

BAB II

TEORI PEMANGKU KEPENTINGAN, TEORI LEGITIMASI, DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Teori Pemangku Kepentingan

Teori pemangku kepentingan adalah teori yang menjelaskan hubungan antara perusahaan dengan semua pemangku kepentingannya. Definisi pemangku kepentingan adalah “semua grup atau individu yang mempengaruhi atau dipengaruhi atas pencapaian tujuan organisasi” (Freeman, 1984). Pemangku kepentingan dibagi menjadi dua, eksternal dan internal. Internal mencakup pemilik, karyawan, dan manajemen, sedangkan eksternal mencakup pemasok, pemerintah, konsumen, dan masyarakat. Teori ini didasari dengan asumsi bahwa perusahaan tidak hanya memaksimalkan nilai ke pemegang sahamnya, namun juga harus menimbang bagaimana aktivitas mereka berdampak terhadap pemangku kepentingan lainnya. Oleh karena itu, teori ini memandang perusahaan perlu menyeimbangkan kepentingan antar pemangku kepentingan, menciptakan nilai bagi semua pemangku kepentingan, dan tidak hanya memaksimalkan laba terhadap pemegang saham (Rankin *et al.*, 2022).

Teori pemangku kepentingan juga memiliki bagian atau perspektif yang mencabang. Teori pemangku kepentingan adalah teori *normative* pada akhirnya dan merupakan masalah moral dan etik, sedangkan bagaimana hasil dari perilaku manajemen merupakan bagian kecil dari teori pemangku kepentingan. Teori pemangku kepentingan tidak bisa dibedakan antara bagian moral dan sikap egoistik manajemen yang hanya memperhatikan penciptaan nilai finansial terhadap

pemegang saham (Rankin *et al.*, 2022). Teori pemangku kepentingan merupakan *framework* dimana perusahaan mencari solusi atau ide agar dapat berkooperasi antar pemangku kepentingan untuk menciptakan nilai bagi semua pemangku kepentingan melalui aktivitas perusahaan (Parmar *et al.*, 2010).

Teori pemangku kepentingan berperan penting dalam menjelaskan bagaimana emisi karbon dapat mempengaruhi perilaku perusahaan. Teori ini secara eksplisit mengatakan bahwa perusahaan harus memaksimalkan nilai kepada semua pemangku kepentingannya. Dalam konteks emisi karbon, perusahaan tidak hanya fokus terhadap pemaksimalan laba namun perlu memperhatikan dampak aktivitasnya. Jika tidak, ada beberapa risiko yang mungkin akan ditanggung perusahaan, seperti risiko litigasi dan regulasi. Jadi, teori pemangku kepentingan tidak hanya berbasis moral saja namun ada sisi egois dari perusahaan yang hanya melihat pemangku kepentingan sebagai instrumen untuk memaksimalkan laba.

2.2 Teori Legitimasi

Teori legitimasi adalah teori yang digunakan untuk menjelaskan hubungan antara perusahaan dengan masyarakat. Teori ini didasari dengan adanya kontrak sosial antara perusahaan dengan masyarakat. Perusahaan berinteraksi dengan masyarakat dan *framework* institusi sekitarnya. Kontrak sosial ini berisi ekspektasi secara eksplisit dan implisit bagaimana perusahaan seharusnya berperilaku agar dapat bertahan. Kontrak sosial tidak memerlukan kontrak secara tertulis namun, sebagai ekspektasi apa yang diharapkan masyarakat. Tetapi, kontrak ini juga bisa secara eksplisit seperti legislasi yang mengatur perusahaan mengenai lingkungan (Rankin *et al.*, 2022).

Dalam teori legitimasi, kontrak sosial ini yang memberikan justifikasi mengapa korporasi atau perusahaan dapat beroperasi dalam masyarakat. Secara singkat, perusahaan tidak dapat beroperasi tanpa izin atau kontrak sosial dari masyarakat. Perusahaan yang dimaksud dalam konteks ini adalah organisasi atau perkumpulan orang yang memiliki pengaruh dalam masyarakat. Masyarakat yang dimaksud dalam kontrak adalah masing-masing anggota dalam masyarakat bukan sebagai entitas tunggal masyarakat. Teori ini menjelaskan bahwa untuk perusahaan dapat beroperasi, masyarakat harus mendapat imbal balik lebih dari aktivitas perusahaan (Donaldson, 1982). Jika perusahaan tidak dapat menjustifikasi kegiatan mereka, maka masyarakat dapat membatalkan kontraknya. Yang berdampak ke perusahaan seperti, konsumen memilih produk lain, karyawan memilih perusahaan yang memiliki kondisi kerja lebih baik, atau investor menginvestasikan modalnya ke perusahaan lain.

