

BAB II.

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Theory of The Firm

Theory of the Firm merupakan landasan utama dalam ilmu ekonomi yang bertujuan untuk memahami perilaku perusahaan, bagaimana mereka mengambil keputusan strategis, dan bagaimana mereka berinteraksi dengan lingkungan internal maupun eksternal. Teori ini memberikan kerangka konseptual untuk menjelaskan bagaimana perusahaan bertindak sebagai entitas ekonomi yang berusaha memaksimalkan nilai melalui penggunaan sumber daya yang efisien, pengambilan keputusan yang rasional, dan respons terhadap dinamika pasar serta regulasi. Dalam kerangka Theory of the Firm, perusahaan dianggap sebagai organisasi yang menghadapi tantangan kompleks dalam mengoptimalkan keseimbangan antara biaya, pendapatan, dan investasi untuk mencapai tujuan mereka.

Salah satu dimensi utama dari teori ini adalah konsep pengambilan keputusan yang berorientasi pada efisiensi. Menurut Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan nexus kontrak antara berbagai pihak yang terlibat, seperti pemegang saham, manajer, karyawan, dan pemasok. Dalam hubungan ini, konflik kepentingan sering kali muncul, terutama antara pemilik perusahaan (principal) dan pengelola (agent). Konflik ini menciptakan apa yang dikenal sebagai biaya keagenan (*agency costs*), yang mencakup biaya pengawasan, biaya insentif, dan biaya residual yang disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara kedua pihak.

Teori ini menekankan pentingnya *Corporate Governance* yang baik untuk meminimalkan biaya keagenan dan memastikan bahwa keputusan manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Selain itu, Theory of the Firm juga mencakup teori hak milik (*property rights theory*) yang menyoroti pentingnya struktur kepemilikan dalam menentukan efisiensi operasional perusahaan. Hak milik yang jelas dan terdefinisi dengan baik mendorong perusahaan untuk mengalokasikan sumber daya secara optimal dan mengurangi potensi konflik antar pemangku kepentingan. Misalnya, dalam konteks kepemilikan saham, perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terdiversifikasi cenderung menghadapi tantangan lebih besar dalam menyelaraskan kepentingan pemilik dengan pengelola dibandingkan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi.

Teori keuangan sebagai bagian dari Theory of the Firm berfokus pada bagaimana perusahaan membuat keputusan pendanaan, termasuk penggunaan utang dan ekuitas, serta dampaknya terhadap struktur modal dan *Firm Value*. Penggunaan utang, misalnya, dapat meningkatkan leverage perusahaan tetapi juga menambah risiko finansial yang harus dikelola dengan hati-hati. Keputusan terkait struktur modal ini berkaitan erat dengan keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang, yang merupakan inti dari teori ini.

Theory of the Firm juga memiliki relevansi yang kuat dalam menjelaskan hubungan antara perusahaan dan lingkungannya, terutama dalam konteks persaingan pasar dan regulasi pemerintah. Perusahaan tidak hanya harus fokus pada efisiensi internal tetapi juga pada bagaimana mereka dapat beradaptasi dengan perubahan eksternal, seperti kebijakan pemerintah, persaingan pasar, dan

ekspektasi sosial. Dalam hal ini, teori ini mendukung pengembangan *Corporate Governance* yang adaptif dan responsif terhadap kebutuhan lingkungan yang dinamis.

Dalam konteks penelitian ini, Theory of the Firm menjadi landasan bagi analisis bagaimana *Corporate Governance*, green finance, dan Corporate Social Responsibility (CSR) dapat memengaruhi kinerja dan *Firm Value*. *Corporate Governance* yang baik mencerminkan upaya perusahaan untuk mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan efisiensi operasional. Sementara itu, green finance dan CSR mencerminkan respons perusahaan terhadap tekanan eksternal seperti regulasi dan harapan masyarakat terhadap keberlanjutan. Dengan mengintegrasikan prinsip-prinsip dari Theory of the Firm, penelitian ini dapat memberikan wawasan tentang bagaimana perusahaan dapat memaksimalkan nilai melalui pendekatan yang holistik dan berorientasi pada keberlanjutan.

Sebagai kesimpulan, Theory of the Firm menyediakan kerangka konseptual yang komprehensif untuk memahami dinamika perusahaan. Teori ini tidak hanya relevan dalam menjelaskan perilaku perusahaan secara internal tetapi juga bagaimana mereka berinteraksi dengan lingkungannya. Dengan penerapan yang tepat, teori ini dapat membantu perusahaan merancang strategi yang tidak hanya mengoptimalkan kinerja finansial tetapi juga menciptakan nilai jangka panjang bagi semua pemangku kepentingan.

Komponen Utama Theory of the Firm

1. Tujuan Perusahaan

Dalam kerangka Theory of the Firm, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai bagi pemegang saham. Namun, tujuan ini telah berkembang

seiring waktu, mencakup dimensi non-finansial seperti keberlanjutan, reputasi, inovasi, dan kesejahteraan karyawan. Tujuan finansial tradisional tercermin melalui indikator *Firm Value*, seperti Price Earning Ratio (PER), yang mencerminkan persepsi pasar terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dan menciptakan prospek jangka panjang. Sementara itu, dalam konteks modern, perusahaan juga harus memperhatikan nilai sosial dan lingkungan, yang semakin relevan dengan meningkatnya kesadaran publik terhadap keberlanjutan.

2. Efisiensi Produksi dan Pengelolaan Sumber Daya

Theory of the Firm mengasumsikan bahwa perusahaan berusaha untuk mengoptimalkan efisiensi dalam pengelolaan sumber daya internal. Efisiensi ini diukur melalui indikator seperti Return on Assets (ROA), yang mengukur kemampuan perusahaan memanfaatkan aset untuk menghasilkan keuntungan, dan Return on Equity (ROE), yang menilai efektivitas pengelolaan modal pemegang saham. ROA dan ROE juga mencerminkan kapasitas manajemen untuk meminimalkan biaya dan meningkatkan produktivitas, sehingga memberikan keunggulan kompetitif dalam pasar yang dinamis. Ketidakefisienan dalam pengelolaan sumber daya dapat berdampak pada penurunan daya saing dan pencapaian tujuan perusahaan.

3. Struktur Kepemilikan dan *Corporate Governance*

Komponen ini mencakup mekanisme pengawasan dan kontrol dalam pengelolaan perusahaan. Teori keagenan, sebagai bagian dari Theory of the Firm, menyoroti pentingnya *Corporate Governance* yang efektif untuk meminimalkan konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemilik (prinsipal). Dalam

penelitian ini, *Corporate Governance* diproyeksikan melalui peran Dewan Komisiner, CEO, dan Komisaris Independen Tunpornchai & Hensawang (2018). Keberadaan dewan yang kompeten dan independen memastikan pengawasan strategis, transparansi, dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan. CEO yang memiliki komitmen terhadap keberlanjutan dan inovasi memainkan peran penting dalam mewujudkan visi strategis perusahaan Almulhim & Aljughaiman (2023). Komisaris independen, dengan pandangan objektifnya, membantu mendorong *Corporate Governance* yang etis dan berorientasi pada pemangku kepentingan Stender & Rojahn (2020b).

4. Hubungan dengan Lingkungan Eksternal

Theory of the Firm juga menekankan pentingnya perusahaan untuk beradaptasi dengan dinamika eksternal, seperti perubahan regulasi, persaingan pasar, dan ekspektasi sosial. Dalam konteks globalisasi, perusahaan tidak hanya harus mematuhi standar hukum dan etika, tetapi juga menyesuaikan strategi mereka untuk merespons tantangan lingkungan dan sosial. Misalnya, adopsi praktik green finance dan Corporate Social Responsibility (CSR) memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan reputasi dan memenuhi tuntutan keberlanjutan yang semakin meningkat

5. Keberlanjutan dalam Operasi Perusahaan

Dalam perkembangan terbaru, Theory of the Firm telah melibatkan dimensi keberlanjutan, mencakup ekonomi, sosial, dan lingkungan. Praktik keberlanjutan seperti green innovation dan green investment menunjukkan komitmen perusahaan terhadap pengurangan dampak lingkungan dan penciptaan nilai jangka panjang. Green innovation melibatkan pengembangan produk dan

proses ramah lingkungan, sementara green investment mencerminkan alokasi sumber daya untuk proyek-proyek yang mendukung keberlanjutan. CSR, di sisi lain, menyoroti tanggung jawab sosial perusahaan terhadap masyarakat, meningkatkan hubungan dengan pemangku kepentingan, dan menciptakan lingkungan bisnis yang lebih inklusif.

2.1.2. Legitimacy Theory

Teori legitimasi merupakan teori yang memberikan gambaran mengenai perbedaan nilai-nilai yang dianut oleh perusahaan dengan nilai-nilai yang ada di masyarakat. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh (Dowling & Pfeffer, 1975). Teori legitimasi menjelaskan bahwa sebuah perusahaan selalu memiliki kontrak sosial dengan lingkungan sekitarnya, baik lingkungan alam, maupun lingkungan sosialnya *“Legitimacy theory as the idea that in order for an organization to continue operating successfully, it must act in a manner that society deems socially acceptable”* yang artinya bahwa manajemen perusahaan harus dapat memastikan bahwa operasi yang dilakukan selalu dapat diterima oleh masyarakat di sekitarnya terutama dikaitkan dengan norma-norma yang dipercaya dan diyakini oleh masyarakat tersebut, karenanya seluruh aktivitas perusahaan tersebut akan dapat dilegitimasi (diterima dan diperbolehkan) oleh masyarakat.

Teori legitimasi merupakan salah satu teori yang paling banyak disebutkan dalam bidang lingkungan (Tilling, 2004). Demikian juga (Naser et al., 2006) menyatakan bahwa teori legitimasi telah digunakan dalam kajian untuk mengembangkan teori pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Perusahaan semakin menyadari bahwa kelangsungan hidup perusahaan juga tergantung dari hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungannya

tempat perusahaan beroperasi. Hal ini sejalan dengan *legitimacy theory* yang menyatakan bahwa perusahaan memiliki kontrak dengan masyarakat untuk melakukan kegiatannya berdasarkan nilai-nilai *justice*, dan upaya perusahaan menanggapi berbagai kelompok kepentingan untuk melegitimasi tindakan perusahaan.

Konsep legitimasi menunjukkan adanya suatu kontrak sosial yang implisit dimana perusahaan bertanggung jawab terhadap harapan atau tuntutan masyarakat (Kuznetsov & Kuznetsova, 2012). Secara spesifik, dianggap bahwa kelangsungan hidup suatu organisasi akan terancam jika masyarakat mempersepsikan bahwa organisasi telah melanggar kontrak sosial (Deegan, 2018). Legitimasi dapat dijelaskan sebagai persepsi umum bahwa tindakan perusahaan diinginkan, tepat atau sesuai dalam beberapa sistem sosial yang dibangun dari norma-norma, nilai-nilai, keyakinan, dan definisi (Moir, 2001)

(Dowling & Pfeffer, 1975) menyatakan bahwa organisasi berusaha menciptakan keselarasan antara nilai-nilai sosial yang melekat pada kegiatannya dengan norma-norma perilaku yang ada dalam sistem sosial masyarakat dimana organisasi adalah bagian dari sistem tersebut. Selama kedua sistem tersebut selaras, kita dapat melihat hal tersebut sebagai legitimasi perusahaan. Ketika ketidakselarasan aktual atau potensial terjadi diantara kedua sistem tersebut, maka akan ada ancaman terhadap legitimasi perusahaan. Teori Legitimasi juga menyatakan bahwa perusahaan besar akan memiliki tanggung jawab yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Guthrie & Parker, 1989).

Teori legitimasi atau disebut dengan *legitimacy gap* karena perusahaan akan mengalami permasalahan apabila terdapat kesenjangan legitimasi dengan

masyarakat sekitar. Kesenjangan legitimasi ini muncul ketika perusahaan tidak peduli terhadap dampak buruk yang ditimbulkan dari kegiatan operasional perusahaan terhadap lingkungan sekitar perusahaan, sehingga dapat menimbulkan permasalahan bagi masyarakat sekitar. Kesenjangan legitimasi dapat dikurangi dan dicegah dengan salah satu cara, yaitu perlunya tanggung jawab sosial perusahaan atau *Corporate Social Responsibility* (CSR) dengan menyesuaikan nilai-nilai dan operasional perusahaan serta lingkungan dan keinginan masyarakat. Hubungan teori legitimasi dengan CSR adalah CSR mempunyai peranan penting dalam menunjukkan tingkat kepatuhan perusahaan terhadap peraturan dan menyelaraskan kepentingan perusahaan dengan harapan masyarakat sekitar, sehingga kegiatan operasional perusahaan dapat berjalan dengan baik dan diterima. Oleh komunitas. Dengan demikian, perusahaan akan semakin menyadari bahwa kelangsungan hidupnya juga bergantung pada hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan di mana perusahaan melakukan setiap aktivitasnya. Dengan demikian, teori legitimasi merupakan salah satu teori yang mendasari CSR. Kegiatan CSR dilakukan untuk mendapatkan nilai-nilai positif dan legitimasi dari masyarakat (Rahmantari et al., 2019).

2.1.3. Stakeholders Theory

Teori pemangku kepentingan merupakan teori yang menjelaskan bahwa pemangku kepentingan mempunyai peranan yang sangat besar terhadap keberadaan perusahaan di lingkungannya, yaitu pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap perusahaan karena kelompok ini merupakan kelompok yang mempengaruhi dan dipengaruhi oleh perusahaan. Stakeholder dianggap sangat penting dan mempengaruhi jalannya aktivitas perusahaan karena dalam

menjalankan bisnisnya perusahaan akan berhubungan langsung dengan banyak pemangku kepentingan sesuai dengan luas lingkup kegiatan perusahaan. Sejak tahun 1980-an, teori pemangku kepentingan secara bertahap telah menjadi kerangka kerja untuk menentukan lebih lanjut kelompok mengenai tanggung jawab sosial apa yang seharusnya dimiliki oleh perusahaan.

Faktanya, perusahaan berada di tengah-tengah serangkaian hubungan dengan mitra yang tidak hanya merupakan pemegang saham tetapi juga para pelaku yang berkepentingan atau terpengaruh oleh aktivitas dan keputusan perusahaan. Teori pemangku kepentingan tidak lepas dari visi normatif dan etis namun berupaya mengintegrasikan tujuan ekonomi: teori ini menegaskan bahwa perjanjian kerja sama membangun kepercayaan antara perusahaan dan pemangku kepentingannya serta memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan. Pendekatan teoritis pertama menunjukkan bahwa perusahaan lebih kuat secara sosial; lebih efisien secara ekonomi dan finansial. Sebaliknya, perusahaan akan lebih sukses secara ekonomi dan paling tidak sukses secara sosial. Akhirnya, di luar dua pandangan ekstrem ini, dimungkinkan untuk mempertimbangkan asumsi sinergi positif dan negatif yang melintasi landasan konseptual yang berbeda. Dengan asumsi tersebut juga ditambahkan asumsi umum tentang netralitas interaksi dan asumsi hubungan yang lebih kompleks (Dkhili & Dhiab, 2019)

Adanya komunikasi dan hubungan yang baik antara perusahaan dengan pemangku kepentingan (Stakeholder) tujuannya agar kegiatan berjalan sesuai harapan perusahaan. Stakeholder tersebut adalah orang-orang atau kelompok yang dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh berbagai kebijakan, aktivitas dan keputusan perusahaan (Ahyani & Puspitasari, 2019).

Saat ini terjadi pergeseran pemikiran terhadap tanggung jawab pengelolaan organisasi yang semula hanya fokus kepada pemilik (*stockholder*), bergeser kepada karyawan, pemerintah, dan masyarakat luas (*stakeholders*) yang menjadi dasar dari perkembangan teori *stakeholder*. Teori *stakeholder* dikemukakan pertama kali diperkenalkan oleh *Stanford Research Institute* pada tahun 1963 yang kemudian dikembangkan lebih jauh lagi oleh (Hannan & Freeman, 1984). Selanjutnya menyatakan bahwa *stakeholder* merupakan pihak-pihak yang keberadaannya terkait dengan kebijakan dari sebuah perusahaan.

Teori *stakeholder* juga mengatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri namun harus mampu memberikan manfaat bagi *stakeholders*nya. Dengan demikian, keberadaan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh dukungan yang diberikan oleh *stakeholder* perusahaan tersebut (Ghozali & Chariri, 2007). Asumsi dari teori ini menjelaskan bahwa keberadaan dari perusahaan selalu dipengaruhi oleh pertimbangan-pertimbangan dari para *stakeholder*.

Corporate Governance (*corporate governance*) memiliki agenda yang lebih luas lagi dimasa yang akan datang. Prinsip *responsibility* yang merupakan salah satu prinsip dari *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan prinsip yang mempunyai kekerabatan paling dekat dengan *corporate social responsibility* (CSR) (Yusuf Wibisono, 2007). Melalui penerapan prinsip ini diharapkan perusahaan dapat menyadari bahwa dalam kegiatan operasionalnya seringkali menghasilkan dampak eksternal yang harus ditanggung oleh *stakeholders*.

Fokus dari akuntabilitas perusahaan yang semula masih terkonsentrasi atau berorientasi pada para pemegang saham (*stockholder*), dengan terdapatnya agenda

yang luas untuk *Corporate Governance* juga harus memperhatikan kepentingan *stakeholder*. Akibat yang muncul dari pergeseran paradigma ini, *Corporate Governance* harus mempertimbangkan masalah CSR.

Teori *Stakeholder* diartikan sebagai: “*a theory of organizational management and business ethics that addresses morals and values in managing an organization*”, atau jika terjemahkan secara bebas mengandung arti teori *stakeholder* adalah teori etika manajemen dan bisnis organisasi yang membahas moral dan nilai-nilai dalam mengelola organisasi. Menurut teori *stakeholder*, dengan meningkatkan CSR membuat perusahaan lebih menarik bagi konsumen. Oleh karena itu, CSR harus dilakukan oleh semua perusahaan (Cheers, 2013).

Dalam teori pemangku kepentingan, pelaksanaan CSR tidak hanya dihadapi oleh pemilik atau pemegang saham saja, namun juga kepada para pemangku kepentingan yang terkena dampak dari keberadaan perusahaan. Dukungan pemangku kepentingan adalah kelangsungan hidup perusahaan karena semakin besar kekuasaan pemangku kepentingan dalam perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan dalam mencapai kelangsungan hidupnya. Stakeholder terkadang berhubungan dengan kreditor dan investor, padahal pemangku kepentingan mempunyai hubungan yang lebih luas seperti masyarakat, konsumen bahkan pemerintah. Untuk menginvestasikan dana pada perusahaan, pemangku kepentingan tidak dapat langsung mengambil keputusan, karena pemangku kepentingan juga melihat *Firm Value* yang ada pada perusahaan tersebut baik atau tidak (Rahmantari et al., 2019)

(Santoso & Dhiyaul-Haq, 2017) mengungkapkan bahwa penilaian ataskinerja sosial (CSR) suatu perusahaan dapat dilakukan dengan beberapa format diantaranya:

1. *Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Guidelines* diterbitkan oleh *Global Reporting Initiative* (GRI)
2. *Islamic Social Reporting* (ISR) diterbitkan oleh *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI).
3. *Organization for Economic Cooperation and Development guidelines for multinational enterprise* diterbitkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD).
4. *Social Accountability 8000* diterbitkan oleh *Social Accountability International*
5. *AA 1000 for auditing and assurance process* diterbitkan oleh *Accountability*, sebuah organisasi membership internasional
6. Sistem manajemen lingkungan (ISO 14001, EMAS)
7. *Global Compact* dan *United Nation Norms* diterbitkan oleh *United Nations*
8. *Greenhouse gas Protocol* diterbitkan oleh *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) dan *World Resources Institute*.

2.1.4. Signalling Theory

Signalling theory atau teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal (Ross, 1977). Teori sinyal berakar pada teori akuntansi pragmatik yang memusatkan perhatiannya kepada pengaruh informasi terhadap perubahan perilaku pemakai informasi. Salah satu informasi yang dapat dijadikan sinyal adalah

pengungkapan yang dilakukan oleh suatu emiten. Pengungkapan informasi ini nantinya dapat mempengaruhi naik turunnya harga sekuritas perusahaan emiten tersebut. Pengungkapan informasi akuntansi dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik (*good news*) atau sebaliknya sinyal buruk (*bad news*) di masa mendatang (Guthrie & Parker, 1989).

Teori signaling merupakan salah satu tindakan yang dilakukan manajemen perusahaan dalam memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menggambarkan prospek perusahaan. Teori ini menunjukkan bahwa informasi yang telah dikeluarkan oleh suatu perusahaan sangat penting bagi pihak luar perusahaan. Informasi yang dipublikasikan sebagai pengumuman nantinya akan memberikan sinyal bagi investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi. Selain itu informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan penting bagi pemangku kepentingan dan investor dimana jika terdapat kabar baik maka menguntungkan dan jika buruk maka informasi yang diberikan perusahaan tidak menguntungkan (Nisa et al., 2021).

(Brigham & Houston, 2009) mengungkapkan bahwa isyarat atau sinyal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Selanjutnya perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan utang. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Teori sinyal menjelaskan mengapa manajer suatu entitas mempunyai insentif secara sukarela

(*voluntary*) melaporkan informasi-informasi kepada pasar modal walaupun tidak ada ketentuan yang mengharuskan.

(Gray et al., 2001) mengemukakan bahwa *Corporate environmental disclosure* sebagai salah satu kegiatan CSR merupakan sinyal yang terkait dengan kualitas manajemen. Perusahaan yang memiliki kualitas yang tinggi cenderung menggunakan akuntansi sosial dan lingkungan perusahaan sebagai pengalihan dari pelaporan keuangan tradisional. Di sisi lain, perusahaan dengan kualitas rendah memilih konsisten dengan membatasi pengungkapan informasi akuntansi kepada pihak eksternal. Kualitas pelaporan keuangan merupakan sinyal untuk pelaku pasar keuangan dan *stakeholder* lainnya yang memperlihatkan bahwa manajemen mampu mengontrol risiko sosial dan lingkungan dalam perusahaan. Sebaliknya (Nisa et al., 2021). Menyatakan profitabilitas dapat dikatakan sebagai sinyal positif bagi investor dalam mengetahui kemampuan suatu perusahaan yang telah dicapai selama periode tertentu.

