Sinergi : Jurnal Ilmiah Multidisiplin
E-ISSN : 3109-0559
Volume 2 Nomor 11 Tahun 2026
Copyright © 2026 The Author(s)
https://publikasi.ahlalkamal.com/index.php/sinergi



Peran Informasi ESG dalam Pasar Saham: *Systematic Literature Review* atas Reaksi Investor, Kualitas Informasi, dan Risiko Crash Harga Saham

Pratiwi Sidauruk[1], Indah Rodhiyah[2], Shara Ketty Moretta Situmorang[3], Iskandar Muda[4]
[1,2,3,4]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara, Indonesia
Email : pratiwisidauruk@students.usu.ac.id

Abstrak

Environmental, Social, and Governance (ESG) menjadi bagian penting bagi investor dalam pengambilan keputusan dan penilaian perusahaan di pasar modal. Namun, pengaruh ESG terhadap harga saham tidak selalu menunjukkan pola yang seragam. Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara sistematis hubungan antara ESG dan harga saham dengan menitikberatkan pada tiga aspek utama, yaitu reaksi investor, kualitas informasi ESG, dan risiko *stock price crash*. Penelitian dilakukan melalui *systematic literature review* terhadap artikel yang membahas ESG dan pasar modal dalam berbagai konteks negara dan periode penelitian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG dapat memengaruhi harga saham melalui mekanisme informasi dan persepsi investor. Kinerja dan keterlibatan ESG yang baik cenderung berkaitan dengan penurunan risiko jatuhnya harga saham, sedangkan informasi ESG yang tidak kredibel, seperti *greenwashing* dan perbedaan penilaian antarlembaga pemeringkat ESG, dapat meningkatkan asimetri informasi dan risiko *stock price crash*. Selain itu, berita dan peristiwa ESG terbukti dapat menimbulkan reaksi harga saham secara langsung, dengan berita ESG negatif cenderung menghasilkan reaksi pasar yang lebih kuat dibandingkan berita positif. Penelitian juga menunjukkan bahwa informasi ESG yang memiliki visibilitas tinggi dapat lebih cepat tercermin dalam harga saham dibandingkan perubahan rating ESG yang bersifat agregatif. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap harga saham tidak hanya ditentukan oleh tingkat kinerja ESG perusahaan, tetapi juga oleh kualitas, konsistensi, kredibilitas, dan ketepatan waktu informasi ESG yang diterima pasar. Penelitian ini memberikan gambaran mengenai mekanisme hubungan ESG dan harga saham serta mengidentifikasi pentingnya kualitas informasi ESG dalam menjelaskan perbedaan reaksi pasar dan risiko jatuhnya harga saham.

Kata kunci: ESG, harga saham, reaksi investor, kualitas informasi, greenwashing, stock price crash, systematic literature review

1. PENDAHULUAN

Environmental, Social, and Governance (ESG) merupakan salah satu informasi nonkeuangan yang semakin diperhatikan dalam penilaian perusahaan. ESG mencakup bagaimana perusahaan mengelola aspek lingkungan, tanggung jawab sosial, serta tata kelola perusahaan. Informasi tersebut tidak hanya menggambarkan aktivitas keberlanjutan perusahaan, tetapi juga dapat memberikan gambaran kepada investor mengenai risiko dan kualitas pengelolaan perusahaan. Oleh karena itu, ESG menjadi salah satu informasi yang berpotensi dipertimbangkan investor dalam mengambil keputusan investasi. Dalam perspektif

pasar modal, keputusan investor pada akhirnya dapat tercermin dalam pergerakan harga saham. Ketika investor memperoleh informasi baru mengenai kondisi perusahaan, informasi tersebut dapat memengaruhi persepsi mereka terhadap perusahaan dan selanjutnya tercermin dalam harga saham. Dengan demikian, hubungan antara ESG dan harga saham tidak hanya dapat dilihat dari seberapa tinggi kinerja ESG suatu perusahaan, tetapi juga dari bagaimana informasi ESG disampaikan, seberapa kredibel informasi tersebut, serta bagaimana investor meresponsnya.

Penelitian yang menjadi dasar kajian ini menunjukkan bahwa hubungan ESG dengan harga saham memiliki beberapa bentuk. Salah satu penelitian menemukan bahwa keterlibatan perusahaan dalam aktivitas ESG dapat mengurangi risiko jatuhnya harga saham. Perusahaan dengan keterlibatan ESG yang lebih baik dinilai lebih transparan dan lebih mampu mengungkapkan informasi penting kepada pasar sehingga dapat mengurangi kemungkinan terjadinya penumpukan informasi buruk. Namun, efek tersebut tidak berlaku dalam semua kondisi. Pada periode COVID-19, misalnya, hubungan negatif antara ESG dan risiko stock price crash tidak lagi ditemukan. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa dimensi lingkungan dan tata kelola menjadi dimensi ESG yang berperan dalam hubungan tersebut.

