Farhan, 2024).

Sensitivitas industri memperkuat hubungan tersebut karena tingkat tekanan dan ekspektasi stakeholder berbeda antarindustri (Kim et al., 2024). Pada industri

dengan sensitivitas tinggi, stakeholder cenderung lebih kritis terhadap isu ESG dan lebih responsif terhadap kinerja keberlanjutan perusahaan (Fikru et al., 2024). Oleh karena itu, pada sektor ini, kinerja ESG memiliki peran yang lebih signifikan dalam memengaruhi persepsi pasar dan nilai perusahaan. Sebaliknya, pada industri dengan sensitivitas rendah, tekanan stakeholder relatif lebih kecil sehingga dampak ESG terhadap nilai perusahaan cenderung lebih lemah (Yustisia et al., 2025).

C. Pengembangan Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini dikembangkan berdasarkan Teori Legitimasi dan Teori *Stakeholder*, yang menjelaskan motivasi perusahaan dalam melakukan pengungkapan ESG dan bagaimana konteks sensitivitas industri memengaruhi hasil tersebut.

1. Pengaruh Kinerja ESG terhadap Nilai perusahaan

Secara umum, kinerja ESG diharapkan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut perspektif Teori *Stakeholder* cabang manajerial, manajer menerapkan praktik ESG serta melakukan pengungkapan terkait kinerja keberlanjutan sebagai strategi pengelolaan *stakeholder* yang berpengaruh, khususnya investor, yang memiliki kendali atas sumberdaya modal dan berperan penting dalam menunjang keberlangsungan operasional perusahaan (Donaldson & Preston, 1995).

Pengungkapan ESG berfungsi sebagai instrumen strategis bagi perusahaan untuk memperoleh dukungan dari para *stakeholder* serta meminimalkan potensi konflik kepentingan yang dapat mengganggu hubungan antara perusahaan dan pihak eksternal. Selain itu, Teori Legitimasi berargumen bahwa pengungkapan ESG merupakan respons strategis yang didasarkan pada rasionalitas ekonomi (*economic rationality*), yakni keyakinan bahwa melaksanakan praktik yang benar secara etis dan berkelanjutan akan menghasilkan keunggulan kompetitif serta memberikan manfaat ekonomi jangka panjang bagi perusahaan (Deegan, 2002).

Secara logis, kinerja ESG yang unggul memungkinkan perusahaan untuk memperoleh status yang dianggap pantas, layak, dan sesuai di mata publik, sehingga berkontribusi pada peningkatan persepsi positif pasar terhadap reputasi dan nilai perusahaan (Kim et al., 2024). Selain itu, kinerja ESG yang unggul juga berpotensi menarik minat dana investasi etis (*ethical investment funds*), yang merupakan segmen pasar modal global dengan pertumbuhan pesat, sehingga dapat meningkatkan penilaian pasar terhadap nilai perusahaan (Deegan, 2002). Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Kinerja ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Peran Sensitivitas Industri sebagai Variabel Moderasi pada Kinerja ESG terhadap Nilai Perusahaan

Variabel sensitivitas industri dianalisis melalui perspektif teori Legitimasi, khususnya dalam konteks ketika tekanan eksternal dari lingkungan sosial

meningkatkan kebutuhan perusahaan akan pengakuan sosial. Industri yang tergolong sensitif, yakni sektor dengan dampak signifikan terhadap lingkungan dan masyarakat, secara inheren menghadapi risiko ancaman legitimasi (*legitimacy threat*) yang lebih besar dibandingkan industri lainnya. Tekanan dari *stakeholder* seperti komunitas, media, dan regulator berada pada tingkat yang tinggi sehingga mendorong perusahaan dalam industri tersebut untuk menunjukkan komitmen yang lebih intensif terhadap praktik keberlanjutan (Deegan, 2002).

Dalam kondisi tersebut, penerapan dan pengungkapan kinerja ESG tidak lagi bersifat opsional, melainkan menjadi strategi legitimasi yang esensial bagi manajemen. Praktik keberlanjutan digunakan sebagai mekanisme untuk memulihkan, mempertahankan, dan memperkuat *social licence to operate*, khususnya pada industri yang rentan terhadap sorotan publik dan regulasi ketat (Shahputri Yustisia et al., 2025).