2.1.5. ESG Theory

Dalam satu setengah dekade terakhir, gagasan bahwa bisnis harus memperluas prioritas mereka dari sekadar menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham menjadi mencakup berbagai tujuan lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance* (ESG) telah menjadi semakin populer. Sejak istilah “ESG” pertama kali digunakan dalam laporan yang diterbitkan oleh United Nations Global Compact pada tahun 2004, konsep ini telah menarik minat besar, termasuk di ruang rapat perusahaan. Laporan lanjutan dari Global Compact pada tahun berikutnya menggambarkan kemunculan kebijakan ESG perusahaan sebagai

"konvergensi yang kuat dan bersejarah antara tujuan dan kepedulian Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB) dan sektor swasta (Morrison, 2021).

Para pendukung manajemen gaya ESG cenderung menyajikannya sebagai sesuatu yang baru, revolusioner, dan inovatif. Namun, mereka jarang mengutip sejarah panjang teori-teori pendahulunya, termasuk "tanggung jawab sosial perusahaan," "kinerja sosial perusahaan," "investasi yang bertanggung jawab secara sosial," "kapitalisme pemangku kepentingan," "penciptaan nilai bersama," "triple bottom line," dan "investasi berdampak," antara lain. Selain itu, antusiasme saat ini untuk ESG bergantung pada pandangan yang miring tentang etika bisnis yang menunjukkan bahwa perusahaan secara rutin terlibat dalam perilaku yang tidak bermoral dan ilegal kecuali mereka secara eksplisit mendukung deklarasi publik sebaliknya.

Teori ESG semakin populer di kalangan pembuat kebijakan, media berita, dan konstituensi elit lainnya, jika frekuensi dengan mana hal itu disebutkan dan dibahas adalah indikasi. Namun, kurangnya kesepakatan yang ketat tentang apa yang sebenarnya diperlukan dan ingin dicapai telah membuat maknanya menjadi subjek interpretasi yang berbeda oleh berbagai konstituensi. Dalam kasus yang jarang di mana tujuan dan hasil tertentu ditentukan, spesifikasi tersebut sering kali kontroversial, hanya berlaku untuk seperangkat keadaan tertentu, atau sangat jelas sehingga menjadi kebijaksanaan konvensional.

Sebagian besar aturan ESG saat ini bersifat sukarela dan hanya menyerukan pengungkapan perilaku perusahaan, bukan tindakan dan hasil tertentu. Namun, bagi para praktisi, konsultan, dan manajer yang bekerja di bidang ini, menerapkan teori ESG telah menjadi bisnis besar, dengan kontrak

yang menguntungkan bagi perusahaan yang menawarkan layanan terkait ESG dan profesional keuangan yang menjual konsep tersebut. Pasar untuk data dan pemeringkatan ESG sendiri diperkirakan mencapai \$1 miliar pada tahun 2021.

Pendukung ESG cenderung mengelompokkan pihak-pihak yang berbeda—sering kali antagonis—seolah-olah mereka membentuk gerakan yang kohesif yang bekerja menuju serangkaian tujuan tertentu. Namun, tidak hanya semua entitas yang berada di bawah payung ESG tidak memiliki tujuan jangka panjang yang sama, mereka jarang setuju pada substansi konsep yang dibahas.

Logika tak terhindarkan dari prioritas ESG di mana perusahaan harus rutin melepaskan peluang bisnis yang legal dan menguntungkan akan menghasilkan perusahaan "berbudi luhur" yang memiliki potensi keuntungan diambil oleh pesaing "nakal" yang tidak mematuhi ESG. Itu, pada gilirannya, akan mendorong seruan untuk menjadikan prinsip ESG sebagai kewajiban. Jika semua perusahaan dalam industri tertentu atau semua pemain di pasar dibebani secara setara oleh kepatuhan ESG, persyaratan tersebut hanya akan dihitung sebagai biaya melakukan bisnis. Namun, ketika perusahaan pesaing mampu memangkas biayanya secara signifikan dengan tidak bergabung dalam kerangka kerja operasional sukarela, itu memberikan beban yang menyakitkan bagi perusahaan yang telah setuju untuk mencapai tujuan ESG yang dipertanyakan.

Ketika datang ke tindakan spesifik yang direkomendasikan oleh pendukung manajemen ESG, ada tiga tingkat komitmen secara umum, dalam urutan signifikansi yang meningkat:

1. Dukungan publik terhadap serangkaian prinsip.

2. Pengungkapan data tingkat perusahaan yang menunjukkan kepatuhan terhadap prinsip-prinsip tersebut.
3. Pencapaian hasil spesifik yang selaras dengan prinsip-prinsip tersebut.

Teori ESG (Environmental, Social, and Governance) semakin menjadi perhatian utama dalam pengelolaan perusahaan modern. Teori ini mengemukakan bahwa integrasi faktor lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance* dalam operasional bisnis tidak hanya mendukung keberlanjutan tetapi juga meningkatkan kinerja jangka panjang dan *Firm Value*.

Aspek lingkungan (Environmental) dalam ESG menekankan pentingnya pengelolaan sumber daya alam, efisiensi energi, dan upaya pengurangan emisi karbon. Dengan menerapkan green finance, seperti green bond dan green investment, perusahaan dapat menarik investor yang peduli dengan keberlanjutan lingkungan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan *Firm Value* (F. Zhang et al., 2020). Green finance juga mencerminkan komitmen perusahaan terhadap kelestarian lingkungan, yang dapat memperkuat reputasi perusahaan dan meningkatkan daya saing di pasar.

Aspek sosial (Social) mencakup hubungan perusahaan dengan masyarakat, pekerja, dan pemangku kepentingan lainnya. Praktik CSR yang baik dapat meningkatkan citra perusahaan, membangun hubungan yang lebih baik dengan komunitas, dan menciptakan nilai jangka panjang bagi perusahaan. Penelitian oleh (Lins et al., 2017) menunjukkan bahwa perusahaan yang berkomitmen pada CSR cenderung memiliki *Financial Performance* yang lebih baik dan menarik lebih banyak investor institusional. CSR juga berkontribusi pada pembangunan sosial

dan ekonomi yang berkelanjutan dengan meningkatkan kesejahteraan masyarakat dan mengurangi kesenjangan sosial.

Corporate Governance (Governance) yang baik memastikan transparansi, akuntabilitas, dan etika dalam operasional perusahaan. Struktur *Corporate Governance* yang efektif, seperti dewan komisaris independen dan komite audit yang kuat, dapat membantu perusahaan mengelola risiko dengan lebih baik dan meningkatkan *Financial Performance* (Al-ahdal et al., 2020). Implementasi *Corporate Governance* yang baik juga memainkan peran penting dalam mendukung praktik green finance dan CSR, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan *Firm Value*. *Corporate Governance* yang baik menciptakan kerangka kerja yang mendukung pengambilan keputusan yang bertanggung jawab dan berkelanjutan.

Dengan demikian, integrasi prinsip ESG tidak hanya mendukung tujuan pembangunan berkelanjutan tetapi juga memberikan keuntungan kompetitif bagi perusahaan di pasar modal. Pendekatan ini menciptakan sinergi antara keberlanjutan lingkungan, tanggung jawab sosial, dan *Corporate Governance* yang efektif, yang pada akhirnya meningkatkan *Firm Value* dan menarik lebih banyak investor yang berorientasi pada keberlanjutan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang berkomitmen pada ESG cenderung lebih sukses dalam jangka panjang dan lebih mampu menghadapi tantangan global terkait lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance*.

2.1.6. Green Economy

Menurut Menteri Perencanaan Pembangunan Nasional Suharso Monoarfa (Bappenas, 2022) bahwa *Green Economy Index* merupakan alat ukur untuk

mengevaluasi pencapaian dan efektivitas transformasi ekonomi Indonesia menuju ekonomi hijau. «Prinsip Ekonomi Hijau adalah menciptakan pertumbuhan ekonomi yang tinggi seiring dengan kesejahteraan sosial serta menjaga kualitas dan daya dukung lingkungan,» kata. Fokus dari *Green Economy Index* adalah meningkatkan investasi hijau untuk pilar ekonomi; mengelola aset dan infrastruktur yang berkelanjutan serta memastikan transisi yang adil dan terjangkau (pilar lingkungan), dan memberdayakan sumber daya manusia (pilar sosial).

Ekonomi Hijau adalah salah satu pertumbuhan pendapatan dan lapangan kerja yang didorong oleh investasi publik dan swasta yang mengurangi emisi karbon dan polusi, meningkatkan efisiensi energi dan sumber daya, serta mencegah hilangnya keanekaragaman hayati dan jasa ekosistem (Soundarrajan & Vivek, 2016a).

A. Pilar lingkungan dengan lima indikator

1. Persentase luas tutupan lahan dari luas daratan Indonesia
2. Bauran energi baru terbarukan (EBT) dari sumber energi primer
3. Persentase sampah terkelola
4. Persentase penurunan emisi kumulatif dari baseline
5. Penurunan tutupan lahan gambut

B. Pilar ekonomi dengan enam indikator

6. Intensitas emisi
7. Intensitas energi final
8. Pendapatan nasional bruto per kapita
9. Produktivitas pertanian

10. Produktivitas tenaga kerja sektor industri

11. Produktivitas tenaga kerja sektor jasa

C. Pilar sosial dengan empat indikator

12. Rata-rata lama sekolah

13. Angka harapan hidup

14. Tingkat kemiskinan

15. Tingkat pengangguran terbuka

Suharso Monoarfa dalam (Bappenas, 2022) menyatakan bahwa penerapan *Green Economy Index* dapat memberikan berbagai manfaat bagi Indonesia, di antaranya pertumbuhan Pendapatan Domestik Bruto (PDB) rata-rata di angka 6,1-6,5 persen per tahun hingga 2050, 87-96 miliar ton emisi Gas Rumah Kaca yang diselamatkan pada rentang 2021-2060. Ada pula penurunan intensitas emisi hingga 68 persen di 2045 dan Pendapatan Nasional Bruto (PNB) lebih tinggi di rentang 25-34 persen atau setara US\$ 13.890-14.975 per kapita pada 2045.

Praktik ekonomi hijau juga menghasilkan tambahan 1,8 juta tenaga kerja di bidang *green jobs* pada 2030 yang tersebar di sektor energi, kendaraan listrik, restorasi lahan, dan pengolahan limbah. Di bidang lingkungan, sebanyak 40 ribu jiwa terselamatkan dengan adanya pengurangan polusi udara di 2045, restorasi jasa ekosistem bernilai US\$ 4,75 triliun per tahun pada 2060, seluas 3,2 juta hektare hutan primer terlindungi pada 2060. Pun penambahan tutupan hutan seluas 4,1 juta hektare pada 2060, peningkatan luas hutan mangrove menjadi 3,6 juta hektare pada 2060, dan meningkatkan ketahanan iklim pada sektor perekonomian (Bappenas, 2022)

Sejalan dengan *Green Economy Index*, Suharso Monoarfa melanjutkan, perlu instrumen untuk menjembatani kesenjangan pendanaan *Sustainable Development Goals* (SDGs) untuk mempercepat pencapaiannya pada 2030, yakni *Integrated National Financing Framework* (INFF). Suharso mengatakan, diperlukan sekitar US\$ 1 triliun bagi Indonesia untuk mewujudkan tujuan SDGs hingga delapan tahun ke depan. Terlebih karena pandemi Covid-19, terjadi kesenjangan pendanaan SDGs global tahunan sebesar US\$ 2,5 triliun (Bappenas, 2022)

Indonesia termasuk satu dari 86 negara yang mengembangkan INFF dan salah satu dari 40 negara yang akan menerapkan strategi pembiayaan terintegrasi dalam setahun ke depan. «Indonesia memiliki perangkat dan sumber daya, namun tantangannya terletak pada menyatukan semua pemangku kepentingan untuk menyelaraskan proses bisnis dengan SDGs» kata Suharso Monoarfa (Bappenas, 2022)

2.1.7. *Green Finance*

Menurut (B. Zhang & Wang, 2021), definisi mengenai *Green Finance* atau keuangan hijau merupakan konsep yang belum sepenuhnya jelas terdefinisikan. (Klein et al., 2019), mendefinisikan keuangan hijau sebagai “pembiayaan investasi yang memberikan manfaat lingkungan.” The G20 *Green Finance* Study Group (2016) mendefinisikan keuangan hijau sebagai “Pembiayaan investasi yang memberikan manfaat lingkungan dalam konteks yang lebih luas dari pembangunan lingkungan yang berkelanjutan. Manfaat lingkungan ini termasuk, misalnya, pengurangan polusi udara, air, dan tanah, pengurangan emisi gas rumah kaca, peningkatan efisiensi energi sambil memanfaatkan sumber daya alam yang

ada, serta mitigasi dan adaptasi terhadap perubahan iklim dan manfaat tambahannya (Group, 2016). Selanjutnya (Soundarrajan & Vivek, 2016b) menjelaskan bahwa Keuangan Hijau adalah pendekatan strategis untuk memasukkan sektor keuangan dalam proses transformasi menuju ekonomi rendah karbon dan hemat sumber daya, dan dalam konteks adaptasi terhadap perubahan iklim.

Keuangan Hijau meliputi *green financing* (pembiayaan hijau atau pembiayaan ramah lingkungan). Pembiayaan hijau merupakan pembiayaan ramah lingkungan yang mengacu pada kegiatan ekonomi yang mendukung perbaikan lingkungan, perubahan iklim, dan penggunaan sumber daya secara ekonomis dan efisien, termasuk layanan keuangan yang disediakan untuk investasi, pengoperasian proyek, dan manajemen risiko di berbagai bidang seperti perlindungan lingkungan, konservasi energi, energi bersih, ramah lingkungan. Transportasi, dan bangunan hijau (X. Wang, Elahi, & Khalid, 2022). Pembiayaan ramah lingkungan mempunyai dampak yang lebih luas terhadap lingkungan, masyarakat, dan perusahaan. Kebijakan perlindungan lingkungan hidup yang kuat dari pemerintah harus menjamin penerapan keuangan ramah lingkungan yang efektif (Huang & Zhang, 2021a). Pembiayaan ramah lingkungan dapat membantu meningkatkan efisiensi alokasi modal, memandu modal untuk memasuki industri ramah lingkungan dan ramah lingkungan, sehingga berperan dalam penyesuaian struktur industri dan mendorong peningkatan industri. Selain itu, hal ini dapat mengurangi pencemaran lingkungan dan mendorong pembangunan ekonomi berkelanjutan dan netralitas karbon (Scholtens & Dam, 2007).

Pembiayaan hijau merupakan alat penting untuk perlindungan lingkungan dan pengembangannya dapat mencapai pembangunan ekonomi berkelanjutan dengan tetap mempertahankan tingkat emisi polusi yang rendah (Ma et al., 2023). Kebijakan keuangan ramah lingkungan membantu membatasi skala kredit industri yang sangat berpolusi, mempromosikan inovasi hijau, memperbaiki lingkungan, dan menyebar ke daerah sekitarnya. Hasil empiris menunjukkan bahwa keuangan hijau dapat secara signifikan mengurangi emisi udara, air, dan polutan padat, menegaskan peran kebijakan kredit hijau dalam meningkatkan kualitas lingkungan (X. Wang, Elahi, & Zhang, 2022). Namun, keuangan ramah lingkungan mencerminkan heterogenitas dalam lingkungan pasar dan tingkat hukum yang berbeda-beda serta dampak yang heterogen di antara perusahaan-perusahaan dengan tingkat kinerja lingkungan yang berbeda-beda. Kebijakan ini mengurangi biaya pendanaan perusahaan ramah lingkungan dan meningkatkan beban pendanaan perusahaan dengan polusi tinggi. Secara umum, para ahli telah mencapai konsensus mengenai peran positif keuangan hijau dalam konservasi energi dan pengurangan emisi, pengendalian polusi, dan netralitas karbon (Mohsin et al., 2021)

Kebijakan kredit ramah lingkungan (*Green Credit Policy*) memiliki dua atribut yaitu peraturan lingkungan hidup dan alokasi sumber daya keuangan. Kemungkinan perusahaan berpartisipasi dalam tanggung jawab lingkungan dan sosial akan meningkat secara efektif melalui motivasi perilaku untuk memperoleh dana kredit. Dalam penelitian-penelitian sebelumnya, jalur utama kebijakan kredit hijau untuk mempengaruhi perilaku perusahaan adalah peningkatan biaya modal yang disebabkan oleh kendala pendanaan, yang tercermin dalam bunga tambahan

yang dibayarkan perusahaan untuk memperoleh kredit. Hal ini juga mengarah pada “efek saluran pembiayaan”, di mana lembaga keuangan menetapkan ambang batas lingkungan tertentu, sehingga perusahaan yang mempunyai polusi berat tidak dapat memperoleh dukungan kredit (Vasile & Holt, 2014). Perusahaan perlu menyampaikan laporan risiko *Corporate Governance* lingkungan dan sosial sebelum memperoleh pinjaman dan secara rutin mengungkapkan pengungkapan *Corporate Governance* lingkungan dan sosial setelah memperoleh pinjaman. Kebijakan kredit ramah lingkungan dapat mengecualikan perusahaan-perusahaan yang berpolusi dari cakupan dukungan kredit, sehingga memaksa perusahaan untuk melakukan transformasi hijau dan memaksa manajemen untuk memperhatikan *Corporate Governance* tanggung jawab lingkungan dan sosial perusahaan.

Dalam studi terbaru, Grup Bank Dunia menganalisis inisiatif keuangan hijau melalui survei yang meliputi penilaian proposal pembiayaan, evaluasi tindakan yang diambil untuk menarik Keuangan Hijau, dan integrasi manajemen risiko lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance*. Responden Keuangan Hijau diklasifikasikan secara luas berdasarkan adaptasi biosistem, efisiensi energi, tindakan perlindungan lingkungan, energi terbarukan, pengelolaan lahan berkelanjutan, daur ulang dan pengelolaan limbah, dan efisiensi air (Zubair Mumtaz & Alexander Smith, 2019).

Untuk menciptakan keterkaitan antara keuangan hijau dan pertumbuhan hijau (*green growth*), pemerintah diharuskan untuk mempromosikan dan mengatur pasar industri hijau dengan mendorong teknologi, produk, dan konsumsi hijau. *Green financing* (Pembiayaan Hijau) merupakan komponen penting dari

pertumbuhan hijau di mana perusahaan mengumpulkan dana untuk mengeksplorasi usaha bisnis mereka serta memperkenalkan teknologi hijau.

Industri dan teknologi hijau berada pada tingkat kematangan yang berbeda, sehingga membutuhkan tingkat pendanaan yang berbeda dari sumber modal yang berbeda (Schmidheiny & Zoraquin, 1996). Biasanya ada tiga sumber:

- (1) Keuangan publik dalam negeri
- (2) keuangan publik internasional
- (3) Pembiayaan sektor swasta

Keuangan publik dalam negeri mengacu pada pendanaan langsung oleh pemerintah sementara keuangan publik internasional mengacu pada pendanaan dari organisasi internasional dan bank pembangunan multilateral; keuangan sektor swasta terdiri dari sumber pendanaan domestik dan internasional. Pembiayaan hijau dapat dikemas dalam berbagai cara melalui berbagai struktur investasi *Green Finance*.



Gambar 2.1. Hubungan Industri Keuangan, Pertumbuhan Ekonomi dan Perkembangan Lingkungan

Produk keuangan hijau yang penting untuk dipelajari dan dibuat dibagi menjadi empat judul besar:

- (1) Keuangan Ritel

(2) Manajemen Aset

(3) Keuangan Perusahaan

(4) Asuransi

Umumnya, pemerintah mengejar tujuan berikut melalui langkah-langkah pembiayaan hijau:

1. Menetapkan dan mengamankan pendanaan untuk industri hijau dan pertumbuhan hijau.
2. Mendukung pertumbuhan hijau rendah karbon dengan mengembangkan produk keuangan baru.
3. Menarik investasi swasta untuk membangun dan mempertahankan infrastruktur hijau.
4. Memperkuat pengungkapan perusahaan tentang praktik manajemen hijau dan memperluas dukungan keuangan untuk bisnis yang menerapkannya.
5. Mendirikan pasar untuk barang dan jasa lingkungan, seperti pasar karbon yang menampilkan kredit karbon.

Untuk mencapai tujuan pembangunan berkelanjutan, kita perlu memulai proyek hijau melalui obligasi keuangan hijau, bank hijau, alat pasar karbon, instrumen keuangan baru lainnya dan kebijakan baru, kebijakan fiskal, bank sentral hijau, fintech, dana hijau berbasis masyarakat, dan memperluas pembiayaan investasi yang memberikan manfaat lingkungan, yang secara kolektif disebut sebagai “keuangan hijau” (Duchêne, 2020; Sachs et al., 2019).

Selain itu juga, menurut (M. A. Khan et al., 2022) menyatakan “pembiayaan mitigasi iklim atau *climate mitigation finance*” cocok dengan ruang

lingkup dan konteks pembiayaan hijau, sehingga dalam penelitian ini, pembiayaan hijau diukur dengan “pembiayaan mitigasi iklim.

(X. Zhou et al., 2020) menyatakan bahwa tujuan utama *Green Finance* adalah untuk mengejar pengembangan kegiatan keuangan yang terkoordinasi, perlindungan lingkungan, dan keseimbangan ekologis. Penelitiannya menyimpulkan bahwa keuangan hijau memiliki efek positif pada perbaikan lingkungan. Namun, dampak keuangan hijau terhadap kualitas lingkungan bervariasi untuk berbagai tingkat pembangunan ekonomi. Keuangan hijau dapat meningkatkan hubungan ini secara signifikan, menciptakan situasi saling menguntungkan terkait pembangunan ekonomi dan lingkungan.