Investasi berkelanjutan telah menjadi arus utama pasar modal global. Pada awal 2020, investasi berkelanjutan global mencapai US$35,3 triliun pada lima pasar utama (Amerika Serikat, Kanada, Jepang, Australasia, dan Eropa); Amerika Serikat dan Eropa saja menyumbang lebih dari 80% aset investasi berkelanjutan dunia, sementara aset kelolaan (Assets Under Management, AUM) berkelanjutan mencapai 35,9% dari total AUM (Rau & Yu, 2023). Proyeksi industri memperkirakan AUM terkait ESG akan meningkat dari US$18,4 triliun pada 2021 menjadi US$33,9 triliun dalam lima tahun berikutnya, dengan tingkat pertumbuhan tahunan (CAGR) hampir 13%, sehingga porsi ESG diperkirakan mencapai 21,5% dari seluruh AUM pada 2026 (Гернего et al., 2024). Tren ini sejalan dengan catatan bahwa pangsa aset ESG dalam total aset tumbuh dari 2,9% pada 2015 menjadi 14,4% pada 2021, dan Eropa memegang 50% dari seluruh dana ESG pada 2020 serta 70% pada 2021 (Rydzewska, 2024). Organisasi investor terbesar dunia, PRI, bahkan mencatat 3.826 penandatangan pada 2021 dengan total AUM gabungan sebesar US$121,3 triliun (Rau & Yu, 2023).

Pertumbuhan tersebut menjadikan informasi ESG sebagai salah satu sumber informasi paling dinamis yang dihadapi investor. Persoalannya, informasi ESG tergolong informasi nonkeuangan yang pengungkapannya sangat subjektif dan selektif: perusahaan dapat memilih apakah menerbitkan laporan ESG formal atau menyampaikan informasi melalui kanal lain, dan

dapat memilih mengungkapkan indikator input alih-alih indikator output (Feng et al., 2025). Hingga kini belum ada regulasi pengungkapan yang seragam, sehingga standar antarperusahaan bervariasi dan membuka ruang bagi manajemen untuk menyembunyikan laporan ESG yang buruk (Liu et al., 2024). Di sisi lain, data ESG dalam laporan keberlanjutan umumnya tidak diaudit sehingga investor sulit menilai kualitasnya (Liu et al., 2024). Kondisi ini diperumit oleh keberadaan lebih dari 600 lembaga pemeringkat ESG global, termasuk Bloomberg, MSCI, dan FTSE, yang sering menghasilkan penilaian yang berbeda atas perusahaan yang sama (Feng et al., 2025). Mengingat rating ESG tidak memberikan sinyal informasi yang jelas dan konsisten serta hanya menghimpun informasi setelah peristiwa ESG terjadi (Brinkmann & Schäfer, 2026), pertanyaan tentang informasi ESG mana yang benar-benar relevan bagi harga saham menjadi semakin mendesak.

Bukti empiris mengenai reaksi pasar terhadap informasi ESG memang telah berkembang, tetapi hasilnya tidak seragam. Pada tingkat harian, pasar terbukti bereaksi terhadap sentimen informasi ESG: pada hari peristiwa, informasi ESG positif menghasilkan abnormal return rata-rata 0,31%, sedangkan informasi negatif menghasilkan −0,75% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Ketika diukur dengan cumulative abnormal return satu hari, berita positif menghasilkan 1,17%, sementara kelompok negatif mengalami kerugian signifikan −1,28%, sedangkan informasi netral hanya 0,20% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Pola ini bersifat asimetris dan menunjukkan bahwa pasar underreact terhadap berita ESG positif, tetapi overreact terhadap informasi negatif (Dorfleitner & Zhang, 2024). Pada tingkat risiko, bukti justru menunjukkan bahwa insiden ESG individual (ESG incidents) menyampaikan informasi yang lebih kuat dan konsisten bagi nilai perusahaan dibandingkan penyesuaian rating ESG yang terjadi setelahnya, karena rating kerap hanya merangkum informasi yang telah tercermin dalam harga (Brinkmann & Schäfer, 2026). Literatur tentang reaksi terhadap perubahan rating individual masih bercampur: sebagian studi menemukan abnormal return negatif signifikan setelah penurunan rating ESG tanpa reaksi atas kenaikan, sementara studi lain tidak menemukan cumulative abnormal return yang signifikan baik positif maupun negatif (Brinkmann & Schäfer, 2026).

