

**AFILIASI:**

<sup>1,2</sup> Prodi Akuntansi Fakultas Ekonomi,  
Universitas Islam Kadiri

**\*KORSPONDENSI:**

[ajengsonya30@gmail.com](mailto:ajengsonya30@gmail.com)

**THIS ARTICLE IS AVAILABLE IN:** <https://e-journal.umc.ac.id/index.php/JPK>

**DOI:** [10.32534/jpk.v12i1.6944](https://doi.org/10.32534/jpk.v12i1.6944)

**CITATION:**

Pengaruh Corporate Sustainability Performance Terhadap Nilai Perusahaan dengan Stakeholder Pressure Sebagai Pemediasi. *Jurnal Proaksi*, 12(1), 76–93. <https://doi.org/10.32534/jpk.v12i1.6944>

**Riwayat Artikel :**

**Artikel Masuk:**  
20 Januari 2025

**Di Review:**

3 Maret 2025

**Diterima:**

17 Maret 2025

## Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

Sonya Ajeng Wahyu Nastiti<sup>1\*</sup>, Miladiah Kusumaningarti<sup>2</sup>

**Abstrak**

**Tujuan Utama** – Tujuan penelitian ini yaitu untuk menganalisis pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap nilai perusahaan dengan *stakeholder pressure* sebagai pemediasi.

**Metode** – Metode penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021–2023. Sampel penelitian dipilih dengan metode *purposive sampling*, menghasilkan 37 perusahaan dengan total 111 data. Data dianalisis dengan analisis jalur (*path analysis*) menggunakan *software* IBM SPSS 25.

**Temuan Utama** - Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* dan *return* saham tidak memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap nilai perusahaan.

**Implikasi Teori dan Kebijakan** - Penelitian ini memperkuat teori *stakeholder* dengan menekankan pentingnya CSP dalam menciptakan nilai bagi seluruh pihak yang berkepentingan. Secara praktis, perusahaan disarankan untuk lebih aktif mengintegrasikan prinsip keberlanjutan guna memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

**Kebaruan Penelitian** – Penelitian ini mengangkat variabel *stakeholder pressure* sebagai variabel mediasi dalam pengaruh CSP terhadap nilai perusahaan, yang merupakan hal baru dan belum pernah diteliti sebelumnya.

**Kata Kunci** : *Corporate Sustainability Performance*, *Dividend Payout Ratio*, Nilai Perusahaan, *Return Saham*, *Stakeholder Pressure*

**Abstract**

**Main Purpose** - The purpose of this study is to analyze the effect of *Corporate Sustainability Performance* (CSP) on firm value with *stakeholder pressure* as a mediating variable.

**Method** - This research method uses a quantitative approach. Using secondary data in the form of annual reports of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for 2021-2023. The research sample was selected using *purposive sampling* method, resulting in 37 companies with a total of 111 data. The data was analyzed by *path analysis* using IBM SPSS 25 software.

**Main Findings** - The results of this study indicate that the *dividend payout ratio* and *stock returns* do not mediate the effect of *Corporate Sustainability Performance* (CSP) on firm value.

**Theory and Practical Implications** - This study strengthens *stakeholder* theory by emphasizing the importance of CSP in creating value for all interested parties. Practically, companies are advised to more actively integrate sustainability principles to meet *stakeholder* expectations to increase firm value.

**Novelty** - This study raises the *stakeholder pressure* variable as a mediating variable in the influence of CSP on firm value, which is new and has never been studied before.

**Keywords** : *Corporate Sustainability Performance*, *Dividend Payout Ratio*, Nilai Perusahaan, *Return Saham*, *Stakeholder Pressure*

## **PENDAHULUAN**

Dalam persaingan bisnis saat ini, suatu perusahaan bukan hanya bertujuan menghasilkan keuntungan ekonomi melainkan dituntut untuk memaksimalkan ketercukupan investor, melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah salah satu faktor penting bagi investor, karena dengan meningkatnya harga saham mengakibatkan nilai perusahaan juga meningkat dan dapat menarik minat investor untuk berinvestasi (Sumarno et al., 2023). Perusahaan dengan nilai perusahaan yang baik mampu meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kinerjanya, baik sekarang maupun di masa depan. Kepercayaan publik mendorong perusahaan agar terus berusaha memaksimalkan dan meningkatkan nilai perusahaannya. Informasi keuangan yang tercermin dalam nilai perusahaan berfungsi sebagai acuan dan sinyal penting bagi para pemangku kepentingan, terutama para investor, untuk berinvestasi (Vivianita et al., 2023). Namun, ada pandangan lain yang seharusnya menjadi fokus investor pada saat ini, yaitu investor dan pemegang saham juga harus mempertimbangkan kontribusi perusahaan terhadap keberlanjutan lingkungan (*environmental*), sosial (*social*) dan tata kelola (*governance*).

Pengungkapan perusahaan yang baik memiliki peran untuk mengurangi dampak kerusakan lingkungan yang disebabkan oleh suatu aktivitas perusahaan. Maka dari itu, perusahaan perlu mengimplementasikan *Corporate Sustainability Performance* (CSP), hal ini merupakan upaya perusahaan dalam memenuhi tanggung jawab Lingkungan (*Environmental*), Sosial (*Social*) dan Tata Kelola (*Governance*), serta menjadi acuan bagi perusahaan untuk menunjukkan kepedulian terhadap isu terkini dengan mempertimbangkan prinsip pembangunan berkelanjutan. Penelitian ini memproksikan *Corporate Sustainability Performance* (CSP) dengan *ESG Score*. Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia telah bermitra dengan lembaga penilai ESG, yaitu *Morningstar Sustainalytics*, untuk melakukan evaluasi ESG terhadap perusahaan yang terdaftar di BEI. Dari total 13.804 perusahaan go public yang melakukan pengungkapan ESG, hanya 80 perusahaan Indonesia yang sudah melakukan pengungkapan (Sustainalytics, 2025). Secara prinsip, pengungkapan ESG merupakan kewajiban bagi perusahaan sebagaimana diatur dalam peraturan dan Undang-Undang (UU) yang dikeluarkan oleh pemerintah. Diantaranya adalah Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, khususnya Pasal 74 Ayat (1), yang mewajibkan perusahaan yang bergerak di bidang atau berkaitan dengan sumber daya alam untuk menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan (TJSL). Kewajiban ini harus dianggarkan sebagai biaya perusahaan sebagaimana disebutkan dalam Ayat (2), dan jika tidak dilaksanakan, perusahaan dapat dikenai sanksi sesuai dengan ketentuan peraturan yang berlaku sebagaimana diatur dalam Ayat (3) (Presiden, 2007b). Selain itu, Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal, khususnya Pasal 15 Huruf (b), menegaskan bahwa setiap investor wajib menjalankan tanggung jawab sosial perusahaan. Jika kewajiban ini tidak dipenuhi, maka sesuai dengan Pasal 34 Ayat (1), perusahaan dapat dikenakan sanksi administratif, mulai dari peringatan tertulis hingga pencabutan izin usaha dan fasilitas penanaman modal (Presiden, 2007a).

Selanjutnya, Undang-Undang No. 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup (UU PPLH) dalam Pasal 68 mewajibkan setiap pelaku usaha untuk menyediakan sarana pencegahan pencemaran lingkungan, mengelola limbah, serta menjamin keselamatan lingkungan hidup. Jika terjadi pelanggaran, Pasal 97 Ayat (1) mengatur sanksi berupa pidana penjara hingga tiga tahun dan denda maksimal tiga miliar rupiah bagi pihak yang karena kelalaiannya menyebabkan pencemaran lingkungan (Presiden, 2009). Selain itu, Peraturan Pemerintah No. 47 Tahun 2012 menegaskan bahwa perseroan yang berhubungan dengan sumber daya alam wajib melaksanakan TJSL, sebagaimana diatur dalam Pasal 2 Ayat (1). Kewajiban ini harus dianggarkan dalam biaya perusahaan (Pasal 3) dan pelanggaran terhadap aturan ini akan dikenai sanksi sebagaimana disebutkan dalam Pasal 10 (Presiden, 2012).

### Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti

#### Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

Lebih lanjut, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga mengatur penerapan keuangan berkelanjutan melalui POJK No. 51/POJK.03/2017. Pasal 2 Ayat (1) mewajibkan Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik untuk menerapkan prinsip keuangan berkelanjutan dalam kegiatan usaha mereka. Selain itu, berdasarkan Pasal 4 Ayat (1), setiap perusahaan wajib menyusun Rencana Aksi Keuangan Berkelanjutan (RAKB) dan melaporkannya kepada OJK. Tidak hanya itu, dalam Pasal 10 juga ditegaskan bahwa perusahaan harus menyampaikan laporan keberlanjutan sebagai bagian dari laporan tahunan mereka. Dengan adanya berbagai regulasi ini, diharapkan perusahaan dapat menjalankan usahanya secara bertanggung jawab dengan memperhatikan dampak sosial dan lingkungan (OJK, 2017). Bentuk implementasi dari peraturan perundangan tersebut harus diungkapkan kepada stakeholder dengan mengungkapkannya dalam laporan.

ESG Score menggambarkan suatu kinerja perusahaan dalam mengelola isu-isu terkait lingkungan (*environmental*), sosial (*social*) dan tata kelola (*governance*) yang sesuai dengan ekspektasi *stakeholder*. Penerapan ESG pada perusahaan akan dapat meminimalisir terjadinya asimetri informasi dan konflik dengan pemangku kepentingan. Hal ini selaras dengan teori sinyal, yang menjelaskan bahwasannya ESG mampu menciptakan sinyal positif untuk para investor dikarenakan perusahaan bukan hanya fokus pada meningkatkan keuntungan yang akan didapatkan oleh investor tetapi juga perusahaan melaksanakan kegiatan yang berfokus pada lingkungan (*environmental*), sosial (*social*) dan tata kelola (*governance*). Kegiatan tersebut menghasilkan sinyal positif yang dapat menaikkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi di perusahaan. Dengan bertambahnya jumlah investor yang membeli saham, nilai perusahaan pun akan mengalami peningkatan.

Investor sebagai *stakeholder* juga perlu mempertimbangkan kebijakan dividen dalam berinvestasi selain mempertimbangkan pengungkapan aktivitas ESG yang dilakukan oleh perusahaan. Saat melakukan investasi, investor tentu berharap mendapatkan imbal hasil dari dana yang telah diinvestasikan, baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain* (Qodary & Tambun, 2021). *Stakeholder* memberlakukan suatu kebijakan yang berupa tekanan kepada perusahaan untuk menjalankan kegiatan bisnis secara bertanggung jawab. Tekanan ini dikenal dengan sebutan *stakeholder pressure*. *Stakeholder pressure* pada penelitian ini diukur dengan dua proksi, yaitu *dividend payout ratio* dan *return* saham. Dividen mencerminkan pembagian keuntungan perusahaan kepada para pemegang saham. Perusahaan yang menerapkan pedoman pembagian dividen secara konsisten dan teratur dapat memberikan dampak positif, yang pada akhirnya memengaruhi pandangan investor terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, *return* saham mencerminkan imbal hasil yang diterima oleh investor dari kenaikan harga saham maupun pembagian dividen, yang dapat merefleksikan ekspektasi pasar terhadap prospek perusahaan. Perusahaan dengan *return* saham yang tinggi dan stabil cenderung lebih menarik bagi investor jangka panjang. Ketika perusahaan memiliki reputasi yang baik untuk memberikan *return* saham yang tinggi, nilai perusahaan cenderung meningkat seiring dengan meningkatnya minat dari investor jangka panjang.

Penelitian sebelumnya masih pada pengujian : 1) pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan (Hasna et al., 2024); (Widiyanto & Dwi Astuti, 2024), 2) pengaruh ESG terhadap *return* saham (Tjun et al., 2024); (Maulana et al., 2023), 3) pengaruh ESG terhadap *dividend payout ratio* (Hasna et al., 2024); (Filman & Rahmayanti, 2024), 4) pengaruh *stakeholder pressure* dengan proksi *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan (Citra et al., 2020); (Nguyen et al., 2021), dan masih memberikan bukti yang belum konsisten. Masih belum banyak penelitian yang menguji peran mediasi *stakeholder pressure* yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* dan *return* saham dalam pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) yang diprosikan dengan ESG Score terhadap nilai perusahaan. Celah inilah yang menjadi area penelitian ini sebagai originalitas. *Dividend payout ratio* digunakan sebagai proksi *stakeholder pressure* dikarenakan mendapatkan dividen secara konsisten setiap periodik adalah motivasi investor besar berinvestasi ke perusahaan dalam durasi jangka panjang, sebagai bentuk ekspektasi *return* investor jangka panjang dengan modal besar. Dengan demikian kemampuan

manajemen membayarkan dividen adalah wujud *pressure* dari investor berkapitalisasi besar dengan periode investasi jangka panjang. Semakin baik kinerja ESG, semakin mampu perusahaan membayar dividen (Filman & Rahmayanti, 2024) dan semakin mampu membayar dividen semakin naik nilai perusahaan (Nguyen et al., 2021). Sedangkan *return* saham merupakan selisih perbedaan harga saham, apabila harga jual lebih tinggi maka keuntungan tersebut disebut dengan *capital gain*, demikian sebaliknya disebut *capital loss*. Keuntungan dari perubahan harga saham ini (*capital gain*), merupakan ekspektasi *return* investasi investor jangka pendek yang memang orientasinya mengejar keuntungan ini. Harga saham akan naik, ketika perusahaan memiliki kinerja ESG yang baik, selain kinerja keuangan. Penelitian yang dilakukan oleh (Tjun et al., 2024) dan (Maulana et al., 2023) membuktikan bahwa ESG berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengujian ini penting dilakukan karena kinerja ESG, mengacu pada teori *stakeholders* (Freeman, 1984) merupakan bentuk keadilan pemenuhan perusahaan terhadap kepentingan seluruh *stakeholders* perusahaan, tidak semata kepentingan manajemen sendiri dan pemegang saham. Kinerja ESG merepresentasikan kepedulian perusahaan terhadap permasalahan lingkungan, masalah sosial dan dijalankannya sistem tata kelola perusahaan yang baik. Dengan kinerja ESG maka reputasi perusahaan akan naik, hal ini akan mendorong kenaikan kinerja keuangan yang meningkatkan kemampuan perusahaan membayar dividen sebagai wujud pemenuhan kesejahteraan *shareholders* (Filman & Rahmayanti, 2024). Sejalan dengan teori sinyal (Spence, 1973) bahwa reputasi kinerja ESG dan pembayaran dividen membuat harga saham akan naik, karena bentuk sinyal informasi dari manajemen melalui informasi laporan keuangan (kinerja dan dividen) dan melalui laporan keberlanjutan, terlebih investor sekarang tidak sebatas menyandarkan diri pada analisis fundamental kinerja keuangan saja tetapi juga terhadap kinerja keberlanjutan yang tercermin dalam ESG score. Citra positif ini akan memacu investor jangka pendek yang hanya mengejar *capital gain* untuk berinvestasi, yang berujung pada naiknya *return* saham (Lusmeida & Sudardja, 2024). Ketika perusahaan memiliki reputasi yang baik dalam memberikan dividen dan *return* saham, membuat nilai perusahaan meningkat.

Penelitian ini memiliki tujuan menganalisis pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap nilai perusahaan dengan *dividend payout ratio* sebagai pemediasi dan pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap nilai perusahaan dengan *return* saham sebagai pemediasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2023.