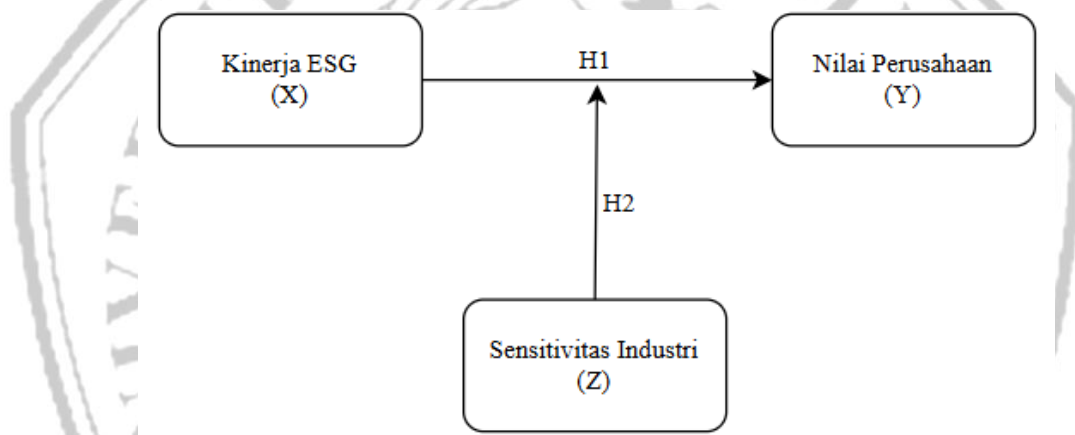
Secara logis, kinerja ESG yang tinggi pada sektor-sektor ini dipersepsikan oleh pasar dan investor sebagai upaya penting dalam memitigasi risiko kepatuhan di masa depan. Oleh karena itu, respons pasar terhadap praktik ESG cenderung lebih kuat pada perusahaan yang beroperasi di industri sensitif dibandingkan industri nonsensitif, karena informasi ESG memiliki relevansi yang lebih tinggi dalam konteks risiko dan ekspektasi stakeholder (Kim et al., 2024).

Dengan demikian, sensitivitas industri berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau melemahkan hubungan antara kinerja ESG dan nilai

perusahaan. Pasar tidak menilai kinerja ESG secara seragam, melainkan mempertimbangkan karakteristik industri sebagai konteks utama dalam proses penilaian perusahaan (Nurkumalasari et al., 2025). Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis moderasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

H_2 : Sensitivitas Industri memoderasi hubungan antara kinerja ESG dan nilai perusahaan.

D. Kerangka Pemikiran



Keterangan:

Kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG)

Kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) menggambarkan sejauh mana perusahaan mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola ke dalam strategi bisnis serta aktivitas operasionalnya (Durlista & Wahyudi, 2023). Variabel ini berkembang dari konsep *Social and Environmental Accounting* (SEA) yang menekankan pentingnya akuntabilitas

perusahaan tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kepada masyarakat dan lingkungan secara luas (Zulkarnain, 2022). Kinerja ESG mencerminkan komitmen perusahaan dalam mengelola dampak lingkungan, menjalankan tanggung jawab sosial terhadap pemangku kepentingan, serta menerapkan tata kelola perusahaan yang transparan, akuntabel, dan etis sebagai bagian dari praktik keberlanjutan perusahaan (Fikru et al., 2024).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja, prospek pertumbuhan, dan tingkat risiko perusahaan di masa depan (Ana & Wibowo, 2025). Variabel ini menunjukkan seberapa jauh pasar menghargai keputusan dan kebijakan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan (Afifah et al., 2021). Nilai perusahaan umumnya direpresentasikan melalui penilaian investor terhadap aset berwujud maupun tidak berwujud yang dimiliki perusahaan, yang mencerminkan ekspektasi pasar atas kinerja perusahaan secara keseluruhan (Rahmadi & Mutasowifin, 2021).

Sensitivitas Industri

Sensitivitas industri menunjukkan tingkat eksposur suatu sektor terhadap isu lingkungan, sosial, dan tata kelola yang menyebabkan perbedaan tingkat perhatian publik serta tekanan regulasi antarindustri (Yustisia et al., 2025). Industri dengan tingkat sensitivitas tinggi umumnya memiliki risiko yang lebih besar akibat karakteristik aktivitas operasionalnya yang berpotensi

menimbulkan dampak negatif terhadap lingkungan dan masyarakat (Kim et al., 2024). Perbedaan tingkat sensitivitas antarindustri menyebabkan variasi dalam tingkat pengawasan pemangku kepentingan serta sorotan publik terhadap aktivitas dan kinerja perusahaan (Rosa & Noveria, 2025).

