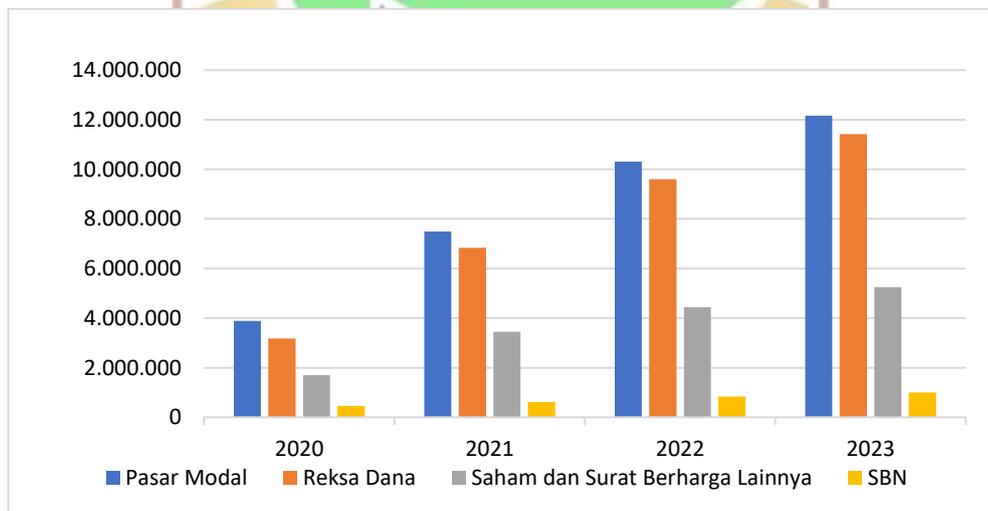


BAB I

PENDAHULUAN

1. 1 Latar Belakang

Meningkatnya minat investasi masyarakat terhadap saham dibuktikan dengan *Single Investor Identification* (SID) saham yang terus melonjak. Pada Desember 2023, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) mencatat jumlah SID saham yang mengalami peningkatan sebesar 18,37% hingga mencapai 5.255.571 SID dibandingkan posisi akhir Desember 2022 dengan 4.439.933 SID. Khususnya, pertumbuhan SID signifikan terjadi pada tahun 2020 dan 2021 dengan peningkatan sebesar 103,6%.



Gambar 1 Data Investor Saham Indonesia Januari 2019 - Juni 2022

Sumber: Statistik Pasar Modal Indonesia Desember 2023

Investor berinvestasi dengan tujuan mengoptimalkan keuntungan, dan meraih tujuan finansial. Sehingga, sangat krusial bagi investor untuk memahami konsep *high risk high return* dikarenakan setiap instrumen investasi memiliki tingkat risiko yang berbeda. Dengan demikian, meminimalisir risiko investasi

keuangan merupakan aspek sangat penting dalam pengambilan keputusan investasi (Löf & Stephan, 2019). Risiko investasi keuangan dikenal dengan istilah *downside risk*, yaitu potensi kerugian atau penurunan nilai dari sebuah investasi atau portofolio investasi. Pada instrumen investasi saham, *downside risk* mengacu pada penurunan harga dan *return* saham yang akan terjadi di masa depan.

Löf & Stephan (2019) menegaskan bahwa volatilitas harga saham dapat dijadikan parameter dalam pengukuran *downside risk* investasi. Volatilitas harga saham berperan krusial dalam pembentukan portofolio investasi dikarenakan dapat mempengaruhi tingkat risiko dan *return* investasi saham (Siswana & Ratmono, 2024). Volatilitas harga saham ditandai dengan fluktuasi harga saham dengan sangat cepat. Fluktuasi tersebut berkorelasi positif dengan risiko investor dalam berinvestasi (N. Hidayati & Sukmaningrum, 2021); (Rohmawati, 2017).

