

BAB II TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai hubungan antara *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dengan *cost of equity* (CoE) menunjukkan hasil yang bervariasi di berbagai negara dan sektor industri. Chen et al., (2023) menemukan bahwa kinerja ESG berpengaruh negatif terhadap CoE pada perusahaan publik di Tiongkok karena perusahaan dengan skor ESG tinggi dianggap memiliki risiko reputasi dan informasi yang lebih rendah, sehingga memperoleh premi risiko lebih kecil dari investor.

Hasil serupa diperoleh Kiran et al., (2024) yang meneliti 300 perusahaan non-keuangan di negara-negara *Next Eleven* dan menunjukkan pengaruh ESG disclosure terhadap *cost of finance* yang mencakup *cost of debt* dan *cost of equity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG disclosure berpengaruh negatif signifikan terhadap *cost of finance*. Selain itu, *managerial ownership* terbukti berperan dalam memperkuat hubungan negatif antara ESG disclosure dan biaya pendanaan perusahaan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial, khususnya pada tingkat moderat hingga tinggi, semakin kuat pengaruh ESG disclosure dalam menurunkan biaya pendanaan perusahaan. Berbeda dengan itu, Wilberg et al., (2025) menemukan bahwa hanya dimensi *environmental* yang berpengaruh signifikan terhadap *cost of capital*, sedangkan dimensi *social* dan *governance* tidak konsisten, yang menunjukkan bahwa efek ESG bergantung pada karakteristik industri dan konteks pasar.

Penelitian lain oleh Patro et al., (2025) di India menegaskan bahwa keterlibatan auditor bereputasi (Big-4) memperkuat hubungan negatif ESG–CoE karena assurance eksternal meningkatkan kredibilitas sinyal ESG di mata investor. Di Indonesia, Jafar et al., (2024) membuktikan bahwa ESG disclosure berpengaruh negatif terhadap cost of equity. Selain itu, struktur dewan komisaris memoderasi hubungan tersebut, di mana ESG lebih efektif menurunkan biaya ekuitas pada perusahaan dengan tata kelola yang lemah. Selain itu, Hazaea et al., (2025) menunjukkan bahwa kualitas audit dan transparansi pengungkapan berpengaruh terhadap hubungan ESG dan *cost of capital*, sedangkan Tang (2022) menekankan bahwa persepsi dan heterogenitas keyakinan investor turut menentukan seberapa besar pasar merespons sinyal ESG.

Penelitian oleh Mio et al., (2023) meneliti kinerja ESG pada sektor utilitas dan menemukan bahwa dimensi *environmental* dan *governance* memiliki pengaruh signifikan terhadap *cost of equity*. Studi ini menegaskan bahwa investor menganggap kedua dimensi tersebut paling material dalam menilai risiko dan keberlanjutan perusahaan, sehingga pengungkapan ESG berperan sebagai sinyal kredibel bagi pasar untuk menilai stabilitas dan komitmen jangka panjang perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian terdahulu memperlihatkan bahwa hubungan antara ESG dan CoE belum konklusif serta dipengaruhi oleh faktor internal seperti kepemilikan manajerial, struktur dewan, dan kualitas audit, maupun faktor eksternal seperti karakteristik industri dan regulasi. Oleh karena

itu, penelitian ini penting dilakukan untuk menguji kembali pengaruh ESG disclosure terhadap *cost of equity* dengan managerial ownership sebagai variabel moderasi pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2022–2024, mengingat konteks Indonesia sebagai pasar berkembang dengan implementasi ESG yang terus meningkat.

B. Teori dan Kajian Pustaka

1. Signaling Theory

Signaling theory menjelaskan bahwa perusahaan memberikan sinyal positif kepada investor untuk mengurangi asimetri informasi Spence (1973). Dalam konteks keberlanjutan, pengungkapan ESG berfungsi sebagai sinyal kredibel mengenai komitmen perusahaan terhadap tata kelola yang baik, manajemen risiko, dan keberlanjutan jangka panjang. Pengungkapan ESG yang transparan dapat meningkatkan kepercayaan investor, menurunkan ketidakpastian, dan pada akhirnya mengurangi *cost of equity* (Jafar et al., 2024) (Tang, 2022).

2. Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure

ESG disclosure menggambarkan sejauh mana perusahaan mengungkapkan informasi terkait tanggung jawab lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata kelola (*governance*) kepada publik melalui laporan tahunan atau laporan keberlanjutan.

Dari perspektif signaling theory (Spence, 1973), *ESG disclosure* berfungsi sebagai sinyal positif yang dikirimkan perusahaan kepada investor mengenai stabilitas operasional, kualitas tata kelola, dan

pengelolaan risiko jangka panjang. Pengungkapan yang tinggi menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan integritas, sehingga mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor (El Ghoul et al., 2011) (Kiran et al., 2024).

Dalam konteks pasar modal, *ESG disclosure* menjadi sarana bagi perusahaan untuk membangun kepercayaan investor. Perusahaan yang secara aktif mengungkapkan informasi ESG dinilai lebih kredibel dan memiliki risiko reputasi yang lebih rendah, sehingga investor bersedia menerima tingkat pengembalian (*expected return*) yang lebih kecil. Dengan demikian, peningkatan tingkat pengungkapan ESG diharapkan dapat menurunkan *cost of equity* perusahaan (Wilberg et al., 2025) (Chen et al., 2023).

3. Cost of Equity

Cost of equity merepresentasikan tingkat pengembalian minimum yang diharapkan investor atas investasi ekuitas (Fama & French, 1993). Dalam konteks teori sinyal (*signaling theory*), rendahnya *cost of equity* mencerminkan bahwa perusahaan berhasil mengirimkan sinyal positif terkait kredibilitas dan prospek jangka panjangnya (Spence, 1973). Penerapan ESG dapat berfungsi sebagai sinyal non-keuangan yang meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan persepsi risiko pasar (Krüger, 2015).

4. Managerial Ownership

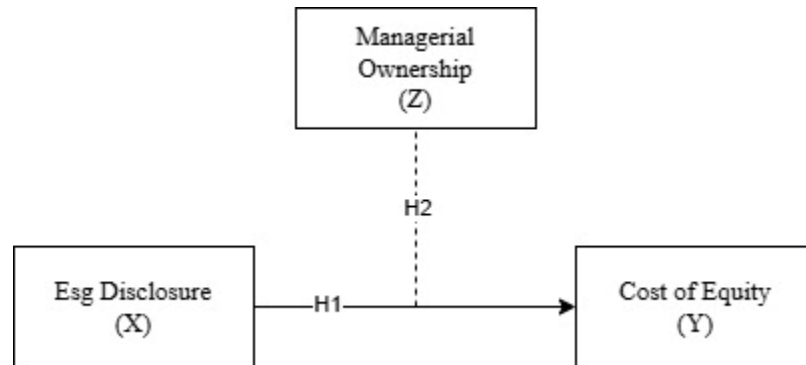
Dalam perspektif signaling theory (Spence, 1973), *managerial ownership* memperkuat kredibilitas sinyal yang dikirimkan perusahaan melalui *ESG disclosure*. Ketika manajer memiliki saham, mereka memiliki insentif untuk menjaga reputasi dan nilai jangka panjang perusahaan, sehingga pengungkapan ESG dinilai lebih kredibel oleh investor (Connelly et al., 2011).

Kepemilikan manajerial menunjukkan komitmen manajemen terhadap transparansi dan keberlanjutan, yang meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan *cost of equity*. Namun, pada tingkat kepemilikan yang terlalu tinggi, sinyal dapat kehilangan efektivitas karena investor menilai potensi bias informasi akibat dominasi manajemen (Kiran et al., 2024). Dengan demikian, *managerial ownership* berperan sebagai faktor yang memperkuat atau melemahkan pengaruh *ESG disclosure* terhadap *cost of equity*.

