

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam beberapa dekade terakhir, dunia investasi telah mengalami perubahan paradigma yang cukup signifikan. Investor, manajer aset, serta kalangan akademisi semakin menyadari bahwa keberlanjutan bisnis bukan lagi sekedar isu etis, tetapi telah menjadi komponen strategis dalam menjaga stabilitas perusahaan dan melindungi nilai investasi jangka panjang. Jika sebelumnya penilaian risiko investasi berfokus pada aspek penilaian seperti profitabilitas, *leverage*, dan volatilitas pasar, semenjak berlakunya berbagai peraturan dan standar pelaporan keberlanjutan seperti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (Nomor 51/POJK.03/2017 POJK) tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi Lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik (Otoritas Jasa Keuangan, 2017). Selain itu diterbitkan lah *United Nations Principles for Responsible Investment* (UNPRI) semenjak tahun 2006 semakin memperkuat komitmen global terhadap investasi berkelanjutan. UN PRI mendorong investor internasional untuk menggabungkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam proses pengambilan keputusan, sehingga perusahaan beberapa negara termasuk Indonesia perlu menyesuaikan praktik keberlanjutan agar tetap kompetitif di mata investor (Principles for Responsible Investment (PRI), 2025).

Perkembangan tersebut mendorong perusahaan agar bukan sekedar memiliki orientasi terhadap perolehan keuntungan jangka pendek, tetapi juga memastikan bahwa aktivitas operasionalnya mempertimbangkan dampak terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Seluruh aspek tersebut terangkum dalam kerangka *Environmental, Social, dan Governance*, yang saat ini termasuk sebagai indikator utama dalam pertimbangan bagi investor dalam mengukur tingkat ketahanan dan kredibilitas perusahaan. Pandangan ini sependapat dengan temuan penelitian pasar rusia yang menunjukkan bahwa praktik ESG tidak hanya mencerminkan kepedulian perusahaan terhadap isu lingkungan, dan isu sosial, tetapi juga bermanfaat sebagai sinyal positif

mengenai kualitas pengelolaan perusahaan, sehingga mampu meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan tingkat ketidakpastian (Teplova et al., 2024). Kemajuan ESG semakin terlihat dalam beberapa tahun terakhir ini seiring meningkatnya tekanan global terhadap keberlanjutan, dari jurnal ini menunjukkan bahwa investasi ESG adanya pertumbuhan yang pesat, dengan kapitalisasi aset ESG yang mencapai USD 53 triliun pada tahun 2025, dengan rata-rata 30% dari tahun sejak 2016, sehingga menegaskan bahwa pasar kini menilai keberlanjutan sebagai bagian penting dalam penilaian risiko suatu perusahaan. Maka dari itu perusahaan dengan skor ESG dinilai mempunyai paparan risiko penurunan (*downside risk*) yang lebih rendah karena praktik ESG mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko, meningkatkan kepercayaan investor, serta memperkuat stabilitas perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian pasar (Jansen Flip, 2023).

Berdasarkan Tang et al., (2024) bahwa perusahaan dengan skor ESG total, ESG manajemen, dan ESG risiko yang tinggi cenderung mengalami risiko penurunan yang lebih rendah, fenomena ini memperlihatkan bahwa praktik ESG memiliki fungsi untuk melindungi risiko yang meningkatkan ketahanan perusahaan terhadap guncangan pasar dan ketidakpastian ekonomi. Adapun fenomena lainnya yaitu keterlibatan ESG secara nyata dapat menurunkan risiko kerugian suatu perusahaan, yang dimana diukur menggunakan *Value at Risk* (VAR) dan *Lower Partial Moments* (LPM). Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami penurunan risiko sebesar 9% dari deviasi standar VAR (Hoepner et al., 2024).



