Jurnal Bisnis dan Pembangunan, Edisi Januari-April 2023
Vol 12, No. 1, ISSN 2541-1403, E-ISSN 2541-187X

Moderasi *ESG Risk* pada Keputusan Investasi Terhadap *Return* Saham

Doni Stiadi[1*)], Meina Wulansari Yusniar[2)], M. Zainal Abidin[3)]
[1,2,3)]Universitas Lambung Mangkurat, Banjarmasin, Indonesia
Corresponding author: donistiadi@ulm.ac.id

ABSTRACT

Investment decisions by investors and company management do not only consider aspects of the company's financial performance but also relate to the company's sustainability of the environment as a responsibility for the environmental impact of the company's activities. Alignment of corporate responsibilities can be seen in the company's concern for Environmental, Social, and Governance (ESG). This study aims to analyze the role of ESG Risk in moderating the relationship between investment decisions and stock returns in the ESG Leader Index (IDXESGL) group of companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The sample was selected using the purposive sampling method in 30 companies for the period March 2021-September 2022 with 4 IDXESGL index evaluation periods so that 20 companies were selected and the total observation data was 80 observations. The research data were analyzed using the Moderated Regression Analysis (MRA) method. The results of the analysis show that ESG Risk moderates the effect of investment decisions on stock returns. Therefore, the better the company's ESG performance (the lower the ESG Risk) will strengthen the effect of investment decisions on company performance as indicated by an increase in stock returns, and in the future the company will continue to grow in a sustainable manner.

***Keywords**: ESG Risk, investment decisions, stock returns*

PENDAHULUAN

Kebijakan keuangan perusahaan terutama terdiri dari seperangkat prinsip yang diperlukan untuk membuat keputusan yang dirancang untuk memaksimalkan nilai bagi penyedia dana, terutama pemegang saham (Quiry, Dallocchio, Le Fur, & Salvi, 2018). Memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang kemudian diterjemahkan menjadi memaksimalkan harga saham. Harga saham yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang baik dan meningkatkan *return* investasi dan menjadi persepsi yang baik pada nilai perusahaan di mata investor. Peningkatan nilai perusahaan merupakan tujuan jangka panjang yang ingin dicapai perusahaan yang akan tercermin dari harga pasar sahamnya atas penilaian investor terhadap perusahaan yang dapat diamati melalui pergerakan harga saham perusahaan.

Investor melakukan investasi dengan harapan mendapatkan tingkat *return* yang besar atas investasi yang dilakukannya (Parameswari & Suprihhadi, 2017). Keuntungan yang didapat investor meliputi *dividen* dan *capital gain* (Qodary & Tambun, 2021), *dividen* merupakan bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dan *capital gain* adalah selisih antara harga saat saham dibeli dan harga saat saham dijual. Kebanyakan dari para investor lebih tertarik pada *capital gain* karena investor banyak memperoleh keuntungan dari selisih antara harga jual dan harga beli pada saat melakukan investasi jangka pendek seperti membeli saham di pagi hari kemudian menjualnya kembali pada sore hari atau dua hari kemudian saat harga sahamnya naik, rasio selisih perubahan harga antar waktu sering disebut dengan *return* saham. Harapan investor dalam investasi yang dilakukannya adalah untuk memperoleh tingkat *return* yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. *Return* saham merupakan faktor yang dilihat oleh para investor dalam berinvestasi. (Hartono, 2016) mengungkapkan bahwa *return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi. Oleh karena itu, *return* saham menjadi hal yang penting dalam penilaian para investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan.

Keputusan perusahaan dalam menentukan pilihan kesempatan investasi merupakan cerminan keberhasilan perusahaan atas pengalokasian sumber dana (*allocation of*

fund) pada total aktiva yang dimiliki perusahaan, baik aktiva *riil* maupun aktiva keuangan. Keputusan investasi perusahaan merupakan komponen penting dari nilai pasar. Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajemen merupakan sinyal bagi investor akan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar, peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai kumpulan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). Menurut (Smith & Watts, 1992), (Sulistiono, Moeljadi, Djajuli, & Solimun, 2017), (Wijaya, Khaira, Sadalia, & Siburian, 2017), dan (Pamungkas, Haryono, Djuminah, & Bandi, 2017) IOS menunjukkan opsi pertumbuhan perusahaan. Prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar merupakan proksi IOS yang berbasis pada harga. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place)* dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh (Kallapur & Trombley, 1999). Salah satu pengukuran IOS berbasis pada harga (*price-based proxies*) yaitu *market to book value of assets* (MBVA). Rasio MBVA menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Semakin tinggi IOS maka semakin tinggi kemampuan perusahaan mengelola kombinasi antara aktiva yang dimiliki perusahaan dengan pemilihan investasi dimasa datang. Penelitian berkaitan dengan keputusan investasi dengan proksi IOS (MBVA) terhadap *return* dan nilai perusahaan antara lain (Djalil, Saputra, & Munandar, 2017), (Yusma & Holiawati, 2019), (Alamsyah, 2019), dan (Han, Jalal, & Simoyan, 2022) menemukan bukti adanya pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham dan nilai perusahaan.

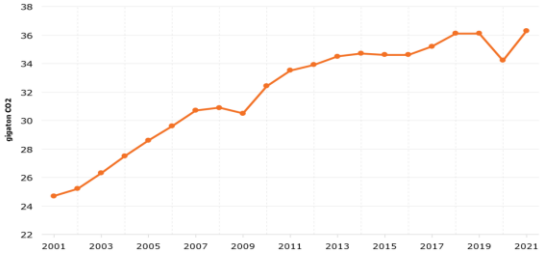
Saat ini, nilai perusahaan bukan hanya hasil kinerja keuangan perusahaan yang meningkatkan kemakmuran pemegang saham, tetapi juga memiliki kepentingan pada pemangku kepentingan yang lebih luas (Safriani & Utomo, 2020). Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk peduli terhadap lingkungan dan sosial masyarakat di sekitar tempat perusahaan tersebut berada. Keberlangsungan hidup perusahaan sangat ditentukan dari bagaimana hubungan yang terjalin diantara perusahaan dengan masyarakat serta lingkungan sekitar, oleh karena itu saat ini perusahaan semakin memperhatikan tanggungjawab sosialnya. Strategi manajemen pemangku kepentingan yang sukses harus mengarah pada kinerja lingkungan (*environmental*), kinerja sosial (*social*) beserta kinerja tata kelola (*governance*) atau ESG yang lebih baik dan mungkin juga terkait dengan kinerja keuangan di masa depan (Velte, 2019).