Volatilitas harga saham sangat tidak mudah diprediksi oleh seorang investor dan dapat disebabkan oleh berbagai faktor, salah satunya preferensi risiko investor. Sebagian investor mungkin memilih saham bervolatilitas rendah sebagai instrumen investasi karena dinilai memiliki stabilitas dan ketenangan dalam berinvestasi (Siswana & Ratmono, 2024). Namun di sisi lain, beberapa investor memilih saham dengan volatilitas harga yang tinggi dengan imbalan memperoleh *return* yang besar. Menurut Barus & Maksum (2011), volatilitas harga dan *return* saham juga dapat terpengaruh oleh informasi pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) serta isu-isu terkait lingkungan yang sedang beredar (Iskandar, 2003). Studi empiris telah membuktikan bahwa isu-isu ESG memiliki dampak konkret dan dapat

diukur secara jangka panjang serta mampu mempengaruhi *return* dan volatilitas harga saham (Capelli, Ielasi, & Russo, 2021)

ESG adalah singkatan dari "*Environmental, Social, and Governance*," yang muncul sebagai respon atas seruan Sekretaris Jenderal Persatuan Bangsa-Bangsa (PBB) dalam laporan tahun 2004 dengan melibatkan kolaborasi 20 lembaga keuangan. Pada dasarnya, praktik ESG memiliki keterkaitan yang erat dengan CSR. CSR merupakan aktivitas perusahaan yang berfokus pada tanggung jawab dan kewajiban terhadap lingkungan dan masyarakat secara kualitatif. Namun Park, Park, Noh, & Kim (2023) pada penelitiannya berkesimpulan bahwa keefektifan CSR tidak dapat diukur atau ditaksir secara kuantitatif, sehingga para pemangku kepentingan mengaplikasikan ESG sebagai alat ukur kuantitatif terhadap kinerja CSR perusahaan secara keseluruhan serta sebagai alat untuk mengendalikan praktik keberlanjutan. Praktik ESG menunjukkan bahwa perusahaan melakukan aktivitas terkait lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai kewajiban untuk kesejahteraan sosial dan pemangku kepentingan yang berkelanjutan.

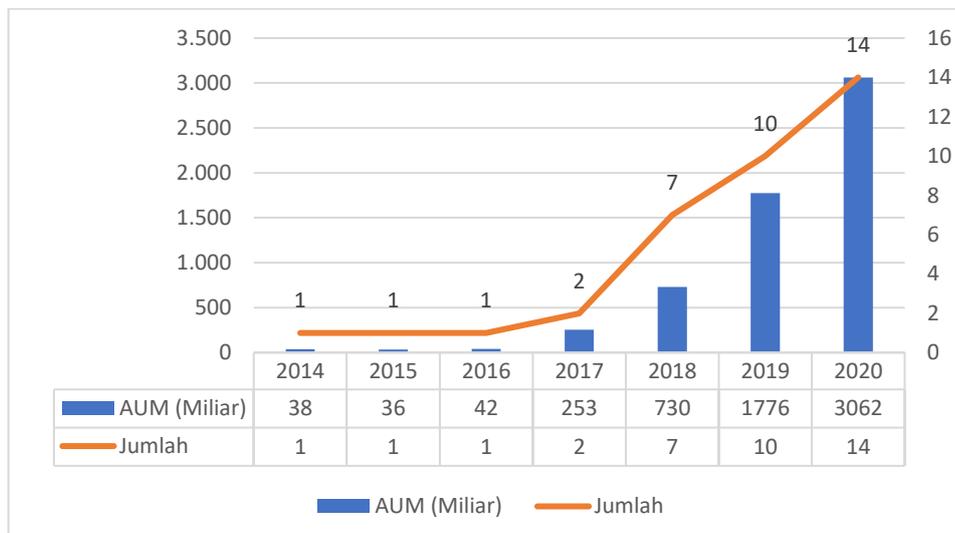
Beberapa waktu terakhir, isu keberlanjutan menjadi topik global yang sering dibahas (Tasyafanny & Surepno, 2023); (Meher, Hawaldar, Mohapatra, Spulbar, & Birau, 2020). Aspek ESG saat ini menjadi pusat perhatian bagi dunia investasi (Meliala, 2023). Oleh sebab itu, saat ini telah terjadi peralihan preferensi investor dalam berinvestasi sehingga perusahaan diharuskan untuk beralih dari fokus tradisional dalam meraih keuntungan sebesar-besarnya dan mencapai peningkatan kinerja menjadi memprioritaskan konsep pembangunan berkelanjutan dengan memperhatikan konsekuensi sosial dan lingkungan dalam operasional bisnis

mereka (Xu, Chen, Zhou, Dong, & He, 2023); (Maiti, 2021); (Safriani & Utomo, 2020); (Arif, Sajjad, Farooq, Abrar, & Joyo, 2021); (Tasyafanny & Surepno, 2023). Hal ini berjalan sinkron dengan konsep *Triple Bottom Line* yang diprakarsai oleh Elkington pada 1994. Konsep tersebut menekankan perusahaan untuk tumbuh secara berkelanjutan dengan meningkatkan pendapatan perusahaan (*Profit*), bertanggung jawab melestarikan bumi (*Planet*), dan meningkatkan kepedulian kepada sesama manusia (*People*) baik internal maupun eksternal perusahaan (Amrigan, Hamidi, & Adrianto, 2023).

Investor saat ini lebih menerapkan istilah ESG *investing* dalam pengambilan keputusan investasi. ESG *investing* lebih mengedepankan dampak produksi perusahaan terhadap lingkungan, koordinasi antar perusahaan dengan pemangku kepentingan, struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan, serta etika bisnis perusahaan (Yin, Li, & Su, 2023). Investor dengan kesadaran akan pentingnya kelestarian lingkungan akan menunjukkan respon atas praktik ESG perusahaan, salah satunya dengan meningkatkan loyalitas mereka kepada perusahaan. Yin et al. (2023); Xu et al. (2023); Zumente & Bistрова (2021); Sassen, Hinze, & Hardeck (2016) dan Capelli et al. (2021) menyatakan bahwa kinerja ESG perusahaan tinggi seringkali diasosiasikan dengan peningkatan kepercayaan dan loyalitas *stakeholder*, dan secara signifikan akan mengurangi fluktuasi harga saham. Ini dikarenakan investor yang bertanggung jawab terbukti lebih loyal dan kurang reaktif terhadap guncangan pasar.

Menanggapi fenomena peralihan preferensi investor, Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah menunjukkan komitmen dalam

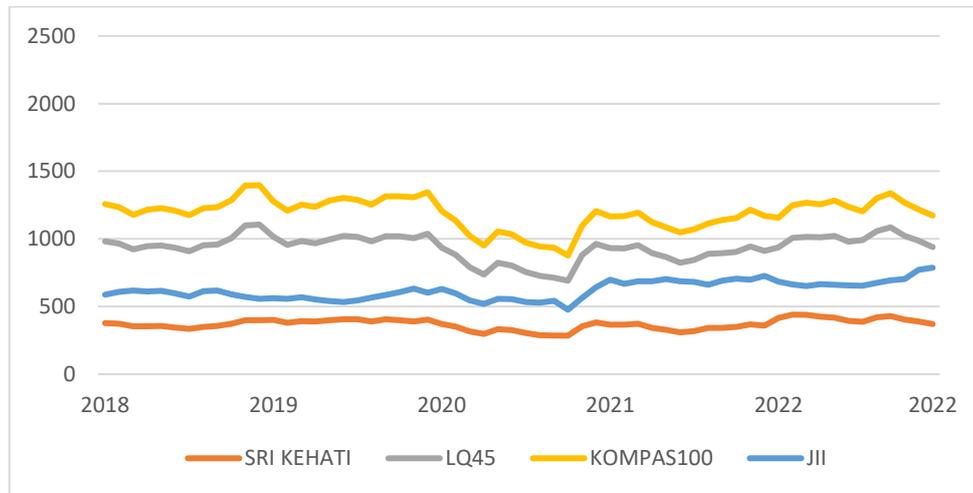
menyediakan alternatif investasi baru kepada investor melalui berbagai produk berbasis ESG. Sejak tahun 2014, telah terjadi peningkatan signifikan pada jumlah dan total nilai pasar produk investasi berbasis ESG. Hal ini menunjukkan bahwa kesadaran investor Indonesia terkait keberlanjutan perusahaan melalui praktik ESG telah mengalami peningkatan.



Gambar 2 Jumlah Produk dan Total AUM Produk Investasi Berbasis ESG

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Di Indonesia, salah satu indeks yang menitik beratkan pada praktik ESG perusahaan adalah indeks SRI-KEHATI. Berikut ini merupakan grafik perbandingan volatilitas harga antara indeks SRI-KEHATI, LQ45, JII, dan KOMPAS100. Berdasarkan grafik di atas, dapat disimpulkan bahwa indeks berbasis ESG yaitu SRI-KEHATI memiliki volatilitas yang lebih stabil dibandingkan indeks yang tidak mempertimbangkan aspek ESG.



Gambar 3. Perbandingan Volatilitas Harga Indeks Saham

Sumber: Data Diolah Peneliti

Dalam mengambil keputusan investasi, investor membutuhkan informasi tambahan, salah satunya dengan mengevaluasi perusahaan melalui informasi non keuangan, diantaranya adalah laporan keberlanjutan perusahaan. OJK melalui POJK No. 51 Tahun 2017 tentang Keuangan Berkelanjutan menegaskan bahwa setiap perusahaan berkewajiban untuk melaksanakan Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan (TJSL). Penggunaan dana TJSL kemudian dituangkan ke dalam laporan keberlanjutan. Pengungkapan informasi ini dianggap sebagai sinyal positif oleh investor bahwa perusahaan telah berhasil mengontrol risiko terkait aspek ESG yang dapat mempengaruhi perusahaan di masa depan. Akibatnya, *rating* atau skor berdasarkan keterbukaan informasi ESG akan mempengaruhi harga saham perusahaan.

Dalam memudahkan evaluasi investor, kinerja ESG perusahaan diukur menggunakan *rating* (peringkat) ESG, yaitu proses penilaian seberapa jauh perusahaan dalam menerapkan tanggung jawab terhadap aspek ESG perusahaan. Pemeringkatan ESG dilakukan oleh lembaga khusus yang mengevaluasi performa

perusahaan dalam aspek ESG dalam menunjang evaluasi dan pengambilan keputusan investor, perusahaan, dan pemangku kepentingan. *Global Reporting Initiative* (GRI) merupakan sebuah lembaga pemeringkatan ESG independen yang menetapkan standar pengungkapan laporan keberlanjutan, yang disebut dengan *GRI Reporting Standard*. Standar ini digunakan di seluruh dunia dan dijadikan acuan dalam melakukan pengungkapan praktik keberlanjutan. Hubungan antara risiko pasar suatu instrumen investasi dan karakteristik ESG-nya dapat dikonfirmasi melalui volatilitas harga dan *return* saham berdasarkan skor ESG masing-masing perusahaan (Capelli et al., 2021). Skor yang dianalisis dalam penelitian ini mencerminkan kinerja ESG perusahaan berdasarkan laporan keberlanjutan perusahaan yang telah dipublikasikan.

Penelitian ini menggunakan penilaian ESG yang dilakukan oleh *Thompson Reuters Refinitiv ESG*. Bătae, Dragomir, & Feleagă (2021); Amri & Chaibi (2023); Shakil (2022); dan Tasnia, Syed Jaafar AlHabshi, & Rosman (2020) menyatakan bahwa *Refinitiv* adalah salah satu *database* internasional dengan data ESG terlengkap, dengan metodologi data ESG yang jelas dan transparan, serta seringkali digunakan oleh para peneliti. Selain itu, L. Luo & Tang (2023) dalam penelitiannya berargumen bahwa selain mencerminkan kinerja ESG sebuah perusahaan, skor *Refinitiv ESG* juga telah menerapkan standar GRI dalam proses pemeringkatan ESG. Aydogmus, Mahmut, Gulay, & Ergun (2022) menggunakan pemeringkatan *ESG Refinitiv* karena dinilai memberikan data ESG yang akurat dan berkualitas.

Downside risk berkaitan erat dengan volatilitas harga dan *return* saham, dan akan diukur menggunakan *Value-at-Risk* (VaR), sebuah pendekatan yang

digunakan dalam mengukur risiko investasi saham (Adrianto & Susdiani, 2013). VaR diukur menggunakan *return* saham harian perusahaan selama 1 tahun (252 hari perdagangan) (Liu, Nemoto, & Lu, 2023); (Adrianto & Susdiani, 2013). Komputasi *return* saham dilakukan dengan memanfaatkan harga saham penutupan harian. penelitian ini memperhitungkan VaR dengan metode varians-kovarians dengan tingkat keyakinan 95%.

Populasi pada penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI hingga penelitian ini dilakukan, dengan total 922 perusahaan. Metode pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan total sampel akhir 38 perusahaan yang telah menerapkan praktik ESG dan memiliki skor pengungkapan ESG pada *Refinitiv*. Penelitian dilakukan dengan jangka waktu 5 tahun, dengan periode 2018 – 2022 dan jumlah 139 observasi.

Penelitian ini menonjol karena berfokus pada aspek yang saat ini sedang mendapat perhatian secara global, yaitu aspek ESG perusahaan. Keunikan pada penelitian ini terletak pada integrasi aspek ESG perusahaan terhadap *downside risk* yang dihadapi oleh investor saham, dengan menggunakan metode *Value-at-Risk*. Hal tersebut merupakan sebuah pendekatan baru yang belum sepenuhnya dieksplorasi dalam literatur sebelumnya. Analisis VaR digunakan untuk mengukur dan mengelola risiko investasi yang terkait dengan aspek-aspek ESG serta memberikan pemahaman mendalam terkait kompleksitas dan korelasi antara tanggung jawab sosial perusahaan terhadap risiko investasi saham.

Studi oleh Giese, Lee, Melas, Nagy, & Nishikawa (2019); Hoepner, Oikonomou, Sautner, Starks, & Zhou (2023); dan Tang, Lee, Hsiao, & Liu (2024)

menyatakan bahwa praktik ESG yang baik secara signifikan dapat mengurangi *downside risk* perusahaan. Penelitian oleh Amri & Chaibi (2023) juga membuktikan bahwa praktik CSR memiliki korelasi negatif terhadap volatilitas harga saham perusahaan minyak dan gas Kanada, Amerika, China, dan Rusia. Artinya, semakin tinggi praktik CSR perusahaan akan menurunkan volatilitas harga saham perusahaan. Perusahaan dengan prioritas pada aspek ESG dapat meningkatkan kinerja keuangan jangka panjang, menarik investor bertanggung jawab, dan memiliki saham yang stabil dan lebih tahan terhadap guncangan (Liu et al., 2023). Namun, di sisi lain penelitian oleh Tan, Szulczyk, & Sii (2023) menemukan bahwa portofolio dengan fokus ESG dapat merugikan kinerja investasi, meskipun dampak tersebut tidak signifikan. Tasnia et al. (2020) dalam penelitiannya justru menemukan hubungan positif antara pengungkapan kinerja CSR perbankan dengan volatilitas harga saham.

Berbagai penelitian terdahulu terkait pengaruh pengungkapan aspek ESG terhadap *downside risk* saham telah dilakukan sebelumnya. Namun, penulis menyimpulkan masih terdapat inkonsistensi pada hasil-hasil penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk berpartisipasi dalam pengembangan pengetahuan dan membuktikan secara empiris tentang **“Pengaruh Kinerja Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola terhadap *Downside risk* Saham Menggunakan *Value-at-Risk* pada Perusahaan BEI dengan Skor *Environmental, Social, and Governance (ESG) Refinitiv*”**

1.2 Rumusan Masalah

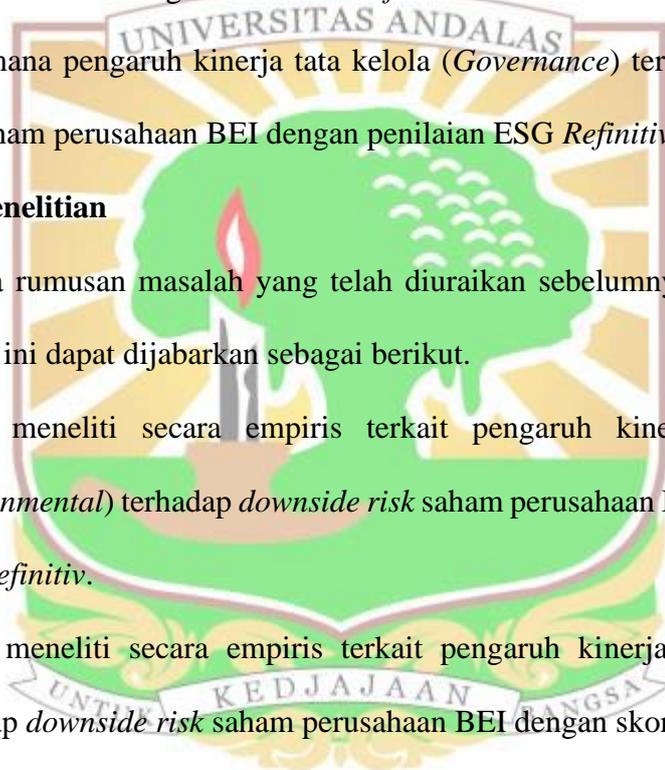
Merujuk pada latar belakang yang telah dipaparkan sebelumnya, maka pertanyaan pada penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

1. Bagaimana pengaruh kinerja lingkungan (*Environmental*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*?
2. Bagaimana pengaruh kinerja sosial (*Social*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*?
3. Bagaimana pengaruh kinerja tata kelola (*Governance*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan penilaian ESG *Refinitiv*?

1.3 Tujuan Penelitian

Mengacu pada rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka tujuan dari penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut.

1. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh kinerja lingkungan (*environmental*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*.
2. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh kinerja sosial (*social*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*.
3. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh kinerja tata kelola perusahaan (*governance*) terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*.



1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dengan adanya penelitian ini antara lain:

1. Manfaat teoritis

Penelitian ini diharapkan berperan dalam membuktikan secara konkret dan empiris mengenai pengaruh penilaian aspek ESG terhadap *downside risk* saham perusahaan BEI dengan skor ESG *Refinitiv*, khususnya pada tahun 2018 – 2022. Penelitian ini diharapkan juga mampu memberikan kontribusi pada pengembangan keilmuan dan pengetahuan, terlebih di ranah manajemen keuangan dan manajemen risiko investasi pada saham. Peneliti selanjutnya dapat memperkaya wawasan terkait pengaruh pengungkapan atau penilaian kinerja ESG terhadap risiko kerugian investasi dan dapat dijadikan acuan dalam penelitian lebih lanjut di masa mendatang.

2. Manfaat praktis

Eksistensi penelitian ini diharapkan mampu berkontribusi terhadap penyempurnaan informasi dan wawasan perusahaan-perusahaan di Indonesia tentang pentingnya penerapan dan pengungkapan praktik ESG secara berkelanjutan. Selain itu informasi yang dihasilkan melalui penelitian ini diharapkan mampu dijadikan sebagai referensi dan pedoman bagi investor dalam membuat keputusan investasi.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini berfokus pada perusahaan yang terdaftar di BEI hingga tahun 2023 yang memiliki skor ESG *Refinitiv*. Penelitian ini ditujukan untuk mengkaji pengaruh penilaian kinerja ESG terhadap *downside risk* (risiko kerugian) dengan

parameter volatilitas harga dan *return* saham menggunakan metode *Value-at-Risk* (VaR) periode 2018 – 2022 dengan menggunakan ROA (*Return on Asset*) dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

1.6 Sistematika Penulisan

BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan penelitian.

BAB II: TINJAUAN LITERATUR

Bab ini berisi landasan teori yang digunakan sebagai acuan terkait permasalahan yang dibahas, serta penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini.

BAB III: METODE PENELITIAN

Bab ini memaparkan disain penelitian, populasi dan sampel penelitian, sumber data, metode pengumpulan data, definisi operasional variabel, dan metode analisis data.

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas hasil pengolahan data dan analisis terkait pengaruh aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) terhadap *downside risk* saham pada perusahaan dengan skor ESG *Refinitiv* dengan menggunakan bahasa yang mudah dipahami.

BAB V: PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil penelitian, implikasi penelitian, keterbatasan penelitian, serta saran yang diberikan untuk penelitian lanjutan di masa mendatang.

