

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja *Environmental*, *Social*, dan *Governance* (ESG) terhadap *downside risk* dengan indeks LQ45 sebagai variabel moderasi serta ukuran perusahaan (*firm size*) dan *leverage* sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 36 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2024 dengan total 108 observasi. Analisis data dilakukan dengan pendekatan regresi data panel *Random Effect Model* (REM) menggunakan *robust standard errors*. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Kinerja (*Environmental*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *downside risk*. Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan skor lingkungan diikuti oleh penurunan risiko kerugian ekstrem (VaR) yang dihadapi perusahaan. Dengan demikian, perusahaan dengan kinerja lingkungan yang lebih baik cenderung memiliki risiko penurunan nilai saham yang lebih rendah. Hipotesis 1 (H1) diterima.
2. Kinerja sosial (*Social*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *downside risk*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan skor *Social* tidak diikuti oleh penurunan *downside risk* secara signifikan. Bahkan arah koefisien yang positif bertentangan dengan dugaan hipotesis. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi mengenai aspek sosial belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai risiko di pasar modal Indonesia. Hipotesis 2 (H2) ditolak.
3. Kinerja tata kelola tidak berpengaruh signifikan terhadap *downside risk*. Meskipun arah koefisien negatif sesuai dengan dugaan, pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas tata kelola perusahaan belum mampu menjelaskan variasi *downside risk* pada perusahaan sampel. Hipotesis 3 (H3) ditolak.

4. Indeks LQ45 memperlemah pengaruh *Environmental* terhadap *downside risk*. Variabel interaksi *Environmental* $\times$ *LQ45* menunjukkan koefisien positif dan signifikan, yang berarti keanggotaan perusahaan dalam indeks LQ45 justru mengurangi kekuatan pengaruh negatif *Environmental* terhadap *downside risk*. Dengan kata lain, efek perlindungan dari kinerja lingkungan lebih kuat pada perusahaan non-LQ45 dibandingkan perusahaan LQ45. Hipotesis 4 (H4) ditolak karena arah moderasi berlawanan dengan hipotesis.
5. Indeks LQ45 tidak memoderasi pengaruh *Social* terhadap *downside risk*. Variabel interaksi *Social* $\times$ *LQ45* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, sehingga keanggotaan dalam indeks LQ45 tidak mampu mengubah hubungan antara kinerja sosial dan *downside risk*. Hipotesis 5 (H5) ditolak.
6. Indeks LQ45 tidak memoderasi pengaruh *Governance* terhadap *downside risk*. Variabel interaksi *Governance* $\times$ *LQ45* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, sehingga keanggotaan dalam indeks LQ45 tidak mampu mengubah hubungan antara kinerja tata kelola dan *downside risk*. Hipotesis 6 (H6) ditolak.

Secara keseluruhan, dari enam hipotesis yang diajukan, hanya Hipotesis 1 (*Environmental*) yang diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa aspek lingkungan merupakan komponen ESG yang paling dominan dan konsisten dalam menjelaskan *downside risk* pada perusahaan LQ45 di Indonesia, sementara aspek sosial dan tata kelola belum menjadi faktor yang signifikan dalam penilaian risiko investor. Selain itu, keanggotaan dalam indeks LQ45 tidak memperkuat hubungan ESG dengan *downside risk*, bahkan untuk aspek lingkungan, LQ45 justru memperlemah efek perlindungannya.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu dipertimbangkan dalam menginterpretasikan hasil dan untuk perbaikan penelitian di masa mendatang:

1. Keterbatasan penelitian ini terletak pada periode pengamatan yang hanya 3 tahun (2022–2024) sehingga belum cukup menggambarkan efek jangka

panjang implementasi ESG terhadap *downside risk*. Penelitian mendatang disarankan memakai rentang waktu yang lebih panjang untuk hasil yang lebih komprehensif