## KAJIAN PUSTAKA

### Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder Theory*)

*Stakeholder theory* dipopulerkan oleh (Freeman, 1984) digunakan sebagai mana perangkat manajerial. Teori ini menjelaskan bahwasannya perusahaan tidak semata-mata memenuhi kepentingan dan perusahaan dalam memaksimalkan *profit*, tetapi perusahaan juga harus memperhatikan kesejahteraan dari para *stakeholders* melalui pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Teori pemangku kepentingan memiliki keterkaitan yang erat dalam penelitian tentang pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap nilai perusahaan dengan *stakeholder pressure* sebagai pemediasi. Teori ini menekankan tentang pentingnya mempertimbangkan kepentingan dari berbagai pemangku kepentingan seperti pelanggan, pemasok, kreditor, *shareholder*, pemerintah dan masyarakat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Bentuk implementasi CSP melalui pengungkapan ESG Score dapat dipandang sebagai respon perusahaan terhadap ekspektasi dari para *stakeholder*. ESG Score adalah salah satu bentuk tanggung jawab perusahaan untuk memenuhi kebutuhan informasi para *stakeholders* mengenai tanggung jawab lingkungan, sosial dan tata kelola. ESG Score mengindikasikan tingkat keberlangsungan perusahaan (Xaviera & Rahman, 2023). Sebagai contoh, perusahaan yang aktif dalam kegiatan sosial dan lingkungan cenderung lebih memperhatikan kepentingan masyarakat dan lingkungan, yang akhirnya akan meningkatkan nilai

perusahaan. Begitu pula dengan tekanan dari *stakeholder*, dimana perusahaan dengan pengembalian investasi jangka panjang dan investasi jangka pendek yang akhirnya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh CSP terhadap nilai perusahaan dengan *stakeholder pressure* sebagai pemediasi dapat dipahami sebagai upaya perusahaan untuk memenuhi ekspektasi dan kepentingan dari para pemangku kepentingan sesuai dengan prinsip *stakeholder theory*.

### **Teori Sinyal (*Signalling Theory*)**

Teori sinyal pertama kali diungkapkan oleh (Spence, 1973) yaitu menjelaskan bagaimana pihak pemberi sinyal memberikan informasi kepada penerima sinyal untuk mengurangi terjadinya asimetri informasi. meningkatkan nilai perusahaan. Teori sinyal yang digunakan dalam penelitian ini berlandaskan pada pandangan bahwa perusahaan bertindak sebagai pengirim sinyal atau informasi mengenai pengungkapan ESG kepada pihak eksternal, seperti investor. Investor kemudian merespons sinyal tersebut dengan mengambil keputusan investasi, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Sinyal ini semakin kuat apabila perusahaan memiliki dividen dan return saham yang baik, sehingga menarik minat investor untuk berinvestasi dan meningkatkan nilai perusahaan.

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan adalah sebuah konsep yang merefleksikan persepsi terhadap kualitas atau kesuksesan suatu perusahaan, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk nilai sahamnya. Menurut (Athori & Kusuma, 2023), nilai perusahaan dapat dimaknai sebagai harga yang diberikan oleh pasar untuk perusahaan. Memaksimalkan nilai sebuah perusahaan memiliki peranan yang penting dilakukan untuk keberlangsungan sebuah perusahaan (Luayyi et al., 2023). Menurut (Widiantari et al., 2024), ketika harga saham naik, nilai perusahaan turut meningkat. Kondisi ini dapat memperkuat kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan serta peluang keberlanjutannya di masa depan. Cara yang digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah dengan menggunakan rumus Tobin's Q.

### ***Corporate Sustainability Performance***

*Corporate Sustainability Performance (CSP)* adalah suatu konsep yang mengukur kinerja perusahaan dalam melaksanakan tanggung jawab sosialnya. Persaingan ketat di era revolusi industri menuntut perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya guna mempertahankan eksistensi. Kemampuan perusahaan untuk bersaing sangat ditentukan oleh kinerjanya, terutama dalam hal *Financial Performance* dan *Sustainability Performance*. CSP penting bagi perusahaan karena dapat meningkatkan reputasi, memberikan nilai tambah, dan menjadi sumber penciptaan nilai bagi perusahaan (Luthfi Iznillah et al., 2024). CSP mencakup berbagai aspek seperti dampak sosial, lingkungan dan ekonomi dari suatu perusahaan. Menurut (Wood, 1991), *Corporate Sustainability Performance (CSP)* adalah strategi bisnis yang berfokus pada komitmen terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. CSP meliputi berbagai proses, mulai dari *respons* sosial, kebijakan, hingga program dan hasil yang dapat diamati dalam hubungan sosial perusahaan. Perusahaan dengan CSP yang tinggi cenderung mendapatkan kepercayaan yang lebih besar dari para pemangku kepentingan, karena mereka percaya bahwa kinerja sosial yang baik mencerminkan potensi kinerja perusahaan yang lebih unggul. Hal ini pada akhirnya memberikan hasil positif terhadap imbal hasil investasi yang dilakukan oleh para pemangku kepentingan (Indalisti et al., 2024). *Corporate Sustainability Performance (CSP)* dapat diukur dengan *ESG Score*.

### ***Stakeholder Pressure***

*Stakeholder pressure* merupakan tekanan yang diberikan oleh berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholder*) terhadap suatu perusahaan. *Stakeholder pressure* diartikan sebagai

kemampuan pemangku kepentingan untuk mempengaruhi perusahaan dalam proses pengambilan keputusan (Sari et al., 2022). Menurut (Ruhayat et al., 2022) ada empat jenis pemangku kepentingan (*stakeholders*) yaitu pelanggan, pemasok, kreditor, *shareholder*, pemerintah dan masyarakat. Dalam penelitian ini berfokus pada tekanan investor yaitu tekanan atas pengembalian investasi, yaitu investasi jangka panjang dan jangka pendek. Pengembalian atas investasi jangka panjang berupa dividen dan pengembalian atas investasi jangka pendek berupa *capital gain*. *Stakeholder pressure* dapat diukur dengan *dividend payout ratio* dan *return* saham.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### ***Stakeholder Pressure* Memediasi *Corporate Sustainability Performance* dan Nilai Perusahaan**

ESG Score yang tinggi mencerminkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis yang bertanggung jawab dalam aspek lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata kelola (*governance*). Perusahaan dengan ESG yang baik cenderung memiliki risiko bisnis yang lebih rendah, akses pendanaan yang lebih mudah, serta reputasi yang lebih baik di mata investor dan masyarakat. Hal ini menunjukkan bahwa semakin baik kinerja ESG maka semakin meningkat pula kepercayaan investor terhadap stabilitas dan prospek perusahaan, sehingga mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan (Widiyanto & Dwi Astuti, 2024); (Melinda & Wardhani, 2020); (Hasna et al., 2024).

Namun, hubungan ini dimediasi oleh *stakeholder pressure*, yang dalam penelitian ini diprosikan dengan *dividend payout ratio*. Pemangku kepentingan seperti investor, regulator, dan masyarakat sering kali memberikan tekanan kepada perusahaan untuk tidak hanya fokus pada profitabilitas, tetapi juga pada keberlanjutan jangka panjang. Salah satu cara perusahaan merespons tekanan tersebut adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio* sebagai bentuk kepastian dan komitmen terhadap pemegang saham. *Dividend payout ratio* yang lebih tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang sehat dan dapat diandalkan untuk membagikan keuntungan secara konsisten. Dengan demikian, tekanan dari pemangku kepentingan berperan sebagai faktor yang menghubungkan ESG Score dengan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen yang lebih tinggi.

Teori pemangku kepentingan menekankan bahwa perusahaan harus mempertimbangkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan, tidak hanya pemegang saham, tetapi juga pelanggan, karyawan, komunitas, dan regulator. Dengan menerapkan praktik keberlanjutan yang baik, perusahaan dapat meningkatkan hubungan dengan pemangku kepentingan, mengurangi risiko bisnis, dan memperkuat nilai perusahaan. Sementara itu, teori sinyal menjelaskan bagaimana informasi yang diberikan perusahaan dapat memengaruhi keputusan investor. Dalam konteks ini, *dividend payout ratio* yang tinggi dapat berfungsi sebagai sinyal positif bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang stabil dan memiliki prospek jangka panjang yang baik. Sejalan dengan teori sinyal (Spence, 1973) ESG Score yang tinggi memberikan sinyal bahwa perusahaan berkomitmen terhadap keberlanjutan sementara *dividend payout ratio* yang tinggi memperkuat sinyal tersebut dengan menunjukkan stabilitas keuangan, investor merepresentasikan perusahaan akan mampu membayarkan dividen dan yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga penelitian ini membangun hipotesis semakin tinggi kinerja ESG, semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen.