Keterlibatan ESG terbukti bersifat melindungi: untuk kenaikan satu unit kinerja ESG suatu perusahaan pada satu periode, kemungkinan crash pada periode berikutnya menurun sekitar −0,67 unit dengan proksi NCSKEW, meskipun pengaruhnya tidak ditemukan pada perusahaan yang tercatat di pasar KOSPI selama pandemi COVID-19 (Thompson, 2025). Efek mitigasi tersebut digerakkan oleh dimensi lingkungan dan tata kelola serta lebih menonjol pada

perusahaan yang tidak terlalu terbatas secara finansial (Thompson, 2025). Di sisi lain, bukti menunjukkan bahwa greenwashing laporan ESG justru meningkatkan risiko jatuhnya harga saham, lebih kuat pada perusahaan swasta, bersifat komplementer dengan manajemen laba, dan dimediasi oleh meningkatnya asimetri informasi (Liu et al., 2024). Selaras dengan itu, divergensi rating ESG berfungsi sebagai indikator dari potensi kebocoran informasi buruk yang disembunyikan manajemen, yang mencerminkan penilaian negatif atas kinerja ESG dan tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi, sehingga memicu peningkatan risiko jatuhnya harga saham (Feng et al., 2025).

Temuan tersebut menunjukkan bahwa ESG yang baik dapat berfungsi sebagai mekanisme pengurangan risiko, tetapi kualitas informasi yang disampaikan perusahaan juga menjadi hal yang penting. Hal ini terlihat dari penelitian mengenai ESG report greenwashing. Greenwashing terjadi ketika informasi atau gambaran ESG yang disampaikan perusahaan terlihat lebih baik dibandingkan kondisi atau kinerja ESG yang sebenarnya. Ketidaksesuaian tersebut dapat meningkatkan asimetri informasi antara pihak internal perusahaan dan investor. Ketika informasi buruk tidak diketahui atau tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saham, informasi tersebut berpotensi terakumulasi dan pada akhirnya menyebabkan penurunan harga saham yang tajam ketika informasi tersebut terungkap. Dengan demikian, ESG tidak selalu memberikan dampak positif terhadap harga saham. Kinerja ESG yang baik dapat dikaitkan dengan penurunan risiko stock price crash, tetapi informasi ESG yang tidak kredibel justru dapat meningkatkan risiko tersebut. Temuan penelitian mengenai ESG rating divergence memperkuat argumentasi ini. Perbedaan penilaian ESG dari berbagai lembaga pemeringkat dapat menunjukkan adanya ketidakpastian mengenai kualitas atau kondisi ESG perusahaan. Penelitian tersebut menemukan bahwa ESG rating divergence berhubungan positif dengan risiko stock price crash, sedangkan nilai rata-rata rating ESG berhubungan negatif dengan risiko tersebut.

Selain kualitas dan konsistensi informasi ESG, jenis informasi yang diterima investor juga penting. Penelitian mengenai ESG news sentiment menunjukkan bahwa pasar saham merespons berita ESG sesuai dengan sentimennya. Berita ESG positif dikaitkan dengan reaksi pasar positif, sedangkan berita ESG negatif dikaitkan dengan reaksi pasar negatif. Menariknya, reaksi terhadap berita ESG negatif ditemukan lebih kuat dibandingkan reaksi terhadap berita ESG positif. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan berita ESG yang baru muncul, tetapi juga mempertimbangkan rekam jejak ESG perusahaan ketika merespons berita tersebut.

Temuan yang serupa terlihat pada penelitian mengenai risiko ESG dan reaksi harga saham di pasar Amerika Serikat dan Eropa. Penelitian tersebut membedakan antara ESG incidents dan perubahan ESG rating. Hasilnya menunjukkan bahwa ESG incidents yang baru, jelas, dan memiliki jangkauan media yang luas memiliki hubungan yang lebih konsisten dengan abnormal stock returns. Sebaliknya, perubahan rating ESG menunjukkan reaksi pasar yang lebih terbatas dan tidak selalu konsisten. Salah satu penjelasan yang diberikan adalah bahwa informasi yang menjadi dasar perubahan rating mungkin sudah terlebih dahulu diketahui dan tercermin dalam harga saham. Penelitian ini memperlihatkan bahwa hubungan antara ESG dan harga saham tidak dapat dipahami hanya dengan melihat "tinggi atau rendahnya ESG". Terdapat beberapa mekanisme yang saling berkaitan, yaitu kinerja ESG, kualitas pengungkapan ESG, kredibilitas informasi, berita dan kejadian ESG, serta penilaian ESG oleh pihak eksternal. Seluruh informasi tersebut dapat diterima oleh investor dan kemudian memengaruhi reaksi pasar, baik dalam bentuk perubahan harga atau abnormal return maupun dalam bentuk meningkat atau menurunnya risiko stock price crash.