ESG merupakan investasi yang bertanggung jawab, prinsip investasi yang bertanggung jawab mendefinisikan sebagai strategi dan praktik untuk memasukkan faktor *environmental*, *social*, dan *governance* (ESG) dalam keputusan investasi (T. T. Li, Wang, Sueyoshi, & Wang, 2021). Oleh karena itu, ESG menjadi standar dan strategi yang digunakan investor untuk mengevaluasi perilaku perusahaan dan kinerja keuangan masa depan sebagai konsep investasi untuk mengevaluasi perkembangan berkelanjutan dari perusahaan, tiga faktor dasar ESG merupakan poin utama yang dipertimbangkan dalam proses analisis investasi dan pengambilan keputusan. ESG adalah filosofi investasi untuk menjangkau pertumbuhan jangka panjang, dan merupakan metode tata kelola yang komprehensif, konkret, dan membumi.

Isu lingkungan utama saat ini adalah perubahan iklim dan pemanasan global. Pemanasan global adalah fenomena meningkatnya suhu atmosfer, laut dan daratan. Salah satu penyebab pemanasan global adalah efek rumah kaca. Pemanasan global tidak lepas dari emisi gas rumah kaca. Emisi gas rumah kaca berasal dari penggunaan energi, pertanian, kehutanan dan penggunaan lahan, proses industri dan limbah. Emisi gas rumah kaca terdiri dari karbon dioksida (CO2), nitrogen dioksida (NO2), metana (CH4), dan freon (CFC).

Pada gambar 1 dibawah ini menunjukkan data dari *International Energy Agency* (IEA), pada tahun 2020 emisi karbon dalam skala global mengalami penurunan dampak masifnya pembatasan aktivitas masyarakat di berbagai negara terkait pandemi Covid-19, namun pada tahun 2021 emisi karbon global meningkat hingga mencapai 36,3 gigaton CO2 dan mencapai rekor tertinggi dalam sejarah. Emisi

karbon pada tahun 2021 meningkat sekitar 6% dari tahun 2020, seiring dengan pemulihan ekonomi global. IEA melaporkan bahwa sebagian besar emisi karbon global pada tahun 2021 berasal dari pembakaran batu bara dan gas alam. Peningkatan emisi karbon terjadi di hampir semua negara, dengan peningkatan terbesar di Brasil, India, China, Amerika Serikat, dan negara-negara Uni Eropa. Oleh karena itu, menurut IEA perlu memperkuat investasi berkelanjutan dalam teknologi energi baru dan terbarukan (EBT) menuju target nol-emisi pada tahun 2050.



Gambar 1. Grafik peningkatan emisi karbon global 2001-2021
Sumber: Katadata Databox, *International Energy Agency* (IEA), (2022).

Kinerja perusahaan saat ini tidak hanya diukur dari kemampuan dalam aspek finansial, tetapi juga kontribusi perusahaan terhadap kelestarian lingkungan dan kesejahteraan masyarakat sekitar. Suatu perusahaan dapat dikatakan sukses jika memenuhi tiga aspek, yaitu: *People*, *Planet*, dan *Profit* (Elkington, 1998). Investor semakin tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang tergolong ramah lingkungan. Investasi berbasis ESG menjadi tren dalam beberapa tahun terakhir, muncul tren baru dimana investor dalam mengukur kinerja perusahaan harus mempertimbangkan faktor lingkungan, sosial, dan tata Kelola (Noviarianti, 2020), (Cornell, 2021), (Xiong, 2021), dan (Jin, 2022).

Menjaga keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang dengan memperhatikan isu lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat menarik investor untuk mengambil keputusan investasi yang bertanggung jawab secara sosial (De Lucia, Pazienza, & Bartlett, 2020). Investor menyadari bahwa perusahaan yang mengabaikan kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola akan berdampak pada kinerja perusahaan. Tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) sebagai elemen utama manajemen pemangku kepentingan dalam melaporkan keterbukaan informasi atas laporan keberlanjutan tentang isu-isu lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) (Velte, 2019).

Penelitian sebelumnya mengenai ESG terhadap *return* saham dan juga nilai perusahaan sebagian besar menujukan bahwa perusahaan yang berkinerja baik memiliki kinerja ESG yang tinggi (risiko ESG rendah), artinya kinerja ESG berbanding lurus dengan tingkat *return* investasi atau risiko ESG berbanding terbalik dengan *return* saham (Fatemi, Glaum, & Kaiser, 2018), (Xiong, 2021), (Bae, Yang, & In Kim, 2021), dan (Jin, 2022). Pasar akan menilai dan memiliki ekspektasi yang lebih tinggi untuk berinvestasi karena kinerja tata kelola perusahaan yang baik, sehingga harga saham perusahaan juga naik. Keterbukaan informasi kinerja maupun risiko ESG merupakan salah satu bentuk komunikasi antara perusahaan dengan pemangku kepentingan yang terlibat. Hasil penelitian (Safriani, N & Utomo, C, 2020) menunjukkan bahwa perusahaan akan berusaha untuk mengungkapkan informasi tentang aktivitas bisnisnya dan pengungkapan ESG digunakan oleh perusahaan sebagai alat untuk mendapatkan legitimasi yang kuat dari persepsi masyarakat dan pemangku kepentingan. Penelitian (Buallay, 2019) menemukan bahwa skor pengungkapan ESG yang positif diyakini akan membawa pengembalian aset yang lebih besar. Hal senada juga diungkapkan oleh (Velte, 2019) bahwa kinerja ESG berkorelasi positif terhadap ROA.

Investor percaya bahwa ada hubungan timbal balik antara portofolio investasi dan lingkungan dan masyarakat. Pertama, investor memandang portofolio investasi memiliki dampak, terutama dampak negatif, terhadap lingkungan dan sosial. Misalnya, operasi perusahaan yang diinvestasikan dapat menyebabkan kerusakan lingkungan. Kedua, investor memandang bahwa isu lingkungan dan sosial dapat berdampak baik dan buruk pada portofolio investasi mereka, misalnya ketika sebuah perusahaan tidak mempertimbangkan dampak polusi dan kesejahteraan karyawan, maka dapat berdampak keuangan pada perusahaan, baik dari sisi masyarakat sekitar, pemerintah maupun konsumen (Frindos, 2020). Kepercayaan dan dukungan serta legitimasi dari masyarakat atas peran sosial dan lingkungan yang telah dijalankan oleh

perusahaan dapat memberikan dampak yang baik bagi kelangsungan perusahaan di masa yang akan datang (Bae et al., 2021), dan (Jin, 2022), penilaian kinerja lingkungan pada suatu perusahaan akan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (Xiong, 2021), dan (Fatemi et al., 2018).