Keuangan hijau adalah jenis instrumen keuangan baru yang diusulkan untuk memecahkan masalah lingkungan, dan merupakan perwujudan dari inovasi keuangan di bidang perlindungan lingkungan. Keuangan hijau memiliki karakteristik yang sama dengan keuangan tradisional. Oleh karena itu, seperti halnya pengembangan keuangan, pengembangan keuangan hijau juga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi (Y. Wang & Zhi, 2016).

Oleh karena itu, pentingnya mengembangkan keuangan hijau adalah memperkuat karakteristik keuangan yang dapat meningkatkan kualitas lingkungan. (Poberezhna, 2018) mempelajari keuntungan ekonomi hijau dan blockchain untuk mengatasi masalah kekurangan air global, sehingga mengurangi ancaman degradasi lingkungan. (Cui et al., 2018a; Gianfrate & Peri, 2019) mengusulkan bahwa obligasi hijau (*green bond*) adalah salah satu alat kunci untuk memobilisasi sumber daya keuangan untuk mencapai target pengurangan karbon Kawabata (2020); .

Faktanya, keuangan hijau tidak secara langsung mempengaruhi lingkungan, tetapi memberikan dukungan untuk perusahaan dan proyek ramah lingkungan, sehingga meningkatkan kualitas lingkungan. Misalnya, konsep kredit hijau telah melalui proses persetujuan pinjaman bank, dan dengan demikian, kapasitas pembiayaan perusahaan dengan polusi tinggi telah turun secara signifikan (T. Li et al., 2016); penerbitan obligasi hijau bermanfaat bagi pemegang saham, dan dengan demikian, akan mendorong perusahaan untuk memasuki bidang terkait hijau (Tang & Zhang, 2020a); dibandingkan dengan proyek tradisional, proyek hijau yang berfokus pada pembangunan berkelanjutan dapat memberikan lebih banyak manfaat bagi investor (Kudratova et al., 2018) dan dengan demikian, dana investasi mengalir lebih banyak ke proyek hijau non-tradisional. Kebijakan keuangan hijau yang positif dari pemerintah dapat meningkatkan investasi di sektor energi terbarukan (Romano et al., 2017).

(Clark et al., 2018; Dikau & Volz, 2021; Ng, 2018; S. Zhang et al., 2021a) menambahkan bahwa menyusul krisis keuangan global ini, fokus peraturan pada manajemen risiko perusahaan ditambah dengan kekhawatiran akan keberlanjutan dalam pembangunan global telah memfasilitasi gerakan menuju pelaporan keberlanjutan, seperti yang didukung oleh pemangku kepentingan dalam komunitas keuangan internasional. Dalam hal ini *Green Finance* adalah salah satu kebijakan yang berpengaruh dalam mewujudkannya.

(Panos & Wilson, 2020) mempelajari hubungan antara keuangan hijau dan pengembangan kota pintar, dan mengusulkan untuk memimpin pembangunan ekologi perkotaan melalui keuangan hijau. Keuangan hijau adalah model baru yang diusulkan untuk pembentukan perlindungan lingkungan. Itu milik inovasi

besar dalam sistem keuangan (Huang & Zhang, 2021b); kebijakan keuangan hijau mengintegrasikan teknologi internet saat ini dan menerapkan berbagai sarana teknis untuk mencapai pembangunan keuangan hijau yang berkelanjutan (K. Wang et al., 2019). (Lv et al., 2021) mempelajari strategi pengembangan keuangan hijau dengan karakteristik daerah yang berbeda di Cina. Karena ekonomi daerah yang berbeda, terdapat perbedaan dalam strategi keuangan hijau yang dirumuskan oleh departemen pemerintah. (Jiang et al., 2020a) mengusulkan sistem indeks keuangan hijau berdasarkan model entropi yang ditingkatkan dan menerapkan sistem indeks ini untuk peramalan di beberapa bidang ekonomi umum. (Guo et al., 2022) menambahkan pembiayaan hijau terkait erat dengan arah pembangunan ekonomi rendah karbon Tiongkok saat ini, dan konsep serta kebijakannya sangat membantu untuk mempromosikan pembangunan ekonomi rendah karbon Tiongkok saat ini

Dalam prosesnya, perantara keuangan dan pasar telah merancang instrumen keuangan, seperti obligasi hijau, hipotek rumah hijau, pinjaman hijau untuk bangunan komersial, program ekuitas rumah ramah lingkungan, pinjaman mobil «go green», pinjaman ekspres administrasi bisnis kecil, dan kartu kredit iklim (Saeed et al., 2022).

(Lindenberg, 2014) menyatakan bahwa *Green Finance* terdiri dari:

1. Pembiayaan investasi hijau publik dan swasta (termasuk biaya persiapan dan modal) di bidang-bidang berikut:
 - Barang dan jasa lingkungan (seperti pengelolaan air atau perlindungan keanekaragaman hayati dan lanskap)

- pencegahan, minimalisasi dan kompensasi kerusakan lingkungan dan iklim (seperti efisiensi energi atau bendungan)
- 2. Pembiayaan kebijakan publik (termasuk biaya operasional) yang mendorong implementasi proyek dan inisiatif mitigasi atau adaptasi kerusakan lingkungan dan lingkungan (misalnya feed-in-tariff untuk energi terbarukan)
- 3. Komponen sistem keuangan yang secara khusus menangani investasi hijau, seperti Dana Iklim Hijau atau instrumen keuangan untuk investasi hijau (misalnya obligasi hijau dan dana hijau terstruktur), termasuk ketentuan kerangka hukum, ekonomi, dan kelembagaan khusus mereka.

Sementara itu, (Mishra & Aithal, 2022; Saeed et al., 2022; Tolliver et al., 2020;

G. Zhou et al., 2022a) bahwa instrumen *Green Finance* terdiri dari:

- a. *Green Funds* (Pendanaan Hijau) dan IPO: Banyak bisnis yang dikendalikan oleh perusahaan ekuitas swasta serta industri kekuatan penting lainnya berpartisipasi dalam pendanaan global untuk mendirikan organisasi dana hijau guna memberikan dukungan finansial untuk inisiatif pembangunan berkelanjutan.
- b. *Green Bond* (Obligasi Hijau): Obligasi hijau, yang dapat mengubah kekayaan perusahaan yang menawarkannya dan diharapkan menarik nilai pasar tertinggi di masa depan, adalah salah satu alasan utama berkembangnya keuangan hijau.
- c. *Green Loan* (Pinjaman hijau): Ada banyak bank di seluruh dunia, seperti ING, yang tidak hanya memberikan pinjaman hijau untuk proyek pembangunan berkelanjutan, tetapi juga memberikan pinjaman normal dengan tingkat bunga lebih rendah untuk bisnis yang menerapkan gagasan hijau.

- d. *Green Insurance* (Asuransi Hijau): Meskipun banyak negara belum mengadopsi polis asuransi ini untuk mencakup semua risiko yang dianggap pencemaran lingkungan dan untuk mengkompensasi kerusakan ekologis saat dibuat, telah dijadikan persyaratan wajib untuk semua industri pencemar di negara-negara seperti Cina untuk mengurangi kewajiban lingkungan dan untuk memastikan pertumbuhan hijau setidaknya di masa depan.
- e. *Green Rating* (Peringkat Hijau): Mirip dengan sistem peringkat kredit, peringkat hijau memperoleh banyak relevansi untuk mengamankan modal karena berbagai pemerintah dan investor memprioritaskan pertimbangan aspek pertumbuhan berkelanjutan perusahaan di atas hanya keberhasilan ekonomi perusahaan.

(Ma et al., 2023) meneliti di perusahaan-perusahaan di beberapa daerah di China pada periode tahun 2016-2019, meneliti green credit, green stock, green insurance, green investment, carbon finance dan tekanan terhadap kebijakan *Green Finance*. Sementara (Gilchrist et al., 2021) pada penelitiannya di perusahaan di Sydney Australia menggunakan green bond dan *green loan*. (Tolliver et al., 2021) green bonds, green foreign dan green innovation dalam mengukur kemampuannya dalam meningkatkan keberlangsungan perusahaan yang berkelanjutan.

(Ehlers & Packer, 2017; Hafner et al., 2020; Lin et al., 2022; Tang & Zhang, 2020b) juga meneliti *Green Finance* dengan green bond. Sementara, (Cui et al., 2018b; Xing et al., 2020; S. Zhang et al., 2021b; Y. Zhou & Long, 2023) menggunakan green credit dalam meneliti *Green Finance*. (He et al., 2019b; Magalhães, 2021; Murwaningsari & Rachmawati, 2023; Pavlyk, 2020; Tran et al., 2020) menggunakan

green investment, (Agustia et al., 2018b; Xie et al., 2022; Xu et al., 2022; F. Zhang et al., 2020; G. Zhou et al., 2022b) menggunakan green innovation.

Obligasi ramah lingkungan adalah instrumen keuangan baru yang dikembangkan dengan tujuan khusus untuk meningkatkan dampak lingkungan dan kesejahteraan sosial. Mirip dengan sekuritas pendapatan tetap tradisional, perusahaan dapat menerbitkan obligasi hijau untuk meningkatkan modal guna membiayai investasi berharga mereka. Selain itu, obligasi hijau juga dimaksudkan untuk memberikan manfaat positif bagi lingkungan seperti mengurangi emisi CO₂ dan mencegah polusi. Selain itu, obligasi ramah lingkungan disertifikasi oleh pihak ketiga. Bagi penerbit obligasi yang baru pertama kali menerbitkan obligasi, proses penerbitan obligasi ramah lingkungan bisa jadi rumit dan mahal. Oleh karena itu, penting untuk menanyakan apakah pemegang saham perusahaan penerbit dapat memperoleh manfaat dari penerbitan obligasi ramah lingkungan. Jawaban atas pertanyaan ini berguna untuk pengembangan lebih lanjut pasar obligasi ramah lingkungan dan investasi berdampak (Tang & Zhang, 2020b)

(Tang & Zhang, 2020b) mengeksplorasi tiga sumber potensial bagi imbal hasil positif dari pengumuman obligasi ramah lingkungan ini: (1) Saluran “biaya pendanaan”: dana yang bertanggung jawab secara sosial atau investor dengan mandat ramah lingkungan mungkin berupaya untuk memiliki obligasi ramah lingkungan untuk meningkatkan skor ESG mereka. Hasilnya, para investor tersebut dapat menaikkan harga obligasi dan penerbit obligasi ramah lingkungan (green bond) dapat memperoleh keuntungan dari biaya utang yang lebih rendah, sehingga menghasilkan reaksi positif dari pasar saham. (2) Saluran “perhatian investor”: ketika perusahaan memberi label pada obligasi ramah lingkungan

(green bond) mereka, peningkatan paparan media dapat menarik perhatian investor dan visibilitas perusahaan yang menerbitkan obligasi berpotensi meningkat, sehingga menyebabkan lebih banyak permintaan atas saham mereka dan basis investor yang lebih besar. (3) Saluran “fundamental perusahaan”: obligasi ramah lingkungan menunjukkan dedikasi perusahaan terhadap pembangunan berkelanjutan, dan investasi pada proyek-proyek tersebut dapat bermanfaat bagi perusahaan dalam jangka panjang, termasuk dengan membantu mereka bertahan dalam situasi buruk.

Green Finance merupakan sebuah konsep yang menggabungkan penggunaan proses bisnis dengan kepekaan terhadap isu lingkungan. Konsep ini didefinisikan sebagai perilaku semua pihak yang terlibat dalam rantai pasokan barang dan jasa, termasuk namun tidak terbatas pada penyedia sumber daya keuangan, produsen barang dan jasa, dan konsumen barang dan jasa (Al-Sheryani & Nobanee, 2020). Khususnya, keuangan ramah lingkungan dapat dipandang secara berbeda berdasarkan pihak yang terlibat. Misalnya, perspektif keuangan sensitif terhadap penggunaan dana yang dialokasikan untuk konservasi lingkungan melalui rencana yang rumit dan usulan pengembalian investasi. Konsep keuangan ramah lingkungan juga berbeda dengan metode perbankan tradisional karena konsep ini khusus memperhitungkan manfaat yang diperoleh dari perlindungan lingkungan dengan mempertimbangkan rencana manajemen risiko lingkungan serta keberlanjutan rencana tersebut. Selain itu, pembiayaan ramah lingkungan bertujuan untuk mendorong ekonomi ramah lingkungan dimana industri yang didanai diharapkan dapat mengurangi emisi karbon dengan margin yang signifikan. Hasilnya, ekonomi hijau mempunyai manfaat tiga kali lipat.

Pertama, kualitas hidup konsumen meningkat, sehingga memberikan lebih banyak peluang ekspansi bisnis dibandingkan dengan operasi tradisional. Kedua, ekonomi hijau meningkatkan kesadaran lingkungan dan memastikan bahwa produsen dan konsumen melestarikan lingkungan melalui adaptasi energi hijau serta penggunaan produk-produk yang dapat terurai secara hayati dan rendah karbon. Ketiga, terdapat dampak sosial dimana masyarakat yang tinggal di sekitar zona produksi mendapatkan manfaat dari tanggung jawab sosial perusahaan yang diberdayakan oleh *Green Finance* kitty. Manfaat tersebut antara lain penyediaan air bersih dan udara.

Melalui tinjauan literatur, penelitian (Jiang et al., 2020b) mengenai evaluasi keuangan ramah lingkungan berfokus pada dua aspek: Pertama, mengukur tingkat perkembangan keuangan ramah lingkungan di suatu daerah dari perspektif makro. (Vargas-Preciado, 2017) mengkombinasikan konsep ini dengan komposisi jasa keuangan ramah lingkungan yang ada di Tiongkok, mengevaluasi keuangan ramah lingkungan dari lima dimensi dan menggunakan metode subjektif penilaian ahli dan metode objektif ukuran aset di berbagai bidang keuangan untuk menentukan bobot indeks. (Akin et al., 2016) mengembangkan indeks keramahan keuangan berdasarkan analisis faktor dan pembobotan nonlinier untuk membandingkan tingkat pembagian risiko dan dukungan keuangan antar negara. (Hayat et al., 2018) membentuk indeks pembangunan keuangan melalui analisis ekonometrik, sehingga mengungkapkan bahwa dalam jangka pendek, indeks pembangunan keuangan dan harga energi Pakistan berhubungan secara signifikan dengan konsumsi energi. (Jiang et al., 2020b) membagi sistem indeks pembangunan keuangan hijau menjadi dua kategori: indeks kinerja pasar

keuangan hijau dan indeks lingkungan ekologi keuangan hijau, sehingga membangun indeks pembangunan keuangan hijau. Mereka juga mengevaluasi keberlanjutan pembangunan keuangan ramah lingkungan dari tiga dimensi pembiayaan ramah lingkungan, investasi ramah lingkungan, dan masyarakat ramah lingkungan, serta mengukur dan mengevaluasi tingkat komprehensif pembangunan berkelanjutan keuangan ramah lingkungan di Tiongkok dengan membangun sistem evaluasi yang komprehensif atas pembangunan keuangan ramah lingkungan yang berkelanjutan. Kemudian menggunakan metode distribusi bobot dengan melalui indeks komprehensif untuk memperluas indeks keuangan rendah karbon dan menggunakannya untuk mengukur tingkat perkembangan keuangan rendah karbon di negara-negara berkembang dan negara-negara terbelakang.

Kedua, berdasarkan perspektif mikro, untuk mengukur situasi keuangan hijau suatu bidang atau lembaga tertentu. Dengan mengukur indikator hubungan antara saluran layanan ramah lingkungan pada bank dan keuangan ramah lingkungan, dan membandingkan kinerja tiga saluran yaitu outlet fisik, layanan mandiri, dan fasilitas otomatis, bank virtual dalam hal konservasi energi, pengurangan emisi, dan perlindungan lingkungan. (Hof et al., 2011) menggunakan metode model keadilan yang komprehensif untuk mengevaluasi empat program pendanaan iklim yang dirancang untuk negara-negara berkembang berdasarkan tiga kriteria yaitu kecukupan, prediktabilitas, dan keadilan. WWF, (Industrial and Commercial Bank of China, 2018) bersama-sama merilis laporan tersebut, menggunakan bentuk kuesioner untuk membandingkan dan mengevaluasi perilaku keuangan ramah lingkungan dari 12 bank Tiongkok seperti China

Development Bank, Industrial and Commercial Bank of China dan 10 bank lainnya. Bank lain yang mengikuti Prinsip Equator, seperti Citibank. Kelompok peneliti (Industrial and Commercial Bank of China, 2018) membangun sistem evaluasi Pembangunan Keuangan Hijau Tiongkok Berdasarkan sistem evaluasi EVA Balanced Scorecard, dan mencapai pengukuran situasi keseluruhan keuangan hijau setiap bank. Pembangunan dengan menetapkan indikator kredit hijau dan kualitas aset, dampak sosial, manajemen organisasi, pembelajaran dan pertumbuhan. Kelompok peneliti (Industrial and Commercial Bank of China, 2018) menyusun sistem evaluasi indeks keuangan hijau dari 11 wilayah percontohan inovasi keuangan hijau di Tiongkok dari empat dimensi dukungan modal, alokasi modal, perusahaan pengawasan, dan tanggung jawab keuangan. Tujuan yang ditetapkan oleh “Agenda 2030 untuk Pembangunan Berkelanjutan” Perserikatan Bangsa-Bangsa adalah untuk menyelesaikan secara menyeluruh permasalahan pembangunan dari tiga dimensi yaitu masyarakat, ekonomi, dan lingkungan melalui pendekatan terpadu dan untuk mendorong umat manusia menuju jalur pembangunan berkelanjutan. Pembiayaan hijau mencapai tujuan pembangunan berkelanjutan dalam hal kualitas pertumbuhan ekonomi dengan mengedepankan *Corporate Governance* lingkungan. Secara teori, “pembiayaan hijau” berarti bahwa sektor keuangan menganggap perlindungan lingkungan sebagai kebijakan dasar. Potensi dampak lingkungan harus dipertimbangkan dalam keputusan investasi dan pendanaan, dan potensi keuntungan, risiko, dan biaya yang terkait dengan kondisi lingkungan harus diintegrasikan. Dalam bisnis sehari-hari, perusahaan memperhatikan perlindungan lingkungan ekologis dan pengobatan pencemaran lingkungan dalam kegiatan bisnis keuangan dan

mendorong pembangunan berkelanjutan masyarakat melalui bimbingan sumber daya sosial ekonomi. Potensi dampak lingkungan harus dipertimbangkan dalam keputusan investasi dan pendanaan, dan potensi keuntungan, risiko, dan biaya yang berkaitan dengan kondisi lingkungan harus diintegrasikan ke dalam bisnis sehari-hari. Lebih memperhatikan perlindungan lingkungan ekologis dalam kegiatan bisnis keuangan, dan mendorong pembangunan masyarakat yang berkelanjutan melalui bimbingan sumber daya sosial ekonomi.

Berdasarkan berbagai penjelasan tentang *Green Finance* tersebut, maka peneliti memberikan rumusan baru tentang *Green Finance*. Dengan menggunakan proses pemikiran rasional maka peneliti mendefinikan *Green Finance* sebagai suatu kegiatan yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk memperoleh dana (financing) dari pihak eksternal seperti bank dan NGO (Non Government Organization) untuk kepentingan ramah lingkungan yang selanjutnya dikenal dengan green financing dan menggunakan dana tersebut untuk kegiatan berupa investasi dan atau kegiatan operasional lainnya untuk kepentingan ramah lingkungan yang selanjutnya dikenal dengan green investment sehingga kegiatan green financing dan green investment mencapai keberlanjutan lingkungan.

2.1.8. Corporate Social Responsibility (CSR)

Definisi yang paling banyak dikutip mungkin adalah definisi (Heald, 1957), yang menggambarkan CSR sebagai piramida tanggung jawab ekonomi, hukum, etika, dan filantropis. Tanggung jawab ekonomi yang berada di dasar piramida adalah tanggung jawab paling mendasar dari sebuah perusahaan. Merupakan tanggung jawab untuk memberikan landasan fundamental bagi keberadaan suatu perusahaan. Tanggung jawab hukum, yang merupakan tingkat

tanggung jawab yang lebih tinggi daripada tanggung jawab ekonomi, mengacu pada kewajiban perusahaan untuk mengikuti hukum. Tanggung jawab etis mengacu pada kewajiban perusahaan untuk memenuhi harapan pemangku kepentingan melalui tindakan yang memenuhi norma dan standar sosial untuk masalah lingkungan atau sosial. Terakhir, tanggung jawab filantropis, yang terletak di puncak piramida, didefinisikan sebagai tanggung jawab sukarela suatu perusahaan untuk memenuhi harapan sosial (Choi & Yoo, 2022). Sebaliknya (Tian et al., 2011) mendefinisikan CSR sebagai kewajiban perusahaan untuk mencapai kebijakan yang diinginkan dalam kaitannya dengan tujuan dan nilai-nilai masyarakat. (Votaw, 1972) mengakui CSR dalam hal kinerja ekonomi maksimum serta pengelolaan wajib atas kebijakan sosial yang manusiawi dan konstruktif. Serupa dengan para peneliti ini, lembaga-lembaga internasional telah mengusulkan definisi CSR yang berbeda. Dewan Perdagangan dan Pembangunan Perserikatan Bangsa-Bangsa (UNCTAD) mendefinisikan CSR sebagai “cara perusahaan menanggapi dan mempengaruhi kebutuhan dan tujuan masyarakat,” sedangkan Dewan Pembangunan Berkelanjutan Dunia (WBCSD) mendefinisikan CSR sebagai “kesediaan perusahaan untuk berkontribusi terhadap pembangunan berkelanjutan di kerjasama dengan karyawan, keluarga, komunitas dan masyarakat secara keseluruhan.” Komunitas Eropa juga mendefinisikan CSR sebagai “sebuah konsep di mana perusahaan memasukkan kepentingan sukarela dalam masyarakat dan lingkungan ke dalam aktivitas dan interaksinya dengan pemangku kepentingan” (Rahman & Ramos, 2010).

