

BAB I

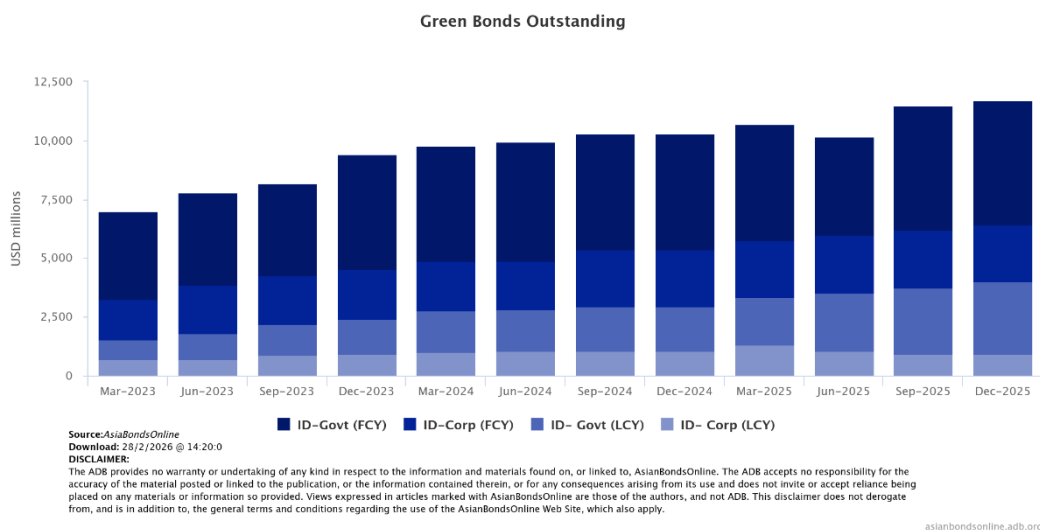
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Menurut laporan Badan Pusat Statistik (BPS) pada tahun 2023, terjadi peningkatan kesadaran masyarakat terhadap lingkungan. Hal ini didukung oleh data milik *Global Sustainable Investmen Alliance* (2022) yang menyatakan bahwa aset keuangan berkelanjutan global telah melampaui USD 35 triliun. Perkembangan tren instrumen hijau menyebabkan pemerintah ikut aktif mendorong pengembangan instrumen tersebut di pasar instrumen. Pemerintah Indonesia menerbitkan regulasi keuangan berkelanjutan melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK). OJK mengeluarkan *roadmap sustainable finance* sejak 2015 dan terus diperbarui hingga 2025. *Roadmap* ini diciptakan sebagai alat untuk membantu meningkatkan pangsa instrumen hijau di pasar modal Indonesia.

Komitmen pemerintah Indonesia yang terus memperbaiki dan mengembangkan regulasi terkait instrumen hijau, serta preferensi konsumen terhadap instrumen hijau yang terus mengalami peningkatan mendorong perusahaan ikut tergabung dalam upaya keberlanjutan. Melalui penelitiannya, Estiningrum dan Husodo (2024) menemukan bahwa penerbitan *green bond* dapat menjadi strategi perusahaan terkait dengan instrumen hijau. Berdasarkan data *Asian Bonds Online* (ADB), nilai *green bonds outstanding* Indonesia terus mengalami peningkatan yang konsisten sejak tahun 2023. Nilai *green bonds outstanding* yang awalnya hanya sekitar USD 7 miliar menjadi lebih dari USD 11 miliar pada tahun

2025. Bertambahnya nilai *green bonds outstanding* Indonesia dari tahun ke tahun mencerminkan bahwa pasar instrumen hijau di Indonesia semakin berkembang.



Gambar 1. 1 Green Bonds Outstanding Indonesia

Sumber: *Asian Bonds Online*, 2025

Melalui POJK Nomor 18 Tahun 2023 (sebelumnya POJK No. 60/POJK.04/2017) oleh Otoritas Jasa Keuangan menyebut instrumen hijau tersebut sebagai Efek Bersifat Utang Berwawasan Lingkungan. Instrumen tersebut bisa diterbitkan oleh setiap emiten atau perusahaan publik yang memenuhi kriteria Kegiatan Usaha Berwawasan Lingkungan. Secara umum, instrumen ini diterbitkan melalui skema Penawaran Umum Berkelanjutan (PUB), sehingga Bursa Efek Indonesia juga lebih sering mencatatnya sebagai Obligasi Berkelanjutan. Dalam penelitian ini, istilah *green bond* merujuk pada instrumen obligasi berkelanjutan yang diterbitkan oleh PT Merdeka Copper Gold Tbk. Meskipun penerbitan di pasar modal bukan terdaftar sebagai *green bond*, secara substansi penelitian berfokus pada besaran alokasi dana yang secara spesifik diperuntukkan bagi kegiatan berwawasan lingkungan dan keberlanjutan.

Menurut penelitian Estiningrum dan Husodo (2024) keterlibatan perusahaan dalam upaya keberlanjutan akan berdampak pada strategi pembiayaan perusahaan. Dampak tersebut terjadi karena perusahaan berusaha untuk melakukan integrasi antara faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola. Berdasarkan teori Spence (1973), keputusan yang diambil perusahaan dapat menjadi sinyal bagi pihak eksternal, terutama investor. Keputusan pendanaan perusahaan terkait keberlanjutan menjadi sinyal positif karena dianggap investor sebagai komitmen perusahaan terhadap isu keberlanjutan. Argumen tersebut didukung oleh penelitian Ruixin Fan et al. (2023) yang mengatakan bahwa pengumuman penerbitan *green bond* dapat memicu reaksi positif pasar saham. Namun, demikian respon pasar terhadap penerbitan *green bond* tidak selalu bersifat seragam pada setiap konteks perusahaan dan periode waktu.

PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) melakukan penerbitan obligasi berkelanjutan secara rutin sejak tahun 2020 hingga 2025. Obligasi berkelanjutan milik MDKA terbit perdana pada 30 Juli 2020, diikuti penerbitan lanjutan beberapa bulan setelahnya. Sejauh ini, MDKA meningkatkan intensitas penerbitan obligasi berkelanjutan dimulai sejak tahun 2022 hingga 2024. Pada rentang waktu tersebut, MDKA melakukan penerbitan obligasi berkelanjutan sebanyak tiga kali pada setiap tahunnya, berbeda dengan tahun sebelumnya yang hanya melakukan penerbitan maksimal dua kali. Pemilihan MDKA sebagai objek penelitian karena posisi strategis dan perannya yang menonjol sebagai salah satu emiten pionir di sektor pertambangan Indonesia yang aktif mengintegrasikan prinsip-prinsip keberlanjutan. MDKA secara konsisten mengembangkan kegiatan operasionalnya

agar lebih ramah lingkungan. MDKA juga selalu menegaskan bahwa kegiatan operasional perusahaan berpegang pada prinsip keberlanjutan. Klaim tersebut selalu dituliskan pada setiap laporan tahunannya. Hal ini dibuktikan dengan MDKA yang terus menerima berbagai penghargaan terkait dengan keberlanjutan dan ESG. Sebagai bukti, MDKA memperoleh predikat *Gold Star* dalam *Investortrust ESG Awards* dan *Gold rank* dalam *Asia Sustainability Reporting Rating (ASSRAT)*.

Harga saham tercatat sebesar Rp1.746 pada saat penerbitan perdana pada 30 Juli 2020. Beberapa hari setelahnya harga saham mengalami penurunan hingga Rp1.702 sebelum pulih ke Rp1.931 dalam waktu singkat. Kemudian pada tahun 2022 saat penerbitan obligasi tahap III, harga saham mengalami kenaikan dari yang sebelumnya Rp3.853 menjadi Rp4.487 pada saat tanggal penerbitan. Variasi pola tersebut mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap penerbitan obligasi tidak selalu konsisten.

Teori pasar modal yang dikemukakan oleh Fama (1970) mengungkapkan bahwa pasar dalam bentuk *semi-strong efficiency* harga saham akan mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara publik. Oleh karena itu, penerbitan *green bond* yang merupakan informasi publik seharusnya akan mendapat respon dari pasar secara cepat. Namun, dinamika yang berbeda antar periode penerbitan menunjukkan adanya variasi respons yang menarik untuk diuji secara empiris.

Sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya, PT Merdeka Copper Gold Tbk, secara rutin telah menerbitkan obligasi berkelanjutan dari tahun 2020 hingga 2025. Nilai emisi yang dikeluarkan pun bervariasi pada tiap tahapnya, mulai dari

angka Rp300 miliar hingga mencapai lebih dari Rp3 triliun. Variasi nilai emisi mencerminkan fleksibilitas perusahaan dalam menyesuaikan kebutuhan pendanaan. Penerbitan obligasi oleh lembaga non-keuangan bukan merupakan hal yang tabu karena memiliki dasar hukum yang jelas. Dasar tersebut diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, efek bersifat utang dapat diterbitkan oleh perusahaan yang memenuhi persyaratan penawaran umum. Sehingga penerbitan obligasi tidak terbatas hanya pada lembaga keuangan.

Green bond dijelaskan oleh Tang and Zhang (2020) sebagai surat utang berpendapatan tetap (*fixed-income security*) diterbitkan oleh lembaga yang membutuhkan dana untuk mendanai proyek-proyek ramah lingkungan. Sebagai contohnya adalah proyek energi terbarukan, pencegahan polusi, adaptasi perubahan iklim, pengelolaan air berkelanjutan, dan pengurangan emisi CO₂. Peraturan OJK Nomor 60/POJK.04/2017 mengatur lebih lanjut dan khusus mengenai penerbitan *Green bond* dan kegunaannya. Dikatakan bahwa dana hasil penerbitan *green bond* digunakan untuk kegiatan berwawasan lingkungan serta wajib untuk melakukan pelaporan dan transparansi. Regulasi ini memberikan legitimasi sekaligus sarana bagi perusahaan untuk menghimpun dana melalui instrumen berkelanjutan.

Menurut Tang and Zhang (2020) menjadi sebuah pertanyaan besar mengapa perusahaan ingin menerbitkan *green bond*. Hal ini karena terdapat batasan yang lebih banyak terkait dengan penggunaan dana hasil penerbitan obligasi tersebut. Selain itu, untuk melakukan penerbitan *green bond* perusahaan juga perlu mendapat pengakuan dari pihak ketiga seperti *climate bonds initiative*. Proses verifikasi oleh pihak ketiga ini tentunya akan menimbulkan biaya tambahan yang tidak sedikit.

Flammer (2021) juga mengatakan bahwa lebih rasional bagi perusahaan untuk menerbitkan obligasi konvensional saja. Hal ini karena persyaratan *disclosure green bond* yang lebih kompleks dibandingkan obligasi konvensional. Selain itu, juga terdapat risiko penurunan citra perusahaan apabila tidak berhasil memenuhi persyaratan yang ada. Perusahaan yang gagal memenuhi persyaratan bisa dituding melakukan *greenwashing*.

Terkait dengan *greenwashing*, perkembangan ESG Risk Rating PT Merdeka Copper Gold Tbk menjadi relevan untuk dianalisis. Pada tahun awal penerbitan obligasi berkelanjutan ESG Risk Rating perusahaan tercatat pada angka 37 yang menunjukkan risiko besar. Kemudian tahun-tahun setelahnya ESG Risk Rating perusahaan terus mengalami penurunan skor hingga mencapai 27,2 pada tahun 2024. Penurunan skor ini berarti bahwa kinerja ESG perusahaan meningkat karena adanya penurunan risiko. Peningkatan kinerja ESG ini selaras dengan penelitian Zheng et al. (2023) yang menunjukkan bahwa penerbitan obligasi hijau dapat meningkatkan skor ESG perusahaan. Hal ini juga didukung oleh Flammer (2021) yang menyoroti peningkatan perhatian investor institusional terhadap faktor ESG dalam keputusan investasi mereka.

Investor di seluruh dunia semakin mengutamakan keberlanjutan, sebagaimana yang ditunjukkan oleh Fan dkk (2023) yang menemukan bahwa penerbitan obligasi hijau dapat memicu reaksi positif di pasar saham. Namun, hubungan ini tidak selalu sederhana karena praktik *greenwashing* dapat merugikan apabila dana yang dikumpulkan tidak digunakan untuk proyek yang benar-benar berkelanjutan (Lee & Raschke, 2023). Oleh karena itu, penting untuk memastikan

bahwa peningkatan skor *ESG Risk Rating* benar-benar menjembatani penerbitan *Green Bond* dan kinerja saham.

Penelitian sebelumnya mengenai kaitan antara obligasi hijau atau *Green Bond* dengan performa keuangan perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Flammer (2021) menunjukkan bahwa penerbitan obligasi hijau berdampak baik pada nilai pasar perusahaan, tetapi dampaknya sangat bergantung pada sejauh mana penggunaan dana tersebut transparan. Bachelet dkk. (2019) menemukan adanya *greenium*, yaitu tingkat imbal hasil obligasi hijau yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional, meskipun pengaruhnya terhadap harga saham tidak selalu sama. Fatica dkk. (2024) berpendapat bahwa *Green Bond* dapat memperkuat ketahanan keuangan perusahaan, terutama di masa Krisis, namun efektivitasnya bergantung pada kualitas tata kelola perusahaan. Studi yang dipublikasikan *Journal of Risk and Financial Management* (2024) juga mengungkapkan reaksi pasar terhadap obligasi hijau bervariasi, dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, sektor industri, dan risiko *greenwashing*. Kajian literatur yang ada belum memberikan kesimpulan yang pasti mengenai dampak *Green Bond* terhadap harga saham, terutama dengan mempertimbangkan *Environmental, Sosial, and Governance* (ESG) sebagai faktor perantara. Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan pengetahuan tersebut terutama di negara Indonesia.

Kajian empiris menunjukkan adanya kesenjangan penelitian yang cukup besar. Studi mengenai *Green Bond* yang ruang lingkupnya lebih luas masih sedikit, sementara penelitian lebih banyak berfokus pada obligasi hijau. Sebagian besar penelitian memperlakukan ESG sebagai variabel instrumen atau kontrol, bukan

sebagai variabel mediasi yang menjelaskan bagaimana *Green Bond* memengaruhi harga saham.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan wawasan baru tentang kaitan antara *Green Bond*, *ESG Risk Rating*, dan harga saham dalam satu analisis. Kesenjangan penelitian ini diharapkan dapat diatasi untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif tentang keuangan berkelanjutan di pasar modal Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham dengan menggunakan *ESG Risk Rating* sebagai variabel mediasi. Secara akademis, penelitian ini memperkaya literatur keuangan berkelanjutan dengan menggeser fokus dari obligasi hijau ke *Green Bond* yang lebih inklusif. Selain itu, penelitian ini menempatkan *ESG Risk Rating* sebagai variabel mediasi, sebuah pendekatan yang jarang ditemui dalam penelitian sebelumnya.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan latar belakang yang telah disampaikan dan untuk memperjelas fokus pembahasan dalam penelitian ini, rumusan masalah disusun sebagai berikut:

1. Apakah penerbitan *Green Bond* berpengaruh terhadap harga saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA)?
2. Apakah penerbitan *Green Bond* berpengaruh terhadap *ESG Risk Rating* PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA)?
3. Apakah *ESG Risk Rating* berpengaruh terhadap harga saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA)?

4. Apakah ESG Risk Rating memediasi pengaruh penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA)?

1.3 Tujuan Penelitian

1.3.1 Tujuan Umum

1. Untuk memenuhi salah satu syarat kelulusan, program studi Strata-1 Administrasi Bisnis di Universitas Diponegoro, mahasiswa diwajibkan menyelesaikan Tugas Akhir.
2. Sebagai bentuk kontribusi akademik dalam pengembangan ilmu pengetahuan di bidang keuangan berkelanjutan.

1.3.2 Tujuan Khusus

Secara khusus, tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Menguji pengaruh penerbitan obligasi hijau terhadap harga saham PT Merdeka Copper Gold (MDKA).
2. Untuk mengetahui apakah penerbitan *Green Bond* berpengaruh terhadap ESG Risk Rating PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA).
3. Menguji pengaruh ESG Risk Rating terhadap harga saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA).
4. Menguji peran mediasi ESG Risk Rating dalam hubungan antara penerbitan *Green Bond* dan harga saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA).

1.4 Kegunaan Penelitian

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Penelitian ini diharap bisa memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur di bidang *green finance*, khususnya mengenai hubungan antara penerbitan *Green Bond*, ESG Risk Rating, dan harga saham di Indonesia. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi bagi penelitian lanjutan yang mengkaji efektivitas sinyal berkelanjutan dalam konteks pasar modal.

1.4.2 Kegunaan Praktis

1. Bagi Perusahaan

Sebagai masukan untuk evaluasi efektivitas penerbitan *Green Bond* dalam meningkatkan reputasi ESG sekaligus menarik investor.

