

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Agency Theory

Menurut Jensen & Meckling (1976), hubungan keagenan terbentuk saat pemilik sebagai principal menyerahkan kewenangan kepada manajemen sebagai agent untuk menjalankan kegiatan perusahaan dan membuat keputusan atas namanya. Agency Theory membahas hubungan kontraktual tersebut beserta persoalan yang muncul dari pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Kepentingan kedua pihak dapat berbeda, sehingga keputusan manajemen belum tentu selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham.

Perbedaan kepentingan menjadi lebih sulit diawasi ketika informasi yang dikuasai kedua pihak tidak seimbang. Manajemen mengetahui kondisi dan prospek perusahaan secara lebih lengkap daripada pemegang saham. Asimetri ini dapat membuka kesempatan bagi tindakan oportunistis. Mekanisme pengawasan diperlukan untuk membatasi konflik serta mengarahkan keputusan manajemen pada tujuan perusahaan.

Dalam teori keagenan, kepemilikan institusional dapat menjalankan fungsi pengawasan. Sumber daya, kemampuan analisis, dan besarnya kepentingan ekonomi memberikan investor institusional dorongan untuk memantau keputusan manajemen. Shleifer & Vishny (1986) menerangkan bahwa pemegang saham besar dapat mengatasi lemahnya pengawasan pada perusahaan yang kepemilikannya tersebar di antara banyak pemegang saham kecil.

Penelitian ini menggunakan teori keagenan sebagai dasar bagi pengujian pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dan dugaan perannya dalam hubungan pengungkapan ESG dengan nilai perusahaan. Monitoring institusional dapat mendorong informasi ESG yang lebih relevan dan terpercaya. Namun, kepentingan serta tingkat keterlibatan investor institusional dapat menghasilkan efektivitas pengawasan yang berbeda. Arah hubungan tersebut karena itu tetap perlu ditentukan melalui bukti empiris.

2.2. Signaling Theory

Signaling Theory membahas penyampaian informasi dari pihak yang lebih mengetahui suatu kondisi kepada pihak yang pengetahuannya lebih terbatas. Spence (1973) menjelaskan fungsi sinyal dalam mengurangi asimetri informasi antara pengirim dan penerima informasi. Pada perusahaan, ketidakseimbangan ini muncul karena manajemen memiliki pengetahuan tentang kondisi, risiko, dan prospek usaha yang lebih lengkap daripada investor.

Penyampaian informasi kepada pasar dapat menjadi cara manajemen memberi sinyal tentang kondisi dan prospek perusahaan, sebagaimana dijelaskan oleh Ross (1977). Sinyal dapat berbentuk informasi keuangan ataupun nonkeuangan. Informasi environmental, social, and governance atau ESG termasuk informasi nonkeuangan yang semakin mendapat perhatian investor.

Melalui pengungkapan ESG, perusahaan menyampaikan informasi tentang risiko lingkungan, tanggung jawab sosial, perlindungan tenaga kerja, dan tata kelolanya. Investor dapat menghadapi ketidakpastian yang lebih rendah apabila informasi tersebut relevan dan terpercaya. Respons pasar dapat berbeda ketika pengungkapan dinilai simbolis, tidak material, atau tidak mencerminkan keadaan perusahaan.

Teori sinyal menjadi dasar penelitian ini untuk menjelaskan kemungkinan pengungkapan ESG memengaruhi penilaian investor. Respons terhadap informasi tersebut dapat tercermin dalam harga saham dan Price-to-Book Value. Landasan ini mendukung pengujian hubungan ESG dengan nilai perusahaan, tetapi tidak menetapkan bahwa hubungan itu harus selalu berarah positif.

2.3. Environmental, Social, Governance (ESG)

Kerangka Environmental, Social, and Governance menempatkan lingkungan, sosial, serta tata kelola sebagai aspek penilaian kegiatan dan tanggung jawab perusahaan. Global Reporting Initiative (2021) menjelaskan pelaporan keberlanjutan sebagai sarana organisasi menyampaikan dampaknya terhadap perekonomian, lingkungan, dan manusia, termasuk hak asasi manusia. Dalam pengertian ini, pengungkapan ESG menyajikan informasi nonkeuangan tentang pengelolaan dampak dan risiko keberlanjutan perusahaan.

a. Environmental

Pengelolaan dampak operasional terhadap lingkungan tercakup dalam aspek Environmental. Informasinya meliputi penggunaan energi dan air, emisi gas rumah kaca, pengelolaan limbah, kepatuhan regulasi, serta upaya menjaga keberlanjutan lingkungan. Transparansi pengungkapan lingkungan menunjukkan komitmen perusahaan dalam mengelola risiko lingkungan dan mempertahankan keberlanjutan usaha jangka panjang.

b. Social

Aspek Social menjelaskan hubungan perusahaan dengan karyawan, pelanggan, masyarakat, serta pemangku kepentingan lainnya. Informasi yang dilaporkan mencakup kesehatan dan keselamatan kerja, pengembangan serta pelatihan karyawan, keberagaman, kesetaraan, hak asasi manusia, tanggung jawab produk, dan kontribusi kepada masyarakat. Pengungkapan sosial yang memadai dapat mendukung reputasi perusahaan sekaligus memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan.

c. Governance

Sistem pengelolaan bisnis yang transparan, akuntabel, dan beretika tercermin dalam aspek Governance. Pengungkapannya mencakup struktur dewan komisaris serta direksi, pengendalian internal, manajemen risiko, etika bisnis, anti-korupsi, dan perlindungan hak pemegang saham. Pengelolaan yang profesional dan bertanggung jawab melalui tata kelola yang baik dapat menumbuhkan kepercayaan investor.

Ukuran pengungkapan ESG dalam penelitian ini adalah ESG Disclosure Index (ESGDI), yang disusun dengan mengacu pada GRI Standards 2021. Standar GRI mendukung pelaporan dampak organisasi terhadap ekonomi, lingkungan, dan manusia secara transparan serta konsisten (Global Reporting Initiative, 2021). Penilaian menggunakan content analysis dan unweighted disclosure index. Indikator yang diungkapkan memperoleh skor 1, sedangkan indikator yang tidak diungkapkan memperoleh skor 0 Ulvy & Herianti (2026). ESGDI kemudian diperoleh dari perbandingan jumlah indikator yang diungkapkan dengan seluruh indikator dalam daftar pemeriksaan penelitian.

$$ESGDI_{it} = \frac{\sum X_{it}}{N} \times 100\%$$

Keterangan:

$ESGDI_{it}$ = ESG Disclosure Index perusahaan i tahun t

$\sum X_{it}$ = jumlah item yang diungkapkan

N = total item GRI yang digunakan

2.4. Nilai Perusahaan dan Price to Book Value

Penelitian ini merepresentasikan nilai perusahaan melalui Price to Book Value (PBV), yaitu proksi penilaian pasar atas kondisi dan prospek perusahaan. Secara historis, perbandingan harga pasar saham dengan nilai buku dibahas dalam analisis fundamental Graham dan Dodd (1934). Akan tetapi, tidak ada satu pencipta PBV yang diakui secara universal. Oleh sebab itu, Graham & Dodd (1934) ditempatkan sebagai rujukan historis, sedangkan penjelasan definisi dan perhitungannya didasarkan pada literatur valuasi modern.

PBV menurut Damodaran (2012) dihitung dengan membandingkan harga pasar per saham dan nilai buku ekuitas per saham. Hasilnya menunjukkan kelipatan penilaian pasar terhadap ekuitas yang tercatat dalam laporan keuangan. Nilai di atas satu berarti penilaian pasar melebihi nilai buku, sementara nilai di bawah satu berarti harga pasar lebih rendah daripada nilai buku per saham. Penafsiran rasio tersebut tetap perlu memperhatikan industri, tingkat pengembalian ekuitas, risiko, serta prospek pertumbuhan perusahaan.

Rumus PBV:

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

Nilai buku per saham:

$$BVPS = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

Perhitungan menggunakan harga penutupan saham pada akhir tahun pengamatan dan jumlah saham yang benar-benar beredar setelah memperhitungkan saham treasuri. Kesamaan mata uang pembilang serta penyebut perlu dipastikan. Jika ekuitas disajikan dalam dolar Amerika Serikat, ekuitas dapat dikonversikan ke rupiah dengan kurs tanggal pelaporan. Alternatifnya, harga saham dikonversikan ke mata uang laporan keuangan. Setelah kedua komponen menggunakan mata uang yang sama, PBV menjadi rasio tanpa satuan mata uang dan dibaca dalam kelipatan atau “kali”.

Pasar menilai ekuitas lebih tinggi daripada nilai bukunya ketika PBV melebihi satu. Sebaliknya, PBV yang berada di antara nol dan satu menunjukkan harga pasar saham di bawah nilai buku per saham. Tingkat PBV tersebut perlu dievaluasi sesuai karakteristik sektor dan keadaan masing-masing perusahaan.

Variabel dependen pada regresi dinyatakan sebagai LnPBV, yakni hasil transformasi logaritma natural PBV. Langkah ini dipilih karena distribusi PBV menceng ke kanan dan beberapa observasi mempunyai nilai jauh di atas sebagian besar data. Penggunaan logaritma membantu memperkecil ketimpangan distribusi serta pengaruh nilai ekstrem.

LnPBV dirumuskan sebagai berikut:

$$\ln PBV_{it} = \ln(PBV_{it})$$

PBV harus bernilai positif agar dapat ditransformasikan dengan logaritma natural. Apabila PBV berada di antara nol dan satu, hasil $\ln PBV$ bernilai negatif. Tanda negatif pada $\ln PBV$ karena itu tidak berarti PBV negatif; angka tersebut menunjukkan harga pasar saham yang lebih rendah daripada nilai buku per saham.

2.5. Kepemilikan Institusional

Proporsi saham yang dikuasai lembaga atau badan hukum disebut kepemilikan institusional. Pemiliknya dapat berupa perusahaan induk, perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, reksa dana, yayasan, pemerintah, maupun institusi lain. Landasan pembahasan struktur kepemilikan dapat ditelusuri pada Berle & Means (1932) mengenai pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan modern. Pemisahan ini membuka kemungkinan kepentingan pemegang saham sebagai pemilik berbeda dari kepentingan manajemen sebagai pengelola.

Konflik dan biaya keagenan dapat timbul akibat perbedaan kepentingan pemilik dengan manajemen, sebagaimana diterangkan oleh Jensen & Meckling (1976). Dalam kaitannya dengan pengawasan, Shleifer & Vishny (1986) menjelaskan bahwa pemegang saham besar memiliki kemampuan dan insentif lebih kuat untuk memantau manajemen daripada pemegang saham dengan kepemilikan tersebar. Pound (1988) secara khusus membahas investor institusional melalui hipotesis pengawasan efisien, konflik kepentingan, serta penyelarasan strategis. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa proporsi institusional yang tinggi belum menjamin monitoring efektif karena karakteristik, kepentingan, dan keaktifan investor ikut menentukan hasilnya.

Hubungan struktur kepemilikan, termasuk kepemilikan institusional, dengan nilai perusahaan telah diuji secara empiris dalam salah satu penelitian awal oleh McConnell & Servaes (1990). Penelitian ini mengukur kepemilikan institusional melalui rasio saham yang dikuasai institusi terhadap saham perusahaan yang beredar pada akhir tahun pengamatan.

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

2.6. Indeks SRI-KEHATI

Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia dan Bursa Efek Indonesia bekerja sama membentuk Indeks Sustainable and Responsible Investment KEHATI atau SRI-KEHATI. Indeks yang diluncurkan pada 8 Juni 2009 ini mengacu pada prinsip sustainable and responsible investment dengan mempertimbangkan environmental, social, and governance.

Sebanyak 25 saham perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia menjadi komponen Indeks SRI-KEHATI. Peninjauan dan pembaruan pada bulan Mei serta November setiap tahun memungkinkan perubahan anggota dari satu periode indeks ke periode berikutnya.

Perusahaan yang pernah menjadi konstituen Indeks SRI-KEHATI dipilih karena telah melalui penilaian aspek fundamental, likuiditas, dan keberlanjutan. Keanggotaannya dapat berubah sepanjang periode 2022–2025 sehingga jumlah perusahaan yang tersedia untuk diamati tidak selalu sama setiap tahun. Keadaan tersebut mendasari penggunaan panel tidak seimbang dalam penelitian ini.

2.7. Penelitian Terdahulu

Penelitian internasional memperlihatkan bahwa hubungan pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) dengan nilai perusahaan belum seragam. Pada perusahaan FTSE 350, Li et al. (2018) menemukan hubungan

positif antara tingkat pengungkapan ESG dan nilai perusahaan. Temuan tersebut menempatkan transparansi, akuntabilitas, dan kepercayaan stakeholder terhadap informasi ESG sebagai hal yang dapat berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Kekuasaan CEO juga dilaporkan memperkuat pengaruh pengungkapan ESG, sehingga karakteristik tata kelola dapat berkaitan dengan efektivitas informasi itu. Fatemi et al. (2018) memperoleh gambaran yang lebih kompleks. Kekuatan kinerja ESG berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan dan kelemahan ESG dengan penurunannya, sementara pengungkapan ESG secara langsung justru berkaitan dengan valuasi yang lebih rendah. Meski demikian, pengungkapan turut memoderasi pengaruh kekuatan dan kelemahan ESG tersebut. Kedua penelitian memperlihatkan bahwa banyaknya informasi belum cukup untuk menjelaskan hubungan ESG dan nilai perusahaan; kualitas kinerja, konteks informasi, serta penafsiran pasar atas substansi pengungkapan juga perlu dipertimbangkan.

Variasi temuan juga terlihat pada pasar modal Indonesia. Dihadjo & Hersugondo (2023) meneliti 58 perusahaan Bursa Efek Indonesia periode 2010-2021 melalui regresi data panel dan Moderated Regression Analysis. ESG disclosure dilaporkan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan dividend payout ratio serta kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan. Ukuran perusahaan sebagai moderator terbukti memengaruhi beberapa hubungan dalam model tersebut. Pada konstituen SRI-KEHATI periode 2020-2022, Almaeri & Yumna (2024) menemukan pengaruh negatif sustainability report terhadap nilai perusahaan dan tidak menemukan bukti moderasi profitabilitas. Maulida et al. (2025) selanjutnya menggunakan Tobin's Q pada 12 perusahaan SRI-KEHATI periode 2020-2023 untuk menguji ESG disclosure, environmental cost, dan firm size. Hanya environmental cost yang ditemukan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga ESG disclosure belum terbukti memberi pengaruh signifikan yang meningkatkan nilai perusahaan. Temuan-temuan ini memperlihatkan bahwa keluasan pengungkapan ESG atau sustainability report pada perusahaan Indonesia, termasuk dalam indeks keberlanjutan, belum selalu disertai penilaian pasar yang lebih tinggi.

Pengujian kepemilikan institusional sebagai mekanisme tata kelola dan moderator juga menghasilkan temuan yang berbeda. Fauziah et al. (2024) melibatkan 38 perusahaan sektor Consumer Cyclical di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021 dan memperoleh bukti bahwa kepemilikan institusional memperkuat pengaruh ESG disclosure terhadap firm value. Hasil ini mendukung kemungkinan monitoring institusional meningkatkan kredibilitas informasi ESG dan respons pasar. Akan tetapi, Putri et al. (2024) memperoleh hasil berbeda pada 39 perusahaan yang konsisten menerbitkan sustainability report serta laporan keuangan selama 2017-2020. Sustainability reporting dan institutional ownership mempunyai pengaruh langsung positif terhadap firm value pada tingkat signifikansi penelitian itu, tetapi interaksi keduanya tidak menunjukkan moderasi. Perbedaan temuan Fauziah et al. (2024) dengan Putri et al. (2024) menegaskan bahwa proporsi institusional yang tinggi tidak otomatis memperkuat hubungan informasi keberlanjutan dan nilai perusahaan. Karakteristik investor, keaktifan monitoring, sektor perusahaan, kualitas pengungkapan, serta kondisi pasar pada periode penelitian dapat berkaitan dengan perbedaan tersebut.

Secara keseluruhan, penelitian terdahulu belum memberikan satu kesimpulan tentang pengungkapan ESG, nilai perusahaan, dan peran kepemilikan institusional. Hubungan ESG disclosure ditemukan positif dalam sebagian studi, tetapi negatif

atau tidak signifikan dalam studi lain. Bukti bahwa kepemilikan institusional memperkuat hubungan tersebut juga tidak muncul secara konsisten. Variasi objek, periode, metode pengukuran ESG, penggunaan sustainability report atau ESG disclosure score, proksi nilai perusahaan, dan karakteristik moderator dapat menjelaskan keragaman itu. Penelitian ini menelaah kesenjangan tersebut pada konstituen Indeks SRI-KEHATI periode 2022–2025 yang memenuhi kriteria sampel serta kelengkapan data. Dataset disusun sebagai panel tidak seimbang berisi 32 perusahaan dan 83 observasi perusahaan-tahun. ESG Disclosure Index diperoleh melalui content analysis indikator GRI, sedangkan Price to Book Value ditransformasikan menjadi LnPBV untuk estimasi. Kepemilikan institusional dimasukkan untuk menguji pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan sekaligus perannya sebagai moderator.

2.8. Pengembangan Hipotesis

2.8.1. Pengaruh ESG Disclosure terhadap Nilai Perusahaan

Signaling Theory memberikan dasar bahwa informasi ESG yang kredibel dapat mengomunikasikan kualitas pengelolaan risiko, keberlanjutan, dan prospek perusahaan, sehingga berpotensi menumbuhkan kepercayaan investor. Hubungan positif ESG disclosure dengan firm value antara lain ditemukan oleh Fauziah et al. (2024). Sebaliknya, Dihardjo & Hersugondo (2023) melaporkan pengaruh negatif dan signifikan. Ketidakkonsistenan bukti tersebut mendorong pengujian kembali hubungan pengungkapan ESG dan nilai perusahaan dalam konteks SRI-KEHATI.

Dengan landasan tersebut, hipotesis pertama dinyatakan sebagai berikut:

H1: Pengungkapan ESG berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.8.2. Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Dalam Agency Theory, kepemilikan institusional diperkirakan mendorong pengawasan manajemen dan mengurangi konflik keagenan. Dihardjo & Hersugondo (2023) memperoleh pengaruh positif dan signifikan institutional ownership terhadap firm value. Pengaruh langsung institutional ownership juga dilaporkan oleh Putri et al. (2024) pada tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian tersebut, walaupun variabel itu tidak memoderasi hubungan sustainability report dengan firm value.

Penjelasan tersebut menjadi dasar perumusan hipotesis kedua sebagai berikut.

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.8.3. Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi pada Hubungan ESG Disclosure dan Nilai Perusahaan

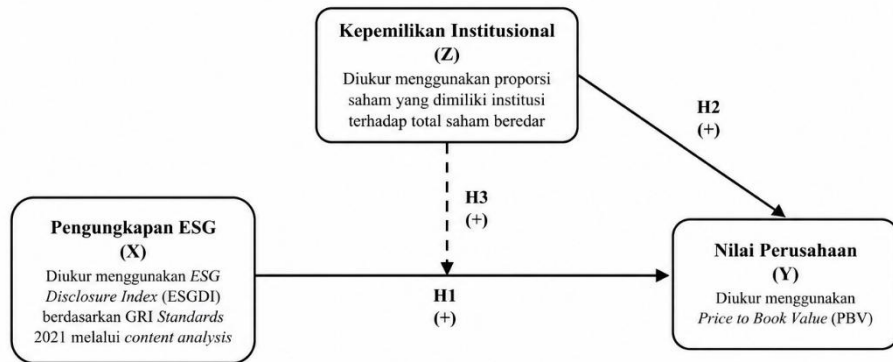
Monitoring oleh investor institusional secara teoretis dapat meningkatkan kredibilitas informasi manajemen dan memperkuat hubungan pengungkapan ESG dengan nilai perusahaan. Fauziah et al. (2024) memberikan bukti bahwa institutional ownership memperkuat hubungan ESG disclosure dan firm value. Sebaliknya, Putri et al. (2024) tidak menemukan moderasi institutional ownership atas pengaruh sustainability reporting terhadap firm value. Bukti yang beragam ini menunjukkan perlunya menguji fungsi moderasi kepemilikan institusional secara empiris.

Atas dasar penjelasan tersebut, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut.

H3: Kepemilikan institusional secara signifikan memoderasi pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan.

2.9. Kerangka Berpikir

Dalam kerangka penelitian, ESG Disclosure merupakan variabel independen yang diduga berkaitan dengan nilai perusahaan melalui penilaian pasar atas informasi ESG. Tingkat kepemilikan institusional diperkirakan dapat mengubah kekuatan hubungan tersebut. Kerangka ini menempatkan kepemilikan institusional sebagai moderator yang perannya, bersama arah dan signifikansi hubungan antarvariabel, perlu diuji secara empiris.



Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir

Sumber: Diolah oleh penulis