Corporate Social Responsibility (CSR) atau Tanggung jawab sosial perusahaan adalah tanggung jawab sosial bisnis yang meliputi ekonomi, harapan

hukum, etika, dan kebijakan yang dimiliki masyarakat tentang organisasi pada waktu tertentu (Carroll, 1979). Selain itu, kebijakan organisasi bertujuan untuk mempertimbangkan harapan pemangku kepentingan dalam hal kinerja ekonomi, sosial dan lingkungan atau yang disebut sebagai triple bottom line (Aguinis, 2010). Kerangka CSR dirancang untuk memberikan nilai berkelanjutan kepada masyarakat luas. Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan memberikan informasi kepada publik tentang kegiatan perusahaan dengan masyarakat, lingkungan, karyawan, konsumen dan penggunaan energi di perusahaan.

CSR juga dapat digunakan secara strategis untuk mengembangkan *Firm Value* dari kinerja sosial yang kuat yang mengarah ke hasil keuangan yang lebih kuat. Dengan meningkatkan reputasi bisnis mereka, perusahaan dapat mengurangi risiko komersial dan mendapatkan lebih banyak dukungan dari pihak berwenang, menarik lebih banyak investasi, dan memenuhi harapan pemangku kepentingan yang berbeda, menghasilkan peningkatan *Financial Performance* dan *Firm Value*. CSR juga dapat disimpulkan sebagai tanggung jawab sosial perusahaan adalah kewajiban perusahaan dalam menaati peraturan pemerintah yang tercantum dalam undang-undang dan memberikan dampak positif terhadap masyarakat sekitar baik dari segi lingkungan dan pembangunan berkelanjutan.

Menurut (Sen et al., 2006) mengidentifikasi ada enam hal pokok yang termasuk dalam CSR, yaitu :

- a. *Community support*, antara lain dukungan pada program-program pendidikan, kesehatan, kesenian dan sebagainya;

- b. *Diversity*, merupakan kebijakan perusahaan untuk tidak membedakan konsumen dan calon pekerja dalam hal gender (jenis kelamin), fisik (cacat) atau kedalam ras-ras tertentu;
- c. *Employee support*, berupa perlindungan kepada tenaga kerja, insentif dan penghargaan serta jaminan keselamatan kerja;
- d. *Environment*, menciptakan lingkungan yang sehat dan aman, mengelola limbah dengan baik, menciptakan produk-produk yang ramah lingkungan dan sebagainya;
- e. *Non-U.S operations*, perusahaan bertanggungjawab untuk memberikan hak yang sama bagi masyarakat dunia untuk mendapat kesempatan bekerja antara lain dengan membuka pabrik di luar negeri;
- f. *Product*, perusahaan berkewajiban untuk membuat produk-produk yang aman bagi kesehatan, tidak menipu, melakukan riset, dan pengembangan produk secara berkelanjutan dan menggunakan kemasan yang bisa di daur ulang.

(Musviyanti et al., 2022) pada awalnya pelaksanaan CSR merupakan komitmen sukarela suatu perusahaan terhadap lingkungan dan lingkungan sosialnya. Namun saat ini tuntutan pelaksanaan CSR menjadikan CSR sebagai kewajiban perusahaan. Kewajiban melaksanakan CSR terhadap seluruh pemangku kepentingan yang dapat mempengaruhi dan dipengaruhi oleh jalannya usaha perusahaan adalah wajib. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengamanatkan emiten untuk mempublikasikan laporan keberlanjutan paling lambat tanggal 30 April tahun berikutnya (OJK, 2017).

Pelaksanaan CSR diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Perseroan Terbatas (UUPT) pasal 74 tentang kewajiban CSR bagi Perseroan Terbatas (PT) yaitu:

1. Perseroan yang menjalankan kegiatan usahanya dibidang dan/atau berkaitan sumber daya alam wajib melaksanakan tanggungjawab sosial dan lingkungan;
2. Tanggungjawab sosial dan lingkungan sebagaimana dimaksud pada ayat (1) merupakan kewajiban perseroan yang dianggarkan dan diperhitungkan sebagai biaya perseroan yang pelaksanaannya dilakukan dengan memperhatikan kepatuhan dan kewajaran;
3. Perseroan yang tidak melaksanakan kewajiban sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dikenai sanksi sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan;
4. Ketentuan lebih lanjut mengenai tanggungjawab sosial dan lingkungan diatur dengan peraturan pemerintah.

Adapun dalam menilai komitmen dan keseriusan perusahaan dalam melaksanakan tanggung jawab sosial dapat dilihat berdasarkan :

1. Kepemimpinan (*Leadership*), Program CSR dapat dikatakan berhasil jika mendapatkan dukungan dari Top Management perusahaan.
2. Proporsi Bantuan CSR dirancang bukan semata-mata pada kisaran anggaran saja, melainkan juga pada tingkatan serapan maksimal, artinya apakah arealnya luas, maka anggarannya harus lebih besar. Jadi, tidak dapat dijadikan tolak ukur, apabila anggaran yang besar pasti menghasilkan program yang bagus.
3. Transparansi dan Akuntabilitas

4. Cakupan Wilayah (*Coverage Area*) Terdapat identifikasi penerima manfaat secara tertib dan rasional berdasarkan skala prioritas yang telah ditentukan.
5. Perencanaan dan Mekanisme Monitoring dan Evaluasi
6. Pelibatan Stakeholder (*Stakeholder Engagement*) Terdapat mekanisme koordinasi regular dengan stakeholder, utamanya masyarakat.
7. Keberlanjutan (*Sustainability*)
8. Hasil Nyata (*Outcome*)

Corporate Social Responsibility (CSR) mengandung makna yang sama dengan kewajiban moral perusahaan untuk jujur, taat hukum, menjunjung tinggi integritas, dan tidak korup. CSR menekankan bahwa perusahaan harus mengembangkan praktik bisnis yang beretika, dan perekonomian yang berkelanjutan, sosial dan lingkungan, Paul (2007). Kotler dan Nancy (2004) dalam buku “*Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company*”, menyebutkan beberapa bentuk program CSR yang dapat dipilih, yaitu:

1. Menyebabkan Promosi.

Dalam hal ini promosi perusahaan berupaya untuk meningkatkan kesadaran masyarakat mengenai suatu permasalahan tertentu, dimana permasalahan tersebut tidak boleh berkaitan atau berkaitan dengan bidang usaha perusahaan, dan selanjutnya perusahaan mengajak masyarakat untuk menyumbangkan waktu, dana atau harta bendanya untuk membantu menyelesaikan atau mencegah masalah-masalah ini. Dalam rangka promosi tersebut, perusahaan dapat melaksanakan programnya secara individu atau bekerja sama dengan lembaga lain, misalnya: lembaga swadaya masyarakat. Penyebab Promosi dapat dilakukan dalam bentuk; Meningkatkan kesadaran dan kepedulian

masyarakat terhadap suatu permasalahan tertentu, Mengajak masyarakat untuk mengetahui secara mendalam mengenai suatu permasalahan tertentu di masyarakat, Mengajak masyarakat untuk menyumbangkan uang, waktu atau barang milik mereka untuk membantu menyelesaikan dan mencegah suatu permasalahan tertentu, Mengajak masyarakat untuk berpartisipasi dalam penyelenggaraan suatu peristiwa tertentu, misalnya: mengikuti alur gerak, menandatangani petisi, dan sebagainya.

2. Penyebab Pemasaran Terkait.

Dalam cause-related marketing, perusahaan akan mengajak masyarakat untuk membeli atau menggunakan produk baik itu barang maupun jasa, yang mana sebagian keuntungannya akan disumbangkan untuk membantu perusahaan mengatasi atau mencegah suatu permasalahan tertentu. Penyebab pemasaran terkait dapat berupa: Barang apa pun yang terjual, persentasenya akan disumbangkan. Setiap pembukaan rekening atau rekening baru, maka beberapa dollar akan disumbangkan.

3. Pemasaran Sosial Perusahaan.

Perusahaan pemasaran sosial dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan untuk mengubah perilaku masyarakat (*behavioural change*) dalam suatu isu tertentu. Biasanya pemasaran sosial perusahaan berfokus pada bidang-bidang seperti sektor kesehatan, keselamatan lapangan, dan bidang lingkungan masyarakat.

4. Filantropi Perusahaan.

Filantropi perusahaan mungkin merupakan salah satu bentuk Tanggung Jawab Sosial Perusahaan yang paling tua. Filantropi korporasi dilakukan oleh

perusahaan dengan memberikan/kontribusi langsung dalam bentuk dana, jasa atau perlengkapan kepada pihak-pihak yang membutuhkan baik itu lembaga, individu atau kelompok tertentu.

5. Kesukarelaan Komunitas.

Masyarakat Kesukarelawanan merupakan salah satu bentuk Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dimana mendorong atau mengajak karyawan perusahaan untuk terlibat dalam program CSR yang dijalankan dengan menyumbangkan waktu dan tenaga.

6. Praktik Bisnis yang Bertanggung Jawab Sosial.

Praktik dalam bisnis yang bertanggung jawab secara sosial, perusahaan melakukan perubahan pada salah satu atau keseluruhan sistem kerja guna mengurangi dampak buruk terhadap lingkungan dan masyarakat. Praktik bisnis yang bertanggung jawab secara sosial dapat dilakukan dalam bentuk: Memperbaiki proses produksi, Menghentikan produk-produk yang dianggap berbahaya namun tidak ilegal, Membuat batasan usia dalam melakukan penjualan, misalnya barang tertentu tidak akan dijual kepada anak-anak yang belum menginjak usia genap 18 tahun.

CSR mewakili komitmen berkelanjutan perusahaan untuk mencapai dampak bermanfaat jangka panjang bagi masyarakat luas, seperti mengambil inisiatif berkelanjutan untuk melindungi lingkungan, berkontribusi pada komunitas dan badan amal lokal, dan menangani masalah etika dan moral. Permasalahan dalam organisasi (Severt et al., 2022). CSR dimaknai sebagai bagian dari keberlanjutan usaha yang tidak dapat dipisahkan dari aspek lingkungan, sosial, dan ekonomi (Lemus, 2016). Perubahan bisnis yang tidak

hanya fokus pada pencapaian finansial saja namun mulai memperhatikan non finansial melalui praktik CSR terus berkembang. Hal ini menyebabkan terjadinya perubahan pada perkembangan konsep dan model manajemen strategis yang digunakan oleh manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan untuk menjadi perusahaan yang berkelanjutan dengan memperhatikan lingkungan sekitar dan lingkungan sosial. Implementasi CSR sebagai pelaporan sosial perusahaan merupakan tanggung jawabnya. Dengan demikian, hal ini merupakan perwujudan legitimasi dan kontrak sosial perusahaan dalam proses mengkomunikasikan dampak sosial dan lingkungan dari tindakan ekonomi perusahaan. Meningkatnya publikasi laporan keberlanjutan yang disusun oleh emiten menunjukkan bahwa dunia usaha mulai menyadari peran CSR dalam mendukung keberlanjutan perusahaan.

Laporan Keberlanjutan disusun sesuai dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No. 51/POJK.03/20171 dilengkapi dengan standar laporan keberlanjutan yang diterbitkan oleh Global Reporting Initiative (GRI). GRI memberikan standar pelaporan keberlanjutan sebagai praktik pelaporan publik organisasi mengenai dampak ekonomi, lingkungan, dan sosial. Selain mengacu pada GRI, perusahaan juga dapat merujuk pada International Organization for Standardization (ISO). ISO 26000 merupakan pedoman penerapan CSR secara internasional sebagai wujud tanggung jawab sosial yang terintegrasi pada seluruh aktivitas organisasi yang mencakup 7 isu utama (Musviyanti et al., 2022).

CSR merupakan sebuah konsep tanggung jawab perusahaan yang berkomitmen untuk berkontribusi terhadap pembangunan ekonomi berkelanjutan dengan memperhatikan keseimbangan aspek sosial, ekonomi, dan lingkungan.

(Rahmantari et al., 2019). CSR adalah bagian penting dari strategi perusahaan di sektor-sektor di mana timbul ketidakkonsistenan antara keuntungan perusahaan dan tujuan sosial, atau perselisihan dapat timbul karena masalah keadilan. Program CSR dapat menyadarkan para eksekutif akan konflik-konflik ini dan membuat mereka berkomitmen untuk memperhatikan kepentingan sosial dengan serius. Hal ini juga penting untuk mempertahankan atau meningkatkan semangat kerja staf, penilaian pasar saham terhadap risiko perusahaan, dan negosiasi dengan regulator. Manfaat yang bisa didapat jika kita mengantisipasi sumber konflik bisa sangat besar bahkan ini bisa menjadi masalah kelangsungan hidup, karena masyarakat memberikan sanksi kepada perusahaan yang dianggap bertentangan dengan nilai-nilai yang mendasarinya (Hermawan et al., 2023).

CSR semakin mendapat tempat di sektor bisnis dan studi manajemen. Penelitian sebelumnya mengenai perspektif organisasi mengenai CSR telah menunjukkan temuan yang tidak konsisten mengenai dampak CSR terhadap kinerja organisasi (Boulouta & Pitelis, 2014). Di antara beberapa definisi CSR, (A. Khan et al., 2021) mendefinisikan CSR sebagai “sebuah konsep di mana perusahaan mengintegrasikan kepedulian sosial dan lingkungan dalam operasi bisnis mereka dan interaksi mereka dengan pemangku kepentingan secara sukarela.” Lebih jauh lagi, sesuai dengan teori pemangku kepentingan, CSR menunjukkan aktivitas suatu perusahaan yang memberikan manfaat bagi masyarakat di luar kepentingan langsung dan tanggung jawab hukumnya (Glavas, 2016). Pada kenyataannya, CSR adalah kumpulan aktivitas bisnis yang mengutamakan kepentingan ekonomi dan berdampak positif bagi pemangku kepentingan organisasi (Farooq et al., 2017). Di luar kepentingan langsung

mereka, kepentingan pemegang saham, dan tanggung jawab hukum, CSR menyiratkan tindakan yang dilakukan oleh bisnis untuk mendukung atau menyetujui tujuan sosial tertentu (Story & Castanheira, 2019).

Di sisi lain, CSR eksternal mengacu pada “upaya yang mendorong pelestarian lingkungan, pengembangan masyarakat, dan keberlanjutan” (El Akremi et al., 2018). Organisasi yang terlibat dalam CSR (baik CSR internal maupun eksternal) lebih mungkin memahami tuntutan pemangku kepentingan internal dan eksternal, menciptakan nilai bagi lingkungan dan masyarakat, dan mengurangi terulangnya tantangan lingkungan (El Akremi et al., 2018).

Upaya CSR yang diarahkan pada praktik pengelolaan pemangku kepentingan eksternal disebut sebagai CSR eksternal (M. A. S. Khan et al., 2021). Perusahaan yang terlibat dalam kegiatan CSR eksternal dan menghasilkan nilai bagi lingkungan dan masyarakat juga dapat mempertimbangkannya untuk pengambilan keputusan strategis. Sebuah studi terhadap (El Akremi et al., 2018) menunjukkan bahwa perspektif kelembagaan dan strategis CSR dapat memberikan pilihan untuk memperoleh kinerja perusahaan, yang dapat menambah wawasan lebih dalam dalam konteks negara-negara berkembang. Sebuah studi secara empiris menguji dampak praktik SSC terhadap *Financial Performance* dengan menggunakan perusahaan India sebagai contoh dan mengidentifikasi potensi penerapan praktik lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance* untuk mencapai manfaat keuangan organisasi dan keunggulan kompetitif.

Heslin & Ochoa, (2008), mengungkapkan bahwa CSR dapat menguntungkan perusahaan melalui pertumbuhan pangsa pasar, pembelajaran

organisasional, meningkatkan loyalitas karyawan, dukungan pemangku kepentingan eksternal, dan memiliki hubungan positif dengan investor. Kotler & Lee, (2005), mengemukakan beberapa alasan tentang perlunya perusahaan menggelar aktivitas CSR. Upaya CSR bisa membangun *positioning* merek, mendongkrak penjualan, memperluas pangsa pasar, meningkatkan loyalitas karyawan, mengurangi biaya operasional, serta meningkatkan daya tarik korporat di mata investor. Yusuf Wibisono, (2007) menjelaskan manfaat CSR bagi perusahaan di antaranya, mempertahankan atau mendongkrak reputasi dan *brand image* perusahaan, layak mendapatkan lisensi sosial dalam operasionalnya, mereduksi resiko bisnis perusahaan, melebarkan akses sumber daya, membentangkan akses menuju market, mereduksi biaya, memperbaiki hubungan dengan *stakeholders*, memperbaiki hubungan dengan regulator, meningkatkan semangat, dan produktivitas karyawan, memberikan peluang untuk mendapatkan penghargaan, dan beberapa keuntungan lainnya perusahaan dan meningkatkan penjualan. Sedangkan Idowu & Papasolomou, (2016) mengungkapkan bahwa tujuan pengungkapan perusahaan dibagi menjadi di 5 tujuan :

- 1) Memberikan informasi pada *stakeholder*; perusahaan mengeluarkan laporan CSR karena mereka berniat untuk menginformasikan mengenai kontribusi mereka dalam perbaikan secara sosial kepada *stakeholder*.
- 2) Berhubungan dengan reputasi perusahaan; perusahaan mulai menerbitkan laporan CSR karena ada kebutuhan bagi mereka untuk memberikan gambaran yang lebih menyeluruh atas apa yang mereka lakukan, hal ini merupakan dampak dari meningkatnya aktifitas LSM yang terus berpendapat bahwa perusahaan di sektor tertentu memiliki reputasi menghasilkan keuntungan besar

- dengan mengorbankan lingkungan dan mengeksploitasi tenaga kerja mereka.
- 3) Transparansi (*genuine concern*); laporan *CSR* diterbitkan perusahaan untuk menunjukkan pada masyarakat umum bahwa mereka memiliki gaya manajemen “terbuka”.
 - 4) Untuk perwujudan atas budaya perusahaan; perusahaan meningkatkan pelaporan pada *CSR* dengan alasan untuk merefleksikan tentang pentingnya mereka menampilkan *CSR* sebagai bagian dari bisnis inti perusahaan.
 - 5) *Financial Performance*, perusahaan menerbitkan laporan *CSR* dalam rangka memenuhi persyaratan pengungkapan investor institusi dan pasar analis yang bersikeras bahwa mereka ingin melihat informasi *CSR* tersedia untuk publik.

Berdasarkan paparan tentang *CSR* maka dapat disimpulkan bahwa *CSR* merupakan strategi penciptaan kesejahteraan oleh perusahaan, yang dalam jangka panjang dapat meningkatkan dan memperkuat *Firm Value* di mata komunitas. Ketika perusahaan mendapatkan citra positif dari pemangku kepentingan, akan semakin mudah bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerja bisnisnya, sehingga perusahaan akan mampu mewujudkan tujuan utama dari tanggung jawab sosial yaitu pembangunan berkelanjutan.

2.1.9. *Corporate Governance*

Istilah *Corporate Governance* pertama kali diperkenalkan oleh Komite Cadbury pada tahun 1992 yang menggunakan istilah tersebut. Dalam laporannya yang dikenal dengan Cadbury Report, laporan ini dipandang sebagai titik balik (*turning point*) yang sangat penting bagi praktik *Corporate Governance* di seluruh dunia. Cadbury Report mendefinisikan *Corporate Governance* adalah: “Suatu sistem yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan suatu organisasi”.

Definisi lain dari Laporan Cadbury memandang *Corporate Governance* sebagai manajer, kreditor, pemerintah, karyawan dan pihak-pihak lain yang berkepentingan baik secara internal maupun eksternal dalam hubungannya dengan perusahaan. Hak dan tanggung jawab mereka menjawab (Putri et al., 2020a)

Bank Dunia mendefinisikan GCG sebagai kumpulan undang-undang, peraturan dan aturan yang harus dipenuhi untuk mendorong kinerja sumber daya perusahaan bekerja secara efisien, menghasilkan nilai ekonomi jangka panjang yang berkelanjutan bagi pemegang saham dan masyarakat secara keseluruhan. Sedangkan Forum for Corporate Governance di Indonesia (FCGI, 2006) mendefinisikan Corporate Governance adalah: Seperangkat aturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, wali (manajer) perusahaan, kreditor, pemerintah, karyawan dan pemangku kepentingan internal dan eksternal yang berkaitan dengan hak dan kewajibannya atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan. Tujuan *Corporate Governance* adalah menciptakan nilai tambah bagi pemangku kepentingan (Hariati & Rihatiningtyas, 2016).

Organization for Economic Corporation and Development (OECD) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai berikut: “*Corporate Governance* adalah sistem yang diarahkan dan dikendalikan oleh “teman sekamar perusahaan” bisnis. Struktur *Corporate Governance* menetapkan pembagian hak dan tanggung jawab di antara berbagai partisipan dalam perusahaan, seperti dewan direksi, manajer, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya, serta menguraikan aturan dan prosedur pengambilan keputusan mengenai urusan perusahaan. Sehubungan dengan penjelasan tersebut, suatu perusahaan hendaknya memperhatikan hal-hal sebagai berikut:

1. Transparansi, perusahaan wajib mengungkapkan informasi secara tepat waktu, memadai, jelas, akurat dan dapat dibandingkan serta dapat diakses oleh pemangku kepentingan sesuai dengan haknya;
2. Akuntabilitas, perusahaan harus menetapkan tanggung jawab yang jelas dari masing-masing organ organisasi yang selaras dengan visi, misi, tujuan bisnis dan strategi perusahaan. Perusahaan hendaknya memastikan adanya sistem *check and balance* dalam pengelolaan perusahaan. Perusahaan hendaknya mempunyai ukuran kinerja seluruh peringkat berdasarkan pengukuran yang disepakati perusahaan yang konsisten dengan *Firm Value*, tujuan bisnis dan strategi perusahaan serta mempunyai sistem *reward dan punishment*;
3. Tanggung Jawab, untuk menjaga kelangsungan usahanya, perusahaan harus berpegang pada prinsip kehati-hatian dan memastikan terlaksananya peraturan. Perusahaan harus bertindak sebagai perusahaan yang baik, termasuk peduli terhadap lingkungan dan tanggung jawab sosial;
4. Independensi, perusahaan harus menghindari dominasi yang tidak wajar oleh pemangku kepentingan manapun dan tidak terpengaruh oleh kepentingan sepihak serta bebas dari konflik kepentingan. Pengambilan keputusan perusahaan harus obyektif dan bebas dari tekanan dari pihak manapun.
5. Kewajaran, perusahaan harus selalu mempertimbangkan kepentingan seluruh pemangku kepentingan berdasarkan prinsip kesetaraan dan kewajaran. Perusahaan harus memberikan kesempatan kepada seluruh pemangku kepentingan untuk memberikan masukan dan menyampaikan pendapat demi kepentingan perusahaan serta mempunyai akses terhadap informasi sesuai dengan prinsip keterbukaan.