5. Hubungan ESG dan Cost of Equity

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa ESG dapat menurunkan *cost of equity* melalui peningkatan transparansi dan penurunan risiko informasi (Dhaliwal et al., 2011) (Chen et al., 2023). Namun, terdapat pula bukti yang tidak konsisten di mana pengaruh ESG berbeda antar dimensi dan sektor (Wilberg et al., 2025). Perbedaan hasil ini mengindikasikan bahwa hubungan ESG terhadap *cost of equity* dipengaruhi oleh faktor-faktor kontekstual dan mekanisme internal perusahaan, seperti struktur kepemilikan.

C. Kerangka Pemikiran



Gambar 2. 2 Kerangka Pemikiran

D. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Pengaruh ESG Disclosure terhadap Cost of Equity

Berdasarkan signaling theory (Spence, 1973), pengungkapan informasi oleh perusahaan merupakan sinyal yang disampaikan kepada investor mengenai kondisi dan prospek perusahaan. *ESG disclosure* berfungsi sebagai sinyal kredibel tentang komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, transparansi, dan tata kelola yang baik. Semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG, semakin kuat sinyal positif yang diterima investor mengenai rendahnya risiko non-keuangan dan reputasi perusahaan yang baik.

Perusahaan yang secara aktif mengungkapkan kinerja ESG dinilai lebih mampu mengelola risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola, sehingga menurunkan persepsi risiko investor. Penurunan risiko ini

berimplikasi pada rendahnya tingkat pengembalian yang diminta investor, atau dengan kata lain menurunkan *cost of equity*.

Penelitian sebelumnya mendukung pandangan ini. Chen et al., (2023) dan Wilberg et al., (2025) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang tinggi memiliki *cost of equity* yang lebih rendah karena investor menilai perusahaan tersebut lebih kredibel dan berorientasi jangka panjang. Namun, hasil empiris di pasar berkembang masih beragam, sehingga perlu dikaji lebih lanjut pada konteks Indonesia yang memiliki tingkat pengungkapan ESG yang belum merata.

Dengan demikian, berdasarkan teori dan temuan empiris tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H₁: *ESG disclosure berpengaruh negatif terhadap cost of equity pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

2. Peran Moderasi Managerial Ownership terhadap Hubungan ESG dan *Cost of Equity*

Dalam kerangka *signaling theory* (Spence, 1973), efektivitas sinyal yang disampaikan perusahaan sangat bergantung pada kredibilitas sumber sinyal. Salah satu faktor yang meningkatkan kredibilitas sinyal adalah *managerial ownership*, yaitu kepemilikan saham oleh pihak manajemen (Kiran et al., 2024). Ketika manajer memiliki saham perusahaan, mereka memiliki kepentingan langsung terhadap nilai perusahaan, sehingga cenderung menyampaikan informasi yang jujur dan transparan dalam

laporan keberlanjutan sebagai upaya menjaga reputasi di mata investor (Wilberg et al., 2025).

Dengan demikian, *managerial ownership* dapat memperkuat hubungan antara *ESG disclosure* dan *cost of equity*, karena sinyal keberlanjutan yang dikirimkan perusahaan menjadi lebih dipercaya oleh investor (Chen et al., 2023). Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, semakin tinggi kredibilitas informasi ESG, sehingga pengaruh negatif ESG terhadap *cost of equity* akan semakin kuat.

Namun, beberapa penelitian menemukan bahwa efek tersebut tidak selalu linear. Kiran et al. (2024) menunjukkan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi, potensi perilaku oportunistik meningkat karena pengawasan eksternal melemah. Dalam kondisi ini, investor mungkin menilai sinyal ESG kurang kredibel karena dianggap dapat dimanipulasi oleh pihak manajemen. Sebaliknya, pada tingkat kepemilikan moderat, penyelarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham masih terjaga, sehingga efektivitas sinyal ESG tetap optimal. Oleh karena itu, berdasarkan teori dan bukti empiris tersebut, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H₂: *Managerial ownership memoderasi pengaruh ESG disclosure terhadap cost of equity, di mana pengaruh negatif ESG terhadap cost of equity semakin kuat pada tingkat kepemilikan manajerial yang moderat.*