

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Stakeholder Theory

Stakeholder Theory yang diperkenalkan oleh Edward Freeman (1984) menjelaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab terhadap kepentingan pemegang saham (*Shareholder*), tetapi juga kepada berbagai pihak yang memiliki kepentingan terhadap aktivitas perusahaan, baik yang memengaruhi atau dipengaruhi oleh aktivitas tersebut, seperti karyawan, pelanggan, masyarakat, dan lingkungan sekitar. Teori ini menekankan bahwa keberlangsungan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuannya dalam mengelola hubungan dengan para pemangku kepentingan secara efektif, yaitu pihak-pihak yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh pencapaian tujuan perusahaan (Talan dkk., 2024).

Dalam perkembangannya, *stakeholder theory* menjadi salah satu landasan utama dalam memahami praktik bisnis berkelanjutan, di mana perusahaan dituntut untuk menciptakan nilai tidak hanya secara finansial tetapi juga secara sosial dan lingkungan. Hal ini sejalan dengan temuan bahwa *stakeholder theory* merupakan teori dominan yang mendasari praktik ESG dan pengungkapan keberlanjutan dalam perusahaan modern (Del Gesso & Lodhi, 2025).

Dalam dinamika investasi modern, perhatian terhadap pemangku kepentingan semakin meningkat seiring dengan tuntutan transparansi dan

akuntabilitas perusahaan. Investor kini tidak *lagi* hanya berfokus pada kinerja finansial, tetapi juga mempertimbangkan aspek non-finansial seperti lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam proses pengambilan keputusan investasi. Perubahan ini tercermin dari meningkatnya pengaruh faktor eksternal seperti sentimen investor terhadap kinerja indeks ESG, baik dari segi *return* maupun volatilitas (Oubani, 2024).

Sejalan dengan perspektif tersebut, konsep ESG muncul sebagai instrumen yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan secara lebih sistematis dalam memenuhi tanggung jawabnya kepada para pemangku kepentingan. Penerapan ESG tidak hanya mencerminkan kepatuhan terhadap aspek sosial dan lingkungan, tetapi juga berperan dalam meningkatkan kinerja investasi, di mana perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki harga saham yang lebih tinggi dan performa investasi yang lebih baik (Kulal dkk., 2023).

Dengan demikian, penerapan ESG dapat dianggap sebagai bentuk dari implementasi *Stakeholder Theory* dalam konteks bisnis modern, di mana perusahaan tidak *lagi* berorientasi pada pencapaian keuntungan jangka pendek, melainkan juga menciptakan nilai berkelanjutan bagi seluruh pemangku kepentingan melalui integrasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam strategi bisnisnya. Hal ini didukung oleh temuan bahwa kinerja ESG memiliki pengaruh signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan (Melinda & Wardhani, 2020). serta berkontribusi positif terhadap kinerja investasi melalui peningkatan *return* saham (Yin dkk., 2023).

2.1.2 *Legitimacy Theory*

Legitimacy Theory yang dikemukakan oleh Dowling & Pfeffer (1975) serta dikembangkan oleh Suchman (1995) menjelaskan bahwa perusahaan berusaha untuk memastikan kegiatannya sejalan dengan norma dan nilai yang berlaku di masyarakat untuk memperoleh penerimaan sosial. Teori ini menekankan bahwa keberlangsungan perusahaan sangat dipengaruhi oleh pandangan masyarakat mengenai kesesuaian tindakan perusahaan, sehingga perusahaan perlu secara proaktif menyesuaikan dan mengkomunikasikan aktivitasnya agar legitimasinya diakui. Untuk mempertahankan legitimasi, perusahaan akan menyelaraskan aktivitasnya dengan ekspektasi publik, yang pada umumnya dilakukan melalui penerapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) dan pelaporan keberlanjutan sebagai upaya untuk mengkomunikasikan tujuan lingkungan dan sosial dengan aktivitas operasional perusahaan.

Dalam konteks bisnis modern, salah satu cara perusahaan untuk memperoleh legitimasi adalah melalui pengungkapan informasi yang mencerminkan tanggung jawab sosial dan lingkungan, karena mampu memberikan informasi mengenai bagaimana perusahaan dapat mengelola dampak non-finansial serta memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan. Hal ini didukung oleh temuan bahwa pengungkapan ESG mencerminkan informasi terkait aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola yang digunakan investor untuk menilai risiko dan keberlanjutan perusahaan (Del Gesso & Lodhi, 2025).

Selain itu, legitimasi juga berkaitan dengan persepsi investor terhadap kualitas perusahaan. Perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap praktik ESG cenderung mendapatkan kepercayaan yang lebih tinggi dari investor, karena dianggap lebih transparan dan bertanggung jawab. Sebuah penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh terhadap harga saham dan kinerja investasi, yang mengindikasikan bahwa pasar merespons praktik keberlanjutan sebagai suatu sinyal positif terhadap kualitas perusahaan (Kulal dkk., 2023).

Legitimasi juga berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi risiko yang timbul dari tekanan eksternal, seperti isu lingkungan dan sosial. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki volatilitas harga saham yang lebih rendah, karena mampu meningkatkan reputasi dan kepercayaan investor (Xu, 2023). Selain itu, ESG juga berperan dalam meningkatkan stabilitas perusahaan melalui pengelolaan risiko yang lebih baik, sehingga memperkuat perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian pasar (Escobar-saldívar dkk., 2025).

Dengan demikian, teori legitimasi memberikan landasan konseptual dalam memahami pentingnya ESG sebagai sarana bagi perusahaan untuk memperoleh dan mempertahankan legitimasi sosial. Melalui praktik ESG yang baik, perusahaan tidak hanya memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan, tetapi juga meningkatkan kinerja *return* saham serta mengurangi risiko, sehingga menciptakan nilai jangka panjang yang berkelanjutan.

2.1.3 Signaling Theory

Signaling Theory pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) dalam konteks pasar tenaga kerja, kemudian dikembangkan dalam bidang keuangan oleh Ross (1997) yang menjelaskan bahwa ketika terjadi kondisi asimetri informasi, pihak yang memiliki informasi lebih, seperti manajemen perusahaan, akan memberikan sinyal kepada pihak eksternal seperti investor untuk mengurangi ketidakpastian terkait kondisi dan prospek perusahaan. Sinyal tersebut menjadi penting karena investor tidak memiliki akses langsung terhadap informasi internal perusahaan, sehingga keputusan investasi sangat bergantung pada informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Dalam konteks pasar modal, sinyal yang diberikan oleh perusahaan dapat berupa berbagai bentuk informasi, seperti laporan keuangan, kebijakan dividen, maupun bentuk pengungkapan informasi lainnya yang dapat menggambarkan kondisi serta prospek perusahaan. Informasi tersebut kemudian digunakan oleh investor sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi. Seiring dengan meningkatnya perhatian terhadap aspek keberlanjutan, informasi non-finansial seperti ESG juga mulai dipertimbangkan oleh investor dalam mengevaluasi kualitas dan kinerja dari sebuah perusahaan, khususnya karena ESG dinilai mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai risiko dan keberlanjutan perusahaan (Kevser dkk., 2024; Melinda & Wardhani, 2020).

Pengungkapan ESG dapat dipandang sebagai salah satu bentuk sinyal yang menunjukkan bagaimana perusahaan dapat mengelola risiko non-finansial dan komitmennya terhadap keberlanjutan. Pengungkapan ESG tersebut memberikan informasi tambahan kepada investor terkait transparansi, kualitas manajemen, serta strategi jangka panjang perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi ketidakpastian informasi (Del Gesso & Lodhi, 2025; Khan, 2019).

Bukti empiris menunjukkan bahwa pasar memperhatikan informasi ESG sebagai sinyal yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian menunjukkan bahwa informasi mengenai risiko ESG berpengaruh terhadap reaksi pasar saham, yang mengindikasikan bahwa investor menggunakan informasi tersebut sebagai dasar dalam membuat keputusan investasi (Simamora, 2025). Selain itu, penelitian lain juga menemukan bahwa aspek risiko ESG mempengaruhi nilai perusahaan serta persepsi investor terhadap kualitas perusahaan (Treepongkaruna dkk., 2024).

2.1.4 Modern Portfolio Theory

Modern Portfolio Theory (MPT) pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1952) yang menjelaskan bahwa investor rasional akan berusaha memaksimalkan *return* yang diharapkan dengan tingkat risiko tertentu, atau meminimalkan risiko pada tingkat *return* tertentu. Teori ini menekankan bahwa keputusan investasi perlu mempertimbangkan hubungan

antara risiko dan *return* secara simultan, sehingga pembentukan portfolio menjadi lebih optimal (Zhao dkk., 2025). Teori ini menekankan pentingnya diversifikasi dalam pembentukan portfolio, di mana kombinasi aset yang tepat dapat menghasilkan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan investasi pada satu aset saja.

Dalam metode MPT, risiko diukur berdasarkan tingkat perubahan *return* (volatilitas), sedangkan *return* menunjukkan hasil yang diperkirakan dari investasi tersebut. Investor diasumsikan bersifat *risk-averse*, sehingga akan memilih portfolio yang berada pada *efficient frontier*, yaitu portfolio optimal yang memberikan kombinasi terbaik antara risiko dan *return*. Konsep *efficient frontier* tersebut memberikan panduan bagi investor dalam memilih portfolio yang paling efisien sesuai dengan preferensi risiko masing-masing. Dengan demikian, keputusan investasi tidak hanya didasarkan pada *return* semata, tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung.

Dalam perkembangan investasi modern, pendekatan MPT tidak hanya melihat faktor-faktor finansial tradisional, tetapi juga mulai memasukkan faktor-faktor non-finansial juga seperti ESG saat proses pemilihan portfolio. Investor menggunakan informasi ESG sebagai salah satu indikator dalam menilai kualitas perusahaan dan prospek investasi, karena ESG dinilai mampu memberikan informasi mengenai risiko dan keberlanjutan suatu perusahaan yang mungkin tidak tercermin dalam laporan keuangan konvensional. Hal ini menunjukkan bahwa integrasi ESG

dapat membantu proses optimalisasi portfolio dengan menambahkan dimensi risiko non-finansial dalam analisis investasi (Hasan dkk., 2025).

Selain itu, integrasi aspek keberlanjutan dalam aktivitas perusahaan juga membantu menciptakan nilai jangka panjang serta meningkatkan ketahanan perusahaan terhadap kondisi pasar yang tidak stabil. Hal ini menunjukkan bahwa pertimbangan ESG menjadi semakin relevan dalam konteks investasi modern, karena menjadi sebuah informasi tambahan bagi investor dalam menilai risiko investasi, khususnya risiko terkait lingkungan, sosial, dan tata kelola yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan (Del Gesso & Lodhi, 2025; Zhao dkk., 2025).

Penelitian empiris juga menunjukkan bahwa kinerja ESG memiliki keterkaitan dengan peningkatan hasil kinerja finansial serta pengelolaan risiko yang lebih baik. Beberapa studi menemukan bahwa portfolio berbasis ESG cenderung memiliki risiko pasar yang lebih rendah dibandingkan dengan portfolio konvensional, sehingga sejalan dengan prinsip dasar MPT yang menekankan pentingnya *trade-off* antara risiko dan *return* dalam pembentukan portfolio investasi (Hasan dkk., 2025). Selain itu, aspek tata kelola dan kontroversi ESG juga terbukti berkaitan dengan nilai perusahaan, sehingga dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan (Treepongkaruna dkk., 2024). Dengan demikian, integrasi ESG dalam investasi dapat dipahami sebagai pengembangan dari pendekatan MPT dalam konteks pasar keuangan modern.

2.1.5 Fama-French Five-Factor Model

Fama-French Five-Factor Model diperkenalkan oleh Fama & French (2015) merupakan pengembangan dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang menjelaskan bahwa *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh risiko pasar, tetapi juga oleh beberapa faktor tambahan yang menggambarkan karakteristik perusahaan. Model ini terdiri dari 5 faktor utama, yaitu *market risk* (*market premium*), *size* (SMB), *value* (HML), *profitability* (RMW), dan *investment* (CMA). Kelima faktor tersebut digunakan untuk menjelaskan *return* saham secara lebih komprehensif dibandingkan dengan model sebelumnya, sehingga memberikan pendekatan yang lebih akurat dalam menganalisis kinerja saham. Model ini menambahkan faktor *profitability* (RMW) dan faktor *investment* (CMA) yang dapat mencerminkan kondisi fundamental perusahaan.

Seiring dengan berkembangnya studi mengenai *asset pricing* modern, model Fama-French juga dapat digunakan untuk mengevaluasi kinerja investasi berbasis ESG. Aspek ESG dapat dianggap sebagai faktor tambahan yang mencerminkan kualitas perusahaan dari sisi non-finansial, yang berpotensi memengaruhi *return* dan risiko dari suatu saham. Sebuah studi menunjukkan bahwa faktor non-finansial dapat melengkapi model *asset pricing* dalam menjelaskan variasi *return* saham (Yin dkk., 2023).

Selain itu, beberapa studi juga mengungkapkan bahwa investasi berbasis ESG memiliki karakteristik risiko yang berbeda dibandingkan dengan investasi konvensional. ESG mampu meningkatkan stabilitas investasi serta mengurangi risiko pasar, sehingga dapat memengaruhi

performa portfolio investasi (Gupta & Chaudhary, 2023). Hal ini menunjukkan bahwa penerapan ESG dalam analisis keuangan dapat memperkaya pendekatan Fama-French dengan menambahkan aspek risiko non-finansial.

Penelitian empiris juga menunjukkan bahwa investasi berbasis ESG dapat berkontribusi pada peningkatan efisiensi portfolio serta diversifikasi investasi, khususnya dalam meningkatkan *risk-adjusted return* dan stabilitas investasi, sehingga relevan untuk dianalisis dalam kerangka model faktor seperti Fama-French (Dai, 2020).

Dengan demikian, *Fama-French Five-Factor Model* memberikan kerangka teoritis yang kuat untuk menjelaskan variasi *return* saham berdasarkan faktor-faktor fundamental perusahaan. Penggunaan aspek ESG sebagai faktor pelengkap menunjukkan bahwa analisis keuangan tidak hanya mengandalkan faktor tradisional, tetapi juga memasukkan elemen non-finansial yang semakin penting dalam menentukan kinerja investasi.

2.1.6 Investasi dan Pasar Modal

Investasi pada dasarnya merupakan kegiatan penanaman dana yang dilakukan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang, baik dalam bentuk *capital gain* maupun pendapatan lainnya, seperti dari dividen. Keputusan investasi tidak hanya bergantung pada potensi *return* yang dapat diperoleh, tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko yang melekat pada setiap instrumen investasi. Oleh karena itu, investor pada umumnya

melakukan analisis terhadap berbagai informasi yang tersedia di pasar, dengan tujuan meminimalkan ketidakpastian dan meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan investasi.

Salah satu sarana yang dapat memfasilitasi kegiatan investasi tersebut adalah pasar modal, yang berperan sebagai wadah bagi investor dan pelaku pasar berinteraksi. Pasar modal menjadi tempat berlangsungnya perdagangan instrumen keuangan, seperti saham dan obligasi. Harga suatu aset di pasar modal terbentuk melalui interaksi permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*) yang dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik faktor finansial maupun non-finansial. Informasi yang tersedia di pasar menjadi komponen penting karena dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai suatu perusahaan.

Seiring dengan perkembangan paradigma investasi, informasi non-finansial seperti ESG semakin mendapatkan perhatian dari investor. Hal ini dikarenakan ESG dinilai mampu memberikan gambaran mengenai kualitas perusahaan, terutama dalam hal pengelolaan risiko dan keberlanjutan bisnis. Pernyataan tersebut sejalan dengan temuan empiris yang mengindikasikan bahwa faktor ESG memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham dan kinerja investasi, sehingga menjadi salah satu pertimbangan penting dalam keputusan investasi (Kulal dkk., 2023).

Dinamika dalam pasar modal juga dipengaruhi oleh sentimen investor, yang dapat memperkuat atau melemahkan reaksi pasar terhadap informasi tertentu. Dalam konteks investasi berkelanjutan, sentimen

investor terhadap informasi ESG terbukti memiliki pengaruh terhadap *return* dan volatilitas pasar, yang menunjukkan bahwa persepsi investor memiliki peran penting dalam menentukan arah pergerakan harga saham (Oubani, 2024).

Dalam konteks global, bukti dari berbagai penelitian lintas negara semakin mempertegas bahwa faktor ESG semakin terintegrasi dalam mekanisme penilaian investasi di pasar modal global. Informasi ESG tidak hanya digunakan sebagai alat evaluasi kinerja perusahaan, tetapi juga sebagai indikator dalam memahami risiko dan dinamika pasar saham di berbagai negara

2.1.7 *Environmental, Social, and Governance (ESG)*

Environmental, Social, and Governance (ESG) merupakan suatu kerangka yang digunakan untuk menilai bagaimana perusahaan mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola ke dalam strategi bisnisnya. ESG berkembang dari konsep *Corporate Social Responsibility (CSR)*, namun memiliki cakupan yang lebih luas karena secara eksplisit memasukkan aspek tata kelola sebagai bagian penting dalam evaluasi perusahaan (Gillan dkk., 2021). Dalam konteks penelitian ini, ESG bukan hanya pandangan terkait isu etika, tetapi juga sebagai faktor yang berkaitan dengan risiko, kinerja, serta nilai perusahaan.

Perhatian terhadap ESG terus meningkat, baik dari sisi investor maupun dari perusahaan. Hal ini terlihat dari meningkatnya jumlah

perusahaan yang melakukan pengungkapan keberlanjutan dalam laporan tahunannya, serta meningkatnya kegiatan investasi berbasis ESG. ESG juga telah menjadi bagian dari proses menganalisis prospek investasi, di mana investor mulai mengintegrasikan informasi ESG dalam pengambilan keputusan investasi untuk mendapatkan gambaran kualitas perusahaan yang lebih komprehensif mengenai risiko dan peluang perusahaan (Gillan dkk., 2021).

Secara konseptual, ESG terdiri dari tiga komponen utama. Aspek *environmental* berkaitan dengan bagaimana perusahaan dapat mengelola dampak praktik bisnisnya terhadap lingkungan, seperti emisi karbon, penggunaan energi, serta pengelolaan limbah. Aspek ini berkaitan dengan risiko jangka panjang yang dapat memengaruhi keberlanjutan operasional perusahaan. Perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik cenderung dapat mengurangi risiko jangka panjang karena mampu mengatasi tekanan regulasi serta isu lingkungan yang berkembang. Hal ini menunjukkan bahwa faktor lingkungan memiliki implikasi terhadap penurunan risiko perusahaan di masa depan, termasuk volatilitas harga saham yang lebih rendah. (Wu dkk., 2024; Xu, 2023).

Aspek *social* berkaitan dengan hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan, termasuk karyawan, pelanggan, dan masyarakat. Komponen ini mencakup isu seperti kesejahteraan tenaga kerja, tanggung jawab sosial, serta dampak sosial dari aktivitas perusahaan. Dengan berkembangnya kesadaran investor, mereka semakin mempertimbangkan

aspek ini karena dinilai dapat memengaruhi reputasi perusahaan serta kepercayaan pasar terhadap manajemen perusahaan (Y. Zhang, 2024).

Selanjutnya, aspek *governance* berkaitan dengan struktur dan mekanisme pengelolaan perusahaan, seperti transparansi, akuntabilitas, serta pengawasan manajemen. Tata kelola yang baik berperan dalam mengurangi konflik kepentingan internal serta meningkatkan kualitas pengambilan keputusan, sehingga dapat berdampak terhadap kinerja perusahaan (Syarkani dkk., 2024). Menurut Gillan dkk. (2021) aspek *governance* memiliki peran penting dalam melindungi kepentingan investor, serta menentukan nilai perusahaan.

Dalam konteks empiris, hubungan antara ESG dengan kinerja keuangan telah banyak diteliti. Salah satunya merupakan studi meta-analisis yang menggabungkan lebih dari 2000 penelitian. Hasilnya menunjukkan bahwa sebagian besar penelitian menemukan hubungan positif antara ESG dengan kinerja keuangan perusahaan, baik dari sisi keuangan maupun kinerja pasar (Friede dkk., 2015). Hal ini menunjukkan bahwa ESG memiliki implikasi ekonomi yang nyata.

Lebih lanjut, ESG juga berperan dalam meningkatkan stabilitas investasi serta kualitas portofolio. Perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang baik cenderung memiliki ketahanan yang lebih tinggi terhadap kondisi pasar yang tidak stabil, sehingga lebih menarik bagi investor yang mempertimbangkan aspek risiko dalam keputusan investasinya (Engelhardt dkk., 2021). Selain itu, ESG juga digunakan sebagai indikator dalam

memahami dinamika pasar serta perilaku investor di berbagai negara (Kevser dkk., 2024).

Dengan demikian, ESG dapat dipahami sebagai pendekatan yang mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam menilai perusahaan secara menyeluruh. ESG tidak hanya mencerminkan tanggung jawab perusahaan, tetapi juga menjadi faktor yang memengaruhi risiko, *return*, dan keputusan investor dalam pasar modal.

2.1.8 Saham Hijau dan Saham Konvensional

Saham hijau (*green stocks*) merupakan istilah untuk saham dari perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang baik, serta secara aktif menerapkan praktik bisnis yang berkelanjutan. Saham jenis ini pada umumnya berasal dari perusahaan dengan skor ESG yang tinggi atau termasuk dalam indeks berbasis keberlanjutan. Dalam konteks investasi keberlanjutan, saham hijau semakin mendapat perhatian karena dianggap mampu mencerminkan kualitas perusahaan yang lebih baik dari sisi pengelolaan risiko dan keberlanjutan jangka panjang.

Saham hijau bukan hanya sebuah instrumen yang berorientasi pada nilai etis, tetapi juga sebagai aset yang memiliki karakteristik risiko dan *return* yang berbeda dibandingkan saham konvensional. Sebuah studi menunjukkan bahwa investasi berbasis ESG memiliki keterkaitan dengan peningkatan *return* saham, yang dapat mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik dapat memberikan kinerja investasi yang

lebih baik juga (Yin dkk., 2023). Selain itu, peningkatan skor ESG juga terbukti berkaitan dengan peningkatan *return* saham serta penurunan risiko, yang mengindikasikan bahwa ESG memiliki implikasi finansial yang nyata dalam pasar modal (Escobar-saldívar dkk., 2025).

Di sisi lain, saham konvensional merupakan istilah yang digunakan untuk saham perusahaan yang tidak secara spesifik mempertimbangkan ataupun mengungkapkan penggunaan aspek ESG dalam aktivitas bisnisnya. Penilaian terhadap saham konvensional pada umumnya lebih berfokus pada indikator keuangan tradisional, seperti rasio profitabilitas, pertumbuhan, serta kinerja keuangan lainnya. Meskipun demikian, saham konvensional tetap menjadi bagian utama dalam dinamika pasar modal dan sering digunakan sebagai pembandingan dalam penelitian terkait investasi berbasis ESG.

Perbedaan antara saham hijau dengan saham konvensional semakin relevan seiring dengan meningkatnya kesadaran investor terhadap faktor keberlanjutan. Investor mulai mempertimbangkan aspek ESG sebagai salah satu faktor dalam proses pengambilan keputusan investasi, yang pada akhirnya berdampak pada permintaan terhadap saham hijau di pasar modal. Sebuah penelitian menunjukkan bahwa preferensi investor terhadap investasi berkelanjutan dipengaruhi oleh faktor sosial dan lingkungan, yang menjadi faktor utama dalam peningkatan minat terhadap saham berbasis ESG (Eaw dkk., 2024).

Selain itu, saham hijau cenderung memiliki karakteristik risiko yang berbeda dibandingkan saham konvensional. Beberapa studi menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik memiliki volatilitas harga saham yang lebih rendah, sehingga saham tersebut lebih stabil dalam menghadapi kondisi pasar yang tidak menentu (Wu dkk., 2024; Xu, 2023). Hal ini dapat mengindikasikan bahwa saham hijau mampu memberikan perlindungan terhadap risiko, terutama dalam kondisi krisis.

Dalam konteks portofolio, saham hijau berperan dalam meningkatkan diversifikasi investasi. Sebuah hasil studi empiris membuktikan bahwa integrasi ESG dalam portofolio dapat meningkatkan kualitas *risk-adjusted return* serta memberikan manfaat dalam pengelolaan risiko investasi (Dai, 2020). Maka dari itu, saham hijau tidak hanya memiliki nilai dari sisi keberlanjutan, tetapi juga dari sisi kinerja investasi.

Saham hijau dan saham konvensional memiliki karakteristik yang berbeda baik dari sisi pendekatan, tingkat risiko, dan kinerja investasi. Saham hijau menekankan integrasi aspek keberlanjutan dalam aktivitas bisnis, sementara saham konvensional lebih berfokus pada indikator keuangan tradisional. Perbedaan ini menjadi dasar penting dalam analisis komparatif untuk memahami bagaimana jenis saham dapat memengaruhi performa perusahaan dan keputusan investasi di pasar modal.

Istilah saham hijau dan saham konvensional dalam penelitian ini didefinisikan secara operasional sebagai dasar dalam pengelompokan sampel penelitian. Saham hijau mengacu pada perusahaan yang secara

konsisten menjadi konstituen Indeks IDX ESG Leaders selama periode 2021–2025, sedangkan saham konvensional mengacu pada perusahaan yang secara konsisten menjadi konstituen IDX80 namun tidak pernah menjadi konstituen Indeks IDX ESG Leaders pada periode yang sama. Definisi operasional tersebut digunakan untuk memastikan bahwa klasifikasi kedua kelompok saham sesuai dengan tujuan penelitian dalam membandingkan performa fundamental dan kinerja pasar. Oleh karena itu, penggunaan istilah saham hijau dan saham konvensional dalam penelitian ini tidak dimaksudkan sebagai klasifikasi universal terhadap seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, melainkan terbatas pada konteks dan desain penelitian yang digunakan.

2.1.9 *IDX ESG Leaders & IDX80*

Indeks saham merupakan indikator yang digunakan untuk mengukur kinerja sekelompok saham tertentu di pasar modal, yang seringkali dikelompokkan berdasarkan suatu karakteristik yang sama di antara saham-saham tersebut. Di Indonesia, indeks saham dikembangkan oleh BEI sebagai acuan bagi investor untuk menilai performa pasar serta sebagai dasar dalam penyusunan strategi investasi. Dalam penelitian ini, dua indeks yang digunakan sebagai objek analisis adalah *IDX ESG Leaders* dan *IDX80*, yang menurut peneliti dapat merepresentasikan pendekatan investasi berbasis keberlanjutan serta investasi konvensional.

IDX ESG Leaders merupakan indeks yang mengukur kinerja saham dari perusahaan-perusahaan yang memiliki penilaian kinerja ESG yang baik, tidak terlibat dalam kontroversi yang signifikan, serta memiliki

likuiditas dan kinerja keuangan yang baik. Indeks ini diciptakan untuk mengidentifikasi perusahaan yang dianggap sebagai pemimpin pasar (*market leader*) dalam penerapan prinsip ESG. Selain itu, pemilihan konstituen indeks ini juga mempertimbangkan aspek likuiditas dan kinerja keuangan, sehingga indeks tersebut dianggap dapat merepresentasikan kinerja ESG dalam pasar modal Indonesia.

Proses seleksi konstituen IDX ESG Leader dilakukan melalui empat tahap. Pertama, semesta (*universe*) konstituen ditetapkan dari saham-saham anggota IDX80 yang memiliki skor risiko ESG dari *Sustainalytics*. Kedua, saham-saham yang terlibat dalam kontroversi kategori 4 dan 5 dikeluarkan dari seleksi. Ketiga, saham-saham dengan skor risiko ESG pada kategori tinggi (*high*) dan berat (*severe*) juga dikeluarkan. Keempat, dari saham semesta yang tersisa, dipilih konstituen berdasarkan peringkat skor risiko ESG terendah dengan jumlah maksimal 30 saham. Dengan demikian, *IDX ESG Leaders* dapat dipahami sebagai subset dari IDX80 yang telah melalui seleksi tambahan berdasarkan kinerja ESG.

Di sisi lain, IDX80 merupakan indeks yang terdiri dari 80 saham dengan kapitalisasi pasar besar, likuiditas tinggi, serta fundamental yang baik. Indeks tersebut digunakan sebagai representasi pasar modal Indonesia, sehingga dapat dijadikan acuan dalam analisis investasi konvensional. Berbeda dengan IDX ESG Leaders, pertimbangan dalam seleksi konstituen untuk IDX80 berfokus pada indikator keuangan dan aktivitas perdagangan saham.

Dengan demikian, dalam konteks penelitian ini *IDX ESG Leaders* dapat merepresentasikan saham hijau (*green stocks*), sementara *IDX80* dapat merepresentasikan saham konvensional. Perbandingan antara kedua indeks tersebut relevan untuk menganalisis apakah perusahaan dengan kinerja ESG yang baik memiliki performa yang berbeda dibandingkan perusahaan yang hanya dinilai berdasarkan indikator keuangan.

2.1.10 ESG Risk Score

ESG Risk Score yang disusun oleh *sustainalytics*, yang bekerja sama dengan BEI dalam perancangan *IDX ESG Leaders*, merupakan alat ukur yang digunakan untuk menilai tingkat risiko perusahaan yang berasal dari faktor ESG. Berbeda dengan pendekatan ESG secara umum yang menilai dari kinerja atau tingkat kepatuhan perusahaan terhadap prinsip keberlanjutan, *ESG Risk Score* berfokus pada seberapa besar risiko ESG yang dapat memengaruhi nilai perusahaan serta kinerja finansialnya.

Dalam konteks *IDX ESG Leaders*, penilaian *ESG Risk Score* menggunakan metodologi yang dikembangkan oleh *Sustainalytics*. Metodologi yang digunakan dalam penilaian *ESG Risk Score* tidak hanya mengukur eksposur perusahaan terhadap risiko ESG, tetapi juga mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko tersebut. Dengan demikian, skor yang dihasilkan mencerminkan risiko yang belum dikelola (*unmanaged ESG Risk*), yang dinilai lebih relevan dalam konteks investasi.

Sustainalytics mendefinisikan *ESG Risk Score* sebagai metrik yang mengukur besarnya risiko ESG yang tidak dikelola oleh suatu perusahaan, yang berpotensi berdampak pada kinerja finansial. Pendekatan ini menggabungkan dua komponen utama yaitu *exposure* (tingkat paparan terhadap risiko ESG) dan *management* (kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko tersebut). Hasil akhir dari pengukuran ini adalah tingkat risiko ESG yang tersisa, yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan serta persepsi investor terhadap nilai perusahaan tersebut.

Dalam konteks penelitian ini, *ESG Risk Score* menjadi indikator utama dalam mengidentifikasi saham hijau, khususnya dalam indeks *IDX ESG Leaders*. Dengan demikian, *ESG Risk Score* dapat dipahami sebagai risiko keberlanjutan yang berfokus pada dampak faktor ESG terhadap kinerja perusahaan. Penggunaan *ESG Risk Score* dalam penelitian ini menjadi penting untuk memberikan pendekatan yang spesifik dalam menilai kualitas perusahaan.

2.2 Penelitian Terdahulu

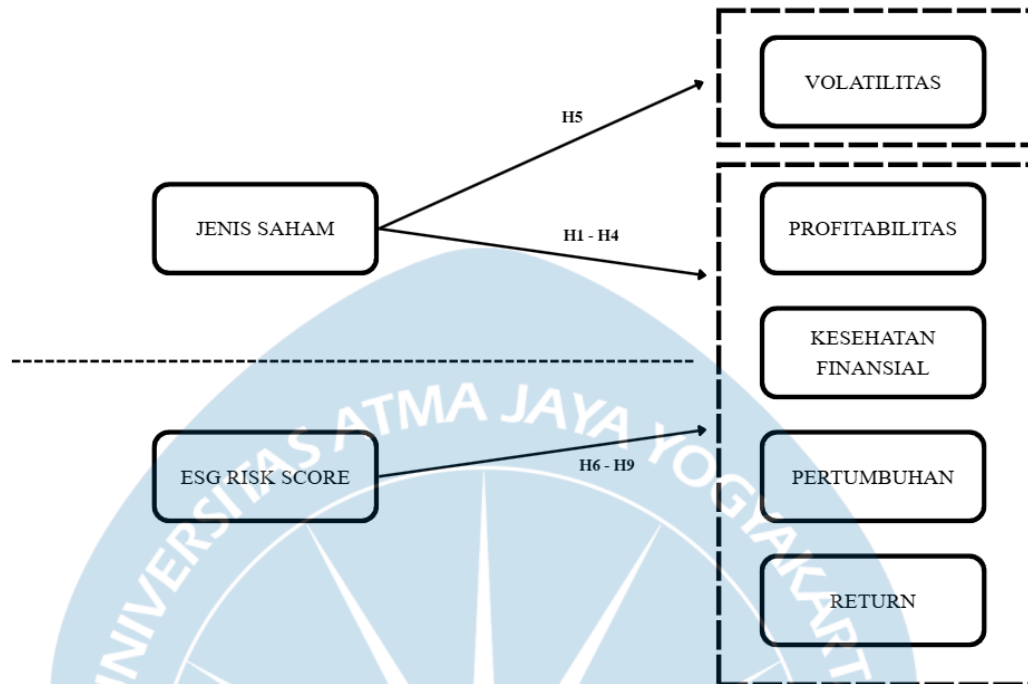
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No.	Judul dan Peneliti	Objek Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	<i>ESG and Financial Performance: Aggregated</i>	Meta-analisis 2000 studi empiris terkait ESG dan kinerja	ESG dan <i>Corporate Financial Performance</i>	Studi ini menemukan bahwa investasi berbasis ESG secara empiris terbukti memberikan dampak positif

	<i>Evidence from more than 2000 Empirical Studies</i> (Friede dkk., 2015)	keuangan perusahaan dari berbagai negara		terhadap kinerja keuangan perusahaan. Bahkan, sekitar 90% dari seluruh studi yang dianalisis menunjukkan hubungan yang tidak negatif antara ESG dan CFP, dan sebagian besar melaporkan temuan yang positif secara signifikan. Temuan ini tidak bersifat sementara, melainkan cenderung konsisten dan stabil dari waktu ke waktu.
2.	<i>Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance</i> (Gillan dkk., 2021)	Studi literatur terhadap penelitian-penelitian terdahulu terkait ESG dan CSR dalam konteks keuangan perusahaan.	ESG, CSR, Risiko Perusahaan, Nilai dan Kinerja Perusahaan	Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan antara aktivitas ESG/CSR dengan aspek fundamental perusahaan, seperti karakteristik pasar, struktur organisasi, serta risiko dan kinerja perusahaan. Sebagian besar temuan menunjukkan hasil positif, namun sebagian lainnya masih bersifat <i>mixed</i> .
3.	<i>How does ESG Performance Affect Stock Returns? Empirical Evidence from Listed Companies in China</i> (Yin dkk., 2023)	Data dari perusahaan publik yang terdaftar dalam pasar saham Tiongkok dari 2011-2020	Kinerja ESG dan Return Saham	Studi menemukan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham. Efek positif kinerja ESG lebih kuat pada perusahaan non-BUMN serta perusahaan yang berasal dari wilayah timur Tiongkok. Lebih lanjut, hasil studi menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan kapabilitas inovasi perusahaan berperan sebagai variabel mediasi parsial dalam menjelaskan pengaruh ESG terhadap <i>return</i> saham.
4.	<i>Has ESG Performance Reduced Stock Price Volatility</i> (Xu, 2023)	Data dari perusahaan publik dari Shanghai dan Shenzhen yang terdaftar dalam pasar saham Tiongkok dari tahun 2011-2021	Kinerja ESG dan Volatilitas Harga Saham	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG perusahaan berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham, yang dapat diartikan semakin baik kinerja ESG maka semakin rendah tingkat fluktuasi harga saham yang terjadi.

				Reputasi perusahaan juga teridentifikasi memengaruhi hubungan antara kinerja ESG dan volatilitas harga saham. Selain itu, hasil penelitian menunjukkan bahwa sentimen investor memperkuat pengaruh kinerja ESG dalam mengurangi volatilitas harga saham.
5.	<i>ESG Ratings and Stock Performance During the COVID-19 Crisis</i> (Engelhardt dkk. 2021)	Perusahaan-perusahaan publik di eropa yang terdaftar dalam pasar saham selama periode krisis COVID-19	Nilai ESG, <i>Return Saham</i> , dan Volatilitas Harga Saham	Studi ini menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di eropa dengan nilai ESG yang rendah menunjukkan kinerja saham yang lebih baik selama krisis COVID-19, yang tercermin dari <i>cumulative abnormal return</i> yang lebih tinggi serta volatilitas yang lebih rendah.
6.	<i>The Effects of ESG Scores and ESG Momentum on Stock Returns and Volatility: Evidence from U.S. Markets</i> (Escobar-Saldivar dkk., 2025)	Perusahaan publik yang terdaftar di pasar saham Amerika Serikat	Nilai ESG, Perubahan Nilai ESG (<i>Momentum ESG</i>), <i>Return Saham</i> , dan Risiko Volatilitas	Hasil penelitian ini menemukan bahwa Skor ESG yang tinggi berpengaruh secara negatif terhadap <i>return</i> saham dalam jangka panjang serta menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi. Namun, peningkatan Skor ESG berpengaruh positif terhadap <i>return</i> jangka pendek dan mampu menurunkan volatilitas saham.

2.3 Kerangka Penelitian



Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual Penelitian

Kerangka konseptual dalam penelitian ini menggambarkan hubungan antara jenis saham dan *ESG Risk Score* terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan dua metode pendekatan analisis. Metode pertama yaitu melalui pendekatan perbandingan komparatif antara jenis saham (saham hijau dan saham konvensional). Metode pertama bertujuan untuk mengidentifikasi apakah terdapat perbedaan kinerja antara kedua kelompok saham tersebut.

Metode kedua menggunakan *ESG Risk Score* untuk mengidentifikasi pengaruh variabel tersebut terhadap kinerja saham hijau. Dalam hal ini, *ESG Risk Score* yang lebih rendah diasumsikan mencerminkan kualitas pengelolaan yang lebih baik, yang pada akhirnya dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Berbeda dengan metode pertama yang menganalisis kinerja

saham hijau dan saham konvensional, metode kedua hanya menganalisis saham hijau saja.

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari beberapa indikator yang dapat mencerminkan hasil aktivitas perusahaan, baik dari sisi kemampuan fundamental seperti profitabilitas, kesehatan finansial, dan pertumbuhan perusahaan, maupun dari sisi kinerja di pasar, seperti tingkat *return* saham dan volatilitas harga saham. Secara konseptual, perusahaan dengan kinerja ESG yang baik diasumsikan memiliki profil kinerja yang lebih stabil dan menarik bagi investor, meskipun hubungan antara ESG dan kinerja perusahaan tidak selalu konsisten positif di berbagai penelitian.

Dengan menggunakan tiga pendekatan tersebut, penelitian ini tidak hanya membandingkan kinerja antara saham hijau dan saham konvensional, tetapi juga menganalisis peran *ESG Risk Score* dalam menjelaskan kinerja di antara perusahaan yang menerapkan prinsip ESG dalam aktivitas bisnisnya.

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Model 1 : Komparasi Saham Hijau dan Saham Konvensional

2.4.1.1 Perbedaan Profitabilitas antara Saham Hijau dan Saham Konvensional

Praktik keberlanjutan seringkali dikaitkan dengan efisiensi penggunaan sumber daya dan pengelolaan biaya jangka panjang, sehingga mampu memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kinerja yang lebih baik. Namun, perlu diingat juga bahwa implementasi aspek ESG

memerlukan investasi yang cukup besar serta komitmen yang tinggi, sehingga dampaknya terhadap profitabilitas perusahaan tidak selalu sama di semua perusahaan.

Secara empiris, banyak penelitian yang menunjukkan bahwa kinerja ESG memiliki keterkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Friede dkk. (2015) menemukan bahwa mayoritas studi menunjukkan hubungan non-negatif antara ESG dan kinerja keuangan, bahkan sebagian besar menunjukkan hasil yang positif. Temuan ini dapat memberikan sinyal positif bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik umumnya tidak mengalami penurunan profitabilitas, bahkan dalam banyak kasus menunjukkan performa yang lebih baik dibandingkan perusahaan konvensional.

H1 : Terdapat perbedaan profitabilitas antara saham hijau dan saham konvensional

2.4.1.2 Perbedaan Kesehatan Finansial antara Saham Hijau dan Saham

Konvensional

Kesehatan finansial mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga stabilitas kondisi keuangan, baik dalam memenuhi kewajiban maupun dalam mengelola struktur modal. Perusahaan yang mengintegrasikan praktik ESG ke dalam aktivitas bisnis pada umumnya memiliki tata kelola yang lebih baik serta manajemen risiko yang lebih terencana. Hal ini dapat membantu perusahaan dalam memitigasi eksposur

terhadap risiko keuangan yang berlebihan dan mempertahankan stabilitas operasional bisnis dalam jangka panjang.

Gillan dkk. (2021) dalam kajiannya mengungkapkan bahwa penerapan ESG memiliki keterkaitan dengan risiko dan nilai perusahaan. Perusahaan yang menerapkan prinsip ESG dengan baik cenderung memiliki tingkat risiko yang lebih rendah, yang secara tidak langsung mengindikasikan kondisi kesehatan finansial yang lebih stabil. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan perbedaan kesehatan finansial antara perusahaan saham hijau dengan saham konvensional.

H2 : Terdapat perbedaan kesehatan finansial antara saham hijau dengan saham konvensional

2.4.1.3 Perbedaan Pertumbuhan antara Saham Hijau dan Saham Konvensional

Pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan kinerja operasional maupun memperluas aktivitas bisnisnya. Perusahaan yang menerapkan prinsip ESG pada umumnya memiliki orientasi jangka panjang yang lebih kuat, seperti dalam hal efisiensi, inovasi, dan pengembangan pasar. Lebih lanjut, dengan meningkatnya kesadaran mengenai isu keberlanjutan, permintaan terhadap informasi ESG yang diungkapkan oleh perusahaan-perusahaan di pasar meningkat. Hal ini karena perusahaan-perusahaan tersebut dianggap memiliki prospek investasi jangka panjang yang lebih terjamin.

Berdasarkan berbagai hasil studi empiris, Perusahaan dengan praktik ESG yang baik cenderung menunjukkan performa yang lebih positif, yang dapat menjadi sebuah indikator bahwa prospek pertumbuhan perusahaan kedepannya lebih baik (Yin dkk., 2023). Oleh karena itu, perusahaan yang telah menerapkan prinsip ESG kemungkinan memiliki prospek pertumbuhan yang lebih unggul daripada perusahaan konvensional.

H3 : Terdapat perbedaan tingkat pertumbuhan antara saham hijau dan saham konvensional.

2.4.1.4 Perbedaan *Return* Saham antara Saham Hijau dan Saham Konvensional

Return saham merupakan salah satu indikator utama dalam menilai kinerja investasi di pasar modal. Dalam beberapa tahun terakhir, investor semakin menyadari pentingnya faktor non-finansial dalam menilai prospek investasi, seiring juga dengan meningkatnya minat terhadap investasi yang berkelanjutan. Perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang baik dianggap memiliki risiko jangka panjang yang lebih rendah, dengan demikian memberikan prospek investasi yang lebih menarik dan meyakinkan.

Sebuah hasil penelitian yang dilakukan di Tiongkok menunjukkan bahwa kinerja ESG memiliki hubungan positif terhadap *return* saham, yang dapat mengindikasikan bahwa aspek keberlanjutan mulai diperhitungkan oleh investor dalam proses penilaian investasi (Yin dkk., 2023). Namun,

hasil penelitian mengenai kinerja ESG dan *return* saham masih menunjukkan temuan yang beragam, berbagai faktor masih dipertimbangkan, seperti letak geografi dan sektor industri perusahaan. Dengan demikian, kondisi ini membuka kemungkinan adanya perbedaan *return* saham antara saham hijau dengan saham konvensional.

H4: Terdapat perbedaan *return* saham antara saham hijau dan saham konvensional

2.4.2 Model 2 : Komparasi Volatilitas Saham Hijau dan Saham Konvensional

2.4.2.1 Perbedaan Tingkat Volatilitas Saham antara Saham Hijau dan Saham Konvensional

Volatilitas saham dapat mencerminkan tingkat risiko atau ketidakpastian pergerakan harga saham dari suatu saham perusahaan. Perusahaan dengan nilai kinerja ESG yang baik pada umumnya mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki pendekatan manajemen pengelolaan risiko yang lebih lengkap, yang mencakup pengelolaan risiko non-finansial seperti risiko lingkungan dan reputasi perusahaan. Hal ini dapat membantu perusahaan dalam menjaga stabilitas operasional dan mengurangi pengaruh dampak eksternal.

Menurut penelitian, perusahaan dengan kinerja ESG yang baik memiliki tingkat volatilitas yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan konvensional. Aspek ESG berperan dalam meningkatkan stabilitas perusahaan dan mengurangi volatilitas harga saham, terutama

dalam situasi pasar yang tidak stabil (Engelhardt dkk., 2021; Xu, 2023). Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa saham hijau dan saham konvensional berkemungkinan menunjukkan tingkat volatilitas yang berbeda.

H5 : Terdapat perbedaan volatilitas saham antara saham hijau dan saham konvensional

2.4.3 Model 3 : Pengaruh *ESG Risk Score* terhadap Kinerja Perusahaan

2.4.3.1 Pengaruh *ESG Risk Score* terhadap Profitabilitas

ESG Risk Score menunjukkan tingkat eksposur terhadap risiko keberlanjutan yang dihadapi oleh perusahaan. Hal ini berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk mengelola risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. Nilai *ESG Risk Score* yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki eksposur risiko yang lebih besar dan pengelolaan yang kurang optimal terhadap isu keberlanjutan. Kondisi tersebut dapat menimbulkan biaya tambahan, risiko reputasi, serta potensi gangguan operasional, yang pada akhirnya dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

Secara empiris, penelitian menunjukkan bahwa risiko ESG memiliki keterkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan dengan risiko ESG yang lebih tinggi cenderung menghadapi tekanan terhadap kinerja finansialnya, yang dapat berdampak pada penurunan profitabilitas (Friede dkk., 2015; Gillan dkk., 2021). Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat

risiko ESG yang tinggi dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

H6 : *ESG Risk Score* berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan

2.4.3.2 Pengaruh *ESG Risk Score* terhadap Kesehatan Finansial

Perusahaan dengan *ESG Risk Score* yang tinggi cenderung memiliki risiko keberlanjutan yang lebih tinggi, yang dapat berdampak pada stabilitas kondisi keuangan perusahaan. Risiko yang dapat timbul mencakup potensi denda dari pelanggaran regulasi, menurunnya reputasi, maupun ketidakpastian operasional yang dapat mengganggu arus kas dan struktur keuangan perusahaan. Sebaliknya, Perusahaan dengan *ESG Risk Score* yang rendah cenderung memiliki sistem pengelolaan risiko yang lebih baik dan kondisi keuangan yang stabil.

Menurut penelitian sebelumnya, skor risiko ESG menunjukkan adanya korelasi dengan profil risiko perusahaan. Perusahaan dengan risiko ESG yang lebih rendah memiliki stabilitas keuangan yang lebih baik serta risiko finansial yang lebih rendah (Gillan dkk., 2021). Oleh karena itu, *ESG Risk Score* dapat menjadi alat yang relevan untuk menggambarkan kesehatan keuangan perusahaan.

H7 : *ESG Risk Score* berpengaruh negatif terhadap kesehatan finansial perusahaan

2.4.3.3 Pengaruh *ESG Risk Score* terhadap Pertumbuhan

Pertumbuhan perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuannya dalam mengelola risiko serta memanfaatkan peluang pasar. Perusahaan dengan *ESG Risk Score* yang tinggi mungkin menghadapi berbagai hambatan, seperti tekanan regulasi, penurunan kepercayaan investor, maupun keterbatasan akses ke pendanaan. Hal ini dapat menghambat efisiensi keuangan dan mengurangi potensi pertumbuhan perusahaan.

Secara empiris, nilai ESG sering dikaitkan dengan performa perusahaan yang lebih baik di pasar, yang menunjukkan prospek pertumbuhan yang lebih baik (Yin dkk., 2023). Sebaliknya, nilai ESG yang tinggi dapat menghambat pertumbuhan, sehingga *ESG Risk Score* menjadi variabel yang relevan untuk menjelaskan perbedaan tingkat pertumbuhan perusahaan.

H8 : *ESG Risk Score* berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan perusahaan

2.4.3.4 Pengaruh *ESG Risk Score* terhadap *Return Saham*

Dalam konteks pasar modal, *ESG Risk Score* dapat memengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan prospek perusahaan. Perusahaan dengan skor ESG yang tinggi dianggap memiliki risiko yang lebih besar, yang dapat mengurangi minat investor untuk berinvestasi dan berdampak pada kinerja harga saham. Di sisi lain, perusahaan dengan skor ESG yang

lebih rendah dianggap lebih menarik bagi investor karena mereka dianggap memiliki stabilitas dan prospek jangka panjang yang lebih menarik.

Hasil studi menunjukkan bahwa dalam hubungan antara nilai ESG dengan *return* saham, perusahaan dengan nilai ESG yang lebih baik cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi (Yin dkk., 2023). Oleh karena itu, *ESG Risk Score* tinggi dapat berpotensi menekan *return* saham, sehingga hubungan antara *ESG Risk Score* dan *return* saham sangat relevan untuk diuji.

H9 : *ESG Risk Score* berpengaruh negatif terhadap *return* saham