FCGI, (2006) menyatakan bahwa, penerapan *Corporate Governance* yang baik dengan menggunakan prinsip-prinsip yang berlaku secara internasional, yaitu:

1. Hak-hak para pemegang saham, yaitu harus mengetahui dengan baik dan tepat waktu mengenai perseroan, dapat ikut serta dalam pengambilan keputusan perseroan, dan ikut serta dalam keuntungan perseroan;
2. Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing yang memiliki keterbukaan informasi penting, dan melarang distribusi milik pihak sendiri dan perdagangan saham oleh orang dalam;
3. Peran pemegang saham harus diakui sebagaimana ditetapkan oleh undang-undang dan kerjasama aktif antara perusahaan dan pemangku kepentingan dalam menciptakan kekayaan, lapangan kerja dan perusahaan yang sehat dari aspek keuangan;
4. Pengungkapan secara akurat dan tepat waktu serta transparansi tentang segala hal yang penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta pemangku kepentingan;
5. Tanggung jawab dewan dalam pengelolaan, pengendalian dan akuntabilitas kepada manajemen perusahaan dan pemegang saham.

Sejalan dengan FCGI (2006), National Committee on Corporate Governance (KNKG, 2006) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai tanggung jawab untuk menerapkan standar *Corporate Governance* yang telah diterapkan di tingkat internasional. Namun meskipun sadar akan pentingnya *Corporate Governance* yang baik, masih banyak pihak

yang kurang tegas dalam menerapkan prinsip-prinsip tersebut. Banyak perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip *Corporate Governance* yang baik dan peraturan sebagai dorongan untuk menghindari sanksi yang ada dibandingkan mereka yang menganggap prinsip tersebut sebagai bagian dari budaya perusahaan. Selain itu, penerapan prinsip kewajiban *Corporate Governance* yang baik seharusnya memberikan pengaruh positif terhadap kualitas laporan keuangan yang dipublikasikan (Sitorus & Sitorus, 2017)

Good Corporate Governance (GCG) merupakan prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar tercapai keseimbangan antara kekuatan dan kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawaban kepada pihak yang berkepentingan, pemegang saham pada khususnya, dan pemangku kepentingan pada umumnya. Dengan adanya manajemen perusahaan yang baik diharapkan kinerja perusahaan akan meningkat yang akan berujung pada peningkatan laba yang diperoleh perusahaan (Putri et al., 2020b). *Corporate Governance* adalah kombinasi dari hukum, peraturan dan praktik yang dilakukan oleh perusahaan atas dasar sukarela yang memungkinkan perusahaan memperoleh modal finansial dan tenaga kerja, bekerja secara efisien, dan menghasilkan nilai ekonomi secara berkelanjutan dalam jangka panjang bagi para pemegang sahamnya, dan pada saat yang sama memperhatikan kepentingan pemangku kepentingan dan masyarakat secara keseluruhan.

Dengan menerapkan *Corporate Governance* yang baik, perusahaan akan lebih efektif dan efisien dalam menjalankan usahanya. Ketika perusahaan berhasil menjalankan bisnis secara efektif dan efisien, profitabilitas dan *Firm Value* akan menjadi positif. Salah satu pilar penting dalam *good corporate governance* di

perbankan adalah komitmen penuh dari seluruh jajaran pengurus hingga pegawai yang terendah untuk melaksanakan ketentuan tersebut. Maka dari itu seluruh karyawan wajib untuk menjunjung tinggi prinsip good corporate governance. Dalam penerapannya, (OECD, 1999) menyusun prinsip-prinsip yang mengatur good corporate governance, diantaranya: seperti *Transparency, Accountability, Responsibility, Independency dan Fairness* (TARIF).

Pada tahun 1999, The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) mendefinisikan *Corporate Governance* (*corporate governance*) sebagai berikut: “*Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, the managers, shareholder and other stakeholders, and spells out the rules and procedure for making decisions and corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are sets and the means of attaining those objectives and monitoring performance*” Sesuai dengan definisi di atas, *Corporate Governance* adalah sistem yang dipergunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan bisnis perusahaan. *Corporate Governance* mengatur pembagian tugas, hak, dan kewajiban pihak-pihak dalam organisasi terhadap kehidupan perusahaan, termasuk para pemegang saham, dewan pengurus, para manajer dan semua anggota stakeholders non-pemegang saham. Pembagian tugas, hak, dan kewajiban juga berfungsi sebagai pedoman pengevaluasian kinerja *Board of Directors* dan manajemen perusahaan.

Dalam *Corporate Governance*, terdapat teori yang menjadi isu penting dalam perusahaan. Adanya pemisahan antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan sering menimbulkan *agency conflict*. Teori *agency* yang dikembangkan oleh (Jensen & Meckling, 1976) membahas munculnya *agency conflict* dikarenakan perlakuan manajer yang tidak mendorong kepentingan para pemegang saham sehingga memberikan kerugian bagi para pemegang saham. Seringkali para manajer memperkuat posisinya sendiri. Konsep adanya *agency conflict* memicu perusahaan untuk mengeluarkan biaya seperti menciptakan insentif atau sanksi.

Corporate Governance menjadi sebuah resolusi dari berbagai masalah yang terkait dengan investor dan konflik yang terjadi diantara para pemegang saham (Claessens et al., 2007). Alasan pentingnya *Corporate Governance* dari pernyataan di atas adalah membantu kondisi perusahaan yang bermasalah seperti krisis maupun skandal yang berkaitan dengan isu privatisasi pasar, perubahan teknologi, pergerakan modal dari berbagai sumber kepada pemilik dan berkaitan dengan penyatuan pasar internasional dan aliran investasi untuk perdagangan.

(La Porta et al., 1999) menyatakan bahwa jaminan perlindungan yang dibangun terhadap investor akan lebih besar seiring dengan meningkatnya jaminan terhadap peraturan di lingkungan perusahaan. Pengelolaan jaminan perlindungan tersebut diterapkan dengan GCG agar tidak terjadi hal-hal yang menyimpang. Jaminan perlindungan yang baik mendapatkan nilai lebih dan menjadi hal utama bagi para investor dalam melakukan investasi atau penanaman modal terhadap suatu perusahaan. *Corporate Governance* mempunyai korelasi yang positif dengan *Financial Performance* suatu perusahaan (Drobetz et al.,

2004). Implementasi *Corporate Governance* yang baik akan semakin menunjang usaha perusahaan dalam menghasilkan nilai yang tinggi.

2.1.10. *Financial Performance*

Pendekatan analisis sekuritas di pasar modal melalui top-down approach yaitu tahapan analisis terhadap variabel-variabel makro yang mempengaruhi kinerja perusahaan, selanjutnya tahapan analisis industri-industri pilihan yang berprospek paling baik, dan terakhir tahapan analisis perusahaan berupa analisis fundamental perusahaan (tandelilin, 2010). Hasil analisis perusahaan memberikan gambaran tentang karakteristik internal perusahaan, kualitas dan kinerja manajemen, serta prospek perusahaan dimasa datang (Jogiyanto, 2010).

Financial Performance berguna untuk menggambarkan tentang kegiatan yang dilakukan perusahaan dalam mencapai tujuan bisnis dalam jangka waktu tertentu. *Financial Performance* dapat digunakan untuk melakukan pengukuran melalui analisis dan evaluasi terhadap laporan keuangan perusahaan di masa lalu dan dapat digunakan untuk membuat prediksi mengenai kondisi posisi keuangan dan kinerjanya di masa yang akan datang. Analisis terhadap *Financial Performance* dapat dilakukan melalui rasio-rasio keuangan (Jubaedah Nawir et al., 2023).

Financial Performance adalah ukuran subjektif mengenai seberapa baik suatu perusahaan dapat menggunakan aset dari modal bisnis utamanya dan menghasilkan pendapatan. Istilah ini juga digunakan sebagai ukuran umum kesehatan keuangan perusahaan secara keseluruhan selama periode tertentu. Informasi mengenai kinerja perusahaan, khususnya profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensi sumber daya ekonomi yang mungkin dapat

dikendalikan di masa depan. Rasio merupakan alat ukur yang digunakan dalam perusahaan untuk menganalisis laporan keuangan. Dengan menggunakan alat analisis berupa rasio keuangan dapat menjelaskan dan memberikan gambaran kepada pengamat tentang baik buruknya kondisi atau posisi keuangan dari suatu periode ke periode berikutnya.

Salah satu ukuran *Financial Performance* perusahaan dengan menggunakan Return on Equity (ROE) sebagai rasio yang diamati untuk mengukur kemampuan modal dalam menghasilkan keuntungan. ROE adalah rasio laba bersih terhadap ekuitas umum (White et al., 2007). ROE adalah rasio yang memberikan investor wawasan tentang seberapa efisien suatu perusahaan (atau lebih khusus lagi, tim manajemennya) menangani uang yang disumbangkan pemegang saham. Dengan kata lain, ini mengukur profitabilitas suatu perusahaan dalam kaitannya dengan ekuitas pemegang saham. Semakin tinggi ROE, semakin efisien manajemen perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dan pertumbuhan dari pembiayaan ekuitasnya. Penghitungannya dapat dilakukan dengan membagi laba bersih dengan total ekuitas pemangku kepentingan (Anik et al., 2021).

Secara umum terdapat berbagai pendekatan dalam pengukuran *Financial Performance*. Namun menurut (Suhadak et al., 2019, 2020) pengukuran yang sering digunakan oleh peneliti dalam mengukur *Financial Performance* berupa ukuran Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Return on investment (ROI), Net Operating Profit After Tax (NOPAT), Earnings per Share (EPS), Rasio Pembayaran Dividen (DPR), dan Tobin's-Q

ROA atau pengembalian atas aset, merupakan ukuran yang menunjukkan kemampuan suatu entitas bisnis untuk memperoleh keuntungan dari aset yang

dimilikinya. Rasio ini penting sebagai barometer efektivitas manajemen dalam menghasilkan laba total. Semakin tinggi nilai ROA, menandakan semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk mendapatkan keuntungan, yang mencerminkan posisi yang lebih baik dalam pengelolaan aset (Brigham & Houston, 2009). ROA bermanfaat bagi perusahaan yang menerapkan praktik akuntansi yang solid untuk mengevaluasi seberapa efisien modal digunakan, mempertimbangkan semua faktor yang berpengaruh terhadap kondisi keuangan perusahaan, dan menentukan posisi perusahaan dibandingkan dengan industri secara umum. Langkah ini merupakan bagian integral dari perencanaan strategis. Dalam konteks perbankan, mencapai laba maksimal adalah tujuan utama. Laba yang tinggi esensial untuk memenuhi tanggung jawab kepada pemegang saham, menilai efektivitas pengelolaan, serta meningkatkan minat investor untuk investasi. Kepercayaan publik terhadap bank meningkat seiring dengan profitabilitas yang tinggi, yang pada gilirannya memungkinkan bank untuk mengakumulasi modal lebih banyak dan memperluas jangkauan pemberian pinjaman (Horne & Wachowicz, 2013)

ROE merupakan rasio untuk mengetahui dan mengukur tingkat pengembalian modal sendiri dari saham yang diinvestasikan oleh perusahaan melalui pendapatan atau laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Perusahaan dengan nilai ROE yang tinggi dianggap memiliki kinerja yang lebih baik. ROE digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian (*yield reward rate*) dari ekuitas. Analis sekuritas dan kolektor saham umumnya sangat memperhatikan rasio ini; semakin tinggi ROE yang dihasilkan oleh perusahaan, semakin tinggi pula harga sahamnya. Senada dengan itu menurut (Brigham & Houston, 2009) ROE digunakan

untuk mengukur jumlah pengembalian atas investasi kolektor saham. Angka-angka tersebut menunjukkan seberapa baik manajemen investasi pemegang saham. ROE diukur dalam unit persentase. ROE memiliki hubungan positif dengan harga saham sehingga semakin besar ROE, semakin besar pula harga pasar, karena besaran ROE memberikan indikasi bahwa pengembalian yang akan diterima investor akan tinggi sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham, dan hal ini menyebabkan harga pasar saham cenderung naik.

ROI akan mengungkapkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan asetnya dalam aktivitas operasional perusahaan. Analisis ROI dalam analisis keuangan memiliki arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisis keuangan yang komprehensif. ROI sendiri merupakan salah satu bentuk rasio profitabilitas yang dirancang untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan dana total yang diinvestasikan dalam aset yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dengan demikian, ROI menghubungkan laba yang diperoleh dari operasi perusahaan (Pendapatan Operasi Bersih) dengan jumlah investasi atau aset yang digunakan untuk menghasilkan laba operasi tersebut (Aset Operasi Bersih). Penamaan lain untuk ROI adalah "Net Operating Profit Rate Of Return" atau "Operating Earning Power" (Priatinah & Kusuma, 2012).

Net Profit Margin (marjin laba bersih) adalah rasio yang mengukur persentase penjualan setelah bunga dan pajak (Tantra et al., 2021). Rasio ini sangat penting bagi manajer operasional karena mencerminkan strategi penetapan harga penjualannya dan kemampuan untuk mengontrol biaya operasional. Penggunaan NPM dalam studi ini penting karena semakin besar NPM, kinerja

perusahaan akan semakin produktif. Hal ini akan meningkatkan kepercayaan investor untuk berinvestasi dalam perusahaan.

NPM mengukur laba bersihnya dibandingkan dengan penjualannya (Brigham & Houston, 2009). Kasus lainnya adalah pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini, semakin baik karena dianggap bahwa kemampuannya untuk memperoleh laba relatif tinggi. Menurut (Horne & Wachowicz, 2013), memahami NPM merupakan menunjukkan pencapaian laba atas penjualan per Rupiah, yang dihitung dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan penjualan yang dihasilkan. Kelemahan dari rasio ini adalah termasuk item atau komponen yang tidak langsung terkait dengan aktivitas penjualan, seperti biaya bunga untuk pembiayaan dan biaya pajak penghasilan. Jika NPM masih di bawah rata-rata industri 5%, ini menunjukkan biaya yang tinggi. Biaya yang tinggi biasanya terjadi karena operasi yang tidak efisien (Brigham & Houston, 2009).

2.1.11. Nilai perusahaan

Firm Value merupakan daya tarik bagi investor, dan jika nilainya tinggi maka pasar akan lebih percaya diri dengan kinerjanya dan dapat menjamin keberlangsungan kepentingan pemegang saham. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan atau *Firm Value* bagi pemegang saham atau pemilik (Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, 2003). *Firm Value* merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, *Firm Value* dapat direfleksikan melalui harga saham perusahaan tersebut, sedangkan bagi perusahaan yang belum *go public* nilainya dicerminkan melalui nilai aset perusahaan yang dapat direalisasikan pada saat perusahaan akan

dijual Buchanan et al., (2018b). Harga saham yang tinggi membuat *Firm Value* juga tinggi. *Firm Value* yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini tetapi juga pada prospek perusahaan di masa depan. Secara umum, *Firm Value* dapat diukur dengan rasio nilai pasar. Rasio nilai pasar adalah rasio yang menghubungkan harga saham perusahaan dengan keuntungannya dan dengan nilai buku perusahaan Almansoori & Nobanee (2019b). Rasio ini memberikan indikasi kepada manajemen terkait pendapat investor tentang pencapaian perusahaan di masa lalu dan prospek masa depan (Agustia et al., 2018a).

Firm Value merupakan pencapaian suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat setelah perusahaan melalui proses dalam waktu lama, yaitu dari perusahaan didirikan sampai sekarang (Denziana & Monica, 2016). Menurut (Franita & Fuady, 2019) *Firm Value* adalah harga yang dapat dijual dengan kesepakatan harga yang akan dibayar oleh pembeli. Tingginya harga saham akan meningkatkan juga *Firm Value* - nya dan kemakmuran investor akan semakin tinggi. Rendahnya harga saham juga berpengaruh pada *Firm Value* yang rendah juga yang berakibat pada anggapan investor terhadap perusahaan yang kurang baik (Agustina, 2018). Hal ini dikarenakan harga saham merupakan gambaran dari nilai aset perusahaan yang sesungguhnya yang dapat dipengaruhi oleh peluang investasi. (Maharani, 2022) menyatakan bahwa dengan adanya peluang investasi akan memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa depan yang dapat meningkatkan harga saham. *Firm Value* dapat diukur dengan menggunakan proxy Tobin's Q dan Price Book Value (PBV).

Menurut (Sholekah & Venusita, 2014) *Firm Value* adalah nilai jual perusahaan atau nilai yang tumbuh bagi pemegang saham, *Firm Value* akan tercermin dalam harga pasar sahamnya. Menurut (Sholekah & Venusita, 2014) *Firm Value* adalah nilai jual perusahaan atau nilai yang tumbuh bagi pemegang saham, *Firm Value* akan tercermin dalam harga pasar sahamnya. *Firm Value* didefinisikan sebagai nilai pasar. *Firm Value* dapat memberikan kekayaan pemegang saham yang maksimal jika harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham akan mengakibatkan semakin tinggi kekayaan pemegang saham. Untuk mencapai *Firm Value* umum, investor menyerahkan manajemennya kepada para profesional Al-Issa et al., (2022).

Seorang profesional diposisikan sebagai manajer atau komisaris. *Firm Value* dapat ditunjukkan atau tersirat dari sejumlah variabel atau sinyal yang melekat pada perusahaan, jika pemilik tidak mampu mengimplikasikan nilainya, maka mereka hanya akan menerima kompensasi atas nilai rata-rata perusahaan. Akibatnya, perusahaan yang berkualitas baik, nilai yang diterima akan berada di bawah nilai sebenarnya, sedangkan perusahaan yang berkualitas buruk akan memperoleh nilai di atas nilai sebenarnya (Gumanti, 2000). Dalam penelitian ini *Firm Value* diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV). *Price to Book Value* adalah perbandingan antara harga pasar dengan nilai buku saham. Dengan kata lain, menaikkan *Price to Book Value* akan menaikkan harga saham (Arshida, 2012).

2.2. Penelitian Terdahulu

Berikut ini ditampilkan tabel yang merangkum 15 penelitian terdahulu yang mengkaji pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*. Hasil kesimpulan yang berkaitan dengan penelitian ini dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 2.1. *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
(Putri et al., 2020b)	<i>Corporate Social Responsibility Disclosure, Good Corporate Governance, Firm Value: Evidence from Indonesia's Food And Beverage Companies</i>	SEM PLS	<i>Corporate Governance</i> yang baik tidak berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i> . Sehingga perusahaan harus mengevaluasi penerapan GCG, tidak hanya bertujuan untuk memenuhi regulasi, tetapi juga untuk meningkatkan kualitasnya.
(Adrie Putra, 2014)	<i>The Impact of Implementation Good Corporate Governance to Firm Value (Evidence form indonesia Public Banking Sector)</i>	SEM PLS	Penerapan <i>Corporate Governance</i> yang Baik yang penting dan berpengaruh positif dalam nilai sebuah perusahaan. Implementasi untuk Good Corporate <i>Corporate Governance</i> merupakan kunci untuk meningkatkan <i>Firm Value</i> meskipun tidak secara langsung. <i>Corporate Governance</i> dilihat dari 5 pilar; Transparansi, Akuntabilitas, Responsibilitas, dan Kewajaran serta Independensi
(Subanidja et al., 2016)	<i>The Determinats Of Firm Value: The Role Of Earnings Management And Good Corporate Governance</i>	Regresi	Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba dan mekanisme <i>Corporate Governance</i> berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i> . Dimensi <i>Corporate Governance</i> yaitu komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kualitas audit dapat ditempatkan sebagai variabel pemoderasi dan penentu <i>Firm Value</i> .
(Firmansyah et al., 2021)	<i>Corporate Social Responsibility Disclosure, Corporate Governance Disclosures, and Firm Value In Indonesia Chemical, Plastic, and Packaging Sub-Sector Companies</i>	SEM PLS	<i>Corporate Governance</i> tidak mempengaruhi <i>Firm Value</i> . Perusahaan harus mempertimbangkan bahwa kegiatan lingkungan sebagai strategi bagi perusahaan, dan kegiatan ini menunjukkan bahwa keberhasilan perusahaan di pasar modal terkait dengan respon positif investor.
(Suk, 2016)	<i>Simultaneous Relationship Between</i>	SEM PLS	Studi ini menemukan bahwa praktik <i>Corporate Governance</i>