2. Total Sampel yang Terbatas didalam penelitian ini hanya 36 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Jumlah sampel yang terbatas ini mempengaruhi generalisasi hasil penelitian. Penelitian selanjutnya dapat memperluas cakupan sampel dengan memasukkan perusahaan dari berbagai indeks atau seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI.
3. Proksi Downside Risk penelitian ini menggunakan *Value at Risk* (VaR) sebagai proksi *downside risk*. Meskipun VaR merupakan ukuran yang umum digunakan, terdapat ukuran *downside risk* lain seperti *Expected Shortfall* (ES) atau *Lower Partial Moment* (LPM) yang mungkin memberikan hasil berbeda. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan berbagai proksi *downside risk* untuk menguji konsistensi hasil.
4. Sumber Data ESG, Skor ESG yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari laporan keberlanjutan perusahaan. Perbedaan metodologi penilaian antar perusahaan dan potensi *greenwashing* dapat mempengaruhi akurasi data. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sumber data ESG dari berbagai penyedia untuk membandingkan hasil.
5. Variabel Kontrol ini hanya menggunakan ukuran perusahaan dan *leverage* sebagai variabel kontrol. Masih terdapat variabel lain yang berpotensi mempengaruhi *downside risk*, seperti profitabilitas, likuiditas, atau struktur kepemilikan, yang belum dimasukkan dalam model.

5.3 Implikasi Penelitian

5.3.1 Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan teori dalam bidang keuangan dan manajemen risiko, khususnya dalam konteks pasar modal Indonesia. Temuan bahwa hanya aspek lingkungan yang signifikan mempengaruhi *downside risk* memperkuat Teori Stakeholder dan Teori Sinyal, di

mana informasi mengenai kinerja lingkungan direspons oleh pasar sebagai sinyal positif yang mengurangi ketidakpastian dan risiko.

Selain itu, temuan bahwa indeks LQ45 justru memperlemah pengaruh Environmental terhadap *downside risk* memberikan perspektif baru dalam literatur tentang moderasi ESG. Hal ini menunjukkan bahwa efek protektif ESG tidak seragam di semua perusahaan dan sangat bergantung pada karakteristik perusahaan seperti likuiditas dan kapitalisasi pasar. Temuan ini sejalan dengan penelitian Teplova et al. (2024) dan Aldieri et al. (2023) yang menyatakan bahwa pengaruh ESG terhadap risiko bersifat *context-dependent* dan tidak universal. Penelitian ini juga memperkaya literatur tentang ESG di pasar berkembang (*emerging market*), khususnya Indonesia, yang masih terbatas dibandingkan penelitian di pasar maju. Hasil yang menunjukkan ketidaksignifikan aspek sosial dan *governance* mengindikasikan bahwa kesadaran dan respons pasar terhadap ESG di Indonesia masih bertahap dan belum sepenuhnya terintegrasi dalam penilaian risiko.

5.3.2 Implikasi Praktis

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat beberapa implikasi praktis yang dapat diberikan:

Bagi Investor:

1. Investor diharapkan untuk mempertimbangkan kinerja lingkungan *Environmental* sebagai salah satu faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi, karena perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik cenderung memiliki risiko penurunan yang lebih rendah.
2. Investor perlu lebih kritis dalam mengevaluasi informasi sosial dan tata kelola karena kedua aspek tersebut belum terbukti secara statistik mempengaruhi risiko penurunan di pasar modal Indonesia.
3. Investor perlu menyadari bahwa manfaat perlindungan risiko dari ESG tidak sama pada semua perusahaan. Pada perusahaan LQ45, efek perlindungan dari kinerja lingkungan justru lebih lemah dibandingkan perusahaan non-LQ45.

Bagi Manajemen Perusahaan:

1. Perusahaan disarankan untuk meningkatkan kinerja lingkungan sebagai

strategi mitigasi risiko, karena terbukti mampu menurunkan risiko kerugian ekstrem yang dihadapi perusahaan.

2. Perusahaan perlu meningkatkan kredibilitas dan transparansi pelaporan sosial dan tata kelola agar informasi tersebut lebih dipercaya dan direspons oleh pasar.
3. Perusahaan LQ45 perlu menyadari bahwa peningkatan kinerja lingkungan mungkin tidak memberikan efek perlindungan risiko yang sebesar perusahaan non-LQ45, sehingga strategi komunikasi dan keterbukaan informasi perlu disesuaikan.

Bagi Regulator (OJK dan BEI):

1. Regulator disarankan untuk memperkuat regulasi dan standar pelaporan ESG, khususnya untuk aspek sosial dan tata kelola, agar informasi yang disampaikan perusahaan lebih kredibel dan terstandarisasi.
2. Regulator dapat mendorong peningkatan kualitas pengungkapan kinerja lingkungan melalui insentif atau sanksi, mengingat aspek ini terbukti signifikan dalam mempengaruhi risiko perusahaan.
3. Regulator perlu mempertimbangkan karakteristik perusahaan yang berbeda dalam merumuskan kebijakan terkait ESG, karena efek perlindungan risiko tidak seragam di semua perusahaan.

5.3.3 Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian ini memiliki implikasi kebijakan bagi regulator pasar modal di Indonesia. Temuan bahwa aspek lingkungan merupakan satu-satunya komponen ESG yang signifikan dalam menurunkan *downside risk* mengindikasikan bahwa kebijakan yang mendorong peningkatan kinerja lingkungan perusahaan dapat berkontribusi pada stabilitas pasar modal. Regulator dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas dalam pengelolaan lingkungan melalui kebijakan yang mendukung praktik bisnis berkelanjutan.

Selain itu, temuan bahwa indeks LQ45 justru memperlemah pengaruh

Environmental terhadap *downside risk* mengindikasikan bahwa perusahaan besar dengan likuiditas tinggi mungkin telah memiliki informasi lingkungan yang lebih transparan dan telah direspons oleh pasar. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan yang mendorong transparansi dan pengungkapan ESG perlu diterapkan secara merata, tidak hanya pada perusahaan besar tetapi juga pada perusahaan menengah dan kecil agar informasi ESG lebih luas tersedia dan dimanfaatkan oleh investor.

5.4 Saran

Berdasarkan keterbatasan dan temuan penelitian ini, beberapa saran untuk penelitian mendatang adalah sebagai berikut:

1. Memperpanjang Periode Pengamatan. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang untuk menangkap dampak jangka panjang dari implementasi ESG terhadap *downside risk*.
2. Memperluas Cakupan Sampel. Penelitian selanjutnya dapat memperluas sampel dengan memasukkan perusahaan dari berbagai indeks (misalnya, seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI) atau membandingkan perusahaan LQ45 dengan perusahaan non-LQ45 secara lebih mendalam.
3. Menggunakan Proksi Downside Risk yang Berbeda. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan berbagai proksi *downside risk* seperti *Expected Shortfall* (ES), *Lower Partial Moment* (LPM), atau *tail risk* untuk menguji konsistensi hasil.
4. Menambahkan Variabel Kontrol. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel kontrol lain seperti profitabilitas, likuiditas, struktur kepemilikan, atau karakteristik dewan direksi yang mungkin mempengaruhi *downside risk*.
5. Menggunakan Sumber Data ESG dari Berbagai Penyedia, penelitian selanjutnya dapat membandingkan skor ESG dari berbagai penyedia data untuk menguji konsistensi hasil dan mengurangi potensi bias dari satu sumber data.
6. Melakukan Analisis Sektoral. Penelitian selanjutnya dapat melakukan analisis per sektor untuk melihat apakah pengaruh ESG terhadap *downside*

risk berbeda antar sektor industri.

7. Menguji Variabel Moderasi Lain Penelitian selanjutnya dapat menguji variabel moderasi lain seperti kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, atau karakteristik manajemen puncak yang mungkin mempengaruhi hubungan ESG dengan *downside risk*.