Gambar 1. 1 Total ESG di IHSG

Sumber: BEI (2025)

Berdasarkan data bursa efek Indonesia, total *assets under management* (AUM) produk berdasarkan *Environmental, Social, dan Governance* menunjukkan tren pertumbuhan yang sangat signifikan dalam satu dekade terakhir. Pada awal periode pengamatan sekitar 2014 nilai AUM produk ESG masih berada di level yang sangat rendah dan hampir mendekati nol, yang mencerminkan terbatasnya adopsi serta rendahnya kesadaran investor terhadap konsep investasi berkelanjutan. Selanjutnya, AUM mengalami peningkatan secara bertahap dan relatif moderat hingga mencapai puncak sementara sekitar tahun 2020, seiring meningkatnya perhatian pasar terhadap isu keberlanjutan dan tata kelola perusahaan. Namun, pada periode 2022-2022 terjadi penurunan yang ringan dalam total AUM, yang diduga dipengaruhi oleh meningkatnya volatilitas pasar global akibat dampak *pandemic* COVID-19 serta ketidakpastian ekonomi dan ketegangan geopolitik. Demikian, pemulihan yang kuat terjadi pada periode 2023-2024, ditandai dengan lonjakan AUM yang meningkat tajam hingga mendekati kisaran 8.000-9.000 miliar rupiah, yang mengindikasikan semakin matangnya pasar ESG di Indonesia serta semakin kuatnya integrasi faktor keberlangsungan pada mekanisme penetapan penanaman modal.

Isu lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) telah menjadi perhatian

penting seiring berjalannya pertumbuhan perusahaan global. Permasalahan utama yaitu adanya degradasi lingkungan yang disebabkan oleh penggunaan kekayaan alam secara berlebih tanpa memperhatikan akibatnya dimasa mendatang. Aktivitas industri yang tidak terkontrol dapat menyebabkan penebangan hutan, pencemaran air dan udara serta dapat meningkatkan emisi karbon yang mempercepat perubahan iklim (Esthelica, 2024). Kinerja sosial mengevaluasi ikatan perusahaan dengan tenaga kerja, konsumen, dan kelompok lokal, mencakup komponen kesejahteraan tenaga kerja, kepatuhan terhadap hak asasi manusia, serta berkontribusi pada masyarakat sekitar. Sementara itu, tata kelola suatu perusahaan menilai struktur kepemimpinan, sistem kompensasi manajemen puncak, sistem audit, serta perlindungan hak pemegang saham mayoritas dan minoritas perusahaan yang mengangkat praktik ESG cenderung memiliki strategi bisnis yang berkelanjutan dalam jangka panjang (Putri, 2024). Dengan meningkatnya minat investor terhadap investasi berkelanjutan, perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap aspek ESG memiliki keunggulan dalam menarik dukungan finansial. Selain itu manfaat sosial dan lingkungan, dari penerapan ESG juga mendukung kinerja keuangan perusahaan, baik jangka pendek maupun jangka panjang, terutama di tengah perubahan paradigma investasi global (Aini & Anggraini, 2024).

Downside risk merupakan ukuran risiko investasi yang tepat karena investor pada umumnya lebih menekankan perlindungan terhadap potensi kerugian, risiko dan tingkat pengembalian menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga pemahaman mengenai risiko merupakan dasar esensial bagi setiap penanam modal. Pada dasarnya, investor mengharapkan imbal hasil dari penanaman modal sebagai imbalan terhadap risiko yang ditanggung, termasuk risiko penurunan daya beli akibat inflasi, maka dari itu *downside risk* bukan hanya mencerminkan sensitivitas investor terhadap kerugian tetapi juga menggambarkan bagaimana faktor-faktor seperti kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat mempengaruhi ketahanan perusahaan dalam menghadapi situasi pasar (Ayu et al., 2024)

Pengukuran dari *downside risk* ini paling banyak digunakan adalah menggunakan *Value at Risk* (VaR) adalah pendekatan pengukuran risiko pasar yang digunakan untuk memperkirakan kerugian maksimum yang terjadi didalam suatu periode. VaR menjadi alat penting dalam melakukan pengelolaan risiko karena memberikan angka kuantitatif yang dapat mengukur dan mengarahkan *ekposure* terhadap risiko pasar (Farianda & Risman, 2024). Hoepner et al., (2024) menjelaskan bahwa *downside risk* merupakan risiko yang berfokus pada kerugian ekstrim dan diukur menggunakan *Value at Risk* (VaR), di dalam jurnal ini dijelaskan bahwa VaR sebagai *return* harian buruk pada persentil ke 5 dalam satu bulan, sehingga melihatkan potensi kerugian yang maksimal dialami perusahaan pada kondisi pasar yang tidak menguntungkan. Hasil penelitian ini menunjukan bahwa perusahaan yang menerampak kinerja ESG secara optimal mengalami penurunan yang signifikan terhadap nilai VaR.

Indeks LQ45 berperan sebagai variabel moderasi dikarenakan perusahaan yang terhimpun memiliki karakteristik likuiditas yang tinggi, kapitalisasi besar, dan transparansi yang lebih jelas, yang menyebabkan pasar lebih sensitive terhadap informasi ESG, namun perusahaan-perusahaan tersebut tidak terlepas dari risiko penurunan nilai saham (*downside risk*), terutama pada kondisi pasar yang bergejolak. Fluktuasi harga saham yang terjadi pada perusahaan LQ45 menunjukan dan lingkungan, dari penerapan ESG juga mendukung kinerja keuangan perusahaan, baik jangka pendek maupun jangka panjang, terutama di tengah perubahan paradigma investasi global (Aini & Anggraini, 2024).

Downside risk merupakan ukuran risiko investasi yang tepat karena investor pada umumnya lebih menekankan perlindungan terhadap potensi kerugian, resiko dan tingkat pengembalian menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga pemahaman mengenai risiko merupakan dasar esensial bagi setiap penanam modal. Pada dasarnya, investor mengharapkan imbal hasil dari penanaman modal sebagai imbalan terhadap risiko yang ditanggung, termasuk risiko penurunan daya beli akibat

inflasi, maka dari itu *downside risk* bukan hanya mencerminkan sensitivitas investor terhadap kerugian tetapi juga menggambarkan bagaimana faktor-faktor seperti kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat mempengaruhi ketahanan perusahaan dalam menghadapi situasi pasar (Ayu et al., 2024).

Pengukuran dari *downside risk* ini paling banyak digunakan adalah menggunakan *Value at Risk* (VaR) adalah pendekatan pengukuran risiko pasar yang digunakan untuk memperkirakan kerugian maksimum yang terjadi didalam suatu periode. VaR menjadi alat penting dalam melakukan pengelolaan risiko karena memberikan angka kuantitatif yang dapat mengukur dan mengarahkan *ekposure* terhadap risiko pasar (Farianda & Risman, 2024). Hoepner et al., (2024) menjelaskan bahwa *downside risk* merupakan risiko yang berfokus pada kerugian ekstrim dan diukur menggunakan *Value at Risk* (VaR), di dalam jurnal ini dijelaskan bahwa VaR sebagai *return* harian buruk pada persentil ke 5 dalam satu bulan, sehingga melihatkan potensi kerugian yang maksimal dialami perusahaan pada kondisi pasar yang tidak menguntungkan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menerampak kinerja ESG secara optimal mengalami penurunan yang signifikan terhadap nilai VaR.

Indeks LQ45 berperan sebagai variabel moderasi dikarenakan perusahaan yang terhimpun memiliki karakteristik likuiditas yang tinggi, kapitalisasi besar, dan transparansi yang lebih jelas, yang menyebabkan pasar lebih sensitive terhadap informasi ESG, namun perusahaan-perusahaan tersebut tidak terlepas dari risiko penurunan nilai saham (*downside risk*), terutama pada kondisi pasar yang bergejolak. Fluktuasi harga saham yang terjadi pada perusahaan LQ45 menunjukkan bahwa saham unggulan sekalipun tetap memiliki potensi mengalami kerugian ekstrem. Hal ini menjadi perhatian penting bagi investor, karena risiko penurunan tersebut dapat berdampak signifikan terhadap nilai investasi. Berdasarkan temuan penelitian LQ45 bahwa perusahaan dengan skor ESG cenderung memiliki risiko keuangan yang lebih rendah berkat manajemen risiko dan tata kelola yang baik. Partisipasi dalam LQ45 memperkuat dampak tersebut karena

perusahaan besar dan likuiditas lebih mampu memanfaatkan praktik ESG untuk menurunkan volatilitas dan *downside risk*. Maka dari itu LQ45 memperkuat hubungan negative antara ESG dan *downside risk* melalui stabilitas fundamental, reputasi pasar, serta tingginya perhatian investor pada saham di indeks ini (Farhan Ramadhan et al., 2023).

Ukuran perusahaan (*firm size*) melihatkan kapasitas finansial, ketersediaan sumber daya, stabilitas operasional, serta kemampuan perusahaan untuk menyerap dan mengelola risiko. Penerapan *firm size* sebagai variabel kontrol menjadi penting karena memastikan bahwa dampak ESG terhadap *downside risk* dapat diukur secara nyata, tanpa dipengaruhi oleh stabilitas alami yang dimiliki perusahaan besar, di dalam jurnal ini juga mengemukakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen dalam model yang diuji (Nasrina, 2025). *Leverage* juga menjadi cerminan dalam tingkat penggunaan utang oleh perusahaan. Tingkat *leverage* dapat menunjukkan seberapa besar penggunaan sumber dana yang berasal dari modal pinjaman, *leverage* yang tinggi berhubungan dengan meningkatnya risiko finansial distress, dengan beban utang yang besar dapat menekan kondisi keuangan perusahaan dan mengurangi fleksibilitas dalam mendukung investasi keberlanjutan (Habib, 2023).

Penelitian sebelumnya Teplova et al., (2024) membahas mengenai likuiditas saham sebagai variabel moderasi untuk melihat apakah hubungan antara ESG dan *downside risk* mengalami perubahan atau peningkatan. Di dalam jurnal ini menunjukkan memoderasi pengaruh ESG dengan faktor eksternal tersebut dalam konteks pasar rusia. Adapun pada penelitian ini, peneliti membahas apakah LQ45 memiliki pengaruh sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara ESG yang berperan sebagai indikator praktik keberlanjutan dan kualitas tata kelola perusahaan dengan *downside risk*, ialah risiko penurunan nilai perusahaan yang penting bagi investor dalam menilai ketahanan perusahaan terhadap kondisi pasar yang merugikan.

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan adanya keterkaitan

pengaruh kinerja *environmental, social, dan governance*. Menurut Jansen Flip, (2023) bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi cenderung memiliki risiko fundamental yang lebih rendah, yang tercermin dari *tail dependen* pada kondisi pasar yang meningkat. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Hoepner et al., (2024) yang menyatakan bahwa keterlibatan investor dalam isu ESG, khususnya pada aspek lingkungan, mampu menurunkan *downside risk* perusahaan. Namun menurut Aldieri et al., (2023) menunjukkan bahwa kinerja ESG tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap risiko pasar yang diukur menggunakan *Value at Risk* (VaR), sehingga hubungan antara ESG dan risiko keuangan masih belum stabil. Selain itu Fianu, (2022) menegaskan bahwa ESG berperan dalam meredam risiko sistematis dan risiko ekstrim, terutama pada periode krisis, namun pembahasannya berfokus pada konteks pasar internasional dan sektor tertentu. Dalam konteks Indonesia Farhan Ramadhan et al., (2023) mendapati bahwa kinerja ESG berpengaruh signifikan dalam menurunkan risiko keuangan perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45, tetapi penelitian tersebut masih memposisikan LQ45 sebagai objek penelitian. Penelitian ini memiliki keterbaruan dengan mengembangkan indeks LQ45 sebagai variabel moderasi, untuk menguji apakah karakteristik perusahaan yang tergabung dalam indeks dengan tingkat likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar besar. Selain itu, penelitian ini menambahkan *firm size* sebagai variabel kontrol yang bertujuan untuk mengendalikan perbedaan karakteristik skala perusahaan. Kebaruan lainnya terletak pada periode pengamatan penelitian, yaitu tahun 2022-2024, dengan menggunakan periode terkini, penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris yang lebih relevan terhadap dinamika pasar dan perilaku investor saat ini.

Dengan demikian, penelitian ini mengisi kesenjangan yang belum diteliti sebelumnya, yaitu menilai apakah perusahaan sebagai anggota LQ45 dapat memoderasi pengaruh ESG terhadap *downside risk*. Berdasarkan uraian tersebut, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai “Pengaruh Kinerja *Environmental, Social, dan Governance* terhadap *Downside Risk* dengan LQ45

sebagai variabel moderasi dan Firm Size sebagai variabel kontrol pada tahun 2022-2024.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah kinerja lingkungan (*Environmental*) berpengaruh terhadap *downside risk* pada perusahaan BEI?
2. Apakah Kinerja Sosial (*Social*) berpengaruh terhadap *downside risk* pada perusahaan BEI? Apakah Kinerja tata kelola (*Governance*) berpengaruh terhadap *downside risk* pada perusahaan BEI?
3. Apakah indeks LQ45 memoderasi pengaruh *Environmental* terhadap *downside risk* perusahaan?
4. Apakah indeks LQ45 memoderasi pengaruh *Social* terhadap *downside risk* perusahaan?
5. Apakah indeks LQ45 memoderasi pengaruh *Governance* terhadap *downside risk* perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh kinerja lingkungan (*Environmental*) terhadap *downside risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan Skor ESG Refinitiv.
2. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh kinerja Sosial (*Social*) terhadap *downside risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan Skor ESG Refinitiv.
3. Untuk meneliti secara empiris terkait pengaruh tata kelola (*Governance*) terhadap *downside risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan skor ESG Refinitiv.
4. Untuk meneliti secara empiris apakah LQ45 memoderasi pengaruh kinerja lingkungan (*Environmental*) terhadap *downside risk* perusahaan.
5. Untuk meneliti secara empiris apakah LQ45 memoderasi pengaruh Sosial (*Social*) terhadap *downside risk* perusahaan.

6. Untuk meneliti secara empiris apakah LQ45 memoderasi pengaruh tata kelola (*Governance*) terhadap *downside risk* perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur mengenai hubungan antara ESG dan risiko penurunan (*downside risk*), khususnya dengan menggunakan variabel moderasi LQ45 dan *firm size*, *leverage* sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian ini dapat menjadi referensi akademik bagi peneliti yang ingin meneliti risiko dan keberlanjutan perusahaan.

2. Manfaat Praktis

- a) Memberikan informasi mengenai ESG dalam mengurangi *downside risk* sehingga mampu mendukung investor dalam pengambilan keputusan investasi dapat mempertimbangkan keberlanjutan dan stabilitas risiko.
- b) Memberikan gambaran bahwa penerapan ESG yang bagus dapat meningkatkan ketahanan perusahaan terhadap guncangan pasar serta menurunkan risiko kerugian ekstrim sehingga dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan praktik keberlanjutan.
- c) Memberikan saran bagi regulator, seperti OJK dan Bursa Efek Indonesia, dalam merumuskan kebijakan yang mendorong transparansi keterbukaan informasi terkait pelaporan keberlanjutan, terutama bagi perusahaan yang ada di dalam indeks LQ45