	<i>Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value in Indonesia</i>		tidak mempengaruhi <i>Firm Value</i> , tetapi <i>Firm Value</i> merupakan prediktor positif praktik <i>Corporate Governance</i> . Selanjutnya, pengaruh praktik <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Firm Value</i> menjadi berkurang ketika irisan perusahaan menjadi lebih tinggi. Struktur kepemilikan dan <i>Firm Value</i> tidak memiliki hubungan yang sistematis.
(Stender & Rojahn, 2020a)	<i>The influence of internal and external corporate governance on firm value: Evidence from STOXX® Europe 600 index members</i>	Regresi	<i>Corporate Governance</i> internal berpengaruh negatif terhadap <i>Firm Value</i> .
(Prommin et al., 2016)	<i>Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand</i>	SEM PLS	<i>Corporate Governance</i> berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> di Thailand
(Latif et al., 2017)	<i>Earnings Quality: A Missing Link between Corporate Governance and Firm Value</i>	Regresi	<i>Corporate Governance</i> secara efektif meningkatkan kualitas laba dan <i>Firm Value</i> , yang menyetujui peran pengawasan. Disimpulkan juga, bahwa corporate governance tidak hanya meningkatkan <i>Firm Value</i> secara langsung, tetapi juga secara tidak langsung melalui saluran kualitas laba.
(Black et al., 2015)	<i>How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea</i>	Regresi	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa <i>Corporate Governance</i> Korea yang luas (KCGI), melalui struktur dewan perusahaan besar secara kausal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.
(Gerged & Agwili, 2020)	<i>How corporate governance affect firm value and profitability? Evidence from Saudi financial and non-financial listed firms</i>	Ordinary least squares (OLS)	Hasil kami menunjukkan bahwa <i>Corporate Governance</i> memiliki dampak yang bervariasi terhadap nilai. Namun, rata-rata perusahaan dengan <i>Corporate Governance</i> yang lebih baik cenderung mencapai nilai pasar yang lebih baik, belum tentu nilai akuntansi yang lebih baik.
(Nisasmara & Musdholifah, 2016)	<i>Cash Holding, Good Corporate Governance and Firm Value</i>	Regresi Linear	GCG yang diprosikan dengan ukuran dewan direksi berpengaruh signifikan positif terhadap <i>Firm Value</i> . GCG yang diprosikan oleh dewan independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Firm Value</i> . GCG yang diprosikan dengan board intensity tidak berpengaruh

			terhadap <i>Firm Value</i> . Sebesar apapun pengurus suatu perusahaan maka tidak akan mempengaruhi besarnya <i>Firm Value</i> .
(KURNIA et al., 2020)	<i>Carbon Emission Disclosure, Good Corporate Governance, Financial Performance, and Firm Value</i>	Regresi Linear	Hasil penelitian menunjukkan pengungkapan emisi karbon dan <i>Corporate Governance</i> yang baik tidak berpengaruh langsung terhadap <i>Firm Value</i> . Di sisi lain, <i>Financial Performance</i> memediasi pengaruh pengungkapan emisi karbon dan <i>Corporate Governance</i> yang baik terhadap <i>Firm Value</i> . Hal ini menunjukkan bahwa pengungkapan emisi karbon yang lebih tinggi dan <i>Corporate Governance</i> yang baik tidak ada artinya bagi investor jika tidak memberikan peningkatan <i>Financial Performance</i>
(Assidi, 2020)	<i>The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France</i>	Regresi Linear	<i>Corporate Governance</i> dapat menambah nilai bagi perusahaan di hadapan yurisdiksi yang menguntungkan. Penelitian ini memberikan pedoman bagi investor, manajer, dan pembuat kebijakan untuk meningkatkan <i>Firm Value</i> dengan penerapan praktik terbaik VD dan CG di hadapan hukum yang menguntungkan. Untuk meningkatkan keandalan dan kinerjanya, perusahaan menerapkan mekanisme <i>Corporate Governance</i> yang baik yang selaras dengan hukum dan mengungkapkan lebih banyak informasi sukarela untuk menarik investor.
(Harun et al., 2020)	<i>CSR Disclosure, Corporate Governance and Firm Value: a study on GCC Islamic Banks</i>	Regresi Linear	Good Governance yang diproksikan dengan ukuran dewan, komposisi dewan dan dualitas CEO menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap <i>Firm Value</i>
(Laili et al., 2019)	<i>The Influence of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, Firm Size on Firm Value: Financial Performance As Mediation Variable</i>	SPSS dan AMOS	<i>Corporate Governance</i> terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap <i>Financial Performance</i> dan <i>Firm Value</i> . Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Jamali (2014), Sari dan Sedianingsih (2014), dan Septianto (2016), juga menunjukkan bahwa corporate governance tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Financial Performance</i> atau <i>Firm Value</i> . Hal ini diduga karena penerapan corporate

			governance disclosure belum optimal dimana beberapa perusahaan belum melakukan pengungkapan sesuai dengan standar yang ada. Pengungkapan <i>Corporate Governance</i> informasi perusahaan menjadi penting bagi investor untuk mereproduksi informasi untuk pertimbangan keputusan investasi.
--	--	--	--

Sumber: Peneliti, 2023

Berdasarkan tabel 2.1. tersebut terdapat 15 penelitian yang menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*. Dari penelitian-penelitian tersebut, 7 penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* memiliki pengaruh positif terhadap *Firm Value*, sedangkan 6 penelitian menyimpulkan bahwa *Corporate Governance* tidak memiliki pengaruh langsung terhadap *Firm Value*. Selain itu, 2 penelitian mengindikasikan bahwa pengaruh *Corporate Governance* bersifat bervariasi atau bergantung pada kondisi tertentu, seperti mediasi variabel lain atau karakteristik pasar. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value* tidak selalu konsisten dan sangat bergantung pada konteks penelitian. Kemudian, Berikut ini peneliti sampaikan tabel pengaruh penelitian terdahulu yang menguji pengaruh CSR terhadap *Firm Value*:

Tabel 2.2. CSR terhadap *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
(Tsang et al., 2020a)	<i>CSR and Firm Value: A Comparative Study of CSR Performance Measures</i>	SMART PLS	Peneliti menemukan hubungan positif antara CSR dan <i>Firm Value</i> . Mereka juga menemukan bahwa hubungan tersebut tidak sensitif terhadap bagaimana ukuran kinerja CSR didefinisikan, namun kemungkinan dipengaruhi oleh pilihan kategori CSR dan periode sampel. Mereka juga menemukan bahwa <i>Corporate Governance</i> yang baik memoderasi hubungan antara CSR dan <i>Firm Value</i> .
(Zolotoy et al., 2019)	<i>Local religious norms, corporate social responsibility, and firm value</i>	SMART PLS	Pengaruh positif CSR terhadap <i>Firm Value</i> diperkuat untuk perusahaan yang berkantor pusat di daerah di mana norma agama

			yang berlaku lebih toleran terhadap pengambilan risiko
(Hafez, 2016b)	<i>Corporate social responsibility and firm value: an empirical study of an emerging economy</i>	SMART PLS	CSR berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Firm Value</i>
(Buchanan et al., 2018a)	<i>Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership</i>	Regresi	CSR berpengaruh positif terhadap nilai kepemilikan institusional perusahaan yang rendah dan pengaruhnya secara signifikan lebih lemah untuk perusahaan dengan IO berpengaruh lebih tinggi. Selama krisis, hubungan CSR- <i>Firm Value</i> positif untuk perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi, menunjukkan bahwa perhatian overinvestment mendominasi ketika krisis terjadi.
(Bardos et al., 2020)	<i>Corporate social responsibility, product market perception, and firm value</i>	Regresi	CSR secara tidak langsung meningkatkan <i>Firm Value</i> melalui perbaikan persepsi pasar produk. Kami menyimpulkan bahwa persepsi pasar produk adalah saluran di mana CSR menciptakan <i>Firm Value</i>
(Butt et al., 2020)	<i>Impact of CSR on Firm Value: The Moderating Role of Corporate Governance</i>	Regresi	Hasil penelitian menunjukkan hubungan langsung yang signifikan antara CSR dan kinerja perusahaan. Selain itu, ditemukan bahwa interaktivitas antara CSR dan FV melemah ketika CG dimasukkan sebagai moderator.
(Bajic & Yurtoglu, 2018b)	<i>Which aspects of CSR predict firm market value?</i>	OLS	Para penulis juga menunjukkan bahwa penggunaan elemen CSR tertentu dapat menyebabkan bias variabel yang dihilangkan secara substansial ketika memprediksi <i>Firm Value</i> . Hasilnya juga menunjukkan bias serupa dalam studi yang berfokus pada satu indeks, yang menangkap aspek tertentu dari CSR, namun menghilangkan aspek yang tersisa.
(Rjiba et al., 2020b)	<i>Corporate social responsibility and firm value: Guiding through economic policy uncertainty</i>	Regresi	Investasi CSR mengimbangi peran negatif ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap <i>Financial Performance</i> perusahaan. Selain itu, kami mendokumentasikan bahwa, selama masa ketidakpastian bisnis yang tinggi, dampak penilaian positif CSR lebih besar di pasar negara maju.
(Adiputra & Hermawan, 2020)	<i>The effect of corporate social responsibility, firm size, dividend policy and liquidity on firm value:</i>	Regresi Linear Berganda	Tanggung jawab sosial perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Firm Value</i>

	<i>Evidence from manufacturing companies in Indonesia</i>		
(Ronald et al., 2019)	<i>Corporate Social Responsibility as Economic Mechanism for Creating Firm Value</i>	Regresi dan Path	CSR berpengaruh signifikan terhadap peningkatan <i>Firm Value</i> . Sedangkan pengaruh tidak langsung menunjukkan bahwa financial constraint dan risiko memiliki peran mediasi positif dalam hubungan antara CSR dan <i>Firm Value</i> , sedangkan kualitas laba tidak memiliki peran mediasi.
(Kong et al., 2019b)	<i>Product recalls, corporate social responsibility, and firm value: Evidence from the Chinese food industry</i>	Regresi Linear Berganda	Tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) mengurangi efek negatif dari penarikan makanan pada kekayaan pemegang saham. Hasil kami kuat untuk spesifikasi dan ukuran yang berbeda. Studi ini memberikan bukti tepat waktu dan implikasi kebijakan penting untuk krisis keamanan pangan yang sedang berlangsung di Cina. Pemerintah harus mengeluarkan kebijakan yang tepat untuk meningkatkan kualitas produk perusahaan dan kegiatan CSR di industri makanan, yang pada gilirannya membantu perusahaan memperoleh keuntungan.
(Yook & Lee, 2020)	<i>Chief executive officer narcissism and firm value: The mediating role of corporate social responsibility in the South Korean context</i>	Regresi	Narsisme CEO mempromosikan inisiatif CSR dan CSR meningkatkan <i>Firm Value</i> di pasar modal.
(Chang et al., 2019)	<i>Corporate social responsibility, media freedom, and firm value</i>	Regresi	Kegiatan CSR meningkatkan <i>Firm Value</i> yang berlokasi hanya di negara-negara di mana kebebasan media dijamin sepenuhnya
(Bing & Li, 2019b)	<i>Does CSR signal the firm value? Evidence from China</i>	Regresi	efek dinamis CSR pada <i>Firm Value</i> di negara-negara berkembang. Secara khusus, hubungan negatif dan signifikan antara CSR dan <i>Firm Value</i> menjadi tidak signifikan
(F. Li et al., 2016)	<i>CEO power, corporate social responsibility, and firm value: a test of agency theory</i>	Regresi	Kegiatan CSR sebenarnya meningkatkan nilai karena semakin banyak perusahaan terlibat dalam kegiatan CSR, nilainya meningkat.

Sumber: Peneliti, 2023

Berdasarkan tabel 2.2 di atas, terdapat 15 penelitian yang menguji hubungan antara tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) dan *Firm Value*. Sebagian besar penelitian menunjukkan bahwa CSR memiliki pengaruh positif terhadap *Firm Value*, baik secara langsung maupun melalui mekanisme tertentu seperti persepsi pasar produk, kontribusi terhadap stabilitas ekonomi, atau mediasi variabel lainnya.

Namun, terdapat juga penelitian yang menemukan pengaruh negatif atau tidak signifikan, terutama dalam konteks negara berkembang atau dalam kondisi bisnis tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa efektivitas CSR dalam meningkatkan *Firm Value* sangat bergantung pada konteks, seperti kategori CSR yang digunakan, kondisi ekonomi, dan faktor eksternal lainnya. Kemudian, berikut ini peneliti sampaikan tabel pengaruh penelitian terdahulu yang menguji pengaruh *Green Finance* terhadap *Firm Value*:

Tabel 2.3. *Green Finance* dan *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
(Sadovnikova & Pujari, 2017)	<i>The effect of green partnerships on firm value</i>	SEM PLS	<i>Firm Value</i> meningkat melalui pemanfaatan perusahaan hijau. Perusahaan memanfaatkan pemasaran dan kapabilitas terkait teknologi untuk tujuan peningkatan nilai.
(Z. Wang et al., 2022)	<i>Does Green Finance facilitate firms in achieving corporate social responsibility goals?</i>	SEM PLS	Data menegaskan kontribusi peran keuangan hijau dan dimensi masing-masing (Lingkungan, Ekonomi, dan Sosial) dalam meningkatkan berbagai aspek CSR. Berdasarkan temuan ini, direkomendasikan agar sektor perbankan mengalokasikan sumber daya keuangan tambahan untuk mempromosikan atribut CSR.
(Nur Utomo et al., 2020)	<i>Environmental performance, environmental disclosure, and firm value: empirical study of non-financial companies at Indonesia Stock Exchange</i>	SEM PLS	Salah satunya adalah bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> dan pengungkapan lingkungan. Hasil lain menunjukkan bahwa pengungkapan lingkungan tidak mempengaruhi <i>Firm Value</i> dan tidak memediasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap <i>Firm Value</i> . Secara umum, semua hasil mendukung stakeholder theory dan resource-based view theory. Perusahaan dengan komitmen ramah lingkungan dapat menjadi strategi dalam menciptakan <i>Firm Value</i> yang lebih tinggi

(H. Z. Khan et al., 2021a)	<i>Green banking disclosure, firm value and the moderating role of a contextual factor: Evidence from a distinctive regulatory setting</i>	SEM PLS	Temuan kami menunjukkan bahwa, sementara pengungkapan hijau memiliki efek positif pada keseluruhan <i>Firm Value</i> bank, efek positif ini dimoderasi secara negatif oleh kredit bermasalah bank. Penelitian ini berkontribusi pada pengetahuan dengan menunjukkan bahwa green disclosure saja tidak cukup untuk menciptakan nilai pasar bagi bank. Hal-hal kontekstual tambahan perlu mendapat perhatian untuk memahami dampak green disclosure dalam memberikan kontribusi peningkatan nilai pasar bagi bank
(Almansoori & Nobanee, 2019a)	<i>How Sustainability Contributes to Shared Value Creation and Firms' Value</i>	SEM PLS	Temuan laporan ini juga menunjukkan bahwa praktik keberlanjutan di perusahaan meningkatkan pertumbuhan keuangan dan pengambilan keputusan sehubungan dengan biaya modal, penganggaran modal, hasil investasi dan pengelolaan modal kerja.

Sumber: Peneliti, 2023

Berdasarkan tabel 2.3 di atas, terdapat 5 penelitian yang membahas hubungan antara green finance dan *Firm Value*. 4 penelitian menunjukkan bahwa green finance, melalui mekanisme seperti kinerja lingkungan, pengungkapan hijau, dan keberlanjutan, memiliki pengaruh positif terhadap *Firm Value*. Praktik green finance membantu perusahaan menciptakan nilai lebih tinggi dengan memanfaatkan kapabilitas teknologi, komitmen ramah lingkungan, dan pengelolaan modal yang lebih baik.

Namun, 1 penelitian mengungkapkan bahwa pengaruh positif dari green finance dapat dimoderasi secara negatif oleh faktor kontekstual, seperti tingkat kredit bermasalah pada perusahaan bank. Hal ini menunjukkan bahwa penerapan green finance perlu diintegrasikan dengan manajemen risiko dan strategi operasional yang sesuai untuk memaksimalkan dampaknya terhadap *Firm Value*. Kemudian, berikut ditampilkan penelitian terdahulu terhadap *Financial Performance* dan *Firm Value*

Tabel 2.4. *Financial Performance* dan *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
(Akash et al., 2023)	The Corporate Financial Policy and the Firm Value	Extreme Bounds Analysis (EBA)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh bauran struktur modal terhadap <i>Firm Value</i> . Return on Equity (ROE) berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan Operating Profit Margin (OPM) berpengaruh signifikan dan positif. Faktor <i>Firm Value</i> lainnya mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal. Hipotesis lain mengeksplorasi variabel kuat yang signifikan – Market Value Added (MVA), Return on Assets (ROA), Economic Value Added (EVA), ROE, Tobin's Q (TQ), dan Earning Per Share (EPS).
(Suhadak et al., 2019)	Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value	SEM PLS	Semakin tinggi GCG, proporsi komisaris independen, kepemilikan institusional, manajerial, dan publik maka <i>Firm Value</i> akan semakin tinggi. Return saham MBE dan PER merupakan variabel moderasi pengaruh GCG terhadap <i>Firm Value</i> . <i>Financial Performance</i> merupakan variabel moderasi pengaruh GCG terhadap <i>Firm Value</i>
(Suhadak et al., 2020)	GCG, financial architecture on stock return, financial performance and corporate value	SEM PLS	Pertama, GCG mempunyai hubungan signifikan dan negatif terhadap return saham; kedua, arsitektur keuangan mempunyai hubungan signifikan dan positif terhadap return saham, <i>Financial Performance</i> dan <i>Firm Value</i> ; ketiga, return saham mempunyai hubungan signifikan dan positif terhadap <i>Financial Performance</i> dan <i>Firm Value</i> ; dan keempat, <i>Financial Performance</i> mempunyai hubungan signifikan dan positif terhadap return saham dan <i>Firm Value</i> .
(Almulhim & Aljughaiman, 2023)	Corporate Sustainability and Financial Performance: The Moderating Effect of CEO Characteristics	ordinary least squares (OLS)	Karakteristik CEO (kesibukan CEO, kepemilikan CEO, pendidikan CEO, gender CEO, dan masa jabatan CEO) memberikan pengaruh terhadap hubungan antara keberlanjutan perusahaan dan <i>Financial Performance</i> ; Artinya, kesibukan CEO, kepemilikan CEO, dan gender CEO memitigasi pengaruh negatif keberlanjutan perusahaan terhadap <i>Financial Performance</i> , sedangkan pendidikan CEO dan masa jabatan CEO memperburuk pengaruh tersebut.

Sumber: peneliti, 2024

Berdasarkan tabel 2.4 di atas, terdapat 4 penelitian yang membahas hubungan antara *Financial Performance* dan *Firm Value*. 3 penelitian menunjukkan bahwa *Financial Performance* memiliki pengaruh positif terhadap *Firm Value*, baik secara langsung maupun melalui variabel moderasi seperti arsitektur keuangan, return saham, atau karakteristik *Corporate Governance*. Hal ini menegaskan bahwa indikator *Financial Performance*, seperti Operating Profit Margin (OPM) dan return saham, memainkan peran penting dalam meningkatkan *Firm Value*.

Namun, 1 penelitian menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan dari Return on Equity (ROE) terhadap *Firm Value*, dan variabel seperti struktur modal juga memiliki hubungan negatif dengan beberapa indikator *Firm Value*. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value* dapat bervariasi, tergantung pada elemen keuangan yang diteliti dan karakteristik perusahaan. Oleh karena itu, pengelolaan *Financial Performance* yang strategis menjadi penting untuk memaksimalkan *Firm Value*. Kemudian, berikut ditampilkan penelitian terdahulu *Corporate Governance* terhadap CSR:

Tabel 2.5. Corporate Governance Terhadap CSR

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
Zaman et al., 2020	Corporate Governance Meets Corporate Social Responsibility: Mapping the Interface	Systematic Literature Review	<i>Corporate Governance</i> (CG) berpengaruh terhadap tanggung jawab sosial perusahaan (CSR), dan sebaliknya, CSR juga dapat mempengaruhi CG.
Bolourian et al., 2021	The impact of corporate governance on corporate social responsibility at the board-level: A critical assessment	Systematic Literature Review	Board attributes seperti karakteristik direktur dan struktur dewan berinteraksi dan berpengaruh signifikan terhadap kinerja CSR.
Orazalin et al., 2019	Corporate governance and corporate social responsibility (CSR) disclosure in an emerging economy: evidence from commercial banks of Kazakhstan	Panel Data Regression	Diversity gender pada dewan berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR, sementara ukuran dewan dan independensi dewan tidak berpengaruh.
Ullah et al.,	Corporate governance and corporate social	Multiple	Board independence dan proporsi direktur perempuan

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
2017	responsibility disclosures in insurance companies	Regression Analysis	berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR, sementara kepemilikan manajerial berpengaruh negatif.
Alshbili et al., 2019	Ownership types, corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Empirical evidence from a developing country	Multiple Regression Techniques	Kepemilikan pemerintah, joint venture, dan asing berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR, sedangkan ukuran dewan dan komite CSR tidak berpengaruh signifikan.

Sumber: peneliti, 2024

Berdasarkan tabel 2.5 di atas, terdapat 5 penelitian yang membahas hubungan antara *Corporate Governance* (Corporate Governance) dengan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR). Sebagian besar penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR. Faktor-faktor seperti karakteristik dewan, keberagaman gender, dan kepemilikan pemerintah atau asing ditemukan memiliki pengaruh signifikan terhadap CSR.

Namun, terdapat juga penelitian yang menunjukkan bahwa beberapa atribut *Corporate Governance*, seperti ukuran dewan dan independensi dewan, tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap CSR. Hal ini menunjukkan bahwa efektivitas *Corporate Governance* dalam memengaruhi CSR sangat bergantung pada atribut spesifik dan konteks organisasi. Kemudian, berikut ditampilkan penelitian terdahulu *Corporate Governance* terhadap *Financial Performance*.

Tabel 2.6. *Corporate Governance Terhadap Financial Performance*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
Al-Ahdal et al., 2019	The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation	Generalized Method of Moments (GMM) and Ordinary Least Squares (OLS)	Board accountability (BA) dan audit committee (AC) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan transparency and disclosure (TD) berpengaruh negatif tidak signifikan.
Hakimah et al., 2019	Impact of Intrinsic Corporate Governance on Financial Performance of Indonesian SMEs	Panel Regression (Random Effect Model)	Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap profitabilitas UKM, sedangkan ukuran dewan dan keberagaman gender berpengaruh positif signifikan.

Sumber: peneliti, 2024

Berdasarkan tabel 2.6 di atas, terdapat 2 penelitian yang membahas pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Financial Performance*. Hasil penelitian menunjukkan adanya variasi pengaruh. Pada penelitian pertama, *Corporate Governance* melalui board accountability dan audit committee tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *Financial Performance*, sementara transparency and disclosure berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan.