2. Bagi Investor

Menjadi informasi tambahan dalam pengambilan keputusan investasi. Terutama terkait dengan *Green Bond* dan skor ESG perusahaan.

3. Bagi regulator dan pemerintah

Sebagai dasar pertimbangan dalam merumuskan kebijakan yang mendukung pengembangan instrumen keuangan berkelanjutan di pasar modal Indonesia.

4. Bagi masyarakat luas

Sebagai bentuk edukasi bahwa praktik berkelanjutan perusahaan dapat memberikan dampak nyata terhadap nilai pasar dan keputusan investasi.

1.5 Kerangka Teori / Konsep

1.5.1 Signalling Theory

Signalling Theory dikenalkan oleh Spence (1973) melalui penelitiannya yang berjudul “*Job Market Signal*”. Teori ini menyatakan bahwa manajemen berusaha menyampaikan sinyal berupa informasi relevan kepada pihak penerima informasi sebagai dasar pengambilan keputusan. Diharapkan penerima informasi dapat menyesuaikan perilaku sesuai dengan pemahaman terkait sinyal yang diterima. Isyarat atau *sinyal* dapat diartikan sebagai tindakan memberikan petunjuk dari manajemen perusahaan kepada investor mengenai bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2007:461).

Sinyal yang diterima oleh investor merupakan informasi yang memberikan gambaran mengenai upaya yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk

mencapai tujuan dan memenuhi harapan pemegang saham. Informasi tersebut berperan sebagai indikator penting bagi investor dan pelaku bisnis dalam proses pengambilan keputusan investasi. Setelah menerima informasi terkait, investor akan menginterpretasikan dan menganalisis untuk menilai apakah informasi tersebut bersifat positif atau negatif. Oleh karena itu, informasi yang disampaikan oleh perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan dalam membentuk persepsi investor dan dapat memengaruhi keputusan investasi yang mereka buat.

Dalam hal ini, penerbitan *Green Bond* dapat berfungsi sebagai salah satu bentuk sinyal positif yang dikomunikasikan oleh perusahaan kepada pasar. *Green Bond* mencerminkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis berkelanjutan, sehingga diharapkan dapat menarik minat investor yang peduli terhadap aspek ESG. Di sinilah *ESG Risk Rating* berperan sebagai sinyal tambahan atau penguat yang menunjukkan sejauh mana perusahaan secara nyata menjalankan praktik berkelanjutan dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Kombinasi antara *Green Bond* dan *ESG Risk Rating* memberikan informasi yang lebih lengkap kepada investor untuk menilai komitmen jangka panjang perusahaan, serta menjadi pertimbangan penting dalam keputusan investasi yang pada akhirnya tercermin dalam pergerakan harga saham.

Pada beberapa studi ditemukan bahwa penerbitan *green bond* dapat memperkuat kinerja ESG perusahaan sekaligus menciptakan sinyal positif terhadap pasar. Dalam penelitiannya Fan et al. (2023) membuktikan pasar saham merespons positif pada pengumuman penerbitan *green bond*. Investor menganggap hal

tersebut sebagai bentuk komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan berpotensi memperkuat Harga saham.

1.5.2. *Legitimacy Theory*

Legitimacy theory atau teori legitimasi merupakan keyakinan atau anggapan yang tersebar luas bahwa tindakan suatu entitas dapat diterima, sah, atau diinginkan dalam kerangka definisi, norma, nilai, dan keyakinan yang terbentuk secara sosial (Suchman, 1995). Menurut teori legitimasi, organisasi sebagai bagian dari masyarakat harus menyadari norma-norma sosial karena hal itu dapat meningkatkan legitimasi perusahaan yang dirasakan masyarakat umum (Budianty, 2018)

Chen et al. (2023) meneliti pengaruh penerbitan *green bond* terhadap kinerja ESG perusahaan dengan menggunakan data perusahaan yang menerbitkan *green bond* di China. Metode yang digunakan dalam penelitian adalah empiris kuantitatif dengan pendekatan *difference-in-differences (DID)*. Metode ini membandingkan kinerja ESG antara perusahaan penerbit *green bond* dengan perusahaan yang tidak menerbitkan *green bond*. Penelitian Chen et al. (2023) menunjukkan hasil bahwa penerbitan *green bond* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja ESG perusahaan. Penerbitan *green bond* mewajibkan perusahaan untuk memenuhi persyaratan pelaporan dan pengungkapan yang lebih ketat dibanding obligasi konvensional. Kondisi ini menyebabkan perusahaan mendapat pengawasan lebih intens dari regulator dan pihak eksternal lainnya seperti investor. Sebagai investor pasti akan memperhatikan apakah proyek yang didanai melalui *green bond* benar-benar dijalankan sesuai dengan klaimnya, yaitu klaim keberlanjutan. Hal ini

mendorong perusahaan untuk mengalokasikan lebih banyak sumber daya untuk program lingkungan, memperbaiki tata kelola, dan memperkuat kebijakan sosial yang dapat meningkatkan skor ESG secara konsisten.

Penemuan ini sejalan dengan studi milik Lee dan Raschke (2023) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG tinggi cenderung terhindar dari praktik *greenwashing* dan memperoleh tingkat kepercayaan yang lebih besar dari para pemangku kepentingan. Konsistensi temuan kedua studi ini memperkuat instrumen teori legitimasi bahwa perusahaan meningkatkan praktik keberlanjutan untuk memperoleh dukungan, kepercayaan, dan legitimasi dari lingkungan eksternal.

Teori legitimasi mendasari pentingnya *ESG Risk Rating* dalam mengkonfirmasi bahwa *green bond* bukan sekadar simbol bisnis berkelanjutan, tapi merupakan langkah nyata dan terukur. Legitimasi ini penting untuk memastikan sinyal *green bond* mendapat respons pasar yang positif, terutama dalam konteks pasar modal efisien yang merefleksikan informasi tersebut melalui harga saham.

1.5.3. Stakeholders Theory

Teori ini berasal dari konsep manajemen strategis dan etika bisnis yang diperkenalkan oleh Freeman (1984). Teori ini beliau kembangkan sebagai bentuk bantahan atas teori *Shareholder* milik Milton Friedman yang mengatakan bahwa perusahaan hanya perlu bertanggung jawab kepada pemegang saham (*shareholders*). Menurut Freeman (1984), perusahaan harus bertanggung jawab kepada seluruh pihak yang terpengaruh oleh aktivitas perusahaan, dalam hal ini

adalah pemegang saham, karyawan, konsumen, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan.

Studi oleh Flammer (2021) menegaskan bahwa *stakeholder*, khususnya investor institusional, semakin mempertimbangkan dimensi berkelanjutan Ketika mengevaluasi keputusan investasi, dan *green bond* dipandang sebagai sarana untuk menyampaikan sinyal komitmen tersebut. Temuan dari skripsi Yulia Hermayanti (2024) memperkuat hal ini, PT SMI menerbitkan *green bond* sebagai bentuk respons terhadap meningkatnya kesadaran investor terhadap isu lingkungan. Dengan demikian, teori pemangku kepentingan memberikan dasar teoretis bahwa perusahaan akan mengadopsi praktik berkelanjutan seperti *green bond* dan pelaporan ESG bukan hanya demi kepatuhan, melainkan sebagai strategi untuk membangun hubungan yang lebih baik dengan *stakeholder*, yang pada akhirnya mempengaruhi persepsi pasar dan harga saham.

1.5.5. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan tercermin dalam nilai aset perusahaannya, semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin positif pandangan publik terhadap perusahaan tersebut (Widyantari & Yadnya, 2017). Karena harga saham sering kali dikaitkan dengan nilai perusahaan, kenaikan harga sama umumnya berbanding lurus dengan kenaikan nilai perusahaan, begitu pula sebaliknya. Nilai perusahaan yang tinggi menarik minat investor untuk menanamkan modal pada perusahaan tersebut.

Dalam penelitian ini, harga saham setiap perusahaan digunakan sebagai alat untuk mengukur nilai perusahaan. Selain mencerminkan tingginya nilai

perusahaan, harga saham yang tinggi juga menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian yang menguntungkan investor. Dengan demikian, harga saham tidak hanya merepresentasikan kekayaan perusahaan dan pemegang saham, tapi juga mencerminkan keputusan strategis perusahaan terkait pembiayaan, investasi, dan pengelolaan aset.