**H<sub>1a</sub> : *Dividend Payout Ratio* memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan**

ESG Score mencerminkan komitmen perusahaan terhadap prinsip-prinsip keberlanjutan, yang mencakup aspek lingkungan (*Environmental*), sosial (*Social*), dan tata kelola (*Governance*). Perusahaan dengan ESG yang baik cenderung lebih menarik bagi investor karena dianggap memiliki tata kelola yang lebih kuat, manajemen risiko yang lebih baik, dan prospek bisnis yang lebih berkelanjutan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin baik kinerja ESG, juga akan mempengaruhi peningkatan kepercayaan investor, nilai perusahaan juga cenderung mengalami peningkatan, baik melalui kenaikan harga saham maupun penurunan risiko (Tjun et al., 2024); (Maulana et al., 2023).

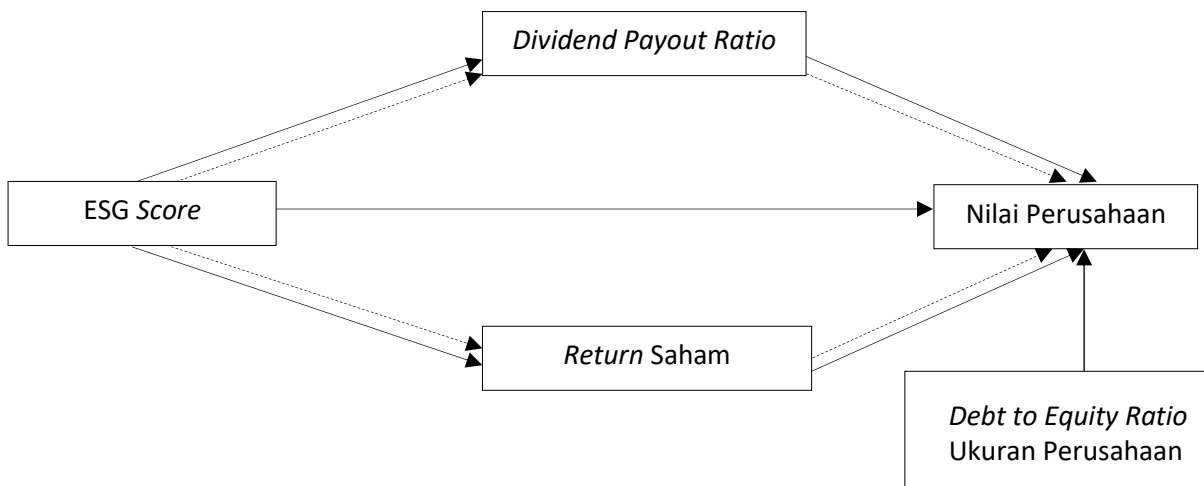
Namun, hubungan ini dimediasi oleh *stakeholder pressure*, yang dalam penelitian ini diprosikan dengan *return* saham. Tekanan dari pemangku kepentingan, seperti investor institusional, regulator, dan masyarakat, mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan mengadopsi praktik ESG guna menjaga citra serta keberlanjutan bisnis. ESG yang baik dapat memengaruhi sentimen pasar, sehingga menciptakan persepsi positif terhadap perusahaan yang tercermin dalam stabilitas atau peningkatan *return* saham. *Return* saham yang lebih tinggi dapat menarik lebih banyak investor dan meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan demikian, tekanan dari pemangku kepentingan berperan sebagai faktor yang menghubungkan ESG Score dengan nilai perusahaan melalui pergerakan *return* saham.

Teori pemangku kepentingan menekankan bahwa perusahaan perlu memperhitungkan kepentingan berbagai pihak, seperti investor, pelanggan, regulator, dan masyarakat luas, guna menciptakan nilai berkelanjutan dalam jangka panjang. Perusahaan yang memperhatikan keberlanjutan tidak mendapatkan legitimasi sosial tetapi juga lebih dihargai oleh pasar. Sementara itu, teori sinyal menjelaskan bagaimana informasi yang diberikan oleh perusahaan dapat memengaruhi keputusan investor. Sejalan dengan teori sinyal (Spence, 1973), Skor ESG yang tinggi mengindikasikan kepada investor bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik serta kemampuan untuk bertahan dan berkembang dalam jangka panjang. *Return* saham yang positif kemudian memperkuat sinyal tersebut dengan menunjukkan bahwa pasar merespons ESG secara positif, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, semakin tinggi ESG Score mencerminkan kualitas fundamental perusahaan, sementara *return* saham sebagai bentuk tekanan pemangku kepentingan memperkuat keyakinan pasar, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga penelitian ini membangun hipotesis semakin tinggi kinerja ESG, semakin tinggi pula citra perusahaan yang akan memacu investor untuk berinvestasi yang berujung pada naiknya *return* saham.

**H<sub>1b</sub> : *Return* Saham memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan**

### Kerangka Pemikiran

Mengacu pada hipotesis yang telah diuraikan, peneliti menggambarkan kerangka pemikiran yang digunakan seperti yang disajikan pada Gambar 1.



**Gambar 1. Kerangka Pemikiran**

Sumber : Data diolah, 2024

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan mempergunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan meliputi laporan tahunan (*annual report*) dan *ESG Score* yang dikumpulkan melalui metode dokumentasi. Laporan tahunan bisa diakses melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) di ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) atau melalui situs web tiap perusahaan. Sedangkan data *ESG Score* dapat diperoleh melalui *website* ([www.sustainalytics.com](http://www.sustainalytics.com)). Populasi penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dengan berdasar pada kriteria yang tercantum dalam tabel 1 berikut:

**Tabel 1. Kriteria Sampel**

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2021-2023	468
2	Perusahaan manufaktur yang tidak menyediakan laporan tahunan ( <i>annual report</i> ) secara lengkap dan tidak memiliki skor ESG yang diterbitkan oleh <i>Morningstar Sustainalytics</i> dalam periode 2021-2023	(421)
3	Perusahaan manufaktur yang tidak menggunakan mata uang rupiah	10
	Jumlah sampel akhir	37
	Jumlah sampel penelitian 37 x 3	111

Sumber : Data diolah, 2024

Dari kriteria sampel pada tabel tersebut, mendapat sampel sebanyak 111 data. Adapun variable independen yang digunakan yaitu *Corporate Sustainability Performance* (CSP) yang diproksikan dengan *ESG Score* dan variable dependen yaitu nilai perusahaan. Variable mediasi berupa *Stakeholder Pressure* yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Return Saham* (RS). serta variabel kontrol yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) dan Ukuran Perusahaan (SIZE).

**Tabel 2. Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Pengukuran	Sumber
Nilai Perusahaan	$Tobin's Q = \frac{Total\ Total\ Market\ Value + Total\ Book\ Value\ of\ Liabilities}{Total\ Book\ Value\ of\ Asset}$	(Xaviera & Rahman, 2023)
<i>Environmental, Social, Governance</i> (ESG) Score	<i>ESG Score = ESG Risk Rating</i> Diperoleh dari Morningstar Sustainalytics yang telah bekerja sama dengan Bursa Efek Indonesia	(Yoewono, 2024)
<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$DPR = \frac{Dividend\ Per\ Share\ (DPS)}{Earnings\ Per\ Share\ (EPS)}$	(Wira Raspati & Welas, 2021)
<i>Return Saham</i> (RS)	$RS = \frac{Pt - Pt - 1}{Pt - 1}$	(Purnomo, 2023)
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	$DER = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Equity}$	(Hendry et al., 2022)
Ukuran Perusahaan (SIZE)	<i>Ukuran Perusahaan = Ln(Total Asset)</i>	(Christina et al., 2024)

Sumber : Data diolah, 2024



**Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti**

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

Laporan keuangan tahunan kemudian diolah untuk memperoleh data variabel dengan ukuran sebagaimana disebutkan pada tabel 2. Sebelum menguji hipotesis, dilakukan terlebih dahulu beberapa uji, seperti uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dan analisis jalur (path analysis), yang melibatkan aplikasi statistik IBM SPSS 25. Untuk pengujian hipotesis, model persamaan regresi disusun sebagai berikut:

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), seperti yang ditunjukkan pada persamaan 1 berikut ini :

$$DPR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1CSP_{i,t} + \beta_2DER_{i,t} + \beta_3SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Persamaan 1)}$$

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap *Return Saham* (RS), seperti yang ditunjukkan pada persamaan 2 berikut ini :

$$RS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1CSP_{i,t} + \beta_2DER_{i,t} + \beta_3SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Persamaan 2)}$$

Peran mediasi *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin’s Q), seperti yang ditunjukkan pada persamaan 3 berikut ini:

$$Tobin's Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1CSP_{i,t} + \beta_2DER_{i,t} + \beta_3SIZE_{i,t} + \beta_4DPR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Persamaan 3)}$$

Peran mediasi *Return Saham* (RS) terhadap Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin’s Q), seperti yang ditunjukkan pada persamaan 4 berikut ini:

$$Tobin's Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1CSP_{i,t} + \beta_2DER_{i,t} + \beta_3SIZE_{i,t} + \beta_4RS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Persamaan 4)}$$

Kriteria dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut : (1) H<sub>1a</sub> yang menyatakan bahwa “*Dividend payout ratio* memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan” diterima jika koefisien pengaruh tidak langsung (CSP terhadap NP melalui DPR) > pengaruh langsung (CSP terhadap NP tanpa melalui DPR). (2) H<sub>1b</sub> yang menyatakan bahwa “*Return saham* memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan” diterima jika koefisien pengaruh tidak langsung (CSP terhadap NP melalui RS) > pengaruh langsung (CSP terhadap NP tanpa melalui RS).

**HASIL**

**Analisis Statistik Deskriptif**

**Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NP	111	.14	2.93	1.3731	.68198
CSP	111	11.70	48.50	28.9054	10.28894
RS	111	-.89	.85	-.0426	.29569
DPR	111	-.70	1.10	.3956	.29961
DER	111	.09	8.91	1.1693	1.38183
SIZE	111	27.42	33.73	30.5026	1.20520
Valid N (listwise)	111				

Sumber : Data diolah, 2024

### Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

Statistik deskriptif memperlihatkan data yang diteliti, meliputi nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata dan standar deviasi dari setiap variabel yang diteliti. Berdasarkan tabel 3 diatas, terdapat 111 data penelitian yang dikumpulkan selama 3 tahun, dengan nilai perusahaan (NP) sebagai variabel dependen dan CSP sebagai variabel independen. Sementara itu, *return* saham (RS) dan *dividend payout ratio* (DPR) berfungsi sebagai variabel mediasi, serta *debt to equity ratio* (DER) dan ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol.

#### Uji Asumsi Klasik

##### Uji Normalitas

Pengujian normalitas bermaksud memeriksa suatu persamaan regresi berdistribusi normal atau tidak normal. Salah satu uji normalitas yang dapat digunakan adalah Uji Normalitas Kolmogorov Smirnov. Adapun persyaratan dalam uji normalitas adalah jika nilai Asymp. Sig (2-tailed) > 0,05. Berdasarkan hasil yang tertera pada tabel 4, nilai Asym. Sig. (2-tailed) dari setiap persamaan regresi menunjukkan nilai > 0,05 dan berarti data berdistribusi normal.

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

Keterangan	N	Test Statistic	Asymp. Sig. (2-tailed)
Regresi 1	111	0,059	0,200
Regresi 2	111	0,071	0,200
Regresi 3	111	0,064	0,200
Regresi 4	111	0,069	0,200

Sumber : Data diolah, 2024

##### Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas bermaksud memeriksa apakah antar variabel independen dalam persamaan regresi ditemukan kolerasi. Adapun persyaratan uji multikolinearitas dapat dilihat pada nilai VIF dan nilai *tolerance*, dimana jika nilai VIF < 10,00 dan nilai *tolerance* > 0,100 maka tidak terdapat multikolinearitas. Berdasarkan hasil yang tertera pada tabel 5, uji multikolinearitas untuk masing-masing persamaan regresi memenuhi kriteria tersebut. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Tolerance dan VIF

Variabel Bebas	Regresi 1 (Dependen : DPR)		Regresi 2 (Dependen : RS)		Regresi 3 (Dependen : Tobis's Q)		Regresi 4 (Dependen : Tobis's Q)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
ESG	0.797	1.255	0.797	1.255	0.780	1.282	0.796	1.256
DER	0.990	1.010	0.990	1.010	0.990	1.010	0.980	1.020
SIZE	0.793	1.260	0.793	1.260	0.791	1.010	0.792	1.263
DPR					0.979	1.264		
RS							0.988	1.012

Sumber : Data diolah, 2024

##### Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas bermaksud memeriksa apakah terdapat ketidaksamaan *varians* dan residu antara pengamatan satu dengan yang lainnya dalam persamaan regresi. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan uji glejser. Berdasarkan tabel 6, hasil uji menunjukkan nilai signifikansi > 0,05. Data tersebut menunjukkan bahwa setiap persamaan regresi memiliki nilai signifikansi > 0,05. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel Bebas	Regresi 1 (Dependen : DPR)		Regresi 2 (Dependen : RS)		Regresi 3 (Dependen : Tobin's Q)		Regresi 3 (Dependen : Tobin's Q)	
	t	Sig	t	Sig	t	Sig	t	Sig
ESG	-1.503	0.136	0.213	0.832	-0.239	0.811	-0.582	0.562
DER	0.108	0.914	1.027	0.307	-1.227	0.223	-1.834	0.069
SIZE	0.524	0.601	-0.423	0.673	-1.827	0.071	-1.626	0.107
DPR					-0.738	0.462		
RS							1.628	0.107

Sumber : Data diolah, 2024

### Uji Autokolerasi

Pengujian autokorelasi bermaksud mengetahui ada tidaknya penyimpangan dari korelasi yang terjadi antara suatu observasi dengan observasi lain dalam suatu persamaan regresi. Jika nilai DW terletak diantara nilai du dan (4-du), maka tidak terjadi autokolerasi. Berdasarkan tabel 7, menunjukkan hasil dari uji autokolerasi nilai Durbin Watson dari masing-masing persamaan regresi terletak diantara  $du < DW < 4-du$ . Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi autokolerasi.

Tabel 7. Hasil Uji Autokolerasi Durbin Watson

Regresi	dU	Durbin Watson	4-dU
Regresi 1	1,7463	2,012	2,2537
Regresi 2	1,7463	1,800	2,2537
Regresi 3	1,7657	1,963	2,2343
Regresi 4	1,7657	1,917	2,2343

Sumber : Data diolah, 2024

### Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi bermaksud mengidentifikasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* (CSP) sebagai variabel independen terhadap nilai perusahaan sebagai variabel dependen dengan *stakeholder pressure* yang diprosikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Return Saham* (RS) sebagai pemediasi. Apabila menunjukkan nilai signifikansi  $< 0,05$ , maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel independen. Sebaliknya, apabila nilai signifikansi  $> 0,05$ , maka variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil analisis regresi berganda untuk persamaan dan pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 8. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Regresi 1 (Dependen : DPR)			Regresi 2 (Dependen : RS)		
	Standardized Coefficient (Beta)	t	Sig.	Standardized Coefficient (Beta)	t	Sig.
Constant						
CSP	-0,161	-1,503	0,136	0,023	0,213	0,832
DER	0,010	0,108	0,914	0,099	1,027	0,307
SIZE	0,056	0,524	0,601	-0,046	-0,423	0,673

Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

Variabel	Regresi 3 (Dependen : Tobin's Q)			Regresi 4 (Dependen : Tobin's Q)		
	Standardized Coefficient (Beta)	t	Sig.	Standardized Coefficient (Beta)	t	Sig.
Constant						
CSP	-0,091	-0,945	0,347	-0,112	-1,164	0,247
DER	0,201	2,338	0,021	0,196	2,257	0,026
SIZE	-0,349	-3,631	0,000	-0,339	-3,509	0,001
DPR	0,121	1,399	0,165			
RS				0,059	0,684	0,495

Sumber : Data diolah, 2024

Berdasarkan tabel 8 diperoleh analisis regresi linear berganda dengan hasil pengujian sebagai berikut :

Regresi Persamaan 1 (Pengaruh CSP, DER, SIZE terhadap DPR)

$$DPR = -0,161 \text{ CSP} + 0,010 \text{ DER} + 0,056 \text{ SIZE}$$

Regresi Persamaan 2 (Pengaruh CSP, DER, SIZE terhadap RS)

$$RS = 0,023 \text{ CSP} + 0,099 \text{ DER} - 0,046 \text{ SIZE}$$

Regresi Persamaan 3 (Pengaruh CSP, DER, SIZE, DPR terhadap NP)

$$\text{Tobin's Q} = -0,091 \text{ CSP} + 0,021 \text{ DER} - 0,349 \text{ SIZE} + 0,121 \text{ DPR}$$

Regresi Persamaan 4 (Pengaruh CSP, DER, SIZE, RS terhadap NP)

$$\text{Tobin's Q} = -0,112 \text{ CSP} + 0,196 \text{ DER} - 0,339 \text{ SIZE} + 0,059 \text{ RS}$$

**Analisis Jalur (Path Analysis)**

Tabel 9. Hasil *Path Analysis*

Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung (Mediasi DPR)		Koef. Path	Hasil
	X → Y (Pers.3)	X → Z (Pers.1)	Z → Y (Pers.3)		
Mediasi DPR					
CSP	-0,091	-0,161	0,121	-0,019	Tidak Memediasi
DER	0,021	0,010	-	-	
SIZE	-0,349	0,056	-	-	

Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung (Mediasi RS)		Koef. Path	Hasil
	X → Y (Pers.4)	X → Z (Pers.2)	Z → Y (Pers.4)		
Mediasi RS					
CSP	-0,112	0,023	0,059	0,001357	Tidak Memediasi
DER	0,196	0,099	-		
SIZE	-0,339	-0,046	-		

Sumber : Data diolah, 2024

Berdasarkan tabel 9, hasil dari analisis jalur (*path analysis*) dapat disimpulkan bahwa : (1) H1<sub>a</sub> yang menyatakan “*Dividend payout ratio* memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* dan Nilai Perusahaan” ditolak, karena koefisien pengaruh tidak langsung (CSP terhadap NP melalui

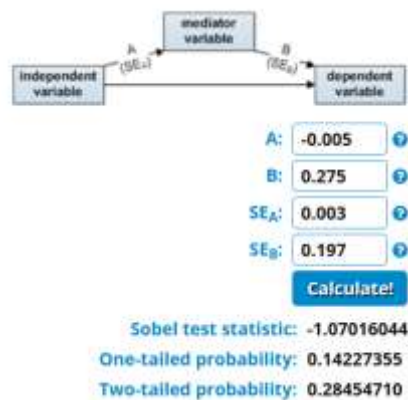
**Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti**

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

DPR) yaitu  $-0,019481$  lebih kecil daripada pengaruh langsung (CSP terhadap NP tanpa melalui DPR)  $-0,091$ . (2)  $H1_b$  yang berbunyi “Return saham memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* dan Nilai Perusahaan” ditolak, karena koefisien pengaruh tidak langsung (CSP terhadap NP melalui RS) yaitu  $0,001357$  lebih kecil daripada pengaruh langsung (CSP terhadap NP tanpa melalui RS)  $-0,112$ .

**Sobel Test**

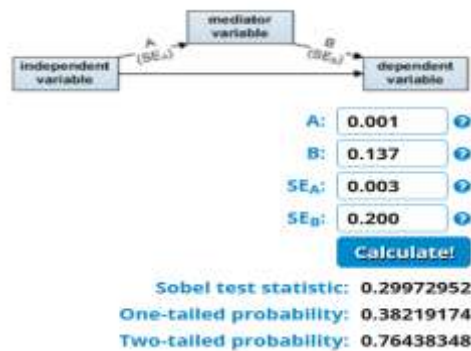
Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan uji sobel untuk menganalisis pengaruh hubungan tidak langsung antara variabel independen dan variabel dependen yang dimediasi oleh variabel mediasi. Hasil perhitungan uji sobel, dengan menggunakan bantuan situs web <https://www.danielsoper.com/statcalc/calculator.aspx?id=31>, dapat dilihat pada gambar berikut ini :



**Gambar 2. Hasil Uji Sobel CSP → DPR → Nilai Perusahaan**

Sumber: Data diolah, 2024

Berdasarkan gambar 9, diketahui hasil perhitungan uji sobel di mana koefisien regresi a menunjukkan hubungan antara variabel bebas dan mediator, sedangkan koefisien regresi b merepresentasikan hubungan antara mediator dan variabel terikat. Sementara itu, SEa adalah kesalahan standar untuk hubungan antara variabel bebas dan mediator, dan SEb merupakan kesalahan standar untuk hubungan antara variabel mediator dan variabel terikat (Soper, 2025). Dari perhitungan uji sobel tersebut menghasilkan nilai *sobel test statistic* yaitu  $-1,070$ .



**Gambar 3. Hasil Uji Sobel CSP → DPR → Nilai Perusahaan**

Sumber: Data diolah, 2024

Berdasarkan gambar 10, diketahui hasil perhitungan uji sobel di mana koefisien regresi a menunjukkan hubungan antara variabel bebas dan mediator, sedangkan koefisien regresi b

merepresentasikan hubungan antara mediator dan variabel terikat. Sementara itu, SEa adalah kesalahan standar untuk hubungan antara variabel bebas dan mediator, dan SEb merupakan kesalahan standar untuk hubungan antara variabel mediator dan variabel terikat (Soper, 2025). Dari perhitungan uji sobel tersebut menghasilkan nilai *sobel test statistic* yaitu 0,299.

Tabel 10. Hasil Uji Sobel

Hipotesis	Hubungan Antar Variabel	Sobel Test Statistic
1a	CSP → DPR → Nilai Perusahaan	-1,070
1b	CSP → RS → Nilai Perusahaan	0,299

Sumber : Data diolah, 2024

Berdasarkan tabel 10, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh mediasi. Apabila nilai *sobel test statistic* < 1,96, maka tidak mampu memediasi. Sedangkan, apabila nilai *sobel test statistic* > 1,96, maka mampu memediasi. Dilihat pada hasil tersebut, Hal tersebut bisa dilihat pada hasil nilai *sobel test statistic* hipotesis 1a yaitu -1,070 < 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh mediasi. Sedangkan hasil nilai *sobel test statistic* hpotesis 1b yaitu 0,299 < 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh mediasi.

## PEMBAHASAN

### ***Stakeholder Pressure* Memediasi *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan *Dividend payout ratio* memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan**

Dalam penelitian ini, H1<sub>a</sub> ditolak karena *Dividend Payout Ratio* tidak memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor, terutama yang mengadopsi strategi ESG *investing*, cenderung lebih memperhatikan aspek keberlanjutan dan tata kelola perusahaan dibandingkan dengan kebijakan dividen. Mereka melihat ESG sebagai faktor fundamental yang mencerminkan stabilitas dan prospek jangka panjang perusahaan, sehingga keberlanjutan memiliki dampak langsung terhadap nilai perusahaan tanpa harus dimediasi oleh kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki skor ESG tinggi sering kali lebih memilih untuk mereinvestasikan laba mereka ke dalam proyek-proyek berkelanjutan atau inovasi yang mendukung strategi ESG, daripada mendistribusikan laba sebagai dividen dan juga perusahaan dengan ESG tinggi juga membagikan dividen sebagai bentuk komitmen kepada pemegang saham. Namun, keputusan pembayaran dividen lebih dipengaruhi oleh kondisi keuangan dan strategi bisnis perusahaan daripada tekanan pemangku kepentingan. Hal ini menyebabkan *dividend payout ratio* tidak memediasi hubungan ESG terhadap nilai perusahaan.

Dalam konteks teori pemangku kepentingan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pemangku kepentingan lebih menghargai komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan secara langsung, daripada hanya melihat kebijakan dividen sebagai respons terhadap tekanan mereka (Widianto & Dwi Astuti, 2024); (Melinda & Wardhani, 2020); (Hasna et al., 2024). Sedangkan penelitian ini tidak selaras dengan peneitian (Suharto et al., 2024); (Prayogo et al., 2023) yang menyatakan ESG tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. ESG Score yang tinggi mencerminkan bagaimana perusahaan memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan yang lebih luas, seperti regulator, pelanggan, komunitas, dan investor, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan tanpa perlu melalui *dividend payout ratio*. Sedangkan dari perspektif teori sinyal, ESG Score dapat menjadi sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan memiliki manajemen risiko yang baik dan prospek jangka panjang yang kuat. Investor melihat ESG sebagai indikator fundamental yang lebih kredibel dibandingkan dengan sinyal yang diberikan melalui kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki ESG

*Score* yang tinggi, mereka secara tidak langsung mengirimkan sinyal bahwa mereka memiliki tata kelola yang kuat, kinerja yang stabil, serta dapat bertahan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, sinyal ESG lebih dominan dibandingkan sinyal yang diberikan melalui *Dividend Payout Ratio*, yang menjelaskan mengapa *dividend payout ratio* tidak berperan sebagai mediator dalam penelitian ini.

### **Return Saham memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan**

Dalam penelitian ini,  $H_{1b}$  ditolak karena *Return Saham* tidak memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan investor yang mempertimbangkan ESG dalam keputusan investasi mereka cenderung lebih fokus pada fundamental perusahaan, seperti profitabilitas dan pertumbuhan berkelanjutan, dibandingkan dengan return saham jangka pendek. ESG *Score* dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui mekanisme seperti peningkatan loyalitas pelanggan, efisiensi operasional, dan reputasi yang lebih baik, yang semuanya lebih berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan daripada melalui *return* saham.

Dalam konteks teori pemangku kepentingan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pemangku kepentingan lebih menghargai komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan secara langsung, daripada hanya melihat fluktuasi *return* saham sebagai respons terhadap praktik keberlanjutan perusahaan. ESG *Score* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan, seperti regulator, pelanggan, komunitas, dan investor yang semakin peduli terhadap keberlanjutan. Dengan demikian, peningkatan ESG dapat langsung meningkatkan nilai perusahaan karena pemangku kepentingan lebih percaya terhadap keberlanjutan bisnis perusahaan tersebut (Tjun et al., 2024); (Maulana et al., 2023). Sedangkan penelitian ini tidak selaras dengan penelitian (Aisyah et al., 2022); (Kartika et al., 2023) yang menyatakan bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tekanan pemangku kepentingan terhadap perusahaan yang menerapkan ESG tidak selalu diwujudkan dalam bentuk kenaikan harga saham dalam jangka pendek. Sebaliknya, pemangku kepentingan mungkin lebih peduli terhadap bagaimana ESG memengaruhi aspek operasional dan reputasi perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan secara langsung. Sedangkan perspektif teori sinyal, perusahaan dapat mengomunikasikan informasi yang tidak dapat diamati langsung oleh investor melalui sinyal tertentu, seperti ESG *Score* atau return saham. Dalam penelitian ini, ESG tetap menjadi sinyal yang kuat bagi investor dan pemangku kepentingan. Namun, return saham tidak memediasi sinyal ini, yang menunjukkan bahwa investor lebih fokus pada sinyal keberlanjutan jangka panjang dibandingkan dengan pergerakan harga saham dalam jangka pendek.

## **KESIMPULAN**

*Dividend payout ratio* dan *return* saham tidak memediasi pengaruh *Corporate Sustainability Performance* terhadap nilai perusahaan. *Dividend payout ratio* hanya relevan untuk pemegang saham, tidak mampu menjelaskan dampak luas *Corporate Sustainability Performance* terhadap nilai perusahaan karena *Corporate Sustainability Performance* memberikan manfaat yang lebih holistik, termasuk peningkatan reputasi perusahaan, pengelolaan risiko, dan hubungan yang lebih kuat dengan berbagai *stakeholder*. Demikian pula, *return* saham, yang mencerminkan persepsi pasar jangka pendek, tidak menunjukkan peran signifikan dalam memediasi hubungan *Corporate Sustainability Performance* terhadap nilai perusahaan. *Corporate Sustainability Performance* lebih berfokus pada dampak strategis jangka panjang yang bersifat fundamental, seperti keberlanjutan operasional dan stabilitas perusahaan, yang tidak selalu langsung tercermin dalam fluktuasi *return* saham. Temuan ini menegaskan bahwa nilai yang diciptakan oleh *Corporate Sustainability Performance* melampaui

kepentingan pemegang saham semata dan lebih terarah pada penciptaan keseimbangan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan, sejalan dengan esensi teori pemangku kepentingan.

## **SARAN**

### **Saran Praktis**

Perusahaan diharapkan untuk terus meningkatkan *Corporate Sustainability Performance* yang pada hal ini di proksikan dengan *ESG Score* sebagai bentuk tanggung jawab dari suatu perusahaan kepada lingkungan, sosial dan tata kelola dan juga harus mempertimbangkan tekanan yang datang dari pemangku kepentingan. Perusahaan harus proaktif dalam mengidentifikasi kebutuhan dan ekspektasi dari para pemangku kepentingan. Strategi keberlanjutan perlu diarahkan untuk memenuhi ekspektasi ini sekaligus menciptakan nilai jangka panjang yang berkelanjutan. Dengan demikian, tekanan dari pemangku kepentingan dapat diubah menjadi peluang strategis yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

### **Saran Teoritis**

Penelitian ini tentunya memiliki beberapa keterbatasan. Terbatasnya literatur tentang *Stakeholder Pressure* sebagai mediasi mempersulit akses terhadap sumber informasi penelitian sekunder. Penelitian selanjutnya direkomendasikan untuk menggunakan populasi dari indeks saham IDX ESG Leaders dikarenakan perusahaan yang terdaftar dalam indeks tersebut merupakan perusahaan-perusahaan yang memiliki nilai *ESG Score* paling rendah risiko. Sehingga penelitian menggunakan populasi ini akan lebih relevan dalam konteks pasar modal Indonesia, terutama karena ESG semakin menjadi perhatian utama investor lokal dan global.

## **REFERENSI**

- Aisyah, F. S. N., Haryati, T., & Vendy, V. (2022). *Does Board Gender Diversity Moderate ESG, Dividend Policy, and Firm Value Relationships?* <https://doi.org/10.17509/xxxx.xxx>
- Athori, A., & Kusuma, M. (2023). Effect of Others Comprehensive Income on Company Value by Mediation of Retained Earnings: Evidence From Indonesia. *JCA (Jurnal Cendekia Akuntansi)*, 4(2), 141. <https://doi.org/10.32503/akuntansi.v4i2.4580>
- Christina, C., Lo, L., Julis, D., Firza, S. U., & Sigalingging, E. D. (2024). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi Sektor Pertambangan. *Owner*, 8(4), 4637–4649. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i4.2230>
- Citra, H., Felicia, L., Janlie, Y., Rosniar, R., & Malau, Y. N. (2020). Pengaruh Leverage, Working Capital Turnover, Kebijakan Dividen, Dan Price Earning Ratio Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Consumer Goods Industry Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Owner*, 4(1), 81. <https://doi.org/10.33395/owner.v4i1.179>
- Filman, F. A., & Rahmayanti, D. (2024). The influence of ESG on dividend policy in companies in Indonesia. *Mantik Journal*, 7(4), 3664–3674. [www.iocscience.org/ejournal/index.php/mantik](http://www.iocscience.org/ejournal/index.php/mantik)
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*.
- Hasna, K., Khairunnisa, N., & Haryati, T. (2024). Pengungkapan ESG dan Kinerja Keuangan bagi Nilai Perusahaan Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan. *Religion Education Social Laa Roiba Journal*, 6, 3075. <https://doi.org/10.47476/reslaj.v6i6.2337>
- Hendry, J. V., Sitorus, F. D., & Venny, V. (2022). Pengaruh Debt to Equity Ratio, Gross Profit Margin, Perputaran Piutang, dan Return on Equity terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 – 2020. *Owner*, 6(3), 2770–2788. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.941>



**Nastiti, Kusuma & Kusumaningarti**

Pengaruh *Corporate Sustainability Performance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Stakeholder Pressure* Sebagai Pemediasi

- Indalisti, Abbas, D. S., & Rachmania, D. (2024). Pengaruh Business Strategy Dan Corporate Social Performance (CSP) Terhadap Return Saham. *Jurnal Kendali Akuntansi*, 2(1), 74–88. <https://doi.org/https://doi.org/10.59581/jka-widyakarya.v1i1.1668>
- Kartika, F., Dermawan, A., & Hudaya, F. (2023). Pengungkapan environmental, social, governance (ESG) dalam meningkatkan nilai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. *SOSIOHUMANIORA: Jurnal Ilmiah Ilmu Sosial Dan Humaniora*, 9(1), 29–39. <https://doi.org/10.30738/sosio.v9i1.14014>
- Luayyi, S., Nurvianasari, E., & Kusumaningarti, M. (2023). PENGARUH ARUS KAS DAN RASIO HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KINERJA KEUANGAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING. 1(3), 213–230. <https://doi.org/https://doi.org/10.24034/jiaku.v1i3>
- Lusmeida, H., & Sudardja, C. (2024). Mampukah Kebijakan Dividen Memoderasi Kinerja ESG, Profitabilitas, dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan? *E-Jurnal Akuntansi*, 34(3), 624. <https://doi.org/10.24843/eja.2024.v34.i03.p06>
- Luthfi Iznillah, M., Rasuli, M., Julita, & Nasrizal. (2024). Reaksi Investor terhadap Corporate Sustainability Performance: A Review Of Literature Using Stakeholder Theory. *Jurnal Akuntansi, Manajemen, Bisnis Dan Teknologi (AMBITEK)*, 4(2). <https://doi.org/10.56870/ambitek.v4i2.188>
- Maulana, Y., Nugraha, Disman, & Sari, M. (2023). The Effect of Financial Fundamentals on Stock Returns with Sustainability as a Intervening Variable. *Jurnal Ilmu Keuangan Dan Perbankan (JIKA)*, 12(2). <https://ojs.unikom.ac.id/index.php/jika>
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). THE EFFECT OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE, AND CONTROVERSIES ON FIRMS' VALUE: EVIDENCE FROM ASIA. In *International Symposia in Economic Theory and Econometrics* (Vol. 27, pp. 147–173). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620200000027011>
- Nguyen, A. H., Pham, C. D., Doan, N. T., Ta, T. T., Nguyen, H. T., & Truong, T. Van. (2021). The Effect of Dividend Payment on Firm's Financial Performance: An Empirical Study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8). <https://doi.org/10.3390/jrfm14080353>
- OJK. (2017). PERATURAN OTORITAS JASA KEUANGAN NOMOR 51 /POJK.03/2017 TENTANG PENERAPAN KEUANGAN BERKELANJUTAN BAGI LEMBAGA JASA KEUANGAN, EMITEN, DAN PERUSAHAAN PUBLIK.
- Prayogo, E., Handayani, R., & Meitiawati, T. (2023). ESG Disclosure dan Retention Ratio terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi. *Reviu Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 7(2), 368–379. <https://doi.org/10.18196/rabin.v7i2.18212>
- Presiden. (2007a). UNDANG UNDANG REPUBLIK INDONESIA NOMOR 25 TAHUN 2007 TENTANG PENANAMAN MODAL.
- Presiden. (2007b). UNDANG-UNDANG REPUBLIK INDONESIA NOMOR 40 TAHUN 2007 TENTANG PERSEROAN TERBATAS.
- Presiden. (2009). UNDANG-UNDANG REPUBLIK INDONESIA NOMOR 32 TAHUN 2009 TENTANG PERLINDUNGAN DAN PENGELOLAAN LINGKUNGAN HIDUP.
- Presiden. (2012). PERATURAN PEMERINTAH REPUBLIK INDONESIA NOMOR 47 TAHUN 2012 TENTANG TANGGUNG JAWAB SOSIAL DAN LINGKUNGAN PERSEROAN TERBATAS.
- Purnomo, A. D. (2023). The Asia Pacific Journal of Management Studies PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO (DER) DAN RETURN ON ASSET (ROA) TEHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN LQ45 YANG TERDAFTAR DI BEI Debt to Equity Ratio, Return On Assets, and Stock Return. *The Asia Pacific Journal of Management Studies*, 10. <https://doi.org/10.55171/apjms.v10i1.909>
- Qodary, H. F., & Tambun, S. (2021). PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) DAN RETENTION RATIO TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN NILAI PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING. *Juremi : Jurnal Riset Ekonomi*, 1(2), 159–172.

- Ruhiyat, E., Rahman Hakim, D., & Handy, I. (2022). Does Stakeholder Pressure Determine Sustainability Reporting Disclosure? : Evidence From High-Level Governance Companies. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 12(2), 416–437. <https://doi.org/10.22219/jrak.v12i2.21926>
- Sari, C. W., Sudana, I. P., Ratnadi, N. M. D., & Rasmini, N. K. (2022). Stakeholder pressure and environmental performance of manufacturing companies on the Indonesian stock exchange. *Linguistics and Culture Review*, 6, 893–903. <https://doi.org/10.21744/lingcure.v6ns1.2187>
- Soper, D. (2025). *Kalkulator Uji Sobel untuk Signifikansi Mediasi [Perangkat Lunak]*. .
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suharto, A. B., Subiyantoro, E., Cahyaningsih, D. S., Zuhroh, D., & Sitinjak, N. D. (2024). PENGARUH PENGUNGKAPAN ESG DAN NET FOREIGN FLOW TERHADAP NILAI PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 8(2), 495–506. <https://doi.org/10.29303/jaa.v8i2.389>
- Sumarno, D. C., Andayani, W., & Prihatiningtyas, Y. W. (2023). The Effect of Environmental, Social and Governance (ESG) Assessment on Firm Value with Profitability as a Mediating Variable. *Asia Pacific Management and Business Application*, 12(1), 55–64. <https://doi.org/10.21776/ub.apmba.2023.012.01.4>
- Sustainalytics, M. (2025). *Company ESG Risk Ratings*.
- Tjun, L. T., Yeni Thoma, C. I., Permata Mustamin, N. I., & Al Farishi, R. R. (2024). APAKAH ESG MEMENGARUHI RETURN SAHAM? STUDI PADA INDEKS SRI KEHATI. *MODUS*, 36(2), 282–300.
- Vivianita, A., Januarti, I., Karlina, R. R., & Kusumadewi, A. (2023). PENGARUH PENGUNGKAPAN ESG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIMODERASI OLEH SUSTAINABLE GROWTH RATE. *Universitas Muhammadiyah Cirebon |*, 10(4). <https://doi.org/10.32534/jpk.v10i4.5052>
- Widiantari, K. S., Utami, K. M., & Suidarma, I. M. (2024). Kinerja Keuangan Dan Return Saham Memediasi Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Proaksi*, 11(1), 63–79. <https://doi.org/10.32534/jpk.v11i1.5401>
- Widianto, R., & Dwi Astuti, C. (2024). *THE INFLUENCE OF ENTERPRISE RISK MANAGEMENT, EXTERNAL AUDIT QUALITY, AND ESG DISCLOSURE ON COMPANY VALUE PENGARUH ENTERPRISE RISK MANAGEMENT, KUALITAS AUDIT EKSTERNAL, DAN ESG DISCLOSURE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN*. 7(3).
- Wira Raspati, M., & Welas. (2021). *PENGARUH RETURN ON ASSETS, CURRENT RATIO, DEBT TO EQUITY RATIO DAN DIVIDEND PAYOUT RATIO TERHADAP HARGA SAHAM (Studi Empiris pada Perusahaan yang Tergabung Dalam Indeks LQ45*. 10. <https://doi.org/10.36080/jak.v10i1.1429>
- Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review*, 691–718.
- Xaviera, A., & Rahman, A. (2023). PENGARUH KINERJA ESG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN SEBAGAI MODERASI : BUKTI DARI INDONESIA. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 16(2), 226–247. <https://doi.org/10.30813/jab.v16>
- Yoewono, H. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Earnings Per Share, dan Tax Planning Terhadap Return Saham. *Owner*, 8(2), 1451–1464. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i2.1961>