Teori legitimasi berperan penting dalam menjelaskan mengapa perusahaan memberikan disklosur terhadap dampak aktivitas operasionalnya terhadap lingkungan. Perusahaan yang memiliki dampak negatif terhadap lingkungan dalam bentuk polusi ataupun limbah dapat terancam eksistensinya. Ketika terancam, perusahaan akan mencoba untuk melindungi “legitimasinya” agar dapat eksis dalam masyarakat.

2.3 Biaya Modal

Biaya modal adalah tingkat pengembalian yang diminta pemberi modal seperti kreditur, investor, atau pemilik (CFA Institute, 2022). Jika dilihat dari perspektif perusahaan, biaya modal adalah kos yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan

modal tersebut. Dalam hal pemberi pinjaman, kos ini adalah beban bunga yang ditanggung perusahaan. Biaya modal juga merupakan *opportunity cost* investor atau kreditur, pemberi modal tidak mungkin memberikan modalnya terhadap perusahaan yang memberikan *return* yang lebih rendah dengan profil risiko sama.

Jika profil risiko antar perusahaan berbeda maka biaya modal akan dipengaruhi berdasarkan besarnya risiko tersebut. Semakin tinggi risikonya, maka pemberi modal menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut. Sebaliknya risiko yang rendah akan memiliki biaya modal yang lebih rendah (Hartono, 2016). Dalam konteks keberlanjutan lingkungan, kinerja emisi karbon rendah dapat menjadi risiko bagi perusahaan. Ada tiga risiko utama yang dihadapi perusahaan. Yang pertama adalah perusahaan dengan kinerja emisi karbon rendah meningkatkan risiko litigasi dan peningkatan premi asuransi (Griffin *et al.*, 2012). Kedua, reputasi perusahaan yang menurun dapat menurunkan loyalitas pelanggan sehingga meningkatkan risiko arus kas (Sharfman & Fernando, 2008). Yang terakhir, regulasi pemerintah dapat mengganggu aktivitas operasional perusahaan.

Biaya modal juga dapat dipengaruhi oleh risiko inheren dari masing-masing instrumen keuangan yang mendasarinya. Pada dasarnya ada tiga sumber utama biaya modal yakni, utang, saham preferen, dan saham biasa. Ketiga instrumen kapital tersebut memiliki risiko dan mekanisme yang berbeda-beda sehingga secara umum memiliki tingkat pengembalian yang beda. Biaya modal utang muncul ketika ada bunga pada saat perusahaan menerbitkan obligasi atau utang ke bank. Biaya modal saham preferen adalah pembayaran terhadap pemilik saham preferen yang

biasanya tetap. Yang terakhir, pengembalian dari saham biasa secara umum paling berisiko karena mempunyai prioritas arus kas yang lebih rendah dibanding saham preferen dan utang. Pengembalian saham biasa umumnya dapat diukur dengan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) atau *Bond Yield Risk Premium* (BYPRP). CAPM merupakan metode untuk mengestimasi biaya modal ekuitas dengan mengasumsikan bahwa investor rasional mendiversifikasikan portofolionya sehingga investor hanya mendapat imbal balik jika menanggung risiko sistematis. BYPRP adalah estimasi biaya modal ekuitas dengan menambah biaya modal utang perusahaan dan *return* yang diminta investor atas tambahan risiko ekuitas relatif dengan utang (CFA Institute, 2022).

2.4 Emisi Karbon

Emisi karbon adalah total emisi gas rumah kaca yang disebabkan aktivitas manusia. Ada beberapa sumber jenis emisi karbon, *carbon dioxide* (CO₂), *methane* (CH₄), *nitrous oxide* (N₂O), *fluorinated gases*. Dari beberapa sumber emisi tersebut yang terbesar adalah karbon dioksida, sebesar 80% dari total emisi (EPA, 2025). Penyebab utama emisi karbon berasal dari perindustrian dan pembakaran bahan bakar fosil. Dalam laporan keberlanjutan perusahaan, emisi perusahaan dikonversikan sebagai ekuivalen terhadap karbon dioksida menggunakan *Global Warming Potential* (GWP). GWP menimbang risiko dari masing-masing sumber emisi karbon. Ini dikarenakan gas seperti *methane* 27-30 kali lebih tahan di atmosfer daripada karbon dioksida. Lalu, setelah dikonversikan akan ditotal dan disajikan dalam unit metrik ton CO₂.

2.5 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Trinks *et al.* (2017) menemukan adanya hubungan positif antara intensitas emisi gas rumah kaca perusahaan dengan biaya modal ekuitas perusahaan. Peneliti mengambil sampel dari 1.920 perusahaan publik pada periode 2002-2016. Untuk setiap unit intensitas emisi gas rumah kaca perusahaan, adanya biaya modal ekuitas perusahaan naik 15 basis poin.

Penelitian yang dilakukan oleh Arian & Sands (2024) meneliti pengaruh emisi karbon terhadap risiko *idiosyncratic* dan biaya modal perusahaan. Peneliti mengambil sampel dari perusahaan Australia pada periode 2007-2020. Analisis peneliti menunjukkan emisi karbon perusahaan memiliki risiko *idiosyncratic* yang lebih tinggi yang menyebabkan biaya modal ekuitas dan utang meningkat.

Penelitian yang dilakukan oleh Bui *et al.* (2019) meneliti hubungan antara emisi karbon, disklosur karbon, dan biaya modal ekuitas perusahaan. Peneliti mengambil sampel perusahaan dari 34 negara dan menemukan hubungan positif antara intensitas emisi karbon dengan biaya modal ekuitas perusahaan. Namun, adanya disklosur karbon memperlemah hubungan ini.

Penelitian yang dilakukan oleh El Ghoul *et al.* (2018) mengamati bagaimana kebijakan lingkungan perusahaan mempengaruhi biaya modal perusahaan manufaktur dari 30 negara. Peneliti menemukan bahwa perusahaan yang memiliki tanggung jawab lingkungan yang tinggi memiliki biaya modal yang rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Jiménez & Grima (2021) meneliti hubungan antara emisi karbon, disklosur lingkungan, jaminan laporan keberlanjutan, dan biaya modal ekuitas perusahaan. Peneliti mengambil sampel dari 30 negara

berkembang pada periode 2014-2019. Peneliti menemukan perusahaan dengan emisi karbon tinggi memiliki biaya modal ekuitas yang lebih tinggi menunjukkan hubungan positif. Perusahaan yang memiliki disklosur karbon tinggi dan menjamin laporan keberlanjutannya memiliki biaya modal ekuitas yang lebih rendah, menunjukkan hubungan negatif.

Selain dari penelitian-penelitian yang sudah disebutkan. Berikut merupakan daftar hasil penelitian terdahulu yang lebih lengkap:

Tabel 2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Objek	Hasil
1.	Trinks <i>et al.</i> (2017)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - Emisi Karbon Variabel Kontrol: - <i>Size</i> - <i>Leverage</i> - ROA - MTB - Beta - Perkembangan Penjualan	Perusahaan publik internasional sejumlah 1.920 perusahaan pada periode 2002-2016.	Tingkat emisi karbon perusahaan berhubungan positif dengan biaya modal perusahaan.
2.	Arian & Sands (2024)	Variabel Dependen: - Biaya modal - <i>Idiosyncratic risk</i> Variabel Independen: - Emisi karbon	Perusahaan publik Australia dengan observasi sejumlah	Emisi karbon berhubungan positif dengan <i>idiosyncratic risk</i> dan biaya

No.	Peneliti	Variabel	Objek	Hasil
		Variabel Kontrol: - Beta - ROA - MTB - <i>Size</i> - <i>Leverage</i> - PPE - <i>CAPEX</i> - <i>Growth</i>	1.016 pada periode 2007-2020.	modal perusahaan.
3.	Bui <i>et al.</i> (2019)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - Emisi arbon - Skor disklosur emisi karbon Variabel Kontrol: - Beta - <i>Leverage</i> - Profitabilitas - GDP - Perlindungan investor - Disklosur perusahaan	Perusahaan publik di 34 negara dengan jumlah observasi 4.655.	Emisi karbon berhubungan positif dengan biaya modal, namun dimoderasi dengan adanya disklosur emisi karbon.
4.	El Ghoul <i>et al.</i> (2018)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - <i>Corporate Environmental</i>	Perusahaan publik di 30 negara dengan jumlah	CER berhubungan positif dengan biaya modal.