Penelitian ini mencoba menginvestigasi peran moderasi risiko ESG (*ESG Risk*) terhadap pengaruh keputusan investasi dengan *return* saham. Kepedulian lingkungan saat ini menjadi isu utama yang menjadi perhatian dalam operasional perusahaan, oleh karena itu dalam penelitian ini objek penelitiannya adalah perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang baik yaitu perusahaan yang mengelola risiko ESG dengan baik (*low-medium ESG risk*). Peringkat risiko ESG diperoleh dari BEI untuk perusahaan pada indeks IDXESGL. Perusahaan yang masuk dalam kategori indeks IDXESGL adalah perusahaan yang menunjukkan manajemen risiko ESG yang baik dan rendah kontroversinya dalam menerapkan kepatuhan terhadap pelestarian lingkungan dan pengelolaan perusahaan yang berkelanjutan.

TINJAUAN TEORI

Pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham

Return saham merupakan gambaran keadaan perusahaan saat ini kepada pihak luar mengenai kondisi, kinerja dan prospeknya di masa yang akan datang. Kesejahteraan investor dapat dilakukan dengan meningkatkan kinerja perusahaan yang diukur dengan harga saham perusahaan di pasar modal. Hal ini dapat menarik calon investor untuk menanamkan modalnya (Djalil et al., 2017), dan juga (Yusma & Holiawati, 2019) sehingga perusahaan berusaha untuk menunjukkan kinerja yang baik guna meningkatkan aktivitas di dalam perusahaan. Investor sangat memperhatikan jumlah *return* yang kemungkinan bisa didapatkan dari penyertaan modal saham pada perusahaan. Analisis investasi merupakan hal dasar yang perlu dilakukan oleh investor sebelum melakukan investasi.

Perusahaan yang bertumbuh bisa dilihat dari peningkatan harga sahamnya, sehingga perusahaan yang memiliki kumpulan kesempatan investasi (*investment opportunity set/IOS*) yang tinggi akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan berpengaruh terhadap *return* yang dihasilkan. Penelitian terkait keputusan investasi dengan proksi IOS (MBVA) terhadap *return* dan nilai perusahaan antara lain (Djalil, Saputra, & Munandar, 2017), (Yusma & Holiawati, 2019), (Alamsyah, 2019), dan (Han, Jalal, & Simoyan, 2022) menyatakan bahwa keputusan investasi dengan proksi IOS (MBVA) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dan nilai perusahaan.

Perusahaan sedapat mungkin memberikan keputusan investasi yang tinggi karena dapat memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan *return* yang besar (Pertiwi, Tommy, & Tumiwa, 2016). Hal ini membantu dalam mempengaruhi pemahaman pemegang saham tentang perusahaan, dan secara tidak langsung membantu meningkatkan permintaan saham. Keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan akan dianggap memberikan sinyal positif kepada investor, karena hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan akan tumbuh di masa yang akan datang. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis pertama penelitian ini adalah:

ESG Risk Memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham

ESG terkait erat dengan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR), yang mengacu pada tindakan yang muncul untuk mempromosikan beberapa kebaikan sosial, di luar kepentingan perusahaan dan yang diwajibkan oleh hukum (McWilliams & Siegel, 2001). Baik *ESG* maupun CSR fokus pada kinerja sosial dan lingkungan perusahaan. Namun, *ESG* mencakup tata kelola secara eksplisit, sedangkan CSR mencakup masalah tata kelola secara implisit berdasarkan dampaknya terhadap faktor lingkungan dan sosial (Gillan, Koch, & Starks, 2021). Oleh karena itu, *ESG* dapat dipandang sebagai istilah yang lebih luas daripada CSR. Selain itu, CSR bertujuan untuk meminta pertanggungjawaban perusahaan atas dampaknya terhadap lingkungan dan masyarakat, sementara kriteria *ESG* menawarkan metrik yang dapat diukur untuk mengukur akuntabilitas. Terlepas dari perbedaan tersebut, (Gillan *et al.*, 2021) menggunakan ESG dan CSR secara bergantian, sehingga pada artikel ini penulis juga menggunakan istilah tersebut secara

bergantian. Keterlibatan ESG/CSR dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan membangun kekuatan merek, meningkatkan reputasi perusahaan, dan memperkuat hubungan dengan pelanggan dan pemasok.

Pengungkapan CSR/ESG memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan telah berkinerja baik yang pada gilirannya akan meningkatkan minat investor terhadap perusahaan tersebut. Hal ini ditunjukkan dengan meningkatnya nilai perusahaan dan harga sahamnya (Sopian & Mulya, 2018), temuan ini didukung oleh hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh(Jallo & Mus, 2017), (Titisari, Ratnawati, & Indrawati, 2018), dan (Laili, Djazuli, & Indrawati, 2019). Nilai perusahaan merupakan salah satu tolak ukur keberhasilan perusahaan berdasarkan nilai harga saham yang beredar. Pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan oleh investor dan manajemen perusahaan tidak hanya mempertimbangkan aspek kinerja keuangan perusahaan, tetapi juga berkaitan dengan keberlanjutan perusahaan terhadap lingkungan sehingga keberadaannya dianggap bertanggung jawab atas dampak lingkungan dari kegiatan mereka. Perusahaan di seluruh dunia telah terlibat dalam upaya untuk mengintegrasikan pengungkapan lingkungan ke dalam berbagai aspek bisnis mereka (Uwuigbe & Ajibolade, 2013), terutama dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan(Wang, 2016).

Saat ini, isu lingkungan menjadi isu utama dalam berinvestasi pada perusahaan untuk mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan. Investor berpandangan bahwa lingkungan dan tanggung jawab sosial penting sebagai integrasi dalam strategi dan praktik perusahaan, sehingga pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola mengurangi risiko perusahaan dan menciptakan nilai jangka panjang (Reverte, 2016). Pandangan ini didukung oleh (Swarnapali & Le, 2018) yang menegaskan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara pengungkapan lingkungan dan penilaian pasar perusahaan yang berlokasi di negara berkembang. Beberapa peneliti lain juga menyimpulkan bahwa pengungkapan lingkungan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ((Chang, 2015), (D. Li, Xin, Chen, & Ren, 2017),(Reverte, 2016),(Sarumpaet, Nelwan, & Dewi, 2017), (Swarnapali & Le, 2018), dan (Wang, 2016)).

Penentuan indikator kinerja lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan (ESG) didasarkan pada pengukuran situasi yang ditentukan oleh lebih banyak faktor pada saat yang bersamaan (Jin, 2022). Menentukan indikator kunci yang tepat untuk kerangka pengukuran kinerja perusahaan berkelanjutan yang akan mendukung pengambilan keputusan oleh manajer, investor dan yang akan tercermin dalam laporan keberlanjutan adalah tujuan utama penentuan indikator kinerja ESG di tingkat perusahaan (Fatemi et al., 2018). Penelitian yang dilakukan oleh (Kruse & Lundgergh, 2010), (Kocmanová, Dohnal, & Meluzin, 2011), (Kocmanová & Šimberová, 2012), (Almeyda & Darmansya, 2019), (Bae et al., 2021), dan (Jin, 2022) menunjukkan betapa pentingnya memasukkan indikator ESG ke dalam strategi perusahaan karena indikator keuangan saja tidak dapat memberikan gambaran yang akurat tentang kinerja secara keseluruhan. Oleh karena itu integrasi ESG menjadi strategi investasi. Perusahaan yang mempertimbangkan kinerja ESG dalam kegiatan keputusan investasinya berorientasi pada operasi perusahaan yang berkelanjutan. Penerapan kinerja ESG ataupun risiko ESG dengan keputusan di perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja saham melalui sinyal-sinyal positif (Bae et al., 2021), dan (Xiong, 2021). Semakin baik manajemen dalam mengelola interaksi risiko ESG dengan keputusan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga pasar saham. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis kedua pada penelitian ini adalah:

METODE PENELITIAN

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk pada Indek *ESG Leader* (IDXESGL) di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2022. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria: (1) Perusahaan secara konsisten masuk dalam Indek *ESG Leader* (IDXESGL) dalam evaluasi mayor selama periode Maret 2021-September 2022; (2) Memiliki laporan keuangan lengkap periode 2020-2021; (3) Menggunakan mata uang rupiah sebagai satuan mata uang dalam laporan keuangan. Berdasarkan kriteria

tersebut, maka pemilihan sampel untuk 30 perusahaan yang masuk dalam Indek *ESG Leader* (IDXESGL) dengan periode 4 evaluasi selama Maret 2021-September 2022 diperoleh 20 perusahaan yang konsisten dalam Indek *ESG Leader* (IDXESGL) sehingga diperoleh 80 observasi.

1. Variabel Dependen (*Return)*

   Return merupakan tingkat pengembalian dari investasi adalah selisih jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan, dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan. *Return* saham pada penelitian ini mengacu pada (Rhyne & Brigham, 2019) dirumuskan sebagai berikut:

   $$R_{it} = \frac{P_{it-} P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

   Keterangan:

   R_{it} = *Return* Saham i periode t
   P_{it} = Harga saham penutupan i periode t
   P_{it-1} = Harga saham penutupan i periode t-1

2. Variabel independen (Keputusan Investasi)

   Keputusan Investasi (KI) diproksikan IOS (*investment opportunity set)* yaitu *Market Value to Book Value of Assets Ratio* (MBVA). Proksi MBVA sebagai perbandingan antara total aset, total ekuitas, dan lembar saham dengan harga penutupan. Proksi ini menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, terefleksi dalam harga saham. MVBA dirumuskan sebagai berikut:

   $$MBVA = \frac{(Total\ Aset - Total\ Ekuitas) + (Jumlah\ Saham\ Beredar\ x\ Closing\ Price)}{Total\ Aset}$$

3. Variabel independen (*ESG Risk*)

   ESG Risk adalah hasil penilaian Risiko ESG dan analisis kontroversi yang disampaikan oleh *Sustainalytics* dengan rating 0-100 kepada BEI.

Teknik analisis data pada penelitian ini adalah metode regresi linier berganda dengan variabel *moderating*. Pengujian *moderating* variabel dengan interaksi yaitu perkalian variabel moderasi dengan variabel indepndenya. Uji interaksi sering disebut dengan *Moderated Regression Analiysis* (MRA) (Ghozali, 2018). Pada penelitian ini terdapat dua persamaan regresi linier berganda seperti berikut ini.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 KI_{it} + \beta_2 ESG\ Risk_{it} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots (1)$$
$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 KI_{it} + \beta_2 ESG\ Risk_{it} + \beta_3 Intreraksi_{it} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* Saham i periode t
KI_{it} = Keputusan Investasi perusahaan i periode t
ESG Risk$_{it}$ = Risiko ESG perusahaan i periode t
$Interaksi_{it}$ = Perkalian Keputusan Investasi dengan *ESG Risk* (ESG *Risk**KI) i periode t

Pengujian *moderating* variabel pada MRA dilakukan secara bertahap menggunakan pendekatan (Baron & Kenny, 1986) dan juga (Ghozali, 2018) yaitu: (a) hasil pengujian statistik pada persamaan 1, β_1 dan β_2 signifikan ($\beta_1 \neq 0$ dan $\beta_2 \neq 0$); (b) hasil pengujian statistik pada persamaan 2, β_1, β_2 signifikan dan β_3 tidak signifikan ($\beta_1 \neq 0$, $\beta_2 \neq 0$ dan $\beta_3 = 0$) maka *ESG Risk* bukan *moderating* variabel ; (c) hasil pengujian statistik pada persamaan 2, β_1, β_2 dan β_3 signifikan ($\beta_1 \neq 0$, $\beta_2 \neq 0$ dan $\beta_3 \neq 0$) maka *ESG Risk* merupakan *quasi moderator*; dan (d) hasil pengujian statistik pada persamaan 2, β_1 signifikan, β_2 tidak signifikan dan β_3 signifikan ($\beta_1 \neq 0$, $\beta_2 = 0$ dan $\beta_3 \neq 0$) maka *ESG Risk* merupakan *pure moderator*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Hasil analisis deskriptif statistik variabel pada penelitian ini disajakan pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

Variabel	Obs.	Mean	Median	Min	Max	Std. Deviation	Skewness
Return Saham	80	0.039	0.033	-0.747	0.561	0.207	-0.449
Keputusan Investasi	80	2.155	0.838	0.343	10.295	2.526	1.669
ESG Risk	80	22.352	23.91	11.31	29.71	5.067	-0.475

Sumber: Data sekunder (diolah, 2022)

Tabel 1 menunjukkan bahwa *retrun* saham periode penelitian memiliki rata-rata sebesar 0.039 artinya perusahaan-perusahaan sampel dapat memberikan *return* saham secara rata-rata sebesar 3.90%, standar deviasi *return* saham menunjukkan 0.207, hal ini menunjukkan nilai yang lebih besar dari rata-rata *return* saham, oleh karena itu *return* saham perusahaan-perusahaan sampel penelitian sangat bervariasi. Hal ini bisa dilihat juga dari nilai minimum (-0.747) dan maksimum (0,561) *return* saham yang memiliki *range* cukup tinggi untuk pengukuran *return* saham. Nilai -0.449 nilai *skewness return* saham menunjukkan bahwa data-data *return* saham berimbang (simetris) karena berada pada rentang -1 dan +1, menurut (Hair, Jr, Black, Babin, & Anderson, 2019) distribusi data di sekitar rentang -1 dan +1 menunjukkan data yang mendekati distribusi normal.

Keputusan Investasi yang diproksi dengan IOS (MBVA) memiliki standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-ratanya. Keadaan ini menunjukkan variasi yang besar antara 0,343 nilai minimum dan 10.295 nilai maksimum selama periode pengamatan. Nilai yang ditunjukkan IOS (MBVA) mencerminkan prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan keberlangsungan hidup perusahaan, semakin besar aset yang digunakan perusahaan dalam usahanya maka semakin besar kemungkinan harga saham meningkat sehingga menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan. Rata-rata IOS (MBVA) sebesar 2.155 menunjukkan perusahaan berjalan dengan baik, karena melebihi 100% (diatas nilai 1). IOS (MBVA) positif dan lebih dari 1 menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tercermin dalam harga pasar, dan memberikan peluang investasi untuk masa yang akan datang. Nilai *skewness* IOS (MBVA sebesar 1,669 menunjukkan nilai IOS (MBVA) data penelitian tidak simetris (Hair, Jr et al., 2019). Nilai inilah IOS (MBVA) cenderung condong ke kanan dengan kata lain cenderung lebih banyak data yang lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal ini menginformasikan bahwa data penelitian memiliki IOS (MBVA) yang tinggi.

Risiko ESG (*ESG Risk*) periode penelitian memiliki rata-rata sebesar 22.352 dengan standar deviasi *ESG Risk* menunjukkan 5.067, hal ini menunjukkan nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata *ESG Risk*, oleh karena itu *ESG Risk* perusahaan-perusahaan sampel penelitian ini relatif homogen (variasinya rendah). Nilai -0.479 pada *skewness ESG Risk* menunjukkan bahwa data *ESG Risk* juga berimbang (simetris) karena berada pada rentang -1 dan +1, distribusi data di sekitar rentang -1 dan +1 menunjukkan data yang mendekati distribusi normal (Hair, Jr et al., 2019).

Pengujian Asumsi linieritas dan Asumsi Klasik Regresi Linier Berganda.

Hasil pengujian asumsi linieritas dan asumsi klasik analisis regresi linier MRA ditunjukan pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2. Pengujian Asumsi pada Regresi linier

Pengujian	**Statistik Test**		**Ket.**
Linieritas	*F*	*Sig*	
KI-Return Saham	4.934	0.032	Linier
ESG Risk -Return Saham	9.975	0.003	Linier
Normalitas	*KSM Test* [1)]	*Asymp. Sig*	
Unstandardized residual	0.081	0.200	Normal
Multikolinieritas	*Tolerance*	*VIF*	
KI	0.972	1.028	Tidak Multikol
ESG Risk	0.972	1.028	
Heterokedastisitas	*t*	*Sig*	
KI-Abs. Residual	-0.626	0.533	Tidak Hetero
ESG Risk -Abs. Residual	0.516	0.607	Tidak Hetero
Autokorelasi	*du < DW < 4-du* [2)]		
DW	2.180		Tidak Auto

[1)] One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

[2)] keriteria terjadi autokorelasi, du =1.69

Sumber: Data sekuder (diolah, 2022)

Tabel 2 menunjukkan asumsi linieritas dan asumsi klasik pada analisis regresi linier berganda yaitu pengujian normalitas, multikoloinieritas, heterokedastisitas, dan autokorelasi. Pengujian linieritas pada penelitian ini dilakukan untuk memastikan bahwa hubungan antar variabel menunjukkan hubungan yang linier. Pada Tabel 2 terlihat bahwa hubungan variabel independen, maupun variabel moderasi menujukan hubungan yang linier dari pengujian linieritas keduanya signifikan linier.

Pengujian normalitas dilakukan dengan menguji normalitas residual hasil analisis regresi linier berganda pada variabel independen dan variabel moderasi dengan metode *One-Sample Kolmogorov-semirnov Test.* Hasil pengujian menunjukan bahwa nilai Asymp.sig =0.200 > 0.05 sehingga asumsi klasik normalitas terpenuhi. Begitu pula asumsi-asumsi klasik yang lainya baik asumsi multikolinieritas, heterokedastisitas maupun autokorelasi memenuhi kriteria yang disyaratkan pada asumsi klasik analisis regresi linier berganda. Oleh karena itu analisis dilanjutkan pada pengujian hipotesis pada bagian selanjutnya pembahasan ini.

Pengujian Hipotesis

Pada penelitian ini terdapat dua hipotesis sebagaimana sudah disebutkan pada pemaparan bagian sebelumnya, yaitu hipotesis mengenai pengeruh keputusan investasi terhadap *return* saham, dan hipotesis moderasi variabel Risiko ESG (*ESG Risk*) pada pengaruh keputusan investasi dan *return* saham. Hasil pengujian diringkaskan pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Hasil pengujian hipotesis dengan MRA

	Koefisien	t-statistik	Sig.	Ket.
Model 1				
Konstanta	0.253	2.436	0.017	
KI	0.019	2.212	0.030	Sig**
ESG Risk	-0.011	-2.643	0.010	Sig***
R^2 = 0.156				
Adj. R^2 = 0.134				
F = 7.106				
Sig. F = 0.001***				
Model 2				
Konstanta	0.183	1.822	0.072	
KI	0.04	3.834	0.000	Sig.***
ESG Risk	-0.007	-1.627	0.108	N Sig.
ESG Risk *KI	-0.001	-3.211	0.002	Sig. ***
R^2 = 0.257				
Adj. R^2 = 0.227				
F = 8.746				
Sig. F = 0.000***				

*** signifikan pada α=1%, ** signifikan pada α=5%, * signifikan pada α=10%,

Sumber: Data sekuder (diolah, 2022)

Pada Tabel 3 diperoleh regresi model 1 dan regresi model 2 (persamaan 1 dan persamaan 2, pada bagian teknik analisis data) masing-masing untuk pengujian hipotesis 1 dan hipotesis 2 pada penelitian ini. Pada model 1 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

R = 0.253 + 0.019 KI – 0.011 *ESG Risk*…….(3)

Model 1 pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai signifikansi t-statistik untuk keputusan investasi yang diproksi dengan IOS (MBVA) menujukan nilai yang signifikan yaitu sebesar 0,030 signifikan pada α=5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap *return* saham (*hipotesis 1 didukung*). *ESG Risk* juga menghasilkan nilai yang signifikan yaitu sebesar 0,010 signifikan pada α=1%. *ESG Risk* sebagai variabel moderasi harus signifikan terlebih dahulu sebelum adanya interaksi dengan variabel independent yang lain, sehingga dapat

disimpulkan bahwa syarat moderasi pada MRA bagian (a) pada langkah pengujian moderasi penjelasan sebelumnya untuk *ESG Risk* terpenuhi.

Bagian lainya pada model 1 menunjukkan *Goodness of Fit* untuk persamaan 3. Nilai R^2 = 0,156, *Adj.* R^2 = 0,134, dan nilai F= 7,106 dengan signifikansi 0,001, menunjukan bahwa pada model 1 (persamaan 3) model FIT, dan keputusan investasi serta *ESG Risk* pada persamaan 3 memiliki kemampuan menjelaskan perubahan pada return saham sebesar 13,4% sedangkan sisanya 86,6% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak termasuk pada penelitian ini.

Model 2 pada Tabel 3 menampilkan ringkasan hasil pengujian moderasi *ESG Risk* dengan Keputusan Investasi dan diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

R = 0.183 + 0.04 KI – 0.007 ESG Risk – 0.011 *ESG Risk* *KI ….....(4)

Pada persamaan 4 menunjukkan bahwa nilai signifikansi t-statistik untuk keputusan investasi yang diproksi dengan IOS (MBVA) menujukan nilai yang signifikan yaitu sebesar 0,000 signifikan pada α=1%, oleh karena itu keputusan investasi berpengaruh terhadap *return* saham. Pada model 2 *ESG Risk* menghasilkan nilai yang tidak signifikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,108 lebih besar dari α=1%, α=5%, maupun α=10%. Pengujian moderasi dengan interaksi *ESG Risk* dan keputusan investasi (*ESG Risk* *KI) menunjukkan hasil yang signifikansi dengan nilai signifikan sebesar 0.002 signifikan pada α=1%, sehingga dapat disimpulkan bahwa *ESG Risk* dapat memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap return saham (*hipotesis 2 didukung*). Mengacu (Baron & Kenny, 1986), (Ghozali, 2018), moderasi *ESG Risk* merupakan *pure moderasi* karena terjadi perubahan hasil signifikansi *ESG Risk* pada persamaan 3 dan persamaan 4. Pada persamaan 3 *ESG Risk* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham kemudian setelah interaksi dengan keputusan investasi pada persamaan 4, *ESG Risk* menjadi tidak signifikan. *Goodness of Fit* model 2 menunjukkan peningkatan R^2, dan Adj. R^2. Peningkatan R^2 sebesar 0.101 dari model 1 menjadi R^2 =0.257, dan peningkatan Adj. R^2 sebesar 0.093 menjadi *Adj.* R^2=0.227. Peningkatan R^2 dan *Adj.* R^2 menunjukkan bahwa variabel moderasi memberikan dampak pada *return* saham. Nilai F=8,746 dengan signifikansi 0,000, menunjukkan bahwa pada model 2 (persamaan 4) FIT. Adanya interaksi *ESG Risk* dan keputusan investasi meningkatkan Adj. R^2, sehingga variasi perubahan *return* saham dapat dijelaskan oleh variasi keputusan investasi, *ESG Risk*, dan interaksi *ESG Risk* dengan keputusan investasi sebesar 22,70% dan sisanya 77,30% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak termasuk pada penelitian ini.

Pembahasan

1. Pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham

   Hasil pengujian hipotesis pertama (H1) menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diproksikan dengan IOS (MBVA) berpengaruh terhadap *return* saham. IOS(MBVA) merupakan perbandingan antara total aset, total ekuitas dan lembar saham dengan harga penutupan saham akhir tahun. Meningkatnya nilai IOS (MBVA) menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan mengelola kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan dengan pemilihan investasi pada masa yang akan datang. Penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi perusahaan yang diproksikan dengan IOS (MBVA) berpengaruh positif terhadap *return* saham, oleh karena itu semakin tinggi IOS (MBVA) perusahaan memiliki kesempatan untuk bertumbuh dan memungkinkan meningkatkan harapan akan peningkatan *return* di masa mendatang, pada sisi lain akan membuat investor tertarik sehingga akan meningkatkan harga saham dan berpengaruh terhadap *return* saham.

   Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian (Djalil et al., 2017), (Yusma & Holiawati, 2019) IOS (MBVA) dipertimbangkan oleh para investor yang mengharapkan *return* yang tinggi dalam investasinya, hal ini sejalan dengan *signaling theory* bahwa kesempatan investasi dan *return* saham memberikan sinyal kepada para investor yang akan mempengaruhi keputusan dalam pilihan-pilihan investasi. Investor percaya bahwa perusahaan yang meningkatkan IOS

(MBVA) akan menghasilkan peningkatan harga perlembar saham perusahaan yang berdampak pada nilai return saham yang tinggi sebagai indikator nilai perusahaan (Alamsyah, 2019)

Penelitian (Han et al., 2022) juga mengungkapkan terdapat hubungan antara investasi oleh perusahaan terhadap pengaruh momentum pada *return* saham. Pengaruh momentum dalam *return* saham perusahaan cenderung dihasilkan sebagai hasil dari serangkaian pertukaran informasi antara investor pasar saham dan orang dalam perusahaan mengenai peluang investasi perusahaan.

2. Moderasi *ESG Risk* pada pengaruh keputusan investasi dengan *return* saham

Hasil pengujian hipotesis kedua (H2) menunjukkan bahwa *ESG Risk* memoderasi pengaruh keputusan investasi yang diproksikan dengan IOS (MBVA) terhadap *return* saham. Hal ini ditunjukkan pada model 1 dan (persamaan 3), bahwa *ESG Risk* menghasilkan nilai yang signifikan yaitu sebesar 0,010 signifikan pada α=1%. *ESG Risk* sebagai variabel moderasi signifikan berinteraksi dengan variabel keputusan investasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa kriteria moderasi pertama metode MRA yaitu hasil pengujian statistik pada persamaan 3, Koefisien KI dan Koefisien *ESG Risk* signifikan (β1≠0 dan β2≠0) terpenuhi. Kriteria berikutnya adalah pada persamaan 4 kofisien *ESG Risk**KI signifikan (β3≠0), model 2 menunjukkan bahwa koefisien *ESG Risk**KI signifikan (β3≠0) terpenuhi.

ESG Risk memoderasi pengaruh keputusan investasi dengan *return* saham dengan arah yang negatif oleh karena itu moderasi ini memperlemah pengaruh investasi pada *return* saham. *ESG Risk* menggambarkan risiko ESG yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaan, makin tinggi *ESG risk* makin tinggi risiko perusahaan dalam perhatian terhadap lingkungan (*environmental*), sosial (*social*), dan tata Kelola perusahaan (*governance*) sehingga menjadi sinyal yang buruk bagi perusahaan karena rendahnya perusahaan akan kepedulian lingkungan dan masyarakat sekitarnya dimana perusahaan menjalankan operasional perusahaan. Pengaruh moderasi negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi interaksi risiko ESG dengan keputusan investasi akan menurunkan *return* saham perusahaan, sebaliknya semakin rendah risiko ESG dengan hubungannya pada keputusan investasi akan meningkatkan *return* perusahaan. Kemudian keputusan investasi yang diproksikan dengan IOS (MBVA) berpengaruh positif terhadap *return* saham, semakin tinggi IOS (MBVA) dan semakin rendah risiko EGS maka perusahaan diprediksikan akan memiliki pertumbuhan pada masa depan dan akan dinilai lebih tinggi oleh investor dengan peningkatan harga saham yang pada akhirnya menghasilkan *return* yang tinggi.

Hasil ini konsisten dengan (Fatemi et al., 2018), pengungkapan aktivitas ESG berhubungan nilai perusahaan. Semakin tinggi peningkatan kinerja ESG akan meningkatkan nilai perusahaan, sebaliknya penurunan kinerja ESG (makin tinggi risiko ESG) akan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian (Xiong, 2021) menemukan bahwa saham dengan peringkat risiko ESG rendah (*green stock)* tidak hanya memiliki realisasi return yang lebih tinggi tetapi juga memberikan perlindungan atas risiko yang lebih baik daripada saham dengan peringkat risiko ESG tinggi (*brown stock*), terutama selama krisis COVID-19.

Bae, Yang, & In Kim, (2021) menunjukkan bahwa peringkat ESG mengurangi risiko jatuhnya harga saham, dan hubungan ini berkurang secara signifikan untuk perusahaan yang memiliki keterbatasan finansial sehingga membatasi pada pemilihan kesempatan investasi. Hasil ini menyiratkan bahwa kendala keuangan yang lebih besar menekan peran positif tanggung jawab sosial perusahaan dalam mengurangi risiko jatuhnya harga saham. Begitu pula dengan penelitian (Jin, 2022) yang mengintegrasikan kerangka kerja *environmental, social,* dan *governance* (ESG) menghasilkan bahwa *ESG risk* dapat menjelaskan pergerakan bersama harga sekuritas. Hasil ini mencerminkan bagaimana investor institusional dapat mengelola *ESG risk*, daripada *ESG risk* individual, selama optimalisasi portofolio. Pendekatan integrasi *ESG Risk* membantu

investor memahami bagaimana *ESG Risk* relevan dengan risiko dan *retrun* di masa depan, mengelola *ESG Risk* secara strategis, dan meningkatkan *adjusted return* dengan risiko portofolio.

PENUTUP

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat bukti empiris:

1. keputusan investasi berpengaruh positif terhadap *return* saham, kesimpulan ini menunjukkan bahwa keputusan investasi merupakan salah satu faktor penting untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Perusahaan yang memiliki investasi tinggi dianggap positif oleh pasar sebagai bentuk harapan pertumbuhan di masa depan.
2. Interaksi *ESG Risk* dengan keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham, dengan kata lain *ESG Risk* memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham ke arah negatif, yang berarti semakin tinggi *ESG Risk* akan mengurangi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai *return* saham, sebaliknya semakin baik perusahaan mengelola *ESG Risk*, semakin tinggi pengaruh keputusan investasi terhadap *return* saham. Investor memandang bahwa pengelolaan *ESG Risk* menjadi bagian penting dalam berinvestasi pada perusahaan-perusahaan tertentu, semakin tinggi *ESG Risk* akan menurunkan nilai perusahaan dari persepsi investor dan sebaliknya semakin baik kinerja ESG perusahaan (risiko ESG rendah) akan meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Alamsyah, A. R. (2019). *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kebijakan Dividen*. (Universitas Brawijaya). Universitas Brawijaya, Malang. Retrieved from Disertasi

Almeyda, R., & Darmansya, A. (2019). The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, *0*(5), 278. https://doi.org/10.12962/j23546026.y2019i5.6340

Bae, J. C., Yang, X., & In Kim, M. (2021). ESG and stock price crash risk: role of financial constraints. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, *50*(5), 556–581. https://doi.org/10.1111/ajfs.12351

Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-mediator variabel distinction in social psychological research: conseptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Psychology*, *51*(6), 1173–1182. https://doi.org/10.3390/su13084349

Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, *30*(1), 98–115. https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149

Chang, K. (2015). The impacts of environmental performance and propensity disclosure on financial performance : Empirical evidence from unbalanced panel data of heavy-pollution industries in china. *Journal of Industrial Engineering and Management*, *8*(1), 21–36.

Cornell, B. (2021). ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*, *27*(1), 12–19. https://doi.org/10.1111/eufm.12295

De Lucia, C., Pazienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does good ESG lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe. *Sustainability (Switzerland)*, *12*(13), 1–29. https://doi.org/10.3390/su12135317

Djalil, M. A., Saputra, M., & Munandar, A. (2017). Influence of Investment Opportunity Set, Financial Leverage and Firm Size on Real Activity Manipulation and Its Implication on Stock Return. *Journal of Development and Management*, *29*(2017), 58–65.

Elkington, J. (1998). Partnerships From Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line Of 21st-Century Business. *Environmental Quality Management*, *8*(1), 37–51.

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The

moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, *38*(November 2018), 45–64. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001

Frindos, R. (2020). Strategi Investasi Berkelanjutan atau ESG di Pasar Modal. Retrieved May 24, 2021, from Katadata website: https://katadata.co.id/redaksi/indepth/5f3f3e0ad103d/strategi-investasiberkelanjutan-atau-esg-di-pasar-modal.

Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25, Edisi 9*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, *66*, 101–139.

Hair, Jr, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (Eight Edit). Cengange Learning, EMEA.

Han, K. C., Jalal, A., & Simoyan, K. (2022). Corporate investment and Stock return Momentum. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, *25*(01). https://doi.org/https://doi.org/10.1142/S0219091522500060

Hartono, J. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis investasi* (Sepuluh). Jogjakarta: BPFE.

Jallo, A., & Mus, A. R. (2017). Effect of corporate social responsibility , good corporate governance and ownership structure on financial performance and firm value : A Study in Jakarta Islamic Index. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, *19*(11), 64–75.

Jin, I. (2022). Systematic ESG risk and decision criteria for optimal portfolio selection. *The Journal of Portfolio Management*, *20*(22), 14–28. https://doi.org/10.3905/jpm.2022.1.418

Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). The association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, *26*(3), 505–509.

Kocmanová, A., Dohnal, M., & Meluzin, T. (2011). Qualitative simple equation less models as simple integrators of vague sustainability knowledge items. *Transformations in Business & Economics*, *11*(3), 187–196.

Kocmanová, A., & Šimberová, I. (2012). Modelling of corporate governance performance indicators. *Engineering Economics*, *23*(5), 485–495. https://doi.org/10.5755/j01.ee.23.5.2865

Kruse, C., & Lundgergh, S. (2010). The governance of corporate sustainability. *Rotman International Journal of Pension Management*, *20*(2), 46–51. https://doi.org/10.3138/rijpm.3.2.46

Laili, C. N., Djazuli, A., & Indrawati, N. K. (2019). The influence of corporate governance, corporate social responsibility, firm size on firm value: Financial performance as mediation variable. *Journal of Applied Management*, *17*(1), 179–186.

Li, D., Xin, L., Chen, X., & Ren, S. . (2017). Corporate social responsibility , media attention and firm value : empirical research on Chinese manufacturing firms. *Quality & Quantity*, *51*(4), 1563–1577. https://doi.org/10.1007/s11135-016-0352-z

Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability (Switzerland)*, *13*(21). https://doi.org/10.3390/su132111663

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: Atheory of the firm. *The Academy of Management Review*, *26.*, 117–127.

Noviarianti, K. (2020). ESG: Definisi, contoh, dan hubungannya dengan perusahaan. Retrieved April 22, 2021, from CESGS website: Retrieved April 22, 2021,

Pamungkas, W. S., Haryono, T., Djuminah, & Bandi. (2017). The effect of investment opportuniyy set, dividend payout, and capital structure moderated by institutional ownership toward stock price to Indonesia Stock Exchange. *International Conference on Management Sciences*. UMY- Indonesia.

Parameswari, S. Y., & Suprihhadi, H. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Investment Opportunity Set (IOS)

terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, *6*(2), 1–19. Retrieved from http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/view/261

Pertiwi, P. J., Tommy, P., & Tumiwa, J. R. (2016). The impact of debt policy, investment decision and profitability on firm value food and beverages of indonesia stock exchange. *Jurnal EMBA*, *4*(1), 1369–1380. https://doi.org/10.35794/emba.4.1.2016.12357

Qodary, hilwa F., & Tambun, S. (2021). Pengaruh Environment, Social, Governance (ESG) dan retention ratio terhadap return saham dengan nilai perusahaan sebagai variabel moderating. *Jurnal Riset Ekonomi*, *1*(2), 159–171.

Quiry, P., Dallocchio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2018). *Corporate Finance: Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Ltd.

Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: Evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, *10*(3), 411–435. https://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7

Rhyne, R. G., & Brigham, E. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management.* (15th ed.). Cengage Learning.

Safriani, N, M., & Utomo, C, D. (2020). The Effect of Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure on Corporate Performance. *Diponegoro Journal Of Accounting*, *9*(3), 1–11.

Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, *9*(3), 1–11. Retrieved from https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/29093/24601

Sarumpaet, S., Nelwan, M. L., & Dewi, D. N. (2017). The value relevance of environmental performance : evidence from Indonesia. *Social Responsibility Journal*, *13*(4), 817–827. https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2017-0003

Smith, J. . C., & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financing Economics*, *32*(3), 263–292.

Sopian, A., & Mulya, H. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on firm value. *International Journal of Scientific Research and Management*, *06*(11), 813–823.

Sulistiono, S., Moeljadi, Djajuli, A., & Solimun. (2017). Investment opportunity set as the mediation effect of capital structure, and corporate dividend policy on firm value: s study on manufacturing firms in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, *15*(22). Retrieved from serialsjournal.com

Swarnapali, R., & Le, L. (2018). Corporate sustainability reporting and firm value : Evidence from developing country. *International Journal of Organization Innovation*, *10*(April 2018), 69–78.

Titisari, K. H., Ratnawati, K., & Indrawati, N. K. (2018). Mediation role of corporate social responsibility on corporate governance and firm value : Evidence from Indonesia firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, *9*(5), 71–77.

Uwuigbe, U., & Ajibolade, S. (2013). Effects of corporate governance on corporate social and environmental disclosure among listed firms in Nigeria. *European Journal of Business and Social Sciences*, *2*(5), 76–92.

Velte, P. (2019). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance?: A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, *43*(5), 497–520. https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182.

Wang, M. C. (2016). The relationship between environmental information disclosure and firm valuation: the role of corporate governance. *Quality & Quantity*, *50*(3), 1135–1151. https://doi.org/10.1007/s11135-015-0194-0

Wijaya, S. F., Khaira, Sadalia, I., & Siburian, R. (2017). Influence of intelectual capital and dividen policy on the investment opportunity set and the Company Intrinsic value in the foreign capital companies

Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics and Sustainable Development*, *8*(13).

Xiong, J. X. (2021). The impact of ESG risk on stocks. *The Journal of Impact and ESG Investing*, *2*(1), 7–18. https://doi.org/10.3905/jesg.2021.1.025

Yusma, N., & Holiawati. (2019). Investment risk, investment opportunity set dan return saham. *Jurnal Akuntansi Berkelanjutan Indonesia*, *2*(3), 393–406.