1.5.4. Harga saham

Saham merupakan surat berharga yang menunjukkan kepemilikan seorang investor dalam suatu perusahaan (Wahyuni, 2022). Sebagai bukti dari kepemilikan tersebut, pemegang saham berhak memperoleh bagian atas laba perusahaan serta aset yang dimiliki, dan berhak menghadiri serta memberikan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Felita, 2018). Harga saham pada dasarnya dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu faktor internal (fundamental) dan faktor eksternal (kondisi makroekonomi) (Sukartaatmadja, Khim, and Lestari 2023).

Berdasarkan penelitian Iswandi Sukartaatmadjad kk. (2023), faktor internal yang dianalisis meliputi likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) dan profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA). Selain itu, faktor eksternal yang digunakan dalam model penelitian meliputi inflasi dan BI7DRR sebagai suku bunga acuan Bank Indonesia. Likuiditas yang diukur lewat *Current Ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Profitabilitas lewat *Return on Assets* mencerminkan kondisi perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Secara teori, inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli. Faktor eksternal lain adalah tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia (BI7DRR) yang secara teori dapat menggeser preferensi

investor dari pasar modal ke instrumen berisiko rendah seperti deposito. Namun, dari hasil penelitian didapatkan bahwa kedua faktor eksternal tersebut tidak terlalu berpengaruh dibandingkan faktor internal.

“Saham adalah bukti kepemilikan perusahaan. Perusahaan dapat menjual kepemilikannya dalam pecahan bentuk saham. Harga jual tersebut mencerminkan nilai dan ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan.” (Hakim & Sudaryo, 2022). Kraussl et al. (2024) menyatakan bahwa ekspektasi investor tidak hanya ditentukan oleh informasi fundamental, tapi juga dipengaruhi oleh persepsi terhadap tingkat risiko dan keberlanjutan perusahaan. Investor memperhatikan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) karena ingin memastikan perusahaan tetap menjaga keberlanjutan bisnisnya dalam jangka panjang. Oleh karena itu, penerapan ESG yang baik dapat menurunkan persepsi risiko dan meningkatkan stabilitas keuangan perusahaan, sehingga mendorong meningkatnya harga saham.

Harga saham yang berlaku dalam aktivitas perdagangan sehari-hari terdiri atas harga pembukaan (*opening price*), yaitu nilai saham ketika pasar dibuka pada sesi awal perdagangan dan harga penutupan (*closing price*) yang merupakan harga terakhir tercatat pada akhir sesi perdagangan. Kedua ukuran ini penting dalam melihat perubahan harian harga saham karena mencerminkan titik masuk dan keluar pasar pada periode tersebut (Investopedia, 2025). Sepanjang satu hari bursa, harga saham juga dapat dicatat sebagai harga tertinggi dan harga terendah yang menunjukkan batas maksimum dan minimum yang dicapai selama transaksi pada hari itu berlangsung.

1.5.5. *Green Bond*

Green Bond merupakan instrumen utang yang diterbitkan dengan tujuan membiayai atau membiayai kembali proyek yang berpegang pada prinsip-prinsip ESG. Sehingga dapat diartikan bahwa dana yang terhimpun dari penerbitan *green bond* akan dialokasikan untuk kegiatan ramah lingkungan dan sosial. *Green bond* dijelaskan oleh Tang and Zhang (2020) sebagai surat utang berpendapatan tetap (*fixed-income security*) diterbitkan oleh lembaga yang membutuhkan dana untuk mendanai proyek-proyek ramah lingkungan. Sebagai contohnya adalah proyek energi terbarukan, pencegahan polusi, adaptasi perubahan iklim, pengelolaan air berkelanjutan, dan pengurangan emisi CO₂. Putri et al. (2025) menyebutkan bahwa *sustainable bonds* di Indonesia telah berkembang sebagai alat finansial utama untuk mendukung proyek yang selaras dengan *Sustainable Development Goals* (SDGs).

Studi oleh (Fan, R. et al., 2023) menemukan bahwa penerbitan *green bond* dan *sustainable bond* dapat mengurangi risiko *crash* harga saham (*stock price crash risk*) dengan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Penelitian oleh Putri et al. (2025) menegaskan bahwa instrumen *Green Bond* tidak hanya mencakup proyek lingkungan saja tapi juga sosial. Instrumen ini juga semakin mendapat perhatian publik dan investor di Indonesia.

Penelitian ini menggunakan *Green Bond* sebagai variabel instrumen yang diasumsikan memberi pengaruh baik langsung terhadap harga saham maupun tidak langsung melalui variabel mediasi seperti *ESG Risk Rating*. Melalui penerbitan *Green Bond*, perusahaan mengirim sinyal komitmen terhadap keberlanjutan yang diharapkan meningkatkan kepercayaan investor.

1.5.6. ESG Risk Rating

ESG Risk Rating merupakan alat ukur yang digunakan oleh pihak ketiga atau Lembaga pemeringkat untuk menilai sejauh mana sebuah perusahaan berkomitmen pada prinsip berkelanjutan. Penilaian ESG melibatkan dimensi kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai kriteria utama dalam mengukur keberlanjutan. *ESG Risk Rating* dirancang untuk membantu investor dalam mengidentifikasi dan memahami risiko ESG secara finansial pada tingkat keamanan dan portofolio serta bagaimana risiko tersebut dapat memengaruhi kinerja jangka panjang untuk investasi ekuitas dan pendapatan tetap (Sustainalytics, 2021)

Sustainalytics mengevaluasi risiko ESG dengan menggunakan pendekatan dekomposisi risiko. Pendekatan ini mencakup dua dimensi utama, yaitu paparan (eksposur) dan pengelolaan (manajemen). Eksposur (paparan) menggambarkan risiko ESG yang dihadapi oleh perusahaan dan mempengaruhi penilaian terhadap risiko ESG. Sedangkan manajemen (pengelolaan), mencerminkan komitmen serta tindakan konkret perusahaan dalam mengatasi isu-isu ESG melalui berbagai kebijakan dan program. Adapun skor ESG dikategorikan menjadi lima kategori sebagai disajikan pada Tabel 1.1.

Tabel 1. 1 Kategori ESG Risk Ratings

<i>Risk Skor</i>	<i>Kategori</i>	<i>Deskripsi</i>
0-10	<i>Negligible</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang dapat diabaikan</i>
10-20	<i>Low</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang rendah</i>
20-30	<i>Medium</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang sedang</i>
30-40	<i>High</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang tinggi</i>
>40	<i>Severe</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang berat</i>

Sumber: Idx.co.id

Berdasarkan Tabel 1.1 di atas, semakin tinggi ESG *risk score* yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah efektivitas dalam eksposur dan manajemen *enviromtmental*, *sosial*, dan *governance*. Sebaliknya, semakin rendah ESG *risk score* maka semakin tinggi pula efektivitas dalam eksposur dan manajemen penerapan *enviromtment*, *sosial*, dan *governance*.

Perusahaan yang terlibat dalam peristiwa yang dapat memberikan dampak negatif terhadap lingkungan, kepentingan pemegang saham, atau operasi bisnis juga diidentifikasi melalui analisis berkelanjutan. Berdasarkan analisis kontroversi Sustainalytics, perusahaan-perusahaan tersebut dimasukkan dan dikategorikan ke dalam salah satu dari lima kelompok. Tabel 1.2 merupakan deskripsi kategori ESG *Risk Ratings*.

Tabel 1. 2 Deskripsi Kategori ESG *Risk Ratings*

Kategori	Deskripsi
Tidak ada bukti (0)	Tidak ada bukti kontroversi yang relevan.
Kategori 1	Dampak rendah pada lingkungan dan Masyarakat. Risiko yang dapat diabaikan bagi perusahaan.
Kategori 2	Dampak sedang pada lingkungan dan Masyarakat dengan risiko minimal bagi perusahaan, frekuensi insiden rendah. Perusahaan memiliki sistem manajemen yang kuat dan/atau Tindakan yang diambil untuk mengurangi risiko.
Kategori 3	Dampak signifikan pada lingkungan dan Masyarakat dengan risiko bisnis yang signifikan. Bukti masalah struktural dengan perusahaan dan/atau perusahaan memiliki sistem manajemen yang tidak memadai.
Kategori 4	Dampak tinggi pada lingkungan dan Masyarakat dengan risiko bisnis yang tinggi. Masalah struktural/sistemik, insiden berulang, dan perusahaan memiliki sistem manajemen yang tidak memadai.

Kategori 5	Dampak parah pada lingkungan dan Masyarakat dengan risiko bisnis serius. Perilaku yang sangat buruk, frekuensi insiden tinggi, dan perusahaan memiliki manajemen kontroversi yang buruk.
Sumber: idx.co.id	

1.5.7. Faktor Pengaruh Harga Saham

Kraussl et al. (2024) menjelaskan bahwa kini investor semakin mempertimbangkan ESG dalam keputusan investasi karena faktor-faktor tersebut dianggap sebagai indikator penting bagi keberlanjutan dan manajemen risiko jangka panjang perusahaan. Hal ini sejalan dengan pernyataan Sudharto P. Hadi dan Bulan Prabawani (2024) dalam buku *Bisnis Berkelanjutan: Teori dan Implementasi* yang menyatakan bahwa meningkatnya pengetahuan dan akses informasi masyarakat menjadikan tanggung jawab sosial dan lingkungan sebagai faktor kunci keberhasilan perusahaan.

Penelitian Kraussl et al. (2024) menemukan bahwa kinerja ESG yang baik dikaitkan dengan risiko perusahaan yang lebih rendah. Hal ini karena perusahaan yang memiliki praktik keberlanjutan kuat akan menghadapi lebih sedikit insiden terkait lingkungan, sosial, maupun tata kelola. Menurut metodologi *Sustainalytics*, skor ESG mencerminkan sejauh mana faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola yang material dapat mempengaruhi nilai perusahaan, baik melalui potensi kerugian maupun melalui peluang nilai tambah dalam jangka panjang.

Sustainalytics memasukkan kategori seperti *climate change* dan *pollution & waste* sebagai bagian dari penilaian *Environmental Exposure* yang dihadapi perusahaan, yang kemudian berdampak pada persepsi risiko investor dan potensi

volatilitas harga saham. Risiko seperti emisi karbon, polusi, dan paparan terhadap isu perubahan iklim menjadi pertimbangan penting bagi investor karena dapat meningkatkan biaya operasi dan risiko regulasi. Penelitian empiris menunjukkan bahwa pengungkapan emisi karbon mempengaruhi *cost of equity* (biaya modal ekuitas). Transparansi lingkungan dapat menurunkan persepsi risiko dan biaya modal investor karena informasi tersebut memperkecil *information asymmetry* antara perusahaan dan investor sehingga mengurangi ketidakpastian pasar. Penelitian lain menemukan bahwa pengungkapan risiko iklim (*climate change risk disclosure*) berkorelasi dengan perubahan dalam kinerja pasar modal. Hal ini menunjukkan bahwa investor merespons secara signifikan terhadap pengungkapan risiko iklim dengan menyesuaikan harga saham sesuai ekspektasi.

Kraussl et al. (2024) menemukan bahwa faktor sosial mempengaruhi persepsi investor karena berkaitan dengan potensi gangguan produksi, reputasi, serta keberlanjutan hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan. Hal ini karena indikator yang digunakan dalam aspek sosial berhubungan dengan keselamatan kerja, hubungan Industrial, dan tanggung jawab terhadap konsumen (Sustainalytics, 2022). Etika risiko sosial tinggi, pasar menilai perusahaan lebih rentan terhadap volatilitas sehingga hal ini tercermin pada penurunan harga saham.

Dari sisi tata kelola (*Governance*), kualitas pengawasan manajemen, independensi dewan komisaris, transparansi laporan keuangan, dan risiko fraud merupakan komponen utama dalam penilaian aspek *Governance* pada metodologi ESG Sustainalytics. Menurut Kraussl et al. (2024) tata kelola merupakan instrumen paling kuat terhadap nilai perusahaan karena berkaitan langsung dengan kredibilitas

manajemen. Temuan ini diperkuat oleh Wang et al. (2022), yang menunjukkan bahwa peningkatan transparansi dan pengungkapan ESG dapat menurunkan risiko *crash* pada harga saham melalui pengurangan asimetris informasi. Sustainalytics (2022) juga menjelaskan bahwa *ESG Risk Rating* mengukur sejauh mana nilai perusahaan berisiko terganggu oleh faktor-faktor ESG yang bersifat material secara finansial.

Chen et al. (2023) menemukan bahwa perusahaan yang memperbaiki praktik keberlanjutan dan tata kelolanya setelah menerbitkan *green bond* mengalami peningkatan persepsi eksternal dan kredibilitas di mata investor. Kepercayaan yang lebih tinggi ini kemudian mendorong permintaan saham yang lebih besar, sehingga harga saham cenderung meningkat. Dengan demikian, komponen lingkungan, sosial, dan tata kelola berperan penting dalam memengaruhi risiko, kepercayaan pasar, dan pada akhirnya memengaruhi harga saham perusahaan.

1.6 Penelitian Terdahulu

Tabel 1. 3 Penelitian Terdahulu

No.	Penulis & Judul	Metode Penelitian	Kesimpulan
1	Ban et al. (2025) <i>Does green bond issuance affect firm value? Evidence from China</i>	DID + Panel regression	<i>Green bond</i> positif signifikan terhadap <i>firm value</i>
2	Fan et al. (2025) <i>Sustainability needs trust: The role of sosial trust in driving corporate ESG performance</i>	Panel regression	<i>Sosial trust</i> positif signifikan terhadap ESG <i>performance</i>

No.	Penulis & Judul	Metode Penelitian	Kesimpulan
3	Chen and Wu (2025) <i>Corporate ESG performance and stock pricing efficiency</i>	Regression. Robustness test	ESG positif signifikan terhadap harga saham
4	Dharmastuti et al. (2024) Peran Sustainability pada Green Bonds serta Dampaknya terhadap Kinerja Perusahaan	Regresi	<i>Sustainability</i> dalam <i>green bond</i> positif signifikan terhadap kinerja perusahaan
5	Zhang et al. (2024) <i>Does green bond issuance affect stock price crash risk</i>	DID	<i>Green bond</i> positif signifikan terhadap harga saham
6	Chen et al. (2023) <i>Green bond issuance and corporate ESG performance</i>	Panel regresi	<i>Green bond</i> positif signifikan terhadap kinerja ESG perusahaan
7	Fan et al. (2023) <i>Do green bond affect stock returns and corporate environmental performance?</i>	Event Study + Panel regression	<i>Green bond</i> positif signifikan terhadap stock return juga meningkatkan <i>environmental disclosure</i> (ESG)
8	Shi et al. (2023) <i>Green bonds: Green investments or greenwashing?</i>	DID	<i>Green bond</i> positif signifikan terhadap green patent tapi kualitas paten turun (indikasi <i>greenwashing</i>).
9	Riani and Putriana (2022) Analisis pengaruh sukuk dan sukuk berkelanjutan terhadap reputasi perusahaan	Regresi berganda + Uji beda	Sukuk tidak signifikan , tapi sukuk berkelanjutan positif signifikan terhadap reputasi perusahaan

1.7 Pengaruh Antar Variabel

1.7.1 Pengaruh Penerbitan *Green Bond* Terhadap Harga saham

Penerbitan *Green Bond* dinilai sebagai salah satu bentuk sinyal yang dikirimkan perusahaan kepada investor. Berdasarkan teori sinyal Spence (1973), manajemen berusaha mengurangi asimetris informasi dengan menyampaikan tindakan nyata yang menunjukkan prospek perusahaan di masa depan. *Green Bond* dikatakan sebagai sinyal positif karena menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan. Melalui sinyal tersebut, investor dapat mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan kepercayaan terhadap emiten (Brigham & Houston, 2007)

Adanya potensi *greenium* atau imbal hasil yang lebih rendah pada obligasi hijau dan berkelanjutan karena permintaan tinggi dari investor terhadap instrumen berkelanjutan (Bachelet et al., 2019). Hal ini dapat dipersepsikan pasar sebagai sinyal penguat fundamental perusahaan, sehingga tercermin dalam harga saham.

Penelitian oleh Fan et al. (2023) menunjukkan adanya abnormal *return* positif pada periode pengumuman *green bond*, menandakan adanya respons cepat dari investor terhadap instrumen ini. Studi oleh Flammer (2021) menemukan bahwa penerbitan instrumen ini dapat memperkuat reputasi keberlanjutan perusahaan. Namun, beberapa penelitian menemukan bahwa efek positif tersebut hanya berlangsung jangka pendek, sementara dalam jangka waktu panjang tidak selalu signifikan. Efek jangka panjang yang ditunjukkan akan melemah apabila proyek yang dibiayai tidak jelas atau investor mencurigai adanya praktik *greenwashing*, yaitu ketika perusahaan meningkatkan citra hijau tanpa implementasi nyata (Pace et al., 2024)

Beberapa faktor yang ditemukan menjelaskan bahwa pengaruh penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham tidak bersifat mutlak, melainkan dipengaruhi faktor kredibilitas, kondisi fundamental perusahaan, serta kepercayaan pasar. Dengan demikian dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H1: Penerbitan *Green Bond* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham

1.7.2 Pengaruh Penerbitan *Green Bond* Terhadap *ESG Risk Rating* Perusahaan

Tidak hanya berdampak pada harga saham, penerbitan *Green Bond* juga diasumsikan berpengaruh terhadap peningkatan *ESG Risk Rating* perusahaan. Berpegang pada *legitimacy theory* milik Suchman (1995) yang menekankan pentingnya perusahaan memperoleh legitimasi dari masyarakat dan pemangku kepentingan agar tetap bertahan.

Green Bond mewajibkan perusahaan untuk lebih transparan dalam penggunaan dana, melakukan pelaporan berkala, dan menjalankan audit instrumen terkait keberlanjutan. Proses ini secara langsung mendorong peningkatan praktik pengelolaan lingkungan, sosial, dan tata kelola yang lebih baik sehingga tercermin pada *ESG Risk Rating* perusahaan (Chen et al., 2023). Penelitian Flammer (2021) juga menemukan bahwa penerbitan *green bond* mendorong perusahaan untuk meningkatkan pengungkapan ESG, karena adanya tuntutan dari investor dan lembaga pemeringkat. Temuan ini konsisten dengan studi Fatica et al. (2024) yang

mengidentifikasi adanya korelasi positif antara instrumen pembiayaan hijau dan peningkatan kinerja ESG.

Namun, risiko *window dressing* atau pelaporan semu tetap ada. Perusahaan hanya memperbaiki laporan tanpa ada perubahan signifikan dalam praktik operasionalnya. Oleh sebab itu, penerbitan *Green Bond* dapat dipandang sebagai faktor yang berkontribusi pada perbaikan *ESG Risk Rating*, meskipun perlu diverifikasi apakah peningkatan tersebut benar-benar substantif atau hanya simbolis. Dengan demikian dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H2: Penerbitan *Green Bond* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *ESG Risk Rating*.

1.7.3 Pengaruh *ESG Risk Rating* Terhadap Harga saham

ESG Risk Rating adalah salah satu indikator yang banyak digunakan investor untuk menilai risiko non-keuangan suatu perusahaan. Berdasarkan *stakeholder theory* (Freeman, 1984), perusahaan yang mampu mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dengan baik akan memperoleh kepercayaan dari *stakeholder* termasuk investor, regulator, dan masyarakat luas.

Investor semakin melihat risiko ESG sebagai faktor yang memengaruhi kinerja jangka panjang, sehingga perusahaan dengan *ESG Risk Rating* rendah (risiko lebih kecil) dianggap lebih menarik untuk investasi (Sustainalytics, 2021). Studi Fatica et al. (2024) menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih baik cenderung memiliki biaya modal lebih rendah, sementara penelitian

Flammer (2021) menemukan adanya reaksi positif pasar terhadap peningkatan pengungkapan ESG.

Beberapa penelitian di negara berkembang justru menunjukkan hasil yang berbeda. Hal ini karena pasar belum sepenuhnya responsif terhadap informasi ESG, sehingga peningkatan skor ESG tidak selalu tercermin dalam kenaikan harga saham (Nugroho et al., 2024). Hal ini menunjukkan bahwa dampak *ESG Risk Rating* terhadap harga saham bergantung pada tingkat kesadaran investor dan efisiensi pasar modal di suatu negara. Namun, tren global yang semakin kuat terhadap investasi berkelanjutan membuat variabel ini semakin relevan untuk dianalisis. Dengan demikian dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H3: *ESG Risk Rating* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.

1.7.4 *ESG Risk Rating* sebagai Mediator dalam Pengaruh Penerbitan Green Bond Terhadap Harga saham

ESG Risk Rating tidak hanya berperan sebagai variabel instrumen, tapi juga dapat bertindak sebagai mediator yang menghubungkan penerbitan *Green Bond* dengan harga saham. Secara konseptual, hal ini berakar dari kombinasi *signalling theory* dan *legitimacy theory*. *Signalling theory* menjelaskan bahwa *Green Bond* adalah sinyal berkelanjutan yang dikirimkan manajemen untuk mengurangi asimetri informasi dengan investor, sementara *legitimacy theory* menegaskan bahwa perusahaan membutuhkan pengakuan sosial agar tindakannya dinilai sah oleh publik. Artinya, *ESG Risk Rating* menjadi bukti konkret yang memperkuat sinyal keberlanjutan sekaligus menegaskan legitimasi perusahaan di mata pemangku

kepentingan Flammer (2021). Dengan kata lain, *Green Bond* yang diterbitkan tanpa perbaikan skor ESG akan dipandang hanya sebagai simbol, tapi jika diikuti oleh peningkatan ESG *Risk Rating* maka sinyal tersebut menjadi kredibel dan lebih diyakini pasar.

Secara mekanisme, penerbitan *Green Bond* mendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan yang lebih transparan mengenai alokasi dana, pelaporan proyek, serta praktik tata kelola. Transparansi ini dapat memperbaiki penilaian pihak ketiga seperti Sustainalytics atau MSCI, yang kemudian tercermin dalam perbaikan skor ESG *Risk Rating* (Chen et al., 2023). Perusahaan yang memiliki skor ESG lebih baik akan diasumsikan memiliki manajemen risiko non-keuangan lebih baik, terutama pada dimensi lingkungan dan sosial yang semakin mendapat perhatian global. Hal ini memperkuat keyakinan investor terhadap prospek jangka panjang perusahaan, sehingga meningkatkan kepercayaan dan mendorong apresiasi harga saham (Fatica et al., 2024). Dengan demikian, ESG *Risk Rating* berfungsi sebagai jalur kausal yang menjelaskan hubungan antara penerbitan *Green Bond* dan harga saham.

Sejumlah penelitian empiris mendukung pandangan ini, Fan et al. (2023) menemukan bahwa pasar saham merespons positif penerbitan *green bond*, khususnya pada perusahaan yang menunjukkan pengelolaan keberlanjutan lebih kredibel melalui indikator ESG. Studi oleh Flammer (2021) menegaskan bahwa *green bond* mampu memperkuat reputasi keberlanjutan perusahaan yang tercermin dalam kepercayaan investor dan performa saham. Penelitian Fatica et al. (2024) menunjukkan bahwa efek positif *Green Bond* terhadap nilai perusahaan lebih kuat

jika disertasi dengan peningkatan kualitas ESG, sehingga mempertegas posisi ESG *Risk Rating* sebagai penghubung. Hal ini memperlihatkan bahwa peningkatan harga saham oleh *Green Bond* bergantung pada perbaikan skor ESG perusahaan setelah penerbitan. Meskipun demikian, tidak semua penerbitan *Green Bond* menghasilkan peningkatan ESG *Risk Rating*. Studi oleh Pace et al. (2024) menemukan bahwa sebagian perusahaan menggunakan instrumen hijau hanya sebagai strategi reputasi tanpa implementasi nyata. Hal ini menyebabkan pasar menilainya sebagai praktik *greenwashing*. Dalam kasus ini, penerbitan obligasi tidak dapat memperbaiki skor ESG dan justru mengurangi kepercayaan investor. Turunnya kepercayaan investor akan menyebabkan harga saham melemah. Fenomena ini menegaskan bahwa ESG *Risk Rating* memainkan peran penting sebagai filter. Efek positif hanya bertahan ketika perusahaan memberikan bukti konkret terkait praktik berkelanjutan dan efek negatif akan muncul jika tidak ada bukti pendukung atas komitmen berkelanjutan perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, penelitian ini memosisikan ESG *Risk Rating* sebagai variabel mediasi yang menjembatani hubungan antara penerbitan *Green Bond* dan harga saham. Peran mediasi ini penting karena mengisi keterbatasan penelitian terdahulu yang cenderung melihat *green bond* hanya dari sisi *announcement effect* tanpa memperhatikan kualitas implementasi keberlanjutan yang terukur. Dengan memasukan ESG *Risk Rating*, penelitian ini berupaya memberikan pemahaman lebih komprehensif mengenai bagaimana investor menilai kredibilitas *Green Bond* dalam memengaruhi pergerakan harga saham. Dengan demikian dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H4: ESG Risk Rating memediasi pengaruh penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham

1.8 Hipotesis

Hipotesis adalah dugaan sementara terhadap rumusan masalah penelitian dan didasarkan pada fakta empiris yang didapat melalui pengumpulan data (Sugiyono, 2019). Pernyataan masih berlandaskan pada hasil penelitian terdahulu yang relevan, namun belum didukung oleh bukti nyata yang dikumpulkan di lapangan sehingga disebut sebagai dugaan sementara (Sugiyono, 2019). Adapun hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Berdasar teori sinyal, penerbitan *green bond* merupakan sinyal positif mengenai komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan yang dapat memengaruhi persepsi investor. Penelitian Zhang et al. (2024) menemukan bahwa penerbitan *green bond* dapat menurunkan risiko kejatuhan harga saham (*stock price crash risk*) melalui peningkatan transparansi dan pengurangan asimetris informasi. Studi Chen et al. (2023) menunjukkan bahwa penerbitan *green bond* meningkatkan kepercayaan pasar dan menurunkan persepsi risiko. Temuan tersebut menunjukkan bahwa *green bond* memengaruhi persepsi risiko investor di pasar modal. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1 : Diduga terdapat pengaruh antara penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham

Perusahaan menggunakan *green bond* sebagai sarana memperoleh legitimasi sosial melalui praktik keberlanjutan yang ter verifikasi. Hal ini sejalan

dengan teori legitimasi dan penelitian milik Chen et al. (2023). Melalui penelitiannya ditemukan bahwa penerbitan *green bond* meningkatkan kinerja ESG melalui perhatian internal dan pengawasan eksternal. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

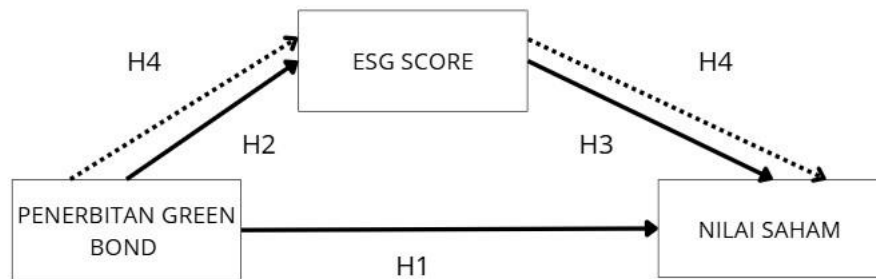
H2: Diduga terdapat pengaruh antara penerbitan *Green Bond* terhadap *ESG Risk Rating*

Penelitian Kraussl et al. (2024) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki risiko lebih rendah dan valuasi pasar yang lebih tinggi. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Diduga terdapat pengaruh antara *ESG Risk Rating* terhadap harga saham.

Berdasarkan teori legitimasi dan teori sinyal, penerbitan *green bond* meningkatkan legitimasi dan kepercayaan investor melalui perbaikan kinerja ESG, sehingga pada akhirnya memengaruhi harga saham. Studi milik Chen et al (2023) dan Kraussl et al. (2024) menunjukkan bahwa ESG menjadi mekanisme penting yang menghubungkan kebijakan keberlanjutan dengan reaksi pasar. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : Diduga *ESG Risk Rating* memediasi pengaruh penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham



Gambar 1. 2 Model Hipotesis Penelitian

Keterangan: —————> = pengaruh langsung

.....> = pengaruh tidak langsung

Variabel-variabel dalam penelitian ini adalah Penerbitan *Green Bond* (X1), Harga Saham (Y), dan ESG *Risk Rating* (M)

1.9 Definisi Konsep

1.9.1 Harga saham

Pendapat (Sari dkk. 2022) harga saham merupakan nilai yang terdaftar di bursa saham dalam waktu tertentu. Nilai tersebut dapat berubah dalam hitungan detik atau kurang. Harga saham bisa naik atau turun, sesuai dengan penawaran serta permintaan. Jika terjadi peningkatan permintaan maka harga saham akan naik, namun apabila terjadi kelebihan pasokan maka harga saham akan turun.

1.9.2 Green Bond

Green Bond adalah instrumen utang yang diterbitkan untuk membiayai proyek-proyek dengan tujuan keberlanjutan. Proyek tersebut mencakup aspek lingkungan dan sosial, serta dijalankan dengan prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Menurut *International Capital Market Association* (ICMA, 2021) dalam

Sustainability Bond Guidelines, *Green Bond* merupakan kombinasi dari *green bond* dan *sosial bond*. Oleh karena itu dana yang dihimpun dapat digunakan untuk pengelolaan proyek ramah lingkungan dan juga proyek sosial seperti pembangunan infrastruktur publik dan pemberdayaan masyarakat.

Konsep *Green Bond* di Indonesia berlandaskan pada regulasi POJK No. 60/POJK.04/2017 tentang penerbitan obligasi berwawasan lingkungan, namun implementasinya berkembang lebih luas dengan mengintegrasikan dimensi sosial dengan lingkungan. *Green Bond* tidak hanya menjadi sarana pendanaan alternatif, tapi juga instrumen strategis yang memperkuat komitmen perusahaan terhadap ESG.

1.9.3 ESG Risk Rating

ESG Risk Rating merupakan ukuran yang digunakan untuk menilai sejauh mana risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat memengaruhi nilai perusahaan. Sustainalytics (2021) mendefinisikan *ESG Risk Rating* sebagai skor yang menggabungkan paparan perusahaan terhadap risiko ESG dengan kualitas pengelolaan risiko tersebut. Semakin rendah skor, semakin baik pengelolaan perusahaan terhadap isu-isu ESG dan sebaliknya. Peringkat ini menjadi tolok ukur penting investor dalam mengevaluasi kredibilitas keberlanjutan perusahaan.

1.10 Definisi Operasional

1.10.1 Harga saham

Dalam penelitian ini, harga saham digunakan berdasarkan harga penutupan saham PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) yang tercatat di Bursa Efek

Indonesia. Data harga saham diamati pada periode sebelum dan sesudah penerbitan *Green Bond*, sehingga dapat menangkap reaksi pasar terhadap informasi tersebut. Pengamatan dilakukan secara bulanan dan kuartalan pada rentang tahun 2020-2024, menyesuaikan dengan waktu penerbitan *Green Bond* oleh perusahaan. Pemilihan harga penutupan sebagai dasar pengukuran karena mempertimbangkan bahwa harga ini mencerminkan keseimbangan permintaan dan penawaran di akhir periode perdagangan, sehingga dianggap paling representatif untuk analisis pasar.

1.10.2 *Green Bond*

Variabel ini diukur berdasarkan data penerbitan obligasi PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) yang tercatat di IDX dan laporan tahunan perusahaan. Indikator yang digunakan mengacu pada OJK (2017), yaitu:

1. Jumlah tahap penerbitan *Green Bond*
2. Nilai emisi obligasi
3. Tujuan penggunaan dana
4. Tingkat kupon/yield yang ditetapkan

Variabel *green bond* pada penelitian ini dioperasionalkan melalui besaran alokasi dana keberlanjutan dari obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan. Pengukuran tidak hanya dilakukan berdasar label nama instrumen, namun juga dihitung berdasar persentase alokasi dana yang difokuskan pada proyek kegiatan ramah lingkungan dan keberlanjutan terhadap total nilai obligasi yang diterbitkan.

1.10.3 *ESG Risk Rating*

Sustainalytics mengategorikan *ESG Risk Rating* menjadi 5 kategori:

Tabel 1. 4 Kategori *ESG Risk Rating*

<i>Risk Skor</i>	<i>Kategori</i>	<i>Deskripsi</i>
0-10	<i>Negligible</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang dapat diabaikan</i>

10-20	<i>Low</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang rendah</i>
20-30	<i>Medium</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang sedang</i>
30-40	<i>High</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang tinggi</i>
>40	<i>Severe</i>	<i>Dianggap memiliki risiko ESG yang berat</i>

1.11 Metode Penelitian

Metode penelitian merupakan pendekatan ilmiah yang digunakan untuk mengumpulkan data untuk tujuan tertentu. Terdapat empat istilah penting yang perlu diperhatikan, yaitu data, tujuan, kegunaan, dan prosedur. Saat penelitian dilakukan dengan metode ilmiah, maka penelitian tersebut didasarkan pada sifat rasional, empiris, dan sistematis yang melekat pada ilmu pengetahuan. Sifat rasional artinya sesuai dengan logika dan akal sehat manusia. Penelitian yang bersifat empiris mengacu pada penggunaan teknik yang dapat diamati melalui pancaindra yang memungkinkan seseorang untuk mengamati dan memahaminya. Sedangkan penelitian bersifat sistematis artinya mengikuti langkah-langkah yang logis dan terorganisasi dengan baik (Sugiyono, 2016)

1.11.1 Tipe Penelitian

Eksplanatori (*explanatory research*) merupakan penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan sebab-akibat antar variabel yang diteliti (Sugiyono, 2016). Fokus penelitian ini adalah mengidentifikasi dan menjelaskan fenomena yang ada dengan tujuan memahami mengapa suatu hal dapat terjadi. Peneliti akan mencari tahu faktor yang mempengaruhi variabel dependen dan bagaimana variabel tersebut saling berhubungan. Melalui metode ini, peneliti dapat menjawab apakah variabel *Green Bond* dan *ESG Risk Rating* memiliki hubungan dengan Harga saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

1.11.2 Populasi dan Sampel

1.11.2.1 Populasi

Populasi merupakan suatu wilayah generalisasi yang terdiri dari objek atau entitas yang mempunyai besaran dan sifat tertentu yang ditentukan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2019). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh data keuangan dan pasar terkait PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) yang meliputi laporan tahunan, data penerbitan *Green Bond*, peringkat *ESG Risk Rating*, serta data harga saham pada periode 2020-2024. Periode ini dipilih karena MDKA mulai menerbitkan *Green Bond* pada tahun 2020, sehingga data pada rentang waktu tersebut dianggap relevan untuk mengukur pengaruh penerbitan *Green Bond* terhadap harga saham dengan *ESG Risk Rating* sebagai variabel mediasi.

1.11.2.2 Sampel

Bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi disebut dengan sampel (Sugiyono, 2019). Sampel dalam penelitian ini ditentukan melalui teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian.

Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Data harga saham harian PT Merdeka Copper Gold Tbk yang tersedia secara lengkap selama periode pengamatan.
2. Data yang mencakup periode sebelum dan sesudah penerbitan *green bond* pada setiap tahap penerbitan.

3. Data yang memiliki informasi harga pembukaan, penutupan, tertinggi, terendah, dan volume perdagangan.

Dengan kriteria tersebut, sampel yang digunakan merupakan data harga saham harian selama periode pengamatan yang memenuhi kelengkapan data dan relevan dengan tanggal penerbitan *green bond*, lima hari sebelum dan lima hari sesudah. Periode ini dipilih dengan mempertimbangkan kemungkinan terjadinya *cofounding effect*. Menurut McWilliams dan Siegel (1997) pemilihan periode *event window* yang panjang dapat meningkatkan terjadinya *cofounding effect* karena semakin besar kemungkinannya terjadi peristiwa lain yang juga dapat memengaruhi harga saham. *Event window* yang lebih pendek membantu peneliti untuk lebih mudah mengidentifikasi dan mengendalikan pengaruh peristiwa lain (Das and King, 2021)

1.11.3. Jenis dan Sumber Data

1.11.3.1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data kuantitatif yang diambil dari berbagai sumber sekunder. Data tersebut skor ESG *Risk Rating* yang diperoleh dari penyedia rating ESG resmi, informasi penerbitan *green bond* berdasarkan laporan publik atau Bursa Efek Indonesia, dan data harga saham perusahaan yang diambil dari sumber data pasar keuangan terpercaya.

1.11.3.2. Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder. Data ini merupakan informasi yang dikumpulkan secara tidak langsung. Biasanya melalui dokumen atau individu (Sugiyono, 2016). Sumber data penelitian ini diperoleh melalui artikel, *website*, laporan keberlanjutan, laporan keuangan, dan indeks Harga saham di BEI.

1.11.4. Teknik Pengumpulan Data

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan data perusahaan sesuai dengan kebutuhan penelitian. Data yang dimaksud meliputi harga saham, informasi penerbitan *green bond*, dan ESG Risk Rating dari MDKA yang tertuang dalam *report* tahunan perusahaan.

1.11.5. Teknik Analisis

1.11.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan data yang diperoleh dalam bentuk asli tanpa berupaya membuat kesimpulan atau generalisasi tertentu (Sugiyono, 2016). Prosedur analisis statistik deskriptif mengungkapkan beberapa detail, seperti jumlah data, nilai minimum, nilai rata-rata dan standar deviasi.

1.11.5.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik merupakan langkah awal yang harus dilakukan terlebih dahulu sebagai persyaratan sebelum melaksanakan metode regresi linier berganda untuk memastikan model memenuhi karakteristik BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Pengujian ini meliputi:

1) Uji Normalitas

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah data residual dalam model regresi terdistribusi normal. Model regresi yang baik ditandai dengan residual yang menyebar secara normal (Ghozali, 2016). Karena jumlah sampel dalam penelitian relatif kecil, di bawah 50 sampel, maka metode untuk uji normalitas yang digunakan adalah uji Shapiro-Wilk. Menurut

Ghozali (2018), uji Shapiro-Wilk sangat akurat untuk digunakan pada sampel berukuran kecil

2) Uji Multikolinearitas

Uji ini digunakan untuk mendeteksi adanya korelasi tinggi antar variabel independen dalam model regresi. Model yang baik tidak mengandung multikolinearitas, yang dapat dilihat dari nilai Variance Inflation Factor (VIF) < 10 (Ghozali, 2016)

3) Uji Heteroskedastisitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat ketidaksamaan varians residual di seluruh pengamatan. Model yang ideal adalah model yang tidak mengandung heteroskedastisitas atau dengan kata lain residual bersifat homoskedastis. Pengujian dapat dilakukan dengan uji Glejser atau grafik scatterplot (Ghozali, 2016)

4) Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk mendeteksi adanya korelasi antara residual dalam model regresi linier, terutama untuk data runtun waktu (*time series*). Deteksi autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin-Watson (DW), apabila DW mendekati 2 menunjukkan tidak adanya autokorelasi (Ghozali, 2016).

1.11.5.3. Analisis Regresi Berganda

Analisis ini digunakan untuk mengukur sejauh mana variabel independen memengaruhi variabel dependen serta untuk menentukan apakah terdapat

hubungan antara kedua variabel tersebut (Ghozali, 2016). Persamaan regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini memiliki formula sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta X_t + e_t$$

di mana:

Y= Variabel Dependen pada periode ke-t, yaitu harga saham perusahaan MDKA

X= Variabel Independen pada periode ke-t, yaitu penerbitan *green bond*

β_0 = Konstanta

β_1 , = Koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen

e= Error

1.11.5.4. Uji Signifikansi

a. Uji F

Uji F digunakan untuk membuktikan adanya pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependen dan memiliki tingkat kepercayaan 5% (Ghozali, 2016).

$$F = \frac{R^2/k}{(1 - R^2)/(n - k - 1)}$$

di mana:

R^2 = Koefisiensi Determinasi

N = Jumlah Variabel Bebas

K = Jumlah Variabel Bebas

Sehingga dapat diambil keputusan:

a) Jika F hitung < F tabel, maka H_a diterima

b) Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_a ditolak

b. Uji T

Uji T menunjukkan sebesar apa pengaruh dari suatu variabel independen dalam mendeskripsikan perubahan variabel dependen (Ghozali, 2016).

Rumus berikut digunakan dalam uji t

$$t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

Sehingga keputusan yang diambil:

a) Jika $t_{hitung} < T_{tabel}$, maka H_0 diterima

b) Jika $t_{hitung} > T_{tabel}$, maka H_0 ditolak

1.11.5.5 Uji Mediasi (*Causal Step Approach*)

Sebuah variabel dikatakan sebagai variabel intervening (mediasi) apabila variabel tersebut berperan dalam mempengaruhi hubungan antara variabel independen dan dependen (Ngatno, 2015). Dalam penelitian ini, variabel mediasi yang digunakan adalah *ESG Risk Rating*.

Pengujian variabel mediasi dilakukan dengan metode pendekatan kasual bertahap (*Causal Step Approach*) sebagaimana yang dikemukakan oleh Baron & Kenny (1986). Menurut Baron & Kenny (1986), suatu variabel dapat dikatakan sebagai variabel mediasi apabila memenuhi beberapa syarat, yaitu:

1. Variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel mediasi
2. Variabel mediasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen
3. Pengaruh variabel independen terhadap dependen menjadi berkurang atau tidak signifikan setelah variabel mediasi dimasukkan ke dalam model

Baron & Kenny (1986) juga menyatakan bahwa pengujian mediasi dilakukan melalui estimasi beberapa model regresi yang dilakukan secara bertahap untuk mengidentifikasi hubungan kausal antar variabel. Maka, dalam penelitian ini pengaruh variabel mediasi diuji melalui beberapa model regresi linier sederhana yang dilakukan secara bertahap, yaitu untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi, pengaruh variabel mediasi terhadap variabel dependen, dan pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen.