

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam beberapa tahun terakhir, konsep *Environmental, Social, and Governance/ ESG* (Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola) telah menjadi perhatian utama di dunia bisnis dan investasi. Konsep ESG berakar dari gerakan *Socially Responsible Investment* (SRI) pada tahun 1970-an, ketika investor mulai menyelaraskan portofolio dengan nilai moral seperti hak asasi manusia dan etika bisnis. Momentum semakin kuat pada 1980-an melalui kampanye divestasi terhadap perusahaan yang terlibat dalam apartheid di Afrika Selatan.

Pada 1990-an, pertimbangan ESG mulai masuk ke arus utama investasi. Tahun 1995, U.S. Social Investment Forum mencatat nilai investasi berkelanjutan mencapai USD 639 miliar. Perkembangan penting lainnya adalah pendirian Global Reporting Initiative (GRI) pada 1997 yang memperluas pelaporan keberlanjutan ke aspek sosial dan tata kelola, serta konsep *Triple Bottom Line* (*People, Planet, Profit*) dari John Elkington pada 1998 yang menekankan pentingnya faktor non-keuangan dalam bisnis (Øivind Madsen & Stenheim, 2022).

Memasuki tahun 2000-an, perhatian global terhadap keberlanjutan semakin terstruktur. *Millennium Development Goals* (MDGs) dan *Carbon Disclosure Project* (CDP) menjadi tonggak penting yang mendorong perusahaan melaporkan dampak lingkungan mereka. Pada 2004, istilah ESG resmi diperkenalkan lewat laporan *Who Cares Wins* yang memecah konsep menjadi tiga dimensi utama (United Nations Global Compact, 2004). Dekade berikutnya, berbagai kerangka kerja ESG bermunculan, seperti *Principles for Responsible Investment* (PRI), *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), dan *Sustainability*

Accounting Standards Board (SASB). Pada 2015, *Sustainable Development Goals (SDGs)* menggantikan MDGs dengan 17 tujuan dan 169 target, didukung oleh pembentukan *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*. Sejak pandemi 2020, ESG terbukti meningkatkan resiliensi Perusahaan (Adams & Abhayawansa, 2022), sementara regulasi global termasuk *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)* Uni Eropa menjadikan ESG standar investasi utama hingga saat ini, dengan indeks seperti MSCI ESG Leaders yang digunakan luas oleh investor di seluruh dunia (MSCI, 2023).

ESG merupakan kerangka kerja yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan berdasarkan tiga pilar utama. Pertama, lingkungan yang berfokus pada dampak operasi perusahaan terhadap lingkungan, seperti emisi karbon, penggunaan energi, dan pengelolaan limbah. Kedua, sosial yang berhubungan dengan tanggung jawab sosial perusahaan terhadap komunitas dan tenaga kerja, seperti hak asasi manusia, kondisi kerja, dan dampak sosial produk atau layanan yang dihasilkan. Ketiga, tata kelola yaitu menilai praktik tata kelola perusahaan, termasuk transparansi, etika bisnis, dan manajemen risiko (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Tren investasi ESG di dunia semakin menanjak. Di tengah krisis iklim, perusahaan menghadapi tekanan dari konsumen, investor, dan pemerintah untuk mengadopsi praktik berkelanjutan (Nohong, Kadir, dkk., 2024). Nilai investasi ESG secara global yang terus meningkat secara signifikan dalam delapan tahun terakhir menjadi salah satu pemicu banyak investor tertarik dengan model investasi ini. Dari tahun 2012 sampai tahun 2018, total kenaikan nilai investasi ESG secara global mencapai 170,48%. Angkanya dari USD 11,35 triliun menjadi USD 30,7 triliun (ShinNihon LLC, 2019).

Laporan Revolusi Manajemen Aset dan Kekayaan, yang dilaksanakan oleh PwC pada tahun 2022, mengumpulkan perspektif dari 250 investor institusi dan manajer aset secara global mengenai proposisi bahwa perusahaan yang memiliki investasi ESG menghasilkan pengembalian keuangan yang unggul. Sembilan dari sepuluh aset manajer yang disurvei meyakini bahwa mengintegrasikan ESG ke dalam strategi investasinya akan meningkatkan imbal hasil secara keseluruhan. Bahkan sebagian besar (60%) investor institusi melaporkan bahwa investasi ESG telah menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan investasi non-ESG yang setara (PricewaterhouseCoopers, 2022). Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memenuhi standar ESG dianggap lebih berkelanjutan dan bertanggung jawab, yang pada akhirnya dapat meningkatkan reputasi, kepercayaan investor, serta akses ke modal (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Sejalan dengan tren global ini, Bursa Efek Indonesia (BEI) telah memperkenalkan berbagai inisiatif untuk mendorong penerapan ESG di perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI. Pada tahun 2020, BEI meluncurkan Indeks ESG Leaders IDX. Indeks ini mengukur kinerja harga dari saham-saham yang memiliki penilaian ESG yang baik dan tidak terlibat pada kontroversi secara signifikan serta memiliki likuiditas transaksi serta kinerja keuangan yang baik. Indeks ini memberikan panduan bagi investor yang ingin berinvestasi di perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan. Keberadaan indeks tersebut sejalan dengan tuntutan global serta mendukung kebijakan pemerintah dalam mencapai tujuan pembangunan berkelanjutan (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Faktor lain yang juga perlu dipertimbangkan adalah ukuran perusahaan (*firm size*). Ukuran perusahaan mencerminkan besarnya sumber daya yang

dimiliki suatu entitas, baik dari sisi aset, penjualan, maupun kapitalisasi pasar. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya memiliki akses pendanaan yang lebih luas, stabilitas operasional yang lebih baik, serta daya tawar yang lebih tinggi di pasar (Hartono, 2022). Selain itu, perusahaan besar memiliki tingkat eksposur publik yang tinggi karena lebih banyak diawasi oleh investor, analis pasar, dan regulator (Chen dkk, 2025).

Dalam konteks implementasi ESG, ukuran perusahaan berperan penting karena perusahaan besar cenderung memiliki kapasitas yang lebih besar untuk mengalokasikan sumber daya pada inisiatif keberlanjutan, termasuk pelaporan ESG yang lebih komprehensif (Aydoğmuş, 2022). Hal ini menjadikan praktik ESG pada perusahaan besar lebih terlihat dan diperhatikan oleh investor, sehingga berpotensi memberikan pengaruh yang lebih kuat terhadap persepsi pasar dan nilai perusahaan (Velte, 2020).

Penelitian empiris terkini mendukung temuan ini. Sebuah studi di Asia menemukan bahwa hubungan positif antara kinerja ESG dan nilai perusahaan diperkuat ketika perusahaan berukuran lebih besar, karena perusahaan besar lebih mampu menyerap biaya awal implementasi ESG dan lebih cepat mendapat manfaat reputasi (Research in International Business & Finance, 2025). Di Indonesia, penelitian pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2024 menunjukkan bahwa meskipun ESG dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan tetap penting untuk dimasukkan sebagai variabel moderasi dalam model regresi (Anisa & Panuntun, 2025). Dengan demikian, ukuran perusahaan tidak hanya memengaruhi kemampuan implementasi ESG tetapi juga dapat memoderasi hubungan antara ESG rating dan nilai perusahaan.

Namun demikian, penelitian mengenai ESG di pasar berkembang (*emerging markets*), khususnya di Indonesia, masih relatif terbatas. Sebagian besar penelitian ESG berfokus pada negara maju dengan regulasi ketat dan kesadaran investor yang tinggi. Sementara itu, di Indonesia, penerapan ESG masih berada pada tahap perkembangan dan hasil penelitian sebelumnya belum menunjukkan konsistensi (Putra dkk., 2023).

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini penting dilakukan untuk menguji pengaruh ESG rating terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024, dengan mempertimbangkan struktur modal dan ukuran perusahaan sebagai variabel moderator. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi pada pengembangan literatur keuangan berkelanjutan di pasar berkembang, serta memberikan implikasi praktis bagi manajemen, investor, maupun regulator dalam pengambilan keputusan yang mendukung keberlanjutan jangka panjang.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh ESG rating terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024?
2. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024?
3. Bagaimana peran struktur modal dalam memoderasi hubungan antara ESG rating terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024?

4. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024?
5. Bagaimana peran ukuran perusahaan dalam memoderasi hubungan antara ESG rating terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Untuk menganalisis pengaruh ESG rating terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024.
2. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024.
3. Untuk menguji peran moderasi struktur modal dalam hubungan antara ESG rating terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024.
4. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024.
5. Untuk menguji peran moderasi ukuran perusahaan dalam hubungan antara ESG Rating terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2024.

1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan teoritis

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur di bidang manajemen keuangan dan keuangan berkelanjutan, khususnya yang berkaitan dengan hubungan antara ESG rating dan nilai perusahaan. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini dengan memasukkan struktur modal dan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi, memberikan kontribusi pada pengembangan teori dalam memahami faktor-faktor yang memengaruhi penciptaan nilai perusahaan di pasar modal Indonesia.

Selain itu, penelitian ini dapat menjadi rujukan bagi akademisi dalam mengkaji lebih dalam mengenai peran ESG dalam meningkatkan nilai perusahaan, terutama pada konteks pasar berkembang seperti Indonesia, di mana regulasi dan kesadaran investor terhadap ESG masih berkembang. Dengan demikian, penelitian ini memperluas pemahaman mengenai efektivitas praktik ESG, sekaligus menguji relevansi teori-teori seperti *stakeholder theory* dan *trade-off theory* dalam kerangka keberlanjutan.

1.4.2 Kegunaan praktis

Dari sisi praktis, hasil penelitian ini dapat memberikan pemahaman kepada manajemen perusahaan mengenai pentingnya penerapan praktik ESG yang konsisten dan berkualitas, sebagai salah satu upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini juga dapat menjadi dasar bagi manajemen dalam menyusun strategi struktur modal yang optimal agar dampak ESG terhadap kinerja dan nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Bagi investor, hasil penelitian ini dapat memberikan wawasan mengenai sejauh mana ESG rating dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, serta bagaimana struktur modal dan ukuran perusahaan dapat memengaruhi hubungan tersebut.

Selain itu, penelitian ini bermanfaat bagi regulator dan Bursa Efek Indonesia untuk mengevaluasi efektivitas indeks ESG seperti IDX ESG Leaders, sekaligus mendorong pengembangan kebijakan yang lebih mendukung transparansi dan pelaporan ESG, sehingga pasar modal Indonesia semakin menarik bagi investor berorientasi keberlanjutan.

1.4.3 Kegunaan kebijakan

Dari perspektif kebijakan, penelitian ini dapat memberikan masukan strategis bagi regulator pasar modal seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam merumuskan kebijakan yang mendorong transparansi dan kualitas pengungkapan ESG oleh perusahaan publik. Hasil penelitian ini dapat menjadi dasar bagi penguatan kebijakan pelaporan keberlanjutan dan penentuan kriteria perusahaan yang masuk dalam indeks IDX ESG Leaders, sehingga mendorong persaingan sehat antar emiten untuk meningkatkan praktik keberlanjutan.

Selain itu, penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh pembuat kebijakan pemerintah, seperti Kementerian Keuangan dan Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan, dalam menyusun program insentif fiskal atau penghargaan bagi perusahaan yang memiliki kinerja ESG tinggi. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung tujuan pembangunan berkelanjutan (SDGs) dan mendorong peran

sektor korporasi dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan bertanggung jawab.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini difokuskan pada analisis pengaruh ESG rating terhadap nilai perusahaan, dengan mempertimbangkan struktur modal dan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Fokus penelitian berada pada bagaimana ESG rating yang dipublikasikan dapat memengaruhi nilai perusahaan, serta bagaimana struktur modal dan ukuran perusahaan memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut.

Secara objek penelitian, penelitian ini dibatasi pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks IDX ESG Leaders selama periode 2021–2024. Pemilihan periode ini didasarkan pada ketersediaan data ESG rating dan laporan keuangan yang konsisten sejak peluncuran indeks tersebut oleh Bursa Efek Indonesia.

Ruang lingkup variabel yang dikaji meliputi:

1. ESG rating sebagai variabel independen, diambil dari data peringkat ESG yang diakui secara resmi.
2. Nilai perusahaan sebagai variabel dependen, diukur menggunakan rasio Tobin's Q atau Price to Book Value (PBV).
3. Struktur Modal sebagai variabel moderasi, diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER) atau Debt to Asset Ratio (DAR).
4. Ukuran Perusahaan sebagai variabel moderasi, diukur dengan logaritma natural total aset (Ln Total Aset), penjualan (Ln Penjualan), atau kapitalisasi pasar (Ln Kapitalisasi Pasar).

Penelitian ini tidak mencakup variabel-variabel lain di luar model penelitian, seperti kepemilikan institusional, profitabilitas, atau kebijakan dividen, meskipun faktor-faktor tersebut juga dapat memengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini tidak menganalisis secara mendalam pengaruh faktor makroekonomi (inflasi, suku bunga, PDB) terhadap nilai perusahaan, melainkan berfokus pada hubungan mikro antara ESG rating, struktur modal, ukuran perusahaan, dan nilai perusahaan.

1.6 Definisi dan Istilah

Untuk menghindari kesalahpahaman serta memastikan keseragaman dalam penafsiran, berikut ini disampaikan definisi dari istilah-istilah kunci yang digunakan dalam penelitian ini:

1. ESG rating

ESG rating adalah skor atau peringkat yang mencerminkan kinerja perusahaan dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Penilaian ESG biasanya dilakukan oleh lembaga independen atau penyedia data seperti MSCI atau Refinitiv, dan digunakan sebagai indikator tingkat keberlanjutan perusahaan (Bursa Efek Indonesia, 2024). Dalam penelitian ini, ESG rating diambil dari data perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders.

2. Nilai perusahaan

Nilai perusahaan adalah gambaran persepsi investor terhadap keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya dan menghasilkan kinerja yang berkelanjutan. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q atau Price to Book Value (PBV), yang umum digunakan dalam penelitian keuangan untuk menilai

seberapa jauh harga pasar mencerminkan nilai perusahaan (Hartono, 2022).

3. Struktur modal

Struktur modal adalah komposisi pendanaan perusahaan yang terdiri dari utang dan ekuitas. Struktur modal yang optimal dapat memengaruhi biaya modal dan pada akhirnya memengaruhi nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, struktur modal diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) atau Debt to Asset Ratio (DAR) (Brigham & Houston, 2021).

4. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan adalah indikator skala perusahaan yang umumnya diukur menggunakan total aset, total penjualan, atau kapitalisasi pasar (Chen dkk., 2025).

5. IDX ESG Leaders

IDX ESG Leaders adalah indeks yang diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020 yang berisi saham-saham dengan peringkat ESG yang baik, kinerja keuangan yang sehat, likuiditas tinggi, serta tidak terlibat kontroversi signifikan. Indeks ini digunakan sebagai dasar pemilihan sampel penelitian.

6. Periode Penelitian 2021–2024

Periode ini dipilih karena mencakup data terbaru sejak peluncuran IDX ESG Leaders, sehingga dapat memberikan gambaran terkini mengenai pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan di pasar modal Indonesia.

1.7 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini disusun secara terstruktur sebagai berikut:

1. Bab I Pendahuluan

Berisi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian (teoretis, praktis, dan kebijakan), ruang lingkup penelitian, definisi istilah, dan sistematika tesis.

2. Bab II Tinjauan Pustaka

Menyajikan tinjauan terhadap teori-teori dan konsep-konsep yang relevan, serta hasil penelitian terdahulu (tinjauan empiris) sebagai dasar dalam pengembangan kerangka pemikiran.

3. Bab III Kerangka Konseptual dan Hipotesis

Memuat kerangka konseptual yang menggambarkan keterkaitan antar variabel penelitian dan hipotesis yang akan diuji secara empiris.

4. Bab IV Metode Penelitian

Menjelaskan pendekatan dan jenis penelitian, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data, serta teknik analisis data.

5. Bab V Hasil Penelitian

Menyajikan deskripsi data yang digunakan dan hasil analisis statistik terhadap model yang telah dibangun.

6. Bab VI Pembahasan

Menganalisis dan menginterpretasikan hasil penelitian dalam kaitannya dengan teori dan temuan penelitian sebelumnya.

7. Bab VII Penutup

Menyajikan kesimpulan dari hasil penelitian, implikasi teoretis dan praktis, keterbatasan penelitian, serta saran untuk penelitian mendatang.

8. Daftar Pustaka

Berisi referensi yang digunakan dalam penyusunan tesis, baik buku, jurnal ilmiah, laporan, maupun sumber lainnya.

9. Lampiran

Berisi data pendukung, instrumen penelitian, hasil output analisis, dan dokumen lainnya yang relevan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 ESG rating

ESG rating adalah indikator yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dalam menerapkan prinsip keberlanjutan pada tiga dimensi utama: lingkungan, sosial, dan tata kelola. Dimensi lingkungan mencakup aspek seperti emisi karbon, efisiensi energi, dan pengelolaan limbah. Dimensi sosial mencakup isu ketenagakerjaan, hak asasi manusia, keberagaman, serta dampak sosial perusahaan terhadap komunitas. Dimensi tata kelola mencakup praktik transparansi, struktur dewan, akuntabilitas manajemen, serta integritas bisnis (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Skor ESG biasanya dihasilkan oleh lembaga pemeringkat independen seperti MSCI ESG Ratings, Refinitiv ESG Scores, dan Sustainalytics. Dalam penelitian ini digunakan ESG Rating dari Sustainalytics. Sustainalytics adalah salah satu lembaga pemeringkat ESG terbesar di dunia. Berbeda dengan MSCI yang memberikan peringkat relatif (AAA–CCC), Sustainalytics mengukur tingkat risiko ESG yang belum dikelola (*unmanaged ESG risk*) oleh suatu perusahaan. Fokus utama Sustainalytics adalah bukan sekadar apakah perusahaan punya kebijakan ESG, tetapi berapa besar risiko ESG yang masih bisa berdampak material pada nilai ekonominya. ESG Risk Rating menilai eksposur perusahaan terhadap risiko material ESG dan seberapa baik manajemen perusahaan mengatasinya. Hasilnya dinyatakan dalam skor numerik (0–100), semakin rendah skor berarti semakin baik.

Sustainalytics membagi skor menjadi 5 kategori:



Gambar 2.1 Lima Kategori Sustainalytics ESG Rating

Sumber : <https://www.sustainalytics.com/esg-data>

a. *Negligible Risk* (0–10)

Hampir tidak ada risiko ESG yang material. Perusahaan dianggap sangat baik dalam mengelola risiko keberlanjutan.

b. *Low Risk* (10–20)

Risiko ESG ada, tetapi dampaknya relatif kecil. Investor biasanya menganggap perusahaan dalam kategori ini sebagai relatif aman.

c. *Medium Risk* (20–30)

Risiko ESG cukup signifikan, tetapi masih dapat dikendalikan. Banyak perusahaan global berada di level ini.

d. *High Risk* (30–40)

Perusahaan memiliki eksposur tinggi terhadap isu ESG dan pengelolaannya lemah. Bisa menimbulkan risiko reputasi dan finansial yang nyata.

e. *Severe Risk* (>40)

Risiko ESG yang sangat besar, manajemen tidak memadai. Perusahaan dalam kategori ini biasanya dihindari investor berorientasi keberlanjutan.

Menurut teori stakeholder dan signaling, ESG rating menjadi sinyal penting bagi investor untuk mengevaluasi risiko non-keuangan yang berpotensi memengaruhi kinerja jangka panjang. Investor institusional global semakin mengintegrasikan ESG dalam strategi investasi mereka, dengan lebih dari USD 30 triliun aset kelolaan berbasis ESG pada 2022 (PricewaterhouseCoopers, 2022). Hal ini menunjukkan bahwa ESG bukan hanya isu etika, melainkan sudah menjadi faktor material dalam valuasi perusahaan.

Penelitian empiris mendukung peran ESG rating dalam memengaruhi keputusan investasi dan nilai perusahaan. Bouslah dkk. (2022) menunjukkan bahwa ESG berhubungan dengan keputusan struktur modal, perusahaan dengan ESG tinggi lebih mudah mendapatkan pembiayaan dengan biaya modal lebih rendah, karena investor menganggapnya lebih kredibel dan berkomitmen pada praktik tata kelola yang sehat. Studi lain oleh Aydoğmuş (2022) menemukan bahwa performa ESG berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan di pasar berkembang.

Dalam konteks Indonesia, pengukuran ESG semakin mendapat perhatian sejak diluncurkannya IDX ESG Leaders Index pada 2020, yang berfungsi sebagai panduan bagi investor untuk mengidentifikasi perusahaan dengan praktik ESG unggul, kinerja keuangan baik, dan likuiditas tinggi. Indeks ini menegaskan bahwa ESG telah menjadi salah satu faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia, 2024)

Dengan demikian, ESG rating tidak hanya berfungsi sebagai ukuran kepatuhan atau etika, tetapi juga sebagai indikator kualitas manajemen risiko dan daya saing jangka panjang perusahaan. Selain itu, perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan secara proaktif melalui pengungkapan ESG

(Oktaviana dkk., 2025). Penerapannya memiliki implikasi langsung pada nilai perusahaan melalui peningkatan reputasi, kepercayaan investor, akses pendanaan, serta pengurangan biaya modal.

2.1.2 Nilai perusahaan

1. Definisi nilai perusahaan

Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator utama dalam menilai kinerja dan prospek suatu entitas bisnis. Secara umum, nilai perusahaan mencerminkan bagaimana pasar menghargai perusahaan berdasarkan kinerja saat ini dan ekspektasi masa depan. Nilai ini diartikan sebagai persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan aliran kas dan keuntungan jangka panjang (Brigham & Houston, 2021).

Dalam praktiknya, nilai perusahaan tercermin melalui beberapa aspek penting:

- a. Harga saham, yang merefleksikan ekspektasi investor terhadap profitabilitas dan risiko perusahaan.
- b. Kapitalisasi pasar, yaitu total nilai pasar dari saham beredar yang menggambarkan ukuran kekayaan pemegang saham.
- c. Rasio pasar keuangan seperti Tobin's Q, PBV, dan PER, yang menghubungkan kinerja internal perusahaan dengan penilaian eksternal investor.

Menurut teori keuangan modern, tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan nilai perusahaan, bukan sekadar laba jangka pendek (Damodaran, 2020). Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dipercaya oleh pasar, memiliki tata kelola yang baik, serta prospek

pertumbuhan yang berkelanjutan. Dengan kata lain, nilai perusahaan adalah cerminan dari keberhasilan manajerial dalam mengelola aset, sumber daya, dan strategi bisnis untuk menciptakan keunggulan kompetitif jangka panjang. Dengan demikian, untuk mencapai nilai perusahaan yang berkelanjutan, perusahaan tidak hanya perlu mengoptimalkan kinerja keuangan, tetapi juga mengintegrasikan aspek lingkungan dan tata kelola yang baik melalui praktik keuangan hijau dan penerapan prinsip ESG.

Menurut Nohong, Sabir, dkk., (2024) praktik keuangan hijau merupakan implementasi dari tanggung jawab lingkungan perusahaan yang dapat meningkatkan daya saing berkelanjutan (*sustainable competitive advantage*). Berdasarkan perspektif *Resource-Based View* (Barney, 1991), penerapan prinsip lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dapat dianggap sebagai sumber daya strategis yang bernilai dan sulit ditiru, sehingga berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Dengan dukungan kebijakan pemerintah dan struktur organisasi yang baik, praktik keuangan hijau maupun ESG secara keseluruhan dapat memperkuat resiliensi bisnis serta nilai jangka panjang perusahaan.

Dalam literatur keuangan terbaru, nilai perusahaan dipahami sebagai hasil dari interaksi antara kinerja finansial dan faktor non-keuangan. Studi empiris menunjukkan bahwa faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) semakin berperan dalam pembentukan nilai perusahaan:

- a. Velte (2020) menemukan bahwa di pasar modal Eropa, kinerja ESG berhubungan positif dengan valuasi perusahaan, menandakan bahwa investor menilai ESG sebagai faktor reputasi yang memengaruhi nilai pasar.

- b. Broadstock dkk. (2021) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG tinggi memiliki risiko penurunan lebih rendah, sehingga pasar menghargainya dengan valuasi lebih stabil.
- c. Aydoğmuş (2022) di Turki mendokumentasikan bahwa ESG *performance* berkontribusi pada peningkatan profitabilitas dan nilai perusahaan di pasar berkembang.
- d. Putra dkk. (2023) dalam konteks Indonesia, menemukan bahwa ESG disclosure berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan meskipun hasilnya bervariasi antar sektor.
- e. Rahmaniati & Ekawati (2024) menekankan bahwa efektivitas ESG di Indonesia sangat dipengaruhi oleh regulasi, dan keberhasilan penerapan ESG meningkatkan legitimasi sosial sekaligus memperkuat kinerja non-keuangan yang pada akhirnya berdampak pada nilai perusahaan.

Dengan demikian, nilai perusahaan adalah hasil integrasi antara dimensi keuangan dan non-keuangan. Perusahaan yang mampu menjaga profitabilitas sambil menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan akan dipersepsikan lebih bernilai, baik oleh investor domestik maupun global.

2. Indikator nilai perusahaan

Pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian empiris umumnya menggunakan rasio berbasis pasar yang mencerminkan persepsi investor terhadap prospek dan risiko perusahaan. Beberapa indikator yang paling banyak digunakan adalah Tobin's Q, Price-to-Book Value (PBV), dan Price-to-Earnings Ratio (PER).

a. Tobin's Q

Q Tobin adalah metrik keuangan yang mewakili nilai pasar perusahaan relatif terhadap biaya penggantian asetnya (Badri Shah dkk., 2021). Tobin's Q dirumuskan sebagai berikut:

$$Q = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Debt}}{\text{Book Value of Assets}} \quad (1)$$

Jika $Q > 1$ maka ini berarti pasar percaya aset perusahaan mampu menghasilkan keuntungan lebih besar dari nilai akuntansinya, namun jika $Q < 1$ maka ini berarti aset tidak dimanfaatkan secara optimal. Kelebihan dari Tobin's Q adalah mampu menangkap ekspektasi pasar terhadap prospek pertumbuhan, namun masih sulit diterapkan pada perusahaan dengan aset tak berwujud besar.

Sejumlah penelitian empiris terkini memberikan gambaran beragam mengenai hubungan antara ESG dan nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q.

Di pasar Eropa, Velte (2020) menemukan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif terhadap Tobin's Q, yang menunjukkan bahwa praktik keberlanjutan dipersepsikan investor sebagai faktor penambah nilai. Hal ini konsisten dengan temuan Broadstock dkk., (2021) yang menegaskan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG baik cenderung memiliki risiko penurunan lebih rendah. Penurunan risiko ini membuat valuasi pasar melalui Tobin's Q menjadi lebih kuat dan stabil.

Dalam konteks Indonesia, (Putra dkk., 2023) mendapati bahwa ESG disclosure berhubungan positif dengan Tobin's Q, meskipun hasilnya tidak seragam di semua sektor. Hal ini mengindikasikan bahwa sensitivitas pasar

terhadap pengungkapan ESG masih dipengaruhi oleh karakteristik industri. Studi lintas negara yang dilakukan Rahat & Nguyen (2024) memperkuat temuan tersebut dengan menunjukkan bahwa ESG profile berhubungan positif dengan Tobin's Q di pasar berkembang, yang menandakan bahwa perhatian investor terhadap keberlanjutan tidak hanya berlaku di negara maju.

Namun, hasil yang berbeda muncul dalam penelitian (Mandasari dkk., 2025) pada perusahaan Indonesia periode 2020–2023. Mereka menemukan bahwa ESG justru berpengaruh negatif terhadap Tobin's Q. Efek ini dipengaruhi oleh peran moderasi *stock return* dan *earnings per share* (EPS), yang mengindikasikan bahwa investor Indonesia mungkin lebih berorientasi pada kinerja keuangan jangka pendek dibandingkan pada keberlanjutan jangka panjang.

Secara keseluruhan, bukti empiris ini menegaskan bahwa hubungan antara ESG dan Tobin's Q tidak selalu konsisten, melainkan bergantung pada konteks pasar, sektor industri, serta faktor moderasi keuangan.

b. Price-to-Book Value (PBV)

Price-to-Book Value (PBV) adalah rasio harga pasar saham perusahaan terhadap nilai buku per saham, menunjukkan seberapa efektif perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham relatif terhadap modal yang diinvestasikan (Rizka Maya Shova dkk., 2023). PBV dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}} \quad (2)$$

PBV yang tinggi menandakan bahwa investor optimis terhadap pertumbuhan perusahaan, namun sebaliknya jika PBV rendah maka pasar menilai perusahaan *undervalued* atau penuh risiko. Kelebihan dari PBV adalah karena metode ini sederhana dan mudah dihitung, namun PBV ini dipengaruhi standar akuntansi, dan kurang akurat untuk sektor dengan *intangible assets* tinggi.

Penelitian terbaru menunjukkan bahwa Price-to-Book Value (PBV) menjadi indikator penting dalam mengukur nilai perusahaan, khususnya terkait dengan penerapan prinsip ESG.

Studi Aydoğmuş dkk., (2022) pada perusahaan di Turki menemukan bahwa PBV meningkat secara signifikan pada perusahaan dengan kinerja ESG yang tinggi. Hal ini menegaskan bahwa investor memberikan penilaian lebih terhadap perusahaan yang mampu mengintegrasikan keberlanjutan ke dalam strategi bisnisnya.

Dalam konteks Indonesia, Rahmaniati & Ekawati (2024) mengungkapkan bahwa transparansi pengungkapan ESG berkontribusi positif terhadap peningkatan PBV. Hasil ini menunjukkan bahwa keterbukaan informasi terkait ESG memperkuat legitimasi perusahaan di mata pasar, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan menaikkan valuasi.

Selanjutnya, Pratama dkk., (2025) memberikan perspektif tambahan dengan membandingkan PBV dan Tobin's Q. Penelitian ini menyimpulkan bahwa PBV lebih stabil dibandingkan Tobin's Q dalam menangkap persepsi nilai perusahaan, terutama di tengah meningkatnya perhatian terhadap isu perubahan iklim. Hal ini mengindikasikan bahwa PBV dapat

menjadi ukuran yang lebih konsisten untuk menilai valuasi perusahaan dalam konteks keberlanjutan.

Secara keseluruhan, bukti empiris ini menegaskan bahwa PBV tidak hanya mencerminkan kekuatan fundamental perusahaan, tetapi juga kepekaan pasar terhadap keberlanjutan dan keterbukaan informasi. Dengan demikian, PBV semakin relevan digunakan dalam penelitian terkait ESG dan nilai perusahaan, khususnya di pasar berkembang.

c. Price-to-Earnings Ratio (PER)

Rasio Price-to-Earnings (PER) adalah metrik keuangan yang membandingkan harga pasar perusahaan per saham dengan pendapatan per saham, menunjukkan berapa banyak investor bersedia membayar untuk setiap unit pendapatan, yang mencerminkan potensi keuntungan perusahaan di masa depan (Pratamansyah, 2024). PER dirumuskan sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning Price per Share}} \quad (3)$$

Dari sisi interpretasi, PER yang tinggi menunjukkan bahwa investor optimis terhadap prospek pertumbuhan laba di masa depan, sehingga rela membayar harga saham pada level premium. Sebaliknya, PER yang rendah menandakan skeptisisme pasar terhadap keberlanjutan laba perusahaan. Indikator ini menjadi menarik karena sangat sensitif terhadap ekspektasi pasar, meskipun di sisi lain dapat berfluktuasi tajam pada perusahaan dengan laba yang tidak stabil.

Secara praktis, kelebihan PER adalah penggunaannya yang luas dalam valuasi saham, sehingga memudahkan perbandingan antarperusahaan.

Namun, keterbatasannya adalah kurang reliabel untuk perusahaan dengan laba negatif atau volatilitas keuntungan yang tinggi.

Bukti empiris terkini mendukung relevansi PER dalam menilai dampak keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Velte (2020) menemukan bahwa kinerja ESG berhubungan positif dengan PER di pasar modal Eropa, menunjukkan bahwa pasar memberi valuasi lebih tinggi pada perusahaan yang berkomitmen pada keberlanjutan. Hasil serupa diperkuat oleh Broadstock dkk. (2021), yang menunjukkan bahwa investor bersedia membayar premium (PER lebih tinggi) pada perusahaan dengan risiko ESG yang rendah. Sementara itu, Siddiqui dkk., (2024) mengungkapkan bahwa efek ESG terhadap PER tidak seragam, di negara maju dampaknya cenderung positif, sedangkan di negara berkembang hasilnya beragam, bergantung pada regulasi, karakteristik pasar, dan tingkat kesadaran investor terhadap isu keberlanjutan.

Secara keseluruhan, temuan ini menegaskan bahwa PER tidak hanya mencerminkan fundamental keuangan, tetapi juga persepsi investor terhadap kinerja keberlanjutan perusahaan. Dengan demikian, PER menjadi indikator penting dalam mengkaji keterkaitan antara ESG dan nilai perusahaan di berbagai konteks pasar.

3. Nilai perusahaan, kinerja pasar, dan keberlanjutan

Nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor keuangan seperti profitabilitas, *leverage*, atau pertumbuhan penjualan, tetapi juga oleh faktor non-keuangan seperti keberlanjutan (*sustainability*) dan kinerja ESG.

a. Hubungan dengan kinerja pasar

Fama & French (2015) menekankan bahwa harga saham sebagai proksi nilai perusahaan mencerminkan ekspektasi pasar terhadap risiko dan return. Dengan demikian, setiap informasi yang meningkatkan keyakinan pasar akan prospek jangka panjang perusahaan akan tercermin dalam peningkatan valuasi. Ketika perusahaan menunjukkan tata kelola yang baik dan memiliki strategi bisnis berkelanjutan, investor cenderung merespons positif, sehingga mendorong apresiasi harga saham dan memperkuat nilai perusahaan.

b. Hubungan dengan keberlanjutan (ESG)

Sejalan dengan meningkatnya perhatian investor global terhadap isu keberlanjutan, ESG menjadi determinan penting bagi nilai perusahaan. Broadstock dkk. (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG tinggi memiliki risiko penurunan (*downside risk*) yang lebih rendah, sehingga meningkatkan stabilitas nilai pasar. Temuan ini konsisten dengan studi Velte (2020) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara performa ESG dan valuasi perusahaan di pasar Eropa.

Lebih lanjut, Bouslah dkk. (2022) mengungkapkan bahwa ESG tidak hanya memengaruhi persepsi pasar, tetapi juga struktur modal perusahaan. Penerapan praktik ESG yang baik menurunkan biaya modal, yang pada gilirannya memperkuat nilai perusahaan. Hasil serupa ditemukan oleh Aydogmuş dkk. (2022) di Turki, di mana performa ESG berkontribusi pada peningkatan profitabilitas sekaligus nilai pasar perusahaan.

Di konteks Indonesia, Putra dkk. (2023) membuktikan bahwa ESG disclosure berhubungan positif dengan nilai perusahaan, meskipun

efeknya bervariasi antar sektor. Sementara itu, Rahmaniati & Ekawati (2024) menegaskan bahwa dukungan regulasi dari OJK dan BEI, khususnya kewajiban pelaporan keberlanjutan, memperkuat legitimasi perusahaan di mata investor dan publik. Hal ini tidak hanya meningkatkan kinerja non-keuangan, tetapi juga berimplikasi pada penguatan nilai perusahaan secara keseluruhan.

2.1.3 Struktur modal

1. Teori landasan struktur modal

Terdapat beberapa teori landasan untuk melaksanakan struktur modal, diantaranya yaitu:

a. Teori Stakeholder

Teori stakeholder menyatakan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab tidak hanya terhadap pemegang saham (*shareholders*) tetapi juga kepada semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*), seperti karyawan, pelanggan, pemasok, komunitas lokal, regulator, dan lingkungan. Freeman (1984) lebih jauh membahas bahwa keberhasilan dan keberlanjutan perusahaan sangat bergantung pada bagaimana perusahaan memperhatikan dan mengelola ekspektasi semua pemangku kepentingan tersebut.

Dalam konteks ESG, teori stakeholder relevan karena ESG rating atau pengungkapan ESG menjadi salah satu media di mana perusahaan berkomunikasi dengan stakeholder mengenai kinerjanya dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Banyak stakeholder, termasuk investor institusional, konsumen, dan masyarakat mempertimbangkan kinerja ESG

sebagai indikator bagaimana perusahaan memperlakukan isu lingkungan dan sosial serta menjalankan praktik tata kelola yang baik. Penelitian seperti Aydoğmuş (2022) menemukan bahwa kinerja ESG yang baik bersinergi dengan kepentingan stakeholder dan mendukung peningkatan profitabilitas serta nilai perusahaan.

Selain itu, teori stakeholder juga mengimplikasikan bahwa perusahaan yang responsif terhadap ekspektasi stakeholder akan mendapat legitimasi sosial lebih tinggi. Legitimasi tersebut memungkinkan perusahaan untuk memperoleh kepercayaan, dukungan masyarakat dan investor, serta meminimalisasi resistensi atau kritik yang dapat merusak reputasi. Sebagai contoh, studi Rahmaniati & Ekawati (2024) menunjukkan bahwa implementasi ESG di Indonesia secara positif terkait dengan nilai perusahaan, yang dimediasi oleh kepercayaan stakeholder dan persepsi legitimasi publik.

Dampak teori stakeholder terhadap nilai perusahaan jangka panjang sangat terlihat dalam literatur terkini bahwa ESG tidak semata-mata sebagai kewajiban etis atau regulatif, tetapi sebagai aset strategis yang bila dikelola dengan baik dapat meningkatkan reputasi, mengurangi biaya modal, dan memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan penting. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, teori stakeholder menjadi dasar penting untuk menguji bagaimana ESG rating mempengaruhi nilai perusahaan terutama dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia serta mengapa struktur modal dan ukuran perusahaan mungkin memoderasi pengaruh tersebut.

b. Teori Sinyal

Teori sinyal (*signaling theory*) diperkenalkan oleh Spence (1973) yang menyatakan bahwa pihak manajemen memiliki informasi lebih banyak dibandingkan investor (*information asymmetry*). Untuk mengurangi kesenjangan informasi tersebut, manajemen dapat memberikan sinyal berupa pengungkapan atau indikator tertentu yang mencerminkan prospek perusahaan di masa depan. Sinyal yang kredibel akan membantu investor dalam menilai kualitas perusahaan dan mengambil keputusan investasi yang tepat.

Dalam konteks keberlanjutan, ESG dapat dipahami sebagai salah satu bentuk sinyal yang disampaikan perusahaan kepada pasar. Penerapan dan pengungkapan kinerja ESG menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab, transparan, serta berorientasi jangka panjang. ESG rating yang tinggi dipersepsikan sebagai sinyal kualitas tata kelola yang baik, manajemen risiko yang efektif, dan kepedulian sosial serta lingkungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan skor rendah (Rahmaniati & Ekawati, 2024).

Reaksi pasar terhadap sinyal ESG juga telah dibuktikan dalam berbagai penelitian empiris. Aydoğmuş (2022) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG yang baik berhubungan positif dengan profitabilitas dan nilai pasar perusahaan. Penelitian Chen dkk. (2023) menemukan bahwa pasar memberikan respon positif terhadap perusahaan besar yang konsisten melaporkan kinerja ESG karena dianggap lebih kredibel. Hal ini menguatkan pandangan bahwa ESG bukan sekadar kewajiban regulasi, tetapi juga strategi komunikasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan

melalui peningkatan reputasi, kepercayaan investor, dan akses pendanaan.

Dengan demikian, teori sinyal memberikan kerangka konseptual untuk memahami bagaimana ESG rating dapat dipersepsikan sebagai informasi positif oleh investor dan pasar modal, serta bagaimana hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

c. Teori Trade-Off

Teori trade-off pertama kali dikemukakan oleh Kraus & Litzenberger (1973) yang menyatakan bahwa perusahaan berusaha mencapai struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat pajak dari penggunaan utang (*tax shield*) dengan biaya kebangkrutan yang ditimbulkan akibat risiko keuangan. Struktur modal optimal tercapai ketika tambahan manfaat pajak dari utang sama dengan tambahan biaya kebangkrutan, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Dalam konteks modern, Brigham & Houston (2021) menegaskan bahwa *leverage* yang sehat dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan menekan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*). Namun, apabila *leverage* terlalu tinggi, risiko kebangkrutan meningkat dan menurunkan kepercayaan investor, sehingga berdampak negatif pada nilai perusahaan. Dengan demikian, keputusan pendanaan yang tepat menjadi sangat penting bagi keberlangsungan perusahaan.

Hubungan antara struktur modal, risiko finansial, dan nilai perusahaan juga menjadi fokus penelitian empiris terkini. Misalnya, Velte (2020) menemukan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang baik dan praktik ESG yang kuat lebih mudah mengakses pendanaan dengan biaya modal

lebih rendah, sehingga struktur modal mereka relatif lebih stabil. Hasil serupa diperkuat oleh (Aydoğmuş, 2022) yang menunjukkan bahwa ESG tidak hanya meningkatkan profitabilitas, tetapi juga memperbaiki persepsi investor terhadap risiko, yang pada akhirnya mendukung nilai perusahaan. Dalam konteks pembiayaan program ESG, struktur modal memiliki relevansi penting. Inisiatif keberlanjutan sering membutuhkan investasi jangka panjang, misalnya dalam teknologi hijau, efisiensi energi, dan tata kelola digital. Perusahaan dengan struktur modal yang sehat akan lebih mampu mendanai program ESG secara konsisten tanpa membebani kinerja keuangan. Sebaliknya, perusahaan dengan *leverage* tinggi mungkin menghadapi keterbatasan dalam mengalokasikan dana untuk kegiatan keberlanjutan. Oleh karena itu, struktur modal dapat dipandang sebagai faktor yang memoderasi hubungan antara ESG rating dan nilai perusahaan.

d. Teori Agensi

Teori agensi diperkenalkan oleh Jensen & Meckling (1976) yang menekankan adanya konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Manajer memiliki informasi lebih banyak dan dapat bertindak demi kepentingan pribadi, yang menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Kebijakan pendanaan, termasuk keputusan struktur modal, berhubungan erat dengan biaya keagenan ini.

Implementasi ESG dapat membantu mengurangi biaya keagenan melalui peningkatan transparansi, akuntabilitas, dan pengawasan tata kelola. Dengan praktik ESG yang baik, manajer terdorong untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Penelitian

terbaru seperti Velte (2020) menunjukkan bahwa kinerja ESG yang tinggi berhubungan dengan peningkatan kualitas tata kelola dan berimplikasi pada menurunnya biaya keagenan, sehingga berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Selain itu, dalam konteks kebijakan pendanaan, perusahaan dengan tata kelola kuat dan pengungkapan ESG yang kredibel biasanya lebih mudah memperoleh pembiayaan dengan biaya modal lebih rendah (Aydoğmuş, 2022). Hal ini menunjukkan bahwa ESG tidak hanya berfungsi sebagai instrumen legitimasi sosial, tetapi juga sebagai mekanisme tata kelola yang menekan konflik keagenan serta memengaruhi struktur modal perusahaan.

2. Definisi dan indikator

Struktur modal adalah campuran gabungan hutang dan ekuitas yang digunakan oleh entitas bisnis, yang dihasilkan dari keputusan operasi pembiayaan. Ini mencakup berbagai bentuk, termasuk modal saham ekuitas, pembiayaan utang, dan modal saham preferensi (Makrevska, 2023). Brigham & Houston (2019) mendefinisikan struktur modal sebagai keputusan strategis terkait proporsi utang dan ekuitas yang optimal guna meminimalkan biaya modal serta memaksimalkan nilai Perusahaan. Dua indikator yang umum dipakai adalah Debt to Equity Ratio (DER) dan Debt to Asset Ratio (DAR).

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio yang membandingkan total utang dengan total ekuitas perusahaan. Rasio ini menggambarkan sejauh mana perusahaan menggunakan dana pinjaman untuk membiayai kegiatan operasional maupun investasinya dibandingkan dengan modal yang berasal dari pemegang saham. DER dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total\ Utang}{Total\ Ekuitas} \quad (4)$$

DER yang tinggi menandakan perusahaan sangat bergantung pada utang. Kondisi ini meningkatkan potensi *financial leverage*, yang dapat memperbesar laba per saham (EPS) ketika kinerja baik, tetapi juga memperbesar risiko gagal bayar saat arus kas melemah. Sementara itu DER yang rendah menunjukkan perusahaan lebih konservatif dengan porsi pendanaan internal lebih dominan, sehingga risiko keuangan relatif kecil, namun peluang ekspansi bisa terbatas jika dana internal tidak mencukupi.

Debt to Asset Ratio (DAR) adalah rasio yang membandingkan total utang dengan total aset perusahaan. Rasio ini menunjukkan seberapa besar bagian dari aset perusahaan yang dibiayai oleh kreditor.

$$DAR = \frac{Total\ Utang}{Total\ Aset} \quad (5)$$

Nilai DAR yang tinggi menunjukkan mayoritas aset dibiayai utang, yang artinya perusahaan memiliki kewajiban keuangan besar terhadap pihak eksternal. Hal ini dapat meningkatkan tekanan likuiditas dan risiko solvabilitas. Sebaliknya nilai DAR yang rendah menunjukkan sebagian besar aset dibiayai dari modal sendiri, sehingga perusahaan lebih independen dari kreditor, tetapi mungkin melewatkan peluang memanfaatkan *leverage effect*.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa DER menekankan hubungan antara utang dan ekuitas (struktur pendanaan), dan DAR menekankan kontribusi utang terhadap total aset (struktur kepemilikan aset). Dengan demikian, keduanya saling

melengkapi untuk memberikan gambaran utuh mengenai kesehatan finansial perusahaan.