Berdasarkan latar belakang tersebut, terdapat tiga celah penelitian. *Pertama*, bukti tersebar pada proksi informasi ESG yang berbeda, yaitu peristiwa risiko, perubahan rating, sentimen berita, skor kinerja ESG, indikasi *greenwashing*, dan divergensi rating, sehingga belum ada penelitian yang menempatkannya dalam satu rangkaian informasi yang utuh. *Kedua*, data yang diuji bergerak dari *abnormal return* jangka pendek hingga risiko *crash* pada distribusi data, tetapi kedua jenis data ini jarang dibahas dalam kerangka tunggal. *Ketiga*, arah temuan bertentangan secara sistematis: ESG dilaporkan menurunkan risiko *crash* (Thompson, 2025), tetapi penyalahgunaan informasi ESG justru meningkatkannya (Liu et al., 2024; Feng et al., 2025), dan pola ini belum dijelaskan melalui satu kerangka konseptual. Oleh karena itu, pertanyaan penelitian dalam artikel ini adalah:

1. **RQ1**: Bagaimana reaksi investor terhadap informasi ESG terwujud dalam pergerakan harga saham, dan sejauh mana reaksi tersebut bersifat asimetris antara informasi positif dan negatif?
2. **RQ2**: Dimensi kualitas dan kredibilitas informasi ESG apa saja yang memoderasi kekuatan reaksi pasar, khususnya antara peristiwa ESG primer dan agregasi rating yang menyusul?
3. **RQ3**: Melalui mekanisme apa informasi ESG memengaruhi risiko *crash* harga saham, dan bagaimana asimetri informasi serta penyembunyian berita buruk menjembatani hubungan tersebut?

4. **RQ4**: Dalam kondisi dan konteks seperti apa hubungan antara informasi ESG dan luaran pasar saham menguat atau melemah, misalnya pada periode krisis, tingkat keterbatasan finansial, struktur kepemilikan, dan sensitivitas industri?

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Hipotesis Penimbunan Berita Buruk dan Risiko Jatuhnya Harga Saham

Dasar teoretis risiko jatuhnya harga saham bertumpu pada model Jin dan Myers (2006) yang memprediksi bahwa kurangnya transparansi laporan keuangan meningkatkan kecenderungan saham perusahaan mengalami crash (Thompson, 2025). Hutton dkk. (2009) memperluas model tersebut dan menunjukkan bahwa berbagai ukuran opasitas berasosiasi dengan makin sedikitnya informasi yang diungkapkan perusahaan, yang kemudian dikenal sebagai hipotesis penimbunan informasi (information hoarding hypothesis) (Thompson, 2025). Prediksinya sederhana: apabila perusahaan kurang transparan, menghindari pengawasan pemegang saham, dan secara strategis menimbun berita buruk, dampak berita buruk itu terakumulasi sepanjang waktu dan bermuara pada crash harga saham ketika melewati titik kritis (Thompson, 2025). Signifikansi praktis risiko ini terletak pada sifatnya yang tidak dapat didiversifikasi; crash merupakan return negatif ekstrem yang menuntut kompensasi tambahan untuk ditanggung investor (Thompson, 2025).

2.2. Teori Asimetri Informasi dan Pengungkapan Nonkeuangan

Berbeda dari informasi keuangan, pengungkapan ESG bersifat sangat subjektif dan selektif dalam metode maupun isinya. Dari sisi metode, perusahaan dapat memilih menerbitkan laporan ESG atau menyampaikannya melalui kanal lain seperti situs resmi; dari sisi isi, perusahaan dapat memilih mengungkapkan indikator input alih-alih output, misalnya biaya perlindungan lingkungan sebagai indikator input emisi karbon, bukan emisi karbon aktualnya sebagai indikator output (Feng et al., 2025). Ketika emisi karbon aktual tidak menurun, manajemen tetap dapat menggambarkan kinerja yang menguntungkan dengan menonjolkan investasi lingkungannya (Feng et al., 2025). Pengungkapan selektif semacam ini memperburuk asimetri informasi antara pihak internal dan eksternal perusahaan (Feng et al., 2025), dan di ranah crash risk, asimetri informasi itulah yang menjadi variabel mediasi antara penyalahgunaan informasi ESG dan jatuhnya harga saham (Liu et al., 2024). Mekanisme ini diperkuat oleh persoalan kredibilitas data ESG: informasi ESG dalam laporan keberlanjutan perusahaan sering tidak diaudit, sehingga investor sulit menilai kualitasnya (Liu et al., 2024). Pada industri yang sama, perusahaan bereputasi tinggi justru lebih mungkin melakukan greenwashing, yang makin mempersulit investor menilai kualitas pengungkapan (Liu et al.,

2024). Oleh karena itu, pengungkapan ESG perusahaan sulit diandalkan untuk mengomunikasikan risiko spesifik perusahaan kepada investor luar (Liu et al., 2024).

2.3. Teori Legitimasi dan *Impression Management*

Teori risiko crash konvensional mengaitkan motivasi manajemen menