BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal

Dalam konteks perundang-undangan di Indonesia, definisi pasar modal di ini diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang menetapkan bahwa pasar modal mencakup seluruh kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995). Tandelilin (2017) mendefinisikan pasar modal sebagai tempat bertemunya investor selaku pihak yang memiliki kelebihan dana dengan issuer selaku pihak yang membutuhkan dana melalui mekanisme jual beli sekuritas bertenor lebih dari satu tahun, sementara Husnan (2015) menegaskan bahwa pasar modal menyediakan platform perdagangan bagi instrumen keuangan jangka panjang dalam bentuk utang maupun modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah, otoritas publik, maupun perusahaan swasta.

Dalam menunjang perekonomian nasional, pasar modal menjalankan dua fungsi utama yang saling melengkapi. Pertama, fungsi ekonomi, yaitu menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari investor kepada emiten sehingga kedua pihak memperoleh manfaat yang saling menguntungkan: investor mendapatkan imbalan atas dana yang ditempatkan, sedangkan emiten memperoleh pendanaan eksternal. Kedua, fungsi keuangan, yaitu menyediakan dana yang dibutuhkan emiten tanpa mengharuskan investor terlibat langsung dalam pengelolaan perusahaan (Husnan, 2015). Di samping itu, pasar modal juga berperan sebagai lembaga intermediasi yang mendorong alokasi sumber daya keuangan yang efisien. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 secara eksplisit menyatakan bahwa pasar modal memiliki peran strategis sebagai sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi masyarakat, dengan tujuan menunjang pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan, dan stabilitas ekonomi.

Pasar modal menyediakan beragam instrumen investasi yang dapat disesuaikan dengan profil risiko investor. Instrumen utama meliputi saham sebagai bukti kepemilikan yang memberikan hak atas dividen dan capital gain, obligasi sebagai surat utang jangka panjang yang memberikan kupon periodik, reksa dana sebagai wadah penghimpunan dana kolektif yang dikelola manajer investasi, serta instrumen derivatif seperti kontrak opsi dan futures yang digunakan untuk tujuan lindung nilai maupun spekulasi (Tandelilin, 2010). Variasi instrumen ini memungkinkan investor dengan berbagai preferensi untuk berpartisipasi di pasar modal sesuai tujuan keuangan dan toleransi risiko masing-masing.

Merujuk pada Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui Buku Saku Pasar Modal, pasar modal terbagi atas pasar perdana (*primary market)* dan pasar sekunder *(secondary market)*. Pasar perdana merupakan tempat di mana perusahaan pertama kali menawarkan efeknya kepada publik melalui Initial Public Offering (IPO), dan dana yang diperoleh mengalir langsung ke kas perusahaan sebagai modal usaha. Setelah proses IPO selesai, efek tersebut dapat diperdagangkan secara berkelanjutan di pasar sekunder yang diselenggarakan oleh bursa efek. Keberadaan pasar sekunder yang likuid merupakan prasyarat penting bagi kepercayaan investor karena memberikan jaminan kemudahan konversi kepemilikan efek menjadi aset kas (Husnan, 2015). Di Indonesia, aktivitas perdagangan di kedua segmen pasar ini dikoordinasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) di bawah pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Pasar modal Indonesia telah mencatat perkembangan yang sangat pesat dalam beberapa tahun terakhir. Pada akhir 2023, jumlah emiten di BEI mencapai 903 perusahaan dengan 79 perusahaan melakukan IPO—angka tertinggi dalam sejarah pasar modal Indonesia dan menempatkan BEI sebagai salah satu bursa paling aktif di Asia Tenggara (Bursa Efek Indonesia, 2023). Dari sisi investor, jumlah SID pada akhir 2023 mencapai 12,16 juta, meningkat 18% dari 10,31 juta pada akhir 2022 (Databoks, 2023). Momentum positif ini berlanjut di 2024, di mana jumlah investor menembus 14,81 juta dengan total penghimpunan dana mencapai Rp251,04 triliun, melampaui target Rp200 triliun (OJK, 2024).

Informasi memegang peranan krusial dalam proses pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 menegaskan bahwa investor sangat memerlukan informasi mengenai kegiatan perdagangan, kondisi pasar, dan harga efek sebagai dasar keputusan investasi. Tandelilin (2010) menjelaskan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana pada masa kini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa depan; oleh karena itu, kualitas dan aksesibilitas informasi menjadi penentu utama kualitas keputusan investasi. Informasi yang relevan, akurat, dan tepat waktu memungkinkan investor untuk melakukan penilaian yang lebih komprehensif terhadap prospek sekuritas dan membentuk ekspektasi yang rasional mengenai imbal hasil di masa depan.

Dalam konteks pasar modal modern yang semakin berorientasi keberlanjutan, informasi nonfinansial seperti kinerja ESG turut menjadi pertimbangan penting bagi investor. Pergeseran paradigma ini menciptakan dinamika baru di pasar modal Indonesia, dengan lahirnya instrumen berbasis keberlanjutan seperti green bond, sustainability bond, dan indeks saham ESG sebagai alternatif investasi yang semakin diminati. Keberadaan *IDX ESG Leaders Index* sejak Desember 2020 merupakan respons konkret BEI terhadap meningkatnya permintaan investor atas instrumen yang terseleksi berdasarkan kriteria keberlanjutan (Indonesia Stock Exchange, 2020). Dalam kerangka EMH, pengumuman perubahan komposisi IDX ESG Leaders sebagai informasi publik yang baru seharusnya segera tercermin dalam pergerakan harga dan volume perdagangan saham, sehingga kajian ini menjadi fondasi teoritis yang penting dalam penelitian ini.

2.2 Environmental, Social, and Governance (ESG)

2.2.1 Pengertian dan Komponen ESG

Environmental, Social, and Governance (ESG) merupakan kerangka evaluasi nonfinansial yang digunakan untuk mengukur kinerja dan komitmen perusahaan terhadap tiga dimensi keberlanjutan yang saling berkaitan. Friede et al. (2015) mendefinisikan ESG sebagai seperangkat kriteria yang membantu investor mengevaluasi bagaimana perusahaan mengelola dampak lingkungannya, memelihara hubungan dengan seluruh pemangku kepentingan sosialnya, serta menerapkan praktik tata kelola korporat yang bertanggung jawab. Istilah ESG secara formal diperkenalkan pada tahun 2005 dalam laporan Who Cares Wins yang diterbitkan atas inisiatif Perserikatan Bangsa-Bangsa, yang menegaskan pentingnya integrasi faktor-faktor keberlanjutan dalam analisis keuangan dan pengambilan keputusan investasi (EBSCO, 2023). Sejak saat itu, ESG berkembang menjadi salah satu tolok ukur terpenting dalam ekosistem investasi global, khususnya bagi investor institusional yang mengelola portofolio jangka panjang.

Dimensi *Environmental* (Lingkungan) dalam ESG berfokus pada cara perusahaan mengelola dampak operasionalnya terhadap ekosistem dan lingkungan hidup secara luas. Aspek-aspek yang dievaluasi dalam dimensi ini mencakup tingkat emisi gas rumah kaca dan jejak karbon perusahaan, efisiensi penggunaan energi dan air, pengelolaan limbah dan polutan, komitmen terhadap penggunaan energi terbarukan, serta upaya perusahaan dalam melestarikan keanekaragaman hayati. Perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik dipandang lebih siap menghadapi regulasi lingkungan yang semakin ketat, lebih mampu mengelola risiko transisi menuju ekonomi rendah karbon, dan lebih diminati oleh investor yang mengintegrasikan pertimbangan perubahan iklim ke dalam strategi pengelolaan portofolio mereka (Ahmad et al., 2024). Dalam konteks Indonesia, dimensi lingkungan menjadi semakin relevan seiring dengan komitmen pemerintah dalam Paris Agreement dan target pengurangan emisi GRK dalam RPJPN 2025–2045.

Dimensi *Social* (Sosial) mencakup evaluasi atas kualitas hubungan perusahaan dengan

seluruh pemangku kepentingan manusianya. Indikator yang diukur meliputi standar ketenagakerjaan dan kondisi kerja, keberagaman dan inklusi di tempat kerja, program pengembangan sumber daya manusia, keselamatan dan kesehatan kerja, keterlibatan dengan komunitas lokal, serta penghormatan terhadap hak asasi manusia di sepanjang rantai pasokan. Perusahaan yang mengelola aspek sosial dengan baik cenderung memiliki tingkat turnover karyawan yang lebih rendah, reputasi merek yang lebih kuat, dan risiko konflik komunitas yang lebih terkendali (Connelly et al., 2011). Dalam perspektif stakeholder theory, perhatian terhadap aspek sosial mencerminkan komitmen perusahaan untuk menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan, bukan hanya pemegang saham semata, yang pada akhirnya berkontribusi pada keberlanjutan bisnis jangka panjang (Freeman, 1984).

Dimensi *Governance* (Tata Kelola) berkaitan dengan kualitas struktur dan mekanisme pengelolaan perusahaan secara keseluruhan. Aspek yang dinilai meliputi komposisi dan independensi dewan komisaris dan direksi, kebijakan remunerasi eksekutif, hak-hak pemegang saham minoritas, transparansi dan akuntabilitas pelaporan keuangan dan nonfinansial, mekanisme pengendalian internal, kebijakan anti-korupsi dan anti-suap, serta komitmen terhadap etika bisnis. Tata kelola yang kuat dianggap sebagai fondasi dari kinerja ESG yang berkelanjutan, karena tanpa tata kelola yang baik, praktik lingkungan dan sosial yang tampak positif berisiko hanya bersifat superfisial atau bahkan menjadi greenwashing (Huang, 2022). Penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris dan pengungkapan ESG yang komprehensif berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q (Journal of Economics and Management, 2024).

Penilaian ESG dilakukan melalui proses skoring oleh lembaga pemeringkat independen yang mengumpulkan dan menganalisis data dari berbagai sumber, termasuk laporan tahunan, laporan keberlanjutan, data regulasi, survei khusus, dan informasi berita. Lembaga pemeringkat terkemuka dalam ekosistem ini antara lain MSCI ESG Ratings, Sustainalytics, Bloomberg ESG, dan S&P Global ESG Scores. Masing-masing lembaga memiliki metodologi yang berbeda dalam menentukan bobot masing-masing dimensi ESG, yang kerap menghasilkan perbedaan skor antar lembaga untuk

perusahaan yang sama—sebuah fenomena yang dikenal sebagai divergensi pemeringkatan ESG (Berg et al., 2022). Dalam konteks IDX ESG Leaders, BEI menggunakan penilaian dari Sustainalytics sebagai acuan utama untuk mengidentifikasi perusahaan yang memiliki profil risiko ESG terendah di antara konstituen IDX80 (Indonesia Stock Exchange, 2020).

ESG telah mengalami transformasi dari sebuah konsep etika investasi menjadi salah satu faktor penentu utama dalam alokasi modal global. Menurut laporan PricewaterhouseCoopers (2022), investasi institusional berbasis ESG diproyeksikan meningkat sebesar 84% menjadi USD33,9 triliun pada tahun 2026. Pergeseran ini didorong oleh meningkatnya kesadaran akan risiko sistemik perubahan iklim, tuntutan regulasi pengungkapan keberlanjutan yang semakin ketat di berbagai yurisdiksi, serta bukti empiris yang semakin kuat bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki profil risiko yang lebih rendah dan kinerja keuangan jangka panjang yang lebih stabil (Friede et al., 2015). Di Indonesia, tren ini diperkuat oleh regulasi OJK dan IDX yang mendorong pelaporan dan pengungkapan ESG secara sistematis, menciptakan ekosistem yang kondusif bagi berkembangnya investasi berkelanjutan.

Dalam konteks penelitian ini, tantangan utama yang dihadapi pasar modal Indonesia terkait ESG adalah kesenjangan antara pengungkapan formal dan implementasi substantif. Sebagian besar perusahaan Indonesia masih mengadopsi pendekatan berorientasi kepatuhan dalam penyusunan laporan ESG, sehingga menghasilkan pengungkapan yang belum mencerminkan kinerja nyata (RIGGS Journal, 2025). Fenomena ini menimbulkan risiko greenwashing, yaitu kondisi di mana perusahaan mengklaim kinerja ESG yang lebih baik dari realitasnya, yang dapat mendistorsi persepsi investor dan mengurangi efektivitas sinyal ESG dalam pembentukan harga saham (Simamora, 2025). Identifikasi apakah pengumuman konstituen IDX ESG Leaders—yang diseleksi secara independen oleh Sustainalytics—mampu mengirimkan sinyal yang cukup kredibel untuk menggerakkan keputusan investor menjadi inti permasalahan dalam penelitian ini.

2.2.2 *IDX ESG Leaders Index*

IDX ESG Leaders Index merupakan indeks saham yang diluncurkan secara resmi oleh Bursa Efek Indonesia pada tanggal 14 Desember 2020 sebagai respons terhadap tren investasi berkelanjutan global dan sebagai sarana untuk mendorong penerapan prinsip ESG di pasar modal Indonesia (Indonesia Stock Exchange, 2020). Indeks ini dirancang untuk mengukur kinerja harga saham perusahaan-perusahaan yang dinilai sebagai pemimpin (leaders) dalam penerapan prinsip ESG, yang ditandai dengan skor risiko ESG terendah, tidak terlibat dalam kontroversi signifikan, serta memiliki likuiditas dan kinerja keuangan yang memadai. Di dalam *IDX ESG Leaders Index* terdapat 30 perusahaan dengar skor ESG tertinggi di antara anggota IDX80, berdasarkan penilaian risiko ESG yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat internasional Sustainalytics, sebuah anak perusahaan Morningstar yang dikenal sebagai salah satu penyedia data ESG terkemuka di dunia.

Metodologi seleksi konstituen IDX ESG Leaders melalui serangkaian tahapan yang ketat dan terstruktur. Pertama, BEI menetapkan semesta saham dari konstituen IDX80 yang memiliki skor risiko ESG dari Sustainalytics. Kedua, BEI menyortir dan mengeluarkan saham-saham yang masuk dalam kategori kontroversi tinggi (kategori 4 dan 5 pada skala Sustainalytics). Ketiga, saham dengan skor risiko ESG dalam kategori tinggi (high) dan berat (severe) dikeluarkan dari pertimbangan. Keempat, dari saham yang lolos ketiga seleksi tersebut, BEI menghitung ulang nilai risiko ESG dan memilih saham dengan skor terendah sebagai konstituen final, dengan jumlah antara 15 hingga 30 emiten (BNI Securities, 2023). Evaluasi dan pembaruan komposisi indeks dilakukan secara periodik setiap tiga bulan sekali, sehingga setiap pengumuman perubahan konstituen merupakan peristiwa informasional yang berpotensi mempengaruhi keputusan investor.

Sejak peluncurannya, IDX ESG Leaders telah menunjukkan kinerja yang menarik dan secara konsisten dibandingkan dengan indeks konvensional. Selama pandemi Covid-19, indeks ini mencatat penurunan minimum sebesar -4,878%, jauh lebih rendah dibandingkan penurunan IHSG sebesar -6,579% dan LQ45 sebesar -8,261%, yang mengindikasikan ketahanan portofolio ESG dalam kondisi

pasar yang tertekan (Noerpramana et al., 2025). Sepanjang tahun 2023, IDX ESG Leaders berhasil membukukan kenaikan sebesar 11% year-to-date hingga mencapai level 155,71, melampaui kinerja IHSG dalam periode yang sama (Fachrezi et al., 2024). Per Agustus 2024, indeks ini mencatat rekor tertinggi sepanjang masa pada level 167,237, mencerminkan apresiasi pasar terhadap perusahaan-perusahaan yang berkomitmen pada praktik ESG yang unggul.

2.3 Keputusan Investor

2.3.1 Konsep Keputusan Investasi

Keputusan investor dalam konteks pasar modal merujuk pada serangkaian tindakan yang diambil oleh pelaku pasar—baik investor individual maupun institusional—dalam mengalokasikan modalnya terhadap instrumen keuangan tertentu berdasarkan analisis informasi yang tersedia. Jogiyanto (2017) mendefinisikan keputusan investasi sebagai proses pengambilan keputusan yang menyangkut pemilihan antara menginvestasikan atau tidak menginvestasikan sumber daya finansial pada sekuritas tertentu, dengan mempertimbangkan estimasi return yang diharapkan dan risiko yang ditanggung. Tandelilin (2010) menambahkan bahwa investasi pada dasarnya merupakan komitmen atas sejumlah dana pada periode saat ini dengan harapan memperoleh aliran manfaat ekonomi di masa depan, sehingga kualitas keputusan investasi sangat bergantung pada kualitas informasi yang menjadi dasar pertimbangannya. Dalam pasar modal yang efisien, seluruh informasi yang relevan—baik finansial maupun nonfinansial—seharusnya diintegrasikan secara tepat ke dalam proses pengambilan keputusan tersebut.

Dari perspektif perilaku keuangan (behavioral finance), keputusan investor tidak selalu bersifat rasional sempurna sebagaimana diasumsikan oleh teori keuangan klasik. Investor kerap dipengaruhi oleh berbagai bias kognitif dan emosional, seperti overconfidence, herding behavior, loss aversion, dan representativeness heuristic, yang dapat menyebabkan respons berlebihan (overreaction) atau respons di bawah normal (underreaction) terhadap informasi baru (Natapura, 2009). Beberapa faktor yang secara umum mempengaruhi keputusan investor meliputi literasi

keuangan, motivasi finansial, kondisi psikologis, pengaruh lingkungan sosial, serta keterbacaan dan kualitas informasi yang tersedia (Purba et al., 2025). Pemahaman terhadap dimensi perilaku ini penting dalam menginterpretasikan mengapa respons pasar terhadap pengumuman ESG tidak selalu bersifat seragam dan linear.

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa dalam konteks pengumuman berbasis ESG, TVA dapat mengalami peningkatan signifikan bahkan ketika abnormal return tidak berbeda nyata—kondisi yang mengindikasikan adanya perbedaan interpretasi (disagreement) di antara pelaku pasar (ScienceDirect, 2025).

Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investor di era keberlanjutan telah mengalami perluasan signifikan. Di luar analisis fundamental yang biasa diterapkan dimana investor hanya menganalisi informasi keuangan saja, investor modern khususnya generasi milenial dan investor institusional muali untuk menjadikan informasi nonkeuangan yang dimana salah satunya adalah ESG untuk dijaadikan sebagai salah satu faktor penting dalam hal analisis investasi mereka. Penelitian oleh Leite dan Uysal (2023) menunjukkan bahwa skor ESG berpengaruh positif terhadap respons harga saham terhadap informasi baru, yang mengindikasikan bahwa investor menggunakan peringkat ESG sebagai salah satu filter dalam proses seleksi saham. Dalam konteks ASEAN, termasuk Indonesia, kesadaran terhadap ESG masih berkembang dan investor individu cenderung memprioritaskan pertimbangan keuangan jangka pendek dibandingkan kredensial keberlanjutan, sementara investor institusional dan asing lebih aktif mengintegrasikan kriteria ESG dalam keputusan investasi mereka (Danila, 2026).

Pengumuman resmi dari otoritas bursa—seperti perubahan komposisi konstituen indeks—merupakan salah satu kategori informasi publik yang secara konsisten terbukti mempengaruhi keputusan investor dalam berbagai studi event study. Mekanismenya adalah bahwa ketika suatu saham masuk ke dalam indeks acuan seperti IDX ESG Leaders, hal tersebut memperluas basis investor potensial karena pengelola dana indeks (index fund managers) dan investor institusional

yang menggunakan indeks tersebut sebagai benchmark wajib atau terdorong untuk menambah kepemilikan saham tersebut dalam portofolio mereka—sebuah efek yang dikenal sebagai 'index inclusion effect' (Barontini & Gioja, 2025). Sebaliknya, pengeluaran suatu saham dari indeks dapat memicu gelombang penjualan dari investor yang mengikuti komposisi indeks tersebut. Kedua dinamika ini menciptakan tekanan pada harga dan volume perdagangan yang dapat diidentifikasi melalui metodologi event study.

Dalam konteks ESG secara spesifik, keputusan investor dipengaruhi oleh kemampuan informasi ESG untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor. Teori sinyal (signaling theory) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kualitas ESG yang superior memiliki insentif untuk mengungkapkan informasi tersebut secara aktif sebagai sinyal kepada pasar, sedangkan investor menggunakan sinyal tersebut untuk memperbarui ekspektasi mereka mengenai kualitas dan prospek perusahaan (Connelly et al., 2011). Pengakuan sebagai konstituen IDX ESG Leaders—yang didasarkan pada penilaian independen dari Sustainalytics—dapat diinterpretasikan sebagai sinyal yang lebih kredibel dibandingkan pengungkapan ESG mandiri oleh perusahaan, sehingga berpotensi lebih efektif dalam mempengaruhi keputusan investor.

Penelitian mengenai reaksi investor terhadap informasi ESG di Indonesia menunjukkan hasil yang beragam. Di satu sisi, beberapa studi menemukan bahwa pengungkapan ESG yang komprehensif berpengaruh positif terhadap reaksi pasar dan keyakinan investor (Sanda et al., 2025). Di sisi lain, penelitian lain mengindikasikan bahwa investor Indonesia masih cenderung mendeprioritaskan informasi ESG dibandingkan dengan faktor fundamental keuangan dalam pengambilan keputusan, sehingga sinyal ESG belum sepenuhnya tercermin dalam pergerakan harga saham (Yusra et al., 2025). Inkonsistensi temuan ini menggarisbawahi pentingnya penelitian yang secara spesifik menguji reaksi investor terhadap pengumuman periodik IDX ESG Leaders, yang merupakan bentuk konfirmasi kualitas ESG yang terverifikasi secara independen dan memiliki dampak langsung terhadap komposisi investasi para pengelola portofolio berbasis indeks.

2.4 Landasan Teori

2.4.1 *Signaling Theory* (Teori Sinyal)

Signaling Theory atau Teori Sinyal merupakan salah satu kerangka teori paling fundamental dalam keuangan perusahaan dan pasar modal, yang menjelaskan bagaimana informasi asimetris antara pihak dalam perusahaan (manajemen) dan pihak luar (investor) diatasi melalui transmisi sinyal yang kredibel. Teori ini dikembangkan secara formal oleh Spence (1973) dalam konteks pasar tenaga kerja, kemudian diadaptasi ke dalam konteks keuangan perusahaan oleh Ross (1977) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Connelly et al. (2011). Premis dasarnya adalah bahwa pihak yang memiliki informasi superior (signaler) memiliki insentif untuk mengkomunikasikan kualitas mereka kepada pihak yang memiliki informasi lebih terbatas (receiver) melalui tindakan atau pengungkapan yang dapat diobservasi dan sulit dipalsukan. Dalam konteks ESG, manajemen perusahaan yang memiliki informasi lengkap mengenai kinerja keberlanjutan aktual memiliki insentif untuk menyampaikan sinyal kualitas ESG kepada pasar untuk mengurangi asimetri informasi dan menurunkan biaya modal.

Connelly et al. (2011) mengidentifikasi empat komponen kritis dalam proses sinyal: (1) signaler, yaitu pihak yang mengirimkan sinyal; (2) signal, yaitu informasi atau tindakan yang dikomunikasikan; (3) receiver, yaitu pihak yang menerima dan menginterpretasikan sinyal; serta (4) feedback, yaitu respons receiver yang diterima kembali oleh signaler. Dalam konteks penelitian ini, proses sinyal dapat dipetakan sebagai berikut: perusahaan yang masuk dalam IDX ESG Leaders bertindak sebagai signaler; pengumuman konstituen IDX ESG Leaders oleh BEI merupakan sinyal yang dikuatkan oleh penilaian independen Sustainalytics; investor di pasar modal merupakan receiver yang menginterpretasikan sinyal tersebut; dan pergerakan harga saham serta volume perdagangan merupakan feedback yang mencerminkan hasil interpretasi tersebut. Validitas sinyal diperkuat oleh fakta bahwa seleksi dilakukan oleh pihak ketiga yang independen dan kredibel, bukan hanya klaim sepihak dari perusahaan.

Dalam konteks ESG, kredibilitas sinyal menjadi faktor penentu apakah informasi tersebut benar-benar memengaruhi harga aset. Penelitian menunjukkan bahwa sinyal ESG yang didukung oleh verifikasi independen dan konsisten dengan strategi jangka panjang perusahaan memiliki dampak yang lebih signifikan terhadap nilai perusahaan dibandingkan sinyal yang bersifat simbolis semata (Angir & Weli, 2024 dalam Jurnal Governors). Dalam konteks pasar modal negara berkembang seperti Indonesia, di mana regulasi dan standar pengungkapan ESG masih terus berkembang, sinyal yang berasal dari lembaga pemeringkat internasional seperti Sustainalytics cenderung lebih dipercaya oleh investor asing dan institusional. Hal ini menjadikan pengumuman IDX ESG Leaders sebagai sinyal yang lebih kuat dibandingkan pengungkapan ESG mandiri perusahaan, sehingga berpotensi menghasilkan reaksi pasar yang lebih terukur dan dapat dideteksi melalui abnormal return dan perubahan TVA.

2.4.2 *Stakeholder Theory* (Teori Pemangku Kepentingan)

Stakeholder Theory dikembangkan secara komprehensif oleh Freeman (1984) dalam karya seminalnya berjudul Strategic Management: A Stakeholder Approach. Teori ini menantang paradigma shareholder-centric yang telah lama mendominasi keuangan korporat, dengan menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan bukan semata-mata memaksimalkan nilai bagi pemegang saham, melainkan menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan yang memiliki kepentingan atau dipengaruhi oleh aktivitas perusahaan. Pemangku kepentingan dalam teori ini mencakup karyawan, pelanggan, pemasok, komunitas lokal, regulator, lingkungan hidup, dan pemegang saham sebagai salah satu dari beberapa kelompok yang sama-sama memiliki legitimasi atas operasi perusahaan. Dalam perspektif stakeholder theory, perusahaan yang berhasil mengelola hubungan dengan seluruh pemangku kepentingannya secara efektif akan memiliki keunggulan kompetitif yang lebih berkelanjutan dalam jangka panjang.

Relevansi stakeholder theory terhadap ESG sangat kuat karena ketiga dimensi ESG pada dasarnya merupakan operasionalisasi dari komitmen perusahaan terhadap pemangku kepentingan

non-pemegang saham. Dimensi lingkungan mencerminkan tanggung jawab terhadap pemangku kepentingan ekosistem dan generasi mendatang; dimensi sosial mencerminkan tanggung jawab terhadap karyawan, komunitas, dan masyarakat luas; sedangkan dimensi tata kelola mencerminkan akuntabilitas terhadap seluruh pemangku kepentingan melalui mekanisme pengawasan yang transparan. Penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan yang secara konsisten menerapkan prinsip-prinsip stakeholder theory melalui pengungkapan ESG yang komprehensif cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dan dipersepsikan lebih positif oleh investor (Sanda et al., 2025). Implikasi teori ini dalam konteks penelitian ini adalah bahwa pengumuman masuknya perusahaan ke dalam IDX ESG Leaders menjadi konfirmasi publik atas komitmen perusahaan terhadap seluruh pemangku kepentingannya, yang seharusnya direspons positif oleh investor.

2.4.3 *Legitimacy Theory* (Teori Legitimasi)

Teori legitimasi berpandangan bahwa sebuah perusahaan tidak bisa hanya fokus pada keuntungan finansial semata. Perusahaan juga perlu mendapatkan pengakuan dan penerimaan dari masyarakat luas agar bisa terus beroperasi secara berkelanjutan. Suchman (1995) mendefinisikan legitimasi adalah persepsi umum bahwa tindakan suatu organisasi dinilai wajar dan sesuai dengan norma serta nilai-nilai yang berlaku di masyarakat. Ketika sebuah perusahaan kehilangan legitimasinya—misalnya karena terlibat skandal lingkungan atau tata kelola yang buruk—masyarakat dan investor dapat menarik dukungan mereka, yang pada akhirnya mengancam keberlangsungan bisnis perusahaan tersebut.

Dalam konteks *IDX ESG Leaders Index*, masuknya sebuah perusahaan ke dalam indeks ini dapat dipandang sebagai bukti nyata bahwa perusahaan tersebut telah berhasil membangun dan mempertahankan legitimasinya di mata publik. Suchman (1995) lebih lanjut menjelaskan bahwa perusahaan dapat membangun legitimasi melalui tiga cara, yaitu dengan menyesuaikan diri terhadap lingkungan yang ada, memilih lingkungan yang mendukung, serta mengubah persepsi publik melalui

komunikasi yang strategis. Dalam hal ini, komitmen perusahaan terhadap ESG—yang dibuktikan melalui keberadaannya dalam IDX ESG Leaders—merupakan salah satu bentuk nyata dari upaya perusahaan untuk menyesuaikan diri dengan tuntutan lingkungan sosial dan investor yang semakin peduli terhadap isu keberlanjutan.

Teori legitimasi ini kemudian berjalan beriringan dengan teori sinyal (signaling theory). Jika teori legitimasi menjelaskan mengapa perusahaan perlu mengungkapkan komitmen ESG-nya kepada publik, maka teori sinyal menjelaskan bagaimana pengungkapan tersebut bekerja di pasar modal. Spence (1973) sebagai pencetus teori sinyal menjelaskan bahwa pihak yang memiliki informasi lebih baik akan mengirimkan sinyal kepada pihak lain untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi yang ada di antara mereka. Dalam perkembangannya, Connelly et al. (2011) mendefinisikan sinyal sebagai setiap tindakan yang dilakukan oleh pihak internal Perusahaan termasuk komitmen terhadap ESG dapat berfungsi sebagai sinyal informasi kepada pihak eksternal seperti investor. Pengumuman masuknya sebuah perusahaan ke dalam IDX ESG Leaders dengan demikian berfungsi sebagai sinyal positif bahwa perusahaan tersebut dikelola dengan baik dan memiliki risiko jangka panjang yang lebih rendah.

Sementara itu, teori pemangku kepentingan (stakeholder theory) melengkapi kedua teori di atas dengan memperluas perspektif tentang siapa saja yang harus diperhatikan oleh perusahaan. Freeman (1984) mendefinisikan pemangku kepentingan mencakup siapa saja yang terdampak atau dapat memengaruhi jalannya perusahaan, mulai dari pemegang saham, karyawan, konsumen, komunitas lokal, hingga lingkungan hidup. Dalam kerangka ini, komitmen ESG yang ditunjukkan melalui keberadaan dalam IDX ESG Leaders merupakan wujud nyata dari upaya perusahaan untuk menyeimbangkan kepentingan seluruh pemangku kepentingannya, bukan hanya mengejar keuntungan bagi pemegang saham semata.

Ketiga teori ini—legitimasi, sinyal, dan pemangku kepentingan—pada dasarnya saling memperkuat satu sama lain dalam menjelaskan fenomena IDX ESG Leaders Index. Teori legitimasi menjelaskan

motivasi perusahaan untuk berkomitmen pada ESG demi mendapatkan penerimaan sosial. Teori sinyal menjelaskan bagaimana komitmen tersebut dikomunikasikan kepada pasar melalui pengumuman konstituen indeks. Sementara teori pemangku kepentingan menjelaskan mengapa komitmen ESG itu sendiri penting dan bernilai, karena perusahaan yang mampu menjaga kepentingan seluruh pemangku kepentingannya cenderung lebih stabil dan berkelanjutan dalam jangka panjang. Kombinasi ketiga perspektif inilah yang menjadi landasan teoritis untuk memahami mengapa pengumuman IDX ESG Leaders berpotensi memengaruhi keputusan investor di pasar modal Indonesia.

2.4.4 Event Study (Studi Peristiwa)

Event study atau studi peristiwa merupakan metodologi penelitian empiris yang digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa yang diidentifikasi secara jelas terhadap nilai aset keuangan, biasanya dalam rentang waktu yang pendek di sekitar tanggal peristiwa tersebut. Metodologi ini pertama kali dikembangkan secara formal oleh Ball dan Brown (1968) serta Fama et al. (1969), dan sejak saat itu menjadi salah satu alat analisis paling banyak digunakan dalam penelitian keuangan empiris karena kemampuannya untuk mengukur dampak dari suatu peristiwa spesifik. Asumsi dasarnya adalah bahwa dalam pasar yang efisien secara setengah kuat, harga aset akan segera mencerminkan dampak dari informasi baru, sehingga jika muncul *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman, hal itu dapat dianggap sebagai bukti bahwa pasar bereaksi terhadap informasi yang diterima oleh para investor pada saat peristiwa tersebut (Fama, 1991).

2.5 Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara pengumuman dan pengungkapan ESG dengan keputusan investor di pasar modal, baik di Indonesia maupun di berbagai negara lain. Kajian-kajian ini menggunakan beragam pendekatan metodologis, variabel, dan sampel, sehingga menghasilkan temuan yang bervariasi dan dalam beberapa kasus saling kontradiktif. Tabel 2.1 di bawah ini merangkum penelitian-penelitian terdahulu yang paling relevan dengan topik penelitian ini.

Tabel 2. 1Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti & Tahun	Judul / Topik	Metode	Variabel Utama	Hasil Utama
1	Simamora (2025)	ESG Risk towards Stock Market Reaction in Indonesia – IJFS	Regresi Fixed Effect	Skor Risiko ESG (Sustainalytics), Abnormal Return	Risiko ESG berpengaruh negatif signifikan terhadap abnormal return; efek lebih kuat pada perusahaan dengan asimetri informasi rendah.
2	Suryani et al.	ESG in the	Event	Berita ESG	Pemberit

	(2025)	spotlight: does media coverage drive stock market reactions? – JFRA (Emerald)	Study	positif/negatif, Abnormal Return, CAR	aan ESG positif menghasilkan abnormal return positif; pemberitaan negatif menghasilkan reaksi negatif lebih kuat pada saham IDX ESG Leaders.
3	Yusra et al. (2025)	Impact of ESG Risk Ratings on Stock Prices: ESG Leaders Index 2020–	Regresi Panel (REM)	Skor Risiko ESG, BVPS, EPS, Harga Saham	ESG Risk Rating berpengaruh

		2023 – IJEMA			negatif tidak signifikan terhadap harga saham; BVPS dominan sebagai penentu nilai saham.
4	Iswajuni et al. (2025) / BIMA Journal	Stock Risk as Moderator in the ESG-Return Relationship – IDX ESG Leaders & SRI-KEHATI	Regresi Panel FEM	Skor ESG (CESGS), Return Saham, Volatilitas	ESG berpengaruh negatif terhadap return saham; efek negatif menguat saat volatilitas tinggi.

5	Nainggolan et al. (2024) / RIBER	ESG Disclosure, Market Performance – IDX listed firms	Regresi Panel	ESGD, Harga Saham, Volume Perdagangan	Pengungkapan ESG berpengaruh negatif terhadap kinerja pasar; pasar masih merespons pengumuman ESG sebagai beban biaya.
6	Fachrezi et al. (2024)	ESG RISK Dan Nilai Perusahaan Di Indonesia – Akuntansiku	Regresi Berganda	Skor Risiko ESG, Nilai Perusahaan (Tobin's Q)	Risiko ESG berpengaruh negatif terhadap nilai

					perusahaan; perusahaan dengan risiko ESG lebih rendah memiliki nilai lebih tinggi.
7	Sanda et al. (2025) / Discover Sustainability	ESG Disclosure & Market Reaction – IDX 2019–2022	Regresi Panel	Skor ESG (E, S, G), Reaksi Pasar (CAR)	Pengungkapan ESG komprehensif berpengaruh positif terhadap reaksi pasar; kepemilikan asing

					dan keluarga memperkuat hubungan ini.
8	Danila (2026) / AJAR (Emerald)	Do ESG Factors Matter? Abnormal Returns in ASEAN-5	Regresi Cross-Sectional	Skor ESG, Abnormal Return	Skor ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap abnormal return di seluruh pasar ASEAN-5, termasuk Indonesia.
9	Noerpramana et al. (2025)	ESG Investment as	GARCH & QREG	Indeks ESG Leader, SRI-	Indeks ESG

		Hedge in Indonesia during COVID-19 – Cogent Social Sciences		KEHATI, IHSG, LQ45, Return Harian	Leaders menunjukkan volatilitas lebih rendah dan berpotensi sebagai instrumen lindung nilai selama krisis.
10	Wang et al. (2023)	Market Reaction to Mandatory ESG Disclosure – US Listed Companies	Event Study	Pengumuman Regulasi ESG, CAR	Pasar merespons negatif pengumuman regulasi pengungkapan ESG wajib;

					perusahaan dengan pengungkapan ESG lemah lebih terdampak.

Berdasarkan tabel penelitian terdahulu di atas, terdapat beberapa pola temuan yang dapat diidentifikasi. Pertama, sebagian besar penelitian yang menggunakan sampel perusahaan di IDX ESG Leaders atau yang secara khusus menggunakan skor ESG dari Sustainalytics menemukan bahwa risiko ESG yang rendah berkorelasi positif dengan respons pasar, meskipun tingkat signifikansinya bervariasi (Simamora, 2025; Suryani et al., 2025). Kedua, terdapat kesenjangan yang jelas antara temuan di pasar maju (di mana ESG umumnya terbukti berpengaruh positif terhadap abnormal return) dengan temuan di pasar berkembang seperti Indonesia, di mana hubungan tersebut masih lemah atau tidak konsisten, kemungkinan akibat rendahnya literasi ESG investor ritel dan dominasi pertimbangan finansial jangka pendek (Danila, 2026; Iswajuni et al., 2025). Ketiga, metodologi event study yang secara spesifik menguji pengumuman periodik konstituen IDX ESG Leaders masih sangat terbatas dalam literatur, sehingga penelitian ini berupaya mengisi celah tersebut.

2.6 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual penelitian ini disusun berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu yang telah dijelaskan pada subbab sebelumnya.Penelitian ini menempatkan pengumuman konstituen

IDX ESG Leaders sebagai variabel independent yang berpotensi mempengaruhi keputusan investor di pasar modal Indonesia. Dalam penelitian ini, keputusan investor dioperasionalisasikan melalui satu variabel dependen utama, yaitu abnormal return, yang diukur melalui Average Abnormal Return (AAR). Hubungan kausal antara pengumuman ESG Leaders dan keputusan investor ini berpijak pada 3 teori utama yang saling menguatkan: *Signaling Theory, Stakeholder Theory* dan *Legitimacy Theory*.

Dari perspektif *Signaling Theory* (Connelly et al., 2011), pengumuman IDX ESG Leaders berfungsi sebagai sinyal publik yang kredibel mengenai kualitas ESG perusahaan, karena didasarkan pada penilaian independen dari Sustainalytics—bukan sekadar klaim sepihak manajemen. Sinyal yang kredibel ini seharusnya mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor, mendorong investor untuk merevisi ekspektasi mereka mengenai risiko dan prospek perusahaan yang bersangkutan, dan pada akhirnya tercermin dalam perubahan harga saham (abnormal return). Perusahaan yang masuk sebagai konstituen baru IDX ESG Leaders mengirimkan sinyal positif yang diharapkan memicu respons pembelian dari investor, sedangkan perusahaan yang keluar dari indeks mengirimkan sinyal negatif yang dapat memicu respons penjualan.

Dari perspektif *Stakeholder Theory* (Freeman, 1984), masuknya perusahaan ke dalam IDX ESG Leaders merupakan konfirmasi formal atas komitmen perusahaan terhadap seluruh pemangku kepentingannya. Investor yang menginternalisasi kerangka stakeholder theory akan memandang pengakuan ini sebagai indikator manajemen risiko yang lebih baik dan keberlanjutan bisnis jangka panjang yang lebih terjamin, sehingga memberikan penilaian yang lebih positif terhadap saham tersebut. Sebaliknya, keluarnya perusahaan dari indeks dapat diinterpretasikan sebagai melemahnya komitmen ESG perusahaan, yang meningkatkan persepsi risiko reputasi dan risiko regulasi.

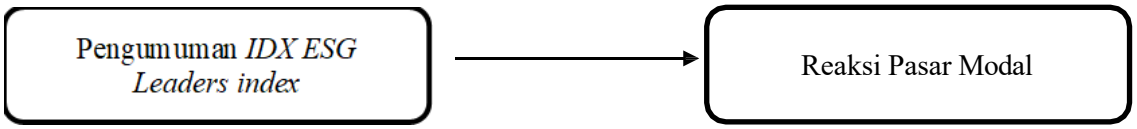
Dari perspektif *Legitimacy Theory*, perusahaan berupaya memperoleh dan mempertahankan penerimaan dari masyarakat dengan menunjukkan bahwa aktivitas dan nilai yang dianut selaras dengan norma, harapan, dan nilai sosial yang berlaku. Dalam konteks ini, pengumuman IDX ESG

Leaders dapat dipandang sebagai bentuk pengakuan publik atas komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan dan tanggung jawab sosial. Apabila investor menilai pengakuan tersebut sebagai sinyal positif yang memperkuat legitimasi perusahaan, maka pasar dapat merespons melalui perubahan harga saham yang tercermin dalam abnormal return di sekitar tanggal pengumuman (event window). Dengan demikian, pengujian terhadap keberadaan abnormal return yang signifikan di sekitar pengumuman IDX ESG Leaders juga merupakan pengujian empiris mengenai apakah legitimasi yang diperoleh perusahaan melalui pengakuan atas kinerja keberlanjutan memiliki nilai ekonomi dan memengaruhi respons investor di pasar modal.

Penelitian ini berangkat dari fenomena belum konsistennya temuan mengenai reaksi pasar modal terhadap informasi ESG, khususnya di pasar negara berkembang seperti Indonesia. Peristiwa yang menjadi fokus pengamatan adalah pengumuman resmi perusahaan sebagai konstituen IDX ESG Leaders Index oleh Bursa Efek Indonesia (BEI), yang dipandang sebagai titik awal untuk menguji apakah informasi non-keuangan tersebut memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor.

Untuk menjelaskan mengapa dan bagaimana pasar merespons peristiwa tersebut, penelitian ini bertumpu pada tiga landasan teori yang saling melengkapi. Signaling theory menjelaskan bahwa pengumuman tersebut berfungsi sebagai sinyal kredibel mengenai kualitas ESG perusahaan kepada investor. Stakeholder theory menjelaskan bahwa pengakuan tersebut mencerminkan komitmen perusahaan terhadap seluruh pemangku kepentingan, bukan hanya pemegang saham. Legitimacy theory menjelaskan bahwa pengumuman tersebut merupakan bentuk pengakuan publik atas keselarasan perusahaan dengan norma dan nilai sosial yang berlaku. Ketiga teori ini bersama-sama menjadi dasar argumen bahwa pengumuman IDX ESG Leaders Index berpotensi memicu reaksi pasar.

Secara sederhana, alur kerangka berpikir penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



Pengumuman IDX ESG Leaders = sinyal positif

Berdasarkan kerangka teori tersebut, penelitian ini dirancang sebagai event study dengan pengumuman konstituen IDX ESG Leaders Index sebagai variabel independen, dan abnormal return — yang diukur melalui Average Abnormal Return (AAR) — sebagai variabel dependen. Reaksi pasar diamati dalam jendela peristiwa di sekitar tanggal pengumuman. Untuk menguji signifikansi reaksi tersebut, data abnormal return terlebih dahulu diuji normalitasnya, kemudian dianalisis menggunakan uji non-parametrik Wilcoxon Signed Ranks Test.

Hasil pengujian ini diharapkan menunjukkan pola reaksi pasar — baik instan, tertunda, maupun tidak signifikan sama sekali — yang pada akhirnya memberikan implikasi baik secara teoritis (memperkaya literatur keuangan berkelanjutan di pasar negara berkembang) maupun praktis (sebagai masukan bagi investor, regulator, dan manajemen perusahaan).

2.7 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori, kajian penelitian terdahulu, dan kerangka konseptual yang telah diuraikan, penelitian ini mengajukan dua hipotesis. Berdasarkan Signaling Theory, pengumuman masuknya suatu perusahaan ke dalam konstituen IDX ESG Leaders merupakan sinyal positif yang kredibel mengenai kualitas ESG perusahaan tersebut. Sinyal positif ini seharusnya mendorong investor untuk merevisi ekspektasi mereka ke arah yang lebih optimis, yang pada gilirannya tercermin dalam perubahan harga saham di atas return yang diharapkan. Dukungan empiris atas argumen ini ditemukan dalam penelitian Simamora

(2025) yang menemukan bahwa risiko ESG berpengaruh signifikan terhadap abnormal return perusahaan-perusahaan di IDX ESG Leaders, serta Suryani et al. (2025) yang menemukan adanya abnormal return signifikan di sekitar peristiwa informasi ESG untuk saham-saham di IDX ESG Leaders, sehingga hipotesis pertama penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H0 : Tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman *IDX ESG Leaders Index.*

H1 : Terdapat reaksi pasar yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman *IDX ESG Leaders Index.*