Sebaliknya, penelitian kedua menemukan bahwa beberapa atribut *Corporate Governance*, seperti ukuran dewan dan keberagaman gender, berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Namun, kepemilikan keluarga justru menunjukkan pengaruh negatif terhadap *Financial Performance* perusahaan. Kemudian, berikut ditampilkan penelitian terdahulu *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*:

Tabel 2.7. *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
Latif et al., 2017	Earnings Quality: A Missing Link between Corporate Governance and Firm Value	Panel Data, One-Way Random Effect Estimator	Corporate governance meningkatkan kualitas laba dan <i>Firm Value</i> , dengan earnings quality berperan sebagai mediator parsial dalam hubungan governance-value.
Putri et al., 2020	Corporate Social Responsibility Disclosure, Good Corporate Governance, Firm Value: Evidence from Indonesia's Food and Beverage Companies	Multiple Linear Regression	Pengungkapan CSR berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Firm Value</i> , sedangkan GCG tidak berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i> .
Firmansyah et al., 2021	Corporate Social Responsibility Disclosure, Corporate Governance Disclosures, and Firm Value in Indonesia Chemical, Plastic, and Packaging Sub-Sector Companies	Multiple Regression	Pengungkapan lingkungan berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> , namun pengungkapan ekonomi, sosial, dan <i>Corporate Governance</i> tidak berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i> .
Black et al., 2015	How Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence on a Self-Dealing Channel from a Natural Experiment in Korea	Regression Discontinuity Design	Corporate governance di Korea meningkatkan <i>Firm Value</i> melalui pengurangan risiko tunneling dan peningkatan kualitas transaksi antar perusahaan terkait (related-party transactions).
Nisasmara & Musdholifah, 2016	Cash Holding, Good Corporate Governance and Firm Value	Multiple Linear Regression	Profitabilitas dan cash holding tidak berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i> , namun struktur modal dan GCG berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Firm Value</i> .

Sumber: peneliti, 2024

Berdasarkan tabel 2.7 di atas, terdapat 5 penelitian yang mengkaji pengaruh *Corporate Governance* (*Corporate Governance*) terhadap *Firm Value*. Hasil penelitian menunjukkan variasi pengaruh. 3 penelitian menemukan bahwa *Corporate Governance* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Firm Value*, terutama melalui peningkatan kualitas laba, pengurangan risiko transaksi antar perusahaan terkait, dan optimalisasi struktur modal.

Di sisi lain, 2 penelitian menyimpulkan bahwa *Corporate Governance* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Firm Value*, meskipun pengungkapan CSR atau lingkungan terkait dapat memberikan dampak positif. Kemudian, berikut ditampilkan penelitian terdahulu *Financial Performance* terhadap *Firm Value*:

Tabel 2.8. *Financial Performance* Terhadap *Firm Value*

Nama	Judul	Alat Analisis	Kesimpulan
Dewri, 2021	A Critical Assessment of Interrelationship Among Corporate Governance, Financial Performance, Refined Economic Value Added to Measure Firm Value and Return on Stock	Generalized Method of Moments (GMM)	Corporate governance, financial performance, dan refined economic value added (REVA) saling terkait dalam meningkatkan <i>Firm Value</i> dan return saham. <i>Firm Value</i> yang terus tumbuh mampu memberikan return positif pada pemegang saham.
Suhadak et al., 2019	Stock Return and Financial Performance as Moderation Variable in Influence of Good Corporate Governance Towards Corporate Value	WarpPLS	Return saham dan <i>Financial Performance</i> merupakan variabel moderasi yang memperkuat pengaruh GCG terhadap <i>Firm Value</i> . Semakin tinggi GCG, semakin tinggi pula <i>Firm Value</i> dengan pengaruh positif dari return saham dan <i>Financial Performance</i> .
Akash et al., 2023	The Corporate Financial Policy and the Firm Value	Extreme Bound Analysis (EBA)	Struktur modal optimal mempercepat peningkatan <i>Firm Value</i> . ROE berpengaruh negatif, sementara OPM berpengaruh positif terhadap <i>Firm Value</i> . Faktor lain seperti ROA, EPS, Tobin's Q, dan MVA menunjukkan hubungan negatif dengan struktur modal.

Sumber: peneliti, 2024

Berdasarkan tabel 2.8 di atas, terdapat 3 penelitian yang membahas pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*. 2 penelitian menunjukkan bahwa *Financial Performance* memiliki peran penting dalam meningkatkan *Firm Value*, baik secara langsung maupun sebagai

variabel moderasi yang memperkuat pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*. Hasil ini menekankan bahwa indikator *Financial Performance*, seperti return saham dan struktur modal, dapat menjadi faktor penguat bagi pertumbuhan *Firm Value*.

Namun, 1 penelitian mengungkapkan adanya hubungan negatif pada beberapa indikator *Financial Performance*, seperti ROE dan Tobin's Q, terhadap *Firm Value*. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value* tidak selalu positif, bergantung pada struktur modal dan konteks perusahaan.

2.3. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan pada landasan teori dan penelitian terdahulu, grand theory yang digunakan dalam penelitian ini adalah Theory of the Firm. Konsep Theory of the Firm menjelaskan mengenai upaya perusahaan memaksimalkan nilai melalui pengelolaan sumber daya yang efisien, pengambilan keputusan strategis, dan interaksi dengan lingkungan eksternal (Jensen & Meckling, 1976). Teori ini berfungsi sebagai dasar lahirnya teori tingkat menengah (middle theory) yang lebih spesifik, yaitu Legitimacy Theory, Stakeholder Theory, Signaling Theory, dan ESG Theory, yang menjelaskan berbagai aspek operasional dan hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan.

Legitimacy Theory berangkat dari konsep bahwa perusahaan harus beroperasi sesuai dengan norma dan nilai sosial untuk mendapatkan legitimasi dan dukungan dari masyarakat (Dowling & Pfeffer, 1975). Teori ini relevan dalam memahami bagaimana perusahaan menggunakan CSR dan green finance untuk menciptakan citra yang sesuai dengan harapan masyarakat dan regulator. Stakeholder Theory, yang dirumuskan oleh Freeman (1984), menekankan pentingnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan berbagai pemangku kepentingan, tidak hanya pemegang saham. Teori ini sejalan dengan prinsip Theory of the Firm, yang mencakup hubungan strategis antara perusahaan dan para pemangku kepentingan guna mencapai keberlanjutan jangka panjang. Signaling Theory, sebagaimana dijelaskan oleh Spence (1973), mengkaji mengenai upaya perusahaan mengirimkan sinyal kepada pasar dan pemangku kepentingan tentang kualitas dan komitmen mereka terhadap keberlanjutan

melalui pengungkapan informasi, seperti kinerja ESG dan praktik green finance. ESG Theory menyoroti pentingnya integrasi aspek lingkungan, sosial, dan *Corporate Governance* dalam pengelolaan perusahaan. Teori ini menggambarkan bagaimana perusahaan dapat memaksimalkan nilai melalui praktik berkelanjutan yang mencakup pengurangan dampak lingkungan dan peningkatan tanggung jawab sosial (Friede et al., 2015)

Dalam penelitian ini, *Corporate Governance*, Green Finance, Corporate Social Responsibility (CSR), dan *Financial Performance* berfungsi sebagai applied theories untuk menjelaskan hubungan antara teori dasar dan praktik nyata perusahaan. *Corporate Governance* terdiri dari dua dimensi utama, yaitu Struktur Kepemilikan dan Struktur Kepengelolaan. Struktur kepemilikan diukur melalui kepemilikan manajerial dan kepemilikan asing, sementara struktur kepengelolaan mencakup komite audit, komisaris independen, dewan komisaris, dan CEO (Stender & Rojahn, 2020b; Tunpornchai & Hensawang, 2018; Almulhim & Aljughaiman, 2023).

Green Finance merupakan pengembangan definisi dari Zhang et al. (2019), yaitu sebagai suatu kebijakan perusahaan untuk menghimpun dana (sumber dana) dan mengalokasikan dana (investasi) pada hal-hal yang berdampak pada keberlanjutan lingkungan. Indikator green finance meliputi green bonds, green investments, dan green innovation, yang mencerminkan kontribusi perusahaan terhadap pelestarian lingkungan dan pengurangan dampak negatif dari aktivitas bisnisnya (Xie et al., 2022; Jayathilake, 2019; Colombelli et al., 2020).

Corporate Social Responsibility (CSR) digunakan sebagai alat untuk menciptakan kepercayaan dan hubungan yang positif dengan pemangku

kepentingan. Carroll (1991) menegaskan bahwa CSR mencakup tanggung jawab ekonomi, hukum, etika, dan filantropi yang dapat meningkatkan citra perusahaan dan mendukung keberlanjutan. CSR diukur melalui indeks pengungkapan CSR (CSRDI) dan rasio investasi CSR terhadap ekuitas (Boulouta & Pitelis, 2014; Solikhin, 2018).

Financial Performance dievaluasi melalui Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), Return on Investment (ROI), dan Net Profit Margin (NPM), yang memberikan gambaran tentang efektivitas pengelolaan sumber daya perusahaan dalam menciptakan nilai (Dewri, 2022; Akash et al., 2023; Aziz, 2022).

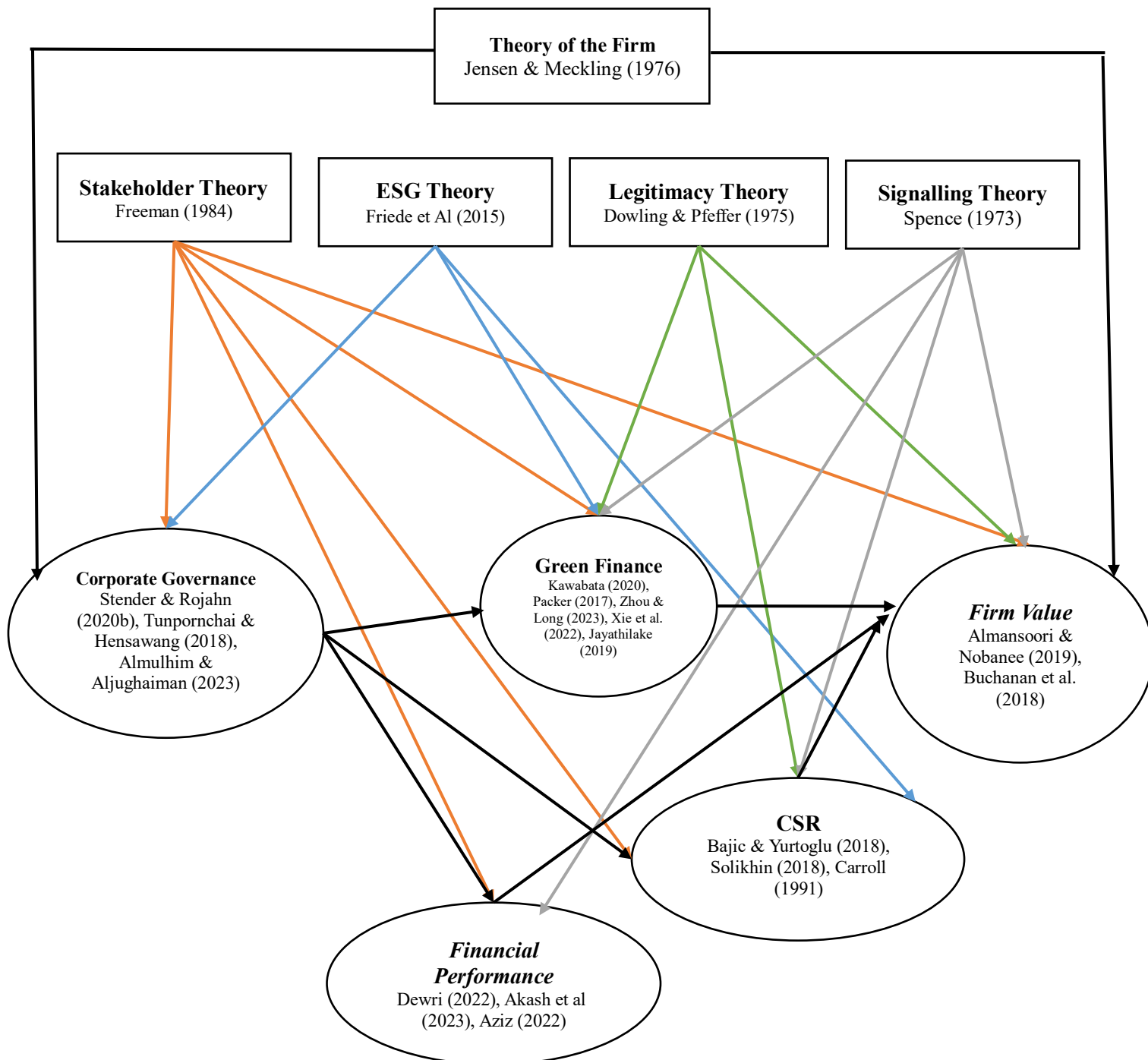
Sebagai variabel endogen, *Firm Value* diukur melalui Price Book Value (PBV), Price Earnings Ratio (PER), dan Tobin's Q. Indikator-indikator ini mencerminkan bagaimana *Corporate Governance*, green finance, CSR, dan *Financial Performance* berkontribusi pada peningkatan *Firm Value* (Almansoori & Nobanee, 2019b; Buchanan et al., 2018b).

Tabel 2.9. *Grand Theory, Middle Range Theory dan Applied Theory*

Kerangka Teori	Teori	Referensi
Grand Theory	Theory of the Firm	Jensen & Meckling (1976)
Middle-Range Theories	Legitimacy Theory	Dowling & Pfeffer (1975)
	Stakeholder Theory	Freeman (1984)
	Signaling Theory	Spence (1973)
	ESG Theory	Friede et al. (2015)
Applied Theories	<i>Corporate Governance</i> : Struktur Kepemilikan (Manajerial, Asing), Struktur Kepengelolaan (Komite Audit, Komisaris, CEO)	Stender & Rojahn (2020b), Tunpornchai & Hensawang (2018), Almulhim & Aljughaiman (2023)
	Green Finance: Green Bonds, Green Investment, Green Innovation	Kawabata (2020), Packer (2017), Zhou & Long (2023), Xie et al. (2022), Jayathilake (2019)
	CSR: CSR Disclosure Index, CSR Investment, Tanggung Jawab Ekonomi & Sosial	Bajic & Yurtoglu (2018), Solikhin (2018), Carroll (1991)
	<i>Financial Performance</i> : ROE, ROA, ROI, NPM	Dewri (2022), Akash et al. (2023), Aziz (2022)
	<i>Firm Value</i> : PBV, PER, Tobin's Q	Almansoori & Nobanee (2019), Buchanan et al. (2018)

Sumber: disarikan oleh peneliti, 2024

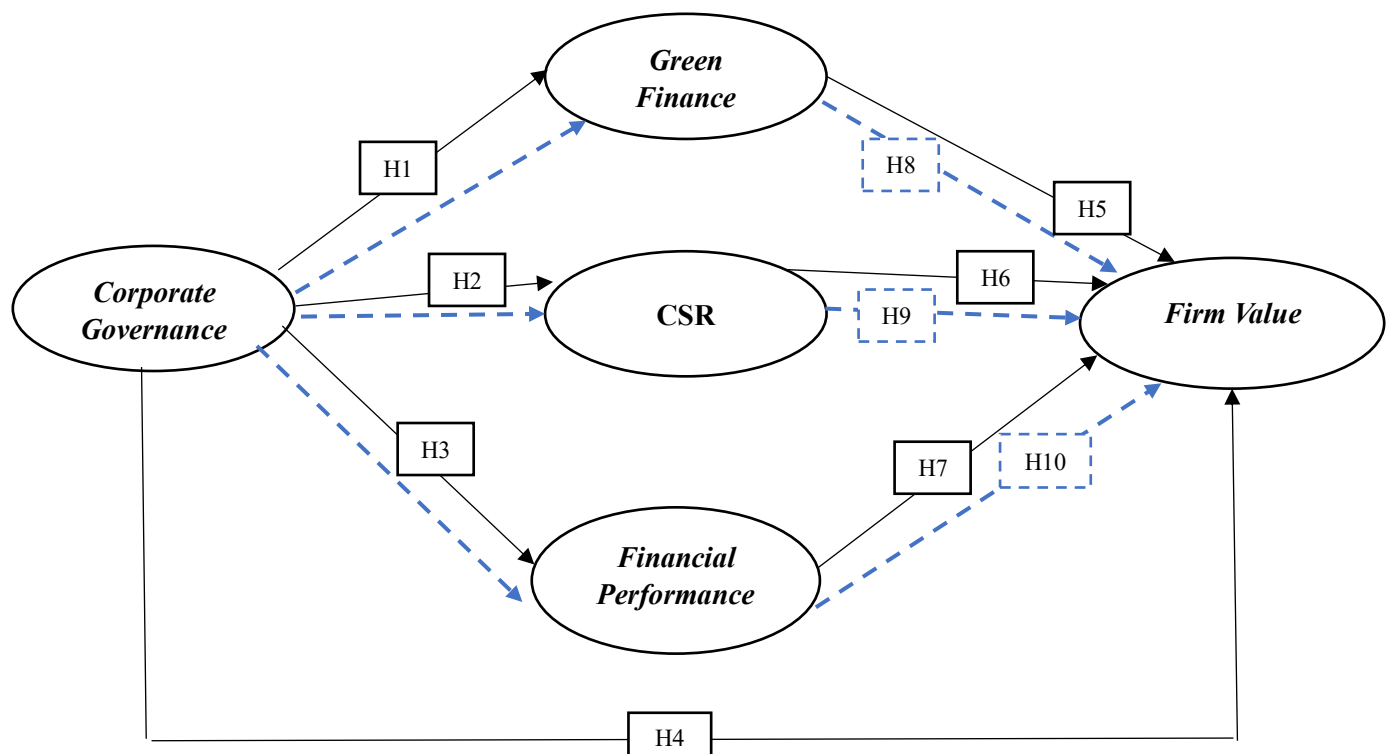
Berdasarkan uraian perumusan masalah, tujuan penelitian, hasil penelitian terdahulu dan hubungan antar konsep yang telah dijelaskan diatas, maka kerangka pemikiran penelitian dan model penelitian secara keseluruhan dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2. Kerangka Penelitian

Keterangan:

- = Stakeholder Theory berhubungan dengan *Corporate Governance*, *Financial Performance*, *CSR*, *Green Finance* dan *Firm Value*
- = ESG Theory berhubungan dengan *Corporate Governance*, *Green Finance* dan *CSR*
- = Legitimacy Theory berhubungan dengan *Green Finance*, *CSR* dan *Firm Value*
- = Signalling Theory berhubungan dengan *Green Finance*, *Financial Performance*, *CSR* dan *Firm Value*



Gambar 2.3. Model Penelitian

Keterangan Gambar :

- = Pengaruh Langsung
- - - - -→ = Pengaruh Mediasi

2.4. Hipotesis

2.4.1. *Corporate Governance* Terhadap *Green Finance*

Ketika suatu perusahaan menerapkan *Corporate Governance* yang baik, maka komitmen perusahaan terhadap praktik keuangan yang berkelanjutan cenderung meningkat. Penerapan *Corporate Governance* yang kuat menciptakan lingkungan yang kondusif untuk implementasi inisiatif keuangan hijau (*green finance*), yang pada gilirannya, meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi risiko finansial perusahaan.

Beberapa penelitian berikut menunjukkan pengaruh *Corporate Governance* terhadap *green finance* baik dari berbagai aspek. Penelitian oleh (Wang et al., 2023) menemukan bahwa *Corporate Governance* hijau memiliki dampak signifikan terhadap keuangan hijau dalam UKM di China. Penelitian (Prianyshnykova & Korolenko, 2019) yang meneliti tentang penerapan green finance secara global, menyatakan bahwa keuangan hijau atau 'green finance' merupakan instrumen penting dalam hasil dukungan dari *Corporate Governance* yang modern dan berkelanjutan. Sama halnya dengan penelitian tersebut penelitian (Jayathilake, 2019) yang meneliti green finance di perusahaan perbankan di Srilanka menyatakan bahwa penerapan konsep green finance di industri perbankan merupakan signal dari keputusan *Corporate Governance*. Penelitian (Prianyshnykova & Korolenko, 2019) dan (Jayathilake, 2019) belum secara tegas menyatakan bahwa *Corporate Governance* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap green finance.

Berdasarkan paparan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap green finance

2.4.2. *Corporate Governance* Terhadap CSR

Perusahaan yang menerapkan *Corporate Governance* yang baik cenderung menunjukkan komitmen yang tinggi terhadap praktik tanggung jawab sosial perusahaan (CSR). Penerapan *Corporate Governance* yang kuat menciptakan lingkungan yang kondusif untuk implementasi inisiatif CSR, yang pada

gilirannya, meningkatkan reputasi perusahaan, menarik investor, dan meningkatkan kepercayaan publik.

Beberapa penelitian berikut menunjukkan pengaruh *Corporate Governance* terhadap CSR dari berbagai aspek. Penelitian oleh (Zaman et al., 2020) menunjukkan bahwa *Corporate Governance* yang efektif dapat meningkatkan praktik CSR melalui pengintegrasian CSR ke dalam strategi perusahaan. Penelitian oleh (Fahad & Rahman, 2020) menemukan bahwa variabel *Corporate Governance* seperti independensi dewan, CEO dualitas, dan komite keberlanjutan meningkatkan pengungkapan CSR di perusahaan-perusahaan India. Penelitian oleh (Bolourian et al., 2021) menyatakan bahwa atribut dewan seperti gender, pengetahuan, keterampilan, keahlian, dan pengalaman serta struktur dewan seperti independensi, komite, dan dualitas CEO memiliki dampak signifikan terhadap kinerja CSR.

Selain itu, beberapa penelitian secara lugas menyatakan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh langsung terhadap CSR. Penelitian oleh (Orazalin, 2019) menunjukkan bahwa keberagaman gender di dewan berpengaruh positif terhadap pelaporan CSR. Penelitian oleh (Ullah et al., 2019) menemukan bahwa independensi dewan dan proporsi direktur perempuan memiliki hubungan positif dengan tingkat pengungkapan CSR di perusahaan asuransi. Penelitian oleh (Alshbili et al., 2019) menunjukkan bahwa faktor kepemilikan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap pengungkapan CSR di Libya.

Berdasarkan paparan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap CSR.

2.4.3. *Corporate Governance Terhadap Financial Performance*

Corporate Governance yang efektif seringkali dikaitkan dengan peningkatan *Financial Performance* perusahaan. Implementasi *Corporate Governance* yang baik membantu perusahaan dalam membuat keputusan yang lebih transparan dan akuntabel, serta memastikan bahwa perusahaan beroperasi dengan efisiensi yang tinggi.