2.1.4 Ukuran perusahaan

1. Definisi ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan skala operasi, ketersediaan sumber daya, serta kapasitas perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi. Ukuran perusahaan merupakan konsep mendasar dalam penelitian ekonomi, keuangan, dan manajemen yang menunjukkan skala atau besarnya suatu perusahaan. Ukuran ini biasanya diukur menggunakan berbagai metrik seperti total aset, pendapatan, jumlah karyawan, atau kapitalisasi pasar (Saifi dkk., 2024).

2. Cara pengukuran

Ukuran perusahaan diukur menggunakan indikator kuantitatif yang dapat dibandingkan antarperusahaan, dengan tujuan memberikan gambaran objektif tentang kapasitas dan skala operasi perusahaan. Karena nilai aset, penjualan, maupun kapitalisasi pasar seringkali memiliki sebaran data yang sangat besar dan *skewed*, penelitian empiris umumnya menggunakan transformasi logaritma natural ($\ln$). Transformasi ini tidak hanya menormalkan distribusi data, tetapi juga mengurangi disparitas antarperusahaan besar dan kecil sehingga hasil analisis menjadi lebih stabil.

Beberapa indikator yang lazim digunakan antara lain:

a. $\ln$ Total Aset

Merupakan indikator yang paling sering digunakan dalam literatur keuangan untuk mewakili ukuran perusahaan. Total aset secara luas diakui sebagai indikator utama ukuran perusahaan dalam literatur keuangan,

yang mencerminkan kapasitas ekonomi perusahaan, kepemilikan sumber daya, dan potensi diversifikasi. Ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset, memiliki dampak signifikan pada metrik kinerja keuangan seperti Return on Assets (ROA), hal ini karena perusahaan yang lebih besar sering menunjukkan ROA yang lebih tinggi karena skala ekonomi dan pemanfaatan sumber daya yang lebih efisien (Oktavia & Titiek, 2022).

b. *Ln Penjualan (Revenue/Sales)*

Menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dari kegiatan operasional. Indikator ini relevan untuk menilai efisiensi bisnis dan daya saing pasar. Dalam penelitian di Indonesia, ukuran perusahaan berbasis penjualan berhubungan dengan profitabilitas dan nilai perusahaan, sehingga layak dipakai sebagai alternatif pengukuran.

c. *Ln Kapitalisasi Pasar (Market Capitalization)*

Dihitung dari harga saham dikalikan jumlah saham beredar, sehingga mencerminkan persepsi pasar terhadap nilai ekuitas perusahaan. Kapitalisasi pasar merupakan penentu penting dari daya tarik investasi perusahaan. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih tinggi sering dianggap lebih stabil dan kurang berisiko, menarik lebih banyak investor (Blikhar dkk., 2022). Penelitian menekankan bahwa kapitalisasi pasar merupakan indikator penting ketika penelitian fokus pada hubungan ESG dan nilai perusahaan, karena langsung terkait dengan harga saham.

Penggunaan lebih dari satu indikator ukuran perusahaan disarankan dalam penelitian empiris untuk menguji konsistensi hasil. Misalnya, kombinasi antara total

aset dan kapitalisasi pasar dapat memberikan perspektif ganda, kapasitas internal perusahaan dan persepsi eksternal dari investor. Hal ini relevan terutama dalam penelitian lintas negara atau lintas sektor, di mana perbedaan struktur industri dapat memengaruhi validitas satu indikator tertentu.

2.2 Tinjauan Empiris

Tabel 2.1 Penelitian terdahulu

No	Peneliti & Tahun	Metode	Variabel Independen	Variabel Dependen	Variabel Moderasi / Kontrol	Temuan Utama
1	Broadstock dkk., 2021	Panel Data, Regresi Berganda	ESG Rating	Nilai Perusahaan (Tobin's Q)	Ukuran Perusahaan, Struktur Modal	ESG rating positif berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan; ukuran perusahaan memperkuat efek ESG.
2	Abdi dkk., 2022	Analisis Regresi Linear	ESG Disclosure	Nilai Pasar Perusahaan	<i>Leverage</i>	Pengungkapan ESG meningkatkan nilai perusahaan; <i>leverage</i> memoderasi hubungan ini.
3	Setioko dkk., 2024	Regresi Berganda, Analisis Jalur	ESG Performance, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan	Nilai Perusahaan	Profitabilitas	ESG dan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan; profitabilitas memediasi hubungan tersebut.

No	Peneliti & Tahun	Metode	Variabel Independen	Variabel Dependen	Variabel Moderasi / Kontrol	Temuan Utama
4	Aydoğmuş, 2022	Analisis Panel	ESG Performance	Nilai Perusahaan, Profitabilitas	-	ESG performance berhubungan positif signifikan dengan nilai perusahaan dan profitabilitas.
5	Moolkham, 2025	Regresi Berganda	SET ESG Ratings	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan, <i>Leverage</i> , Profitabilitas	SET ESG ratings berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; ukuran perusahaan memoderasi hubungan ini.
6	Anisa & Panuntun, 2025	Regresi Berganda	ESG Disclosure, Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan	Nilai Perusahaan	-	ESG disclosure dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; struktur modal berpengaruh negatif signifikan; ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan.
7	Chau dkk., 2025	Regresi Non-linear	ESG Ratings	Nilai Perusahaan	-	Nilai perusahaan meningkat dengan ESG ratings hingga ambang batas tertentu, kemudian menurun, dan

No	Peneliti & Tahun	Metode	Variabel Independen	Variabel Dependen	Variabel Moderasi / Kontrol	Temuan Utama
						meningkat lagi setelah ambang batas kedua.
8	(Samy El-Deeb dkk., 2023)	Regresi Moderasi	ESG Disclosure	Nilai Perusahaan	Kualitas Audit	Kualitas audit memoderasi pengaruh ESG disclosure terhadap nilai perusahaan.
9	Campos-Rasera, 2023	Regresi Panel	Struktur Modal	ESG Ratings	-	Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap ESG ratings; investasi dalam struktur modal mempengaruhi praktik CSR perusahaan.
10	Priska Wulandari, dan Febrianti Istiqomah 2024	Moderated Regression Analysis (MRA)	ESG, Struktur Modal	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan	ESG tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; Ukuran perusahaan juga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh ESG

No	Peneliti & Tahun	Metode	Variabel Independen	Variabel Dependen	Variabel Moderasi / Kontrol	Temuan Utama
						terhadap nilai perusahaan; Namun, ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.