No.	Peneliti	Variabel	Objek	Hasil
		<i>Responsibility</i> (CER) Variabel Kontrol: - RVAR - MTB - <i>Leverage</i> - Inflasi - <i>Size</i> - Estimasi eror bias - DISP - LGDPC	observasi 7.122 pada periode 2002-2011.	
5.	Jiménez & Grima (2021)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - Emisi karbon Variabel Kontrol: - Beta - MTB - ROA - <i>Size</i>	Perusahaan publik di 30 negara berkembang dengan jumlah observasi 5.328 pada periode 2014-2019.	Tingkat emisi karbon berhubungan positif dengan biaya modal perusahaan.
6.	Li <i>et al.</i> (2014)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - Emisi karbon Variabel Kontrol - <i>Size</i> - Beta	Perusahaan publik di Australia dengan jumlah observasi 1.050 pada	Tingkat emisi karbon berhubungan positif dengan biaya modal utang, namun tidak

No.	Peneliti	Variabel	Objek	Hasil
		- <i>Leverage</i> - MTB	periode 2006-2010	berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas.
7.	Sharfman & Fernando (2008)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: - Manajemen risiko lingkungan Variabel Kontrol: - <i>Size</i> - <i>Leverage</i> - Industri	Perusahaan publik di Amerika Serikat dengan jumlah sampel 267 pada periode 2001-2002.	Manajemen risiko lingkungan memiliki hubungan negatif dengan biaya modal perusahaan.
8.	Zhang (2025)	Variabel Dependen: - Biaya modal Variabel Independen: Variabel Kontrol: - <i>Size</i> - MTB - Beta - <i>Idiosyncratic risk</i>	Perusahaan publik di Australia dengan jumlah observasi 15.518 pada periode 2002-2013.	Tingkat emisi karbon berhubungan positif dengan biaya modal perusahaan.

2.6 Pengembangan Hipotesis

Dalam kegiatan operasionalnya, perusahaan perlu mengetahui dampak dari aktivitas mereka terhadap pemangku kepentingan. Dari berbagai pemangku kepentingan yang ada, perusahaan perlu menimbang dan memaksimalkan nilai bagi

semua pemangku kepentingan. Tidak hanya nilai finansial, perusahaan juga perlu memperhatikan dampak dari sisi non-finansial, seperti emisi karbon yang diciptakan. Kinerja karbon perusahaan yang rendah dapat menurunkan nilai bagi beberapa pemangku kepentingan, khususnya masyarakat sekitar dan pemerintah (Rankin *et al.*, 2022). Dilihat dari perspektif pemegang saham, perusahaan yang tidak dapat mengoptimalkan nilai bagi berbagai pemangku kepentingan merupakan risiko karena sumber daya perusahaan terbagi dalam berbagai pemangku kepentingan. Kinerja karbon yang rendah dapat menyebabkan polusi bagi masyarakat sekitar dan berisiko adanya gugatan. Pemerintah juga dapat memberikan peringatan, denda, atau pencabutan izin. Semua hal tersebut bagi pemegang saham meningkatkan risiko dan investor “menghukum” perusahaan dengan menaikkan ekspektasi tingkat *return* dari perusahaan.

Dalam teori legitimasi, dijelaskan bahwa perusahaan tidak dapat eksis tanpa adanya “kontrak sosial”. Kontrak sosial ini sering digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan mengungkapkan informasi keberlanjutan. Ini dikarenakan perusahaan tidak dapat bertahan tanpa adanya kontrak sosial. Perusahaan dapat beroperasi karena masyarakat mengizinkannya dalam bentuk kontrak sosial. Dalam menjelaskan mengapa perusahaan mengungkapkan informasi keberlanjutan, dalam kontrak sosial, perusahaan perlu menunjukkan bahwa apa yang dilakukan perusahaan sesuai dengan ekspektasi masyarakat (Rankin *et al.*, 2022).

Perusahaan yang “hijau” menarik investor yang melakukan *eco investing*. *Eco investing* adalah investasi yang fokus terhadap perusahaan yang bertanggung jawab terhadap lingkungannya atau memiliki kinerja lingkungan tinggi. Perusahaan yang

memiliki kinerja lingkungan yang baik memiliki lebih banyak investor dibanding perusahaan yang kinerja lingkungannya buruk. Maka perusahaan dengan kinerja lingkungan yang buruk akan memiliki biaya modal yang lebih tinggi karena investor yang mau membeli sahamnya lebih sedikit (Sharfman & Fernando, 2008).

Peneliti menghipotesiskan bahwa intensitas emisi karbon berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas perusahaan. Perusahaan yang “hijau” memiliki eksposur risiko yang lebih rendah, ini dikarenakan perusahaan yang mengelola lingkungannya dengan baik mengurangi risiko litigasi (Sharfman & Fernando, 2008). Perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik juga dapat menghindari ketidakpastian regulasi dari pemerintah yang dapat mengganggu aktivitas operasional (Arian & Sands, 2024). Meningkatnya risiko dan ketidakpastian membuat investor lebih enggan untuk berinvestasi dan akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk menyeimbangkan antara *return* dan *risk*.

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu yang sdah dibahas sebelumnya maka hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H₁ Intensitas emisi karbon berpengaruh positif dengan CAPM