Beberapa penelitian telah menunjukkan pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Financial Performance* dari berbagai perspektif. Penelitian oleh (Al-Ahdal et al., 2020) menunjukkan bahwa indeks akuntabilitas dewan dan komposisi komite audit memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Financial Performance* perusahaan, yang diukur dengan Return on Equity (ROE) dan Tobin's Q. Penelitian oleh (Hakimah et al., 2019) menyatakan bahwa *Corporate Governance* mempengaruhi *Financial Performance* dengan cara yang positif dan signifikan, terutama di sektor perbankan.

Selain itu, beberapa studi menegaskan hubungan positif antara *Corporate Governance* dan *Financial Performance*. Penelitian oleh (Al-Malkawi et al., 2019) menunjukkan bahwa perbaikan dalam *Corporate Governance* berkontribusi pada *Financial Performance* yang lebih baik melalui pengelolaan risiko yang lebih baik dan transparansi yang lebih tinggi. Penelitian oleh (Tuzunkan et al., 2020) mengungkapkan bahwa elemen-elemen *Corporate Governance* seperti komposisi dewan dan independensi direksi memiliki dampak positif terhadap *Financial Performance* yang diukur dengan rasio profitabilitas dan efisiensi operasional.

Berdasarkan paparan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Financial Performance*.

2.4.4. *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*

Implementasi *Corporate Governance* yang baik seringkali memberikan signal positif dalam peningkatan *Firm Value*. *Corporate Governance* yang efektif dapat meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan efisiensi operasional, yang pada gilirannya dapat meningkatkan persepsi investor dan nilai pasar perusahaan.

Beberapa penelitian berikut menunjukkan pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value* dari berbagai aspek. Penelitian oleh (Adrie Putra, 2014) menunjukkan bahwa penerapan *Corporate Governance* yang baik berpengaruh positif terhadap *Firm Value* di sektor perbankan publik di Indonesia. Implementasi *Corporate Governance* yang baik, yang melibatkan transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, dan independensi, dianggap sebagai kunci untuk meningkatkan *Firm Value*.

Penelitian oleh (Prommin et al., 2016) juga menunjukkan bahwa *Corporate Governance* memiliki pengaruh positif terhadap *Firm Value* di Thailand. Selain itu, penelitian oleh (Latif et al., 2017) menemukan bahwa *Corporate Governance* secara efektif meningkatkan kualitas laba dan *Firm Value*, yang menegaskan peran pengawasan dalam *Corporate Governance* yang baik.

Namun, beberapa penelitian menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian oleh (Putri et al., 2020b) menemukan bahwa *Corporate Governance* yang baik tidak berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value* di sektor makanan dan minuman di Indonesia. Penelitian oleh (Firmansyah et al., 2021) juga menunjukkan bahwa *Corporate Governance* tidak mempengaruhi *Firm Value* di sektor kimia, plastik, dan kemasan di Indonesia.

Penelitian lainnya oleh (Black et al., 2015) menyimpulkan bahwa *Corporate Governance* yang baik, seperti yang diterapkan di Korea, berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan melalui struktur dewan yang baik. Selain itu, penelitian oleh (Nisasmara & Musdholifah, 2016) menemukan bahwa *Corporate Governance* yang diproksikan oleh ukuran dewan dan independensi dewan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan paparan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*

2.4.5. *Green Finance Terhadap Firm Value*

Hasil penelitian terbaru oleh (Sukmadilaga et al., 2023) pada negara-negara di ASEAN menyimpulkan bahwa penerapan *Green Finance* dengan indikator pelaporan akuntansi hijau (*green accounting*) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *Firm Value* yang direfleksikan dengan peningkatan sebesar 10% terhadap penciptaan Economic Value Added (EVA) dari perusahaan-perusahaan dalam Asia Sustainability Reporting List Awards. Penelitian (H. Z. Khan et al., 2021b) pada bank yang terdaftar di Bursa Efek di Bangladesh menemukan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan penerapan *Green Finance* dengan indikator *green disclosure* terhadap *Firm Value*.

Kemudian, penelitian (Tang & Zhang, 2020b) yang meneliti *green bond* dan *green investing* pada Bursa Saham di Eropa menyimpulkan bahwa penerapan *green bond* dan *green investing* yang secara tidak langsung merupakan refleksi dari *Green Finance* mampu meningkatkan *Firm Value* yang tercermin dari

eksistensi pemegang saham karena dianggap menarik dimata investor. Penelitian (Gilchrist et al., 2021) yang meneliti perusahaan di Bursa Efek Australia menggunakan *green bond* dan *green loan* menunjukkan pengaruh positif terhadap *Firm Value*. Pada temuan (Nguyen et al., 2021) di Bursa Saham di AS dan Vietnam dengan menggunakan *green bond* yang merupakan bagian dari *Green Finance*, menemukan bahwa *Green Finance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian (Jayathilake, 2019) menyimpulkan bahwa penerapan *green finance* pada di industri perbankan di Sri Lanka akan meningkatkan kinerja dan *Firm Value* dalam jangka panjang.

Berdasarkan paparan tersebut tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: *Green Finance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*

2.4.6. Corporate Social Responsibility (CSR) terhadap *Firm Value*

Perusahaan dituntut untuk tidak hanya fokus pada optimalisasi keuntungan guna menunjukkan kinerjanya. Salah satu tujuan perusahaan adalah mencapai keuntungan sebesar-besarnya, karena hal ini memungkinkan perusahaan untuk bertahan tanpa batasan waktu. Oleh karena itu, kelangsungan hidup perusahaan akan terus dijaga dengan berupaya memperoleh keuntungan sebesar-besarnya. Selain memprioritaskan keuntungan, perusahaan juga harus mampu memberikan kontribusi positif terhadap lingkungan sekitarnya, seperti meningkatkan kesejahteraan wilayah sekitarnya. Perusahaan juga wajib bertanggung jawab atas kerusakan lingkungan yang mungkin timbul akibat kegiatan operasionalnya. Fokus pada aspek lingkungan akan meningkatkan daya tarik investasi, sehingga

investor lebih tertarik untuk mengalokasikan dana pada perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri high profile.

“Corporate Social Responsibility (CSR) atau tanggung jawab sosial perusahaan adalah bentuk partisipasi dan kontribusi terhadap kegiatan sosial, baik di dalam maupun di luar perusahaan. Tujuannya adalah mengurangi kesenjangan sosial di sekitarnya, mengembangkan lingkungan hidup, meningkatkan kesejahteraan masyarakat, serta memajukan perekonomian agar lebih berkelanjutan. Seiring dengan ekspansi dan migrasi sebagian besar perusahaan besar dari level regional ke global, kontribusinya tidak hanya terbatas pada perekonomian lokal, tetapi juga memberikan dampak besar pada perekonomian dunia dan berkontribusi signifikan terhadap Product Domestic Bruto (PDB) global.

Pengungkapan CSR sebagai bentuk komitmen perusahaan untuk berkontribusi dalam pembangunan dapat meningkatkan *Firm Value* baik secara langsung maupun tidak langsung dengan mendasarkan pada tiga aspek yaitu ekonomi, sosial, dan lingkungan sebagaimana yang diungkapkan oleh Yusuf Wibisono, (2007) serta Solikhin & Lubis, (2019).

Ketika suatu perusahaan aktif dalam melaksanakan kegiatan Corporate Social Responsibility (CSR), nilai reputasional perusahaan cenderung meningkat. Peningkatan ini dapat diatribusikan kepada respons positif pasar terhadap keterlibatan perusahaan dalam kegiatan sosial, yang pada gilirannya, mempengaruhi kenaikan harga saham perusahaan. Selain itu, persaingan yang ketat dalam dunia usaha saat ini mengharuskan perusahaan untuk terus mengembangkan kreativitas dan inovasi produk, meningkatkan kinerja

operasional, serta memperluas pangsa pasar guna memperoleh pengakuan lebih lanjut dari masyarakat.

Beberapa penelitian berikut menunjukkan pengaruh CSR terhadap *Firm Value* dari beberapa aspek *Firm Value*. CSR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap reputasi perusahaan (Godfrey et al. 2009), meningkatkan akses perusahaan ke modal (Cheng et al., 2014), memberi sinyal *Financial Performance* masa depan perusahaan (Lys et al., 2015), menciptakan keunggulan kompetitif di pasar produk (Flammer, 2015), meningkatkan kepuasan pelanggan (G. Zhou et al., 2022b), dan menarik investor institusional (Tsang et al., 2020a). Penelitian yang dilakukan oleh (Pfajfar et al., 2022) pada 411 Business to Business (B2B) yang ada di dunia, menyimpulkan CSR akan menimbulkan citra yang baik dimata investor.

Selanjutnya terdapat beberapa penelitian yang secara lugas menyatakan bahwa CSR berpengaruh langsung terhadap *Firm Value*. Pada penelitian (Lins et al., 2017; Shiu & Yang, 2015) menyimpulkan bahwa CSR berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian yang dilakukan oleh (Bajic & Yurtoglu, 2018a) di 35 negara di dunia dalam periode waktu 2003-2016 menyimpulkan terdapat pengaruh yang signifikan CSR terhadap *Firm Value*. Penelitian (Hsu & Chu, 2023) pada perusahaan di UK dan Taiwan menyimpulkan CSR berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian (Tarjo et al., 2022) dan (Hermawan et al., 2023) menyimpulkan bahwa CSR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Firm Value*.

Berdasarkan paparan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*

2.4.7. *Financial Performance Terhadap Firm Value*

Beberapa teori yang menyatakan bahwa *Financial Performance* mempunyai pengaruh terhadap *Firm Value* yaitu melakukan evaluasi empiris terhadap teori asimetri yang menyatakan bahwa beberapa pihak yang mempunyai hubungan dekat dengan suatu perusahaan tidak memperoleh informasi serupa mengenai prospek dan risiko perusahaan. Manajer biasanya memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan investor, teori signaling (Ross, 1977) mengenai jenis sinyal yang diberikan perusahaan kepada pengguna laporan keuangannya atau informasi tentang upaya yang dilakukan manajer untuk mencapai harapan pemilik. Informasi tentang *Financial Performance* adalah salah satu jenis sinyal yang dapat dikirimkan oleh perusahaan. Bagi pemegang saham, laba merupakan salah satu faktor yang menentukan kebijakan dividen; laba yang lebih tinggi akan meningkatkan dividen dan harga saham sebagai respon pasar. Bagi perusahaan yang go public, *Firm Value* tercermin dari harga sahamnya. Harga saham yang lebih tinggi berarti *Firm Value* yang lebih tinggi.

Peneliti sebelumnya telah menunjukkan pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*, diantaranya dilakukan oleh (Dewri, 2022) pada Dhaka Stock Exchange di Bangladesh yang menyimpulkan bahwa *Financial Performance* berpengaruh positif terhadap *Firm Value*. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan (Kurniati, 2019) di Indonesia yang menyatakan bahwa semakin tinggi ROA, ROE, dan ROI menyebabkan harga saham semakin tinggi karena

pemegang saham mengharapkan return yang lebih tinggi dari investasinya. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh (Akash et al., 2023) pada Bursa Efek Pakistan menyatakan bahwa *Financial Performance* hasil yang beragam pengaruhnya terhadap *Firm Value*. Return on Equity (ROE) berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan Operating Profit Margin (OPM) berpengaruh signifikan dan positif.

Berdasarkan paparan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H7: *Financial Performance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*

2.4.8. Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Firm Value* Melalui Green Finance

Corporate Governance yang efektif tidak hanya berfungsi sebagai fondasi untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas dalam operasional bisnis, tetapi juga berperan penting dalam memastikan keberlanjutan jangka panjang perusahaan. Dengan menerapkan praktik *Corporate Governance* yang baik, perusahaan dapat memperkuat reputasinya di mata publik dan menarik perhatian investor. Pada akhirnya, *Corporate Governance* yang efektif membantu menciptakan lingkungan bisnis yang lebih stabil dan berkelanjutan, sekaligus mendorong pertumbuhan yang berkelanjutan dan meningkatkan daya saing perusahaan di pasar.

Penelitian oleh (L. Wang et al., 2023) menunjukkan bahwa *Corporate Governance* hijau memiliki dampak signifikan terhadap keuangan hijau dalam UKM di China. Penelitian (Prianyshnykova & Korolenko, 2019) yang meneliti tentang

penerapan green finance secara global, menyatakan bahwa keuangan hijau atau 'green finance' merupakan instrumen penting dalam hasil dukungan dari *Corporate Governance* yang modern dan berkelanjutan. Sama halnya dengan penelitian tersebut penelitian (Jayathilake, 2019) yang meneliti green finance di perusahaan perbankan di Srilanka menyatakan bahwa penerapan konsep green finance di industri perbankan merupakan signal dari keputusan *Corporate Governance*.

Hasil penelitian terbaru oleh (Sukmadilaga et al., 2023) pada negara-negara di ASEAN menyimpulkan bahwa penerapan *Green Finance* dengan indikator pelaporan akuntansi hijau (*green accounting*) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian oleh (H. Z. Khan et al., 2021a) menunjukkan bahwa pengungkapan hijau memiliki efek positif pada *Firm Value* bank. Penelitian (H. Z. Khan et al., 2021b) pada bank yang terdaftar di Bursa Efek di Bangladesh menemukan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan penerapan *Green Finance* dengan indikator *green disclosure* terhadap *Firm Value*. Kemudian, penelitian (Tang & Zhang, 2020b) yang meneliti *green bond* dan *green investing* pada Bursa Saham di Eropa menyimpulkan bahwa penerapan *green bond* dan *green investing* yang secara tidak langsung merupakan refleksi dari *Green Finance* mampu meningkatkan *Firm Value*. Penelitian (Gilchrist et al., 2021) yang meneliti perusahaan di Bursa Efek Australia menggunakan *green bond* dan *green loan* menunjukkan pengaruh positif terhadap *Firm Value*. Pada temuan (Nguyen et al., 2021) di Bursa Saham di AS dan Vietnam dengan menggunakan *green bond* yang merupakan bagian dari *Green Finance*, menemukan bahwa *Green Finance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian (Jayathilake, 2019) menyimpulkan bahwa penerapan green finance

pada di industri perbankan di Sri Lanka akan meningkatkan kinerja dan *Firm Value* dalam jangka panjang.

Secara Praktis, *Corporate Governance* yang baik mendorong perusahaan untuk mengadopsi praktik-praktik yang mendukung keberlanjutan, seperti green finance. Dengan menerapkan green finance, perusahaan dapat menunjukkan komitmennya terhadap keberlanjutan lingkungan, yang dapat meningkatkan kepercayaan investor dan reputasi perusahaan di mata publik. Hal ini pada akhirnya dapat meningkatkan *Firm Value*. Dengan demikian, *Corporate Governance* yang baik tidak hanya langsung meningkatkan *Firm Value* tetapi juga melakukannya melalui mediasi adopsi praktik green finance.

Berdasarkan paparan penelitian terdahulu tersebut terlihat bahwa belum ada penelitian yang meneliti secara lugas pengaruh langsung *Corporate Governance* terhadap green finance. Disisi lain, masih sedikit penelitian yang secara langsung meneliti pengaruh green finance terhadap *Firm Value*. Namun secara tersiarat dapat disimpulkan terdapat pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value* melalui green finance. Oleh karena itu maka dapat dirumuskan proposisi sebagai berikut:

H8: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value* melalui green finance.

2.4.9. Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Firm Value* Melalui CSR

Implementasi *Corporate Governance* yang baik seringkali dikaitkan dengan peningkatan *Firm Value* melalui peningkatan praktik tanggung jawab sosial perusahaan (CSR). *Corporate Governance* yang efektif dapat meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan keterlibatan dalam kegiatan sosial yang

berkelanjutan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan reputasi perusahaan, menarik investor, dan meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Penelitian oleh (Zaman et al., 2020) mengungkapkan bahwa *Corporate Governance* dapat meningkatkan praktik CSR di Australia dan New Zealand. Demikian pula, (Fahad & Rahman, 2020) menemukan bahwa *Corporate Governance* meningkatkan pengungkapan CSR di perusahaan-perusahaan India. Penelitian oleh (Bolourian et al., 2021) menunjukkan bahwa tatakelola perusahaan memiliki dampak signifikan terhadap kinerja CSR. Penelitian oleh (Orazalin, 2019) juga mendukung hal ini dengan menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berupa keberagaman gender di dewan berpengaruh positif terhadap pelaporan CSR di sektor perbankan Kazakhstan. Lebih lanjut, penelitian oleh (Alshbili et al., 2019) menunjukkan bahwa faktor kepemilikan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap pengungkapan CSR di Libya. Penelitian oleh (Ullah et al., 2019) juga menemukan bahwa independensi dewan dan proporsi direktur perempuan memiliki pengaruh terhadap CSR di perusahaan asuransi Bangladesh.

Beberapa penelitian berikut menunjukkan pengaruh CSR terhadap *Firm Value* dari beberapa aspek *Firm Value*. CSR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap reputasi perusahaan (Godfrey et al. 2009), meningkatkan akses perusahaan ke modal (Cheng et al., 2014), memberi sinyal *Financial Performance* masa depan perusahaan (Lys et al., 2015), menciptakan keunggulan kompetitif di pasar produk (Flammer, 2015), meningkatkan kepuasan pelanggan (G. Zhou et al., 2022b), dan menarik investor institusional (Tsang et al., 2020a). Penelitian yang dilakukan oleh (Pfajfar et al., 2022) pada 411 Business to Business (B2B) yang

ada didunia, menyimpulkan CSR akan menimbulkan citra yang baik dimata investor.

Selanjutnya terdapat beberapa penelitian yang secara lugas menyatakan bahwa CSR berpengaruh langsung terhadap *Firm Value*. Pada penelitian (Lins et al., 2017; Shiu & Yang, 2015) menyimpulkan bahwa CSR berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian yang dilakukan oleh (Bajic & Yurtoglu, 2018a) di 35 negara di dunia dalam periode waktu 2003-2016 menyimpulkan terdapat pengaruh yang signifikan CSR terhadap *Firm Value*. Penelitian (Hsu & Chu, 2023) pada perusahaan di UK dan Taiwan menyimpulkan CSR berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian (Tarjo et al., 2022) dan (Hermawan et al., 2023) menyimpulkan bahwa CSR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Firm Value*.

Dengan demikian, berdasarkan bukti dari penelitian-penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan pengaruh *Corporate Governance* terhadap CSR dan pengaruh CSR terhadap *Firm Value*. Namun secara tersirat dapat disimpulkan bahwa Banyak penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* yang baik berkontribusi pada praktik CSR yang lebih baik, yang pada akhirnya meningkatkan *Firm Value*. Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H9: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value* melalui CSR.

2.4.10. Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Firm Value* Melalui *Financial Performance*

Implementasi *Corporate Governance* yang baik seringkali dikaitkan dengan peningkatan *Firm Value* melalui peningkatan *Financial Performance*. *Corporate Governance* yang efektif dapat meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan efisiensi operasional, yang pada gilirannya dapat meningkatkan *Financial Performance* perusahaan. *Financial Performance* yang lebih baik dapat meningkatkan reputasi perusahaan di mata investor dan publik, yang pada akhirnya meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Penelitian oleh (Al-Ahdal et al., 2020) di perusahaan India menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berupa indeks akuntabilitas dewan dan komposisi komite audit memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *Financial Performance* perusahaan yang diukur dengan Return on Equity (ROE) dan Tobin's Q. Penelitian oleh (Hakimah et al., 2019) menyatakan bahwa *Corporate Governance* mempengaruhi *Financial Performance* dengan cara yang positif dan signifikan, terutama di sektor perbankan di Indonesia.

Di sisi lain, penelitian oleh (Akash et al., 2023) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh struktur modal terhadap *Firm Value* di India, di mana Return on Equity (ROE) dan Operating Profit Margin (OPM) berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*. Penelitian oleh (Suhadak et al., 2019) di Indonesia juga menemukan bahwa *Financial Performance* merupakan variabel moderasi yang signifikan dalam pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*. Selain itu, penelitian oleh (Suhadak et al., 2020) mengungkapkan bahwa *Financial Performance* memiliki hubungan signifikan dan positif terhadap *Firm Value*. Peneliti sebelumnya telah menunjukkan pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*, diantaranya dilakukan oleh (Dewri, 2022) pada Dhaka Stock

Exchange di Bangladesh yang menyimpulkan bahwa *Financial Performance* berpengaruh positif terhadap *Firm Value*. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan (Kurniati, 2019) di Indonesia yang menyatakan bahwa semakin tinggi ROA, ROE, dan ROI menyebabkan harga saham semakin tinggi karena pemegang saham mengharapkan return yang lebih tinggi dari investasinya. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh (Akash et al., 2023) pada Bursa Efek Pakistan menyatakan bahwa *Financial Performance* hasil yang beragam pengaruhnya terhadap *Firm Value*. Return on Equity (ROE) berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan Operating Profit Margin (OPM) berpengaruh signifikan dan positif.

Logikanya adalah bahwa *Corporate Governance* yang baik mendorong perusahaan untuk meningkatkan *Financial Performancenya* melalui praktik-praktik yang lebih efisien dan transparan. *Financial Performance* yang baik mencerminkan kesehatan finansial perusahaan, yang dapat meningkatkan kepercayaan investor dan reputasi perusahaan. Hal ini pada akhirnya dapat meningkatkan *Firm Value*. Dengan demikian, *Corporate Governance* yang baik tidak hanya langsung meningkatkan *Firm Value* tetapi juga melakukannya melalui mediasi peningkatan *Financial Performance*.

Berdasarkan paparan penelitian terdahulu tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa penelitian yang meneliti pengaruh langsung *Corporate Governance* terhadap *Financial Performance*. Disisi lain, terdapat juga beberapa penelitian yang secara langsung meneliti pengaruh *Financial Performance* terhadap *Firm Value*. Namun secara tersiarat dapat disimpulkan terdapat pengaruh *Corporate*

Governance terhadap *Firm Value* melalui *Financial Performance*. Oleh karena itu maka dapat dirumuskan proposisi sebagai berikut:

H10: *Corporate Governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value* melalui *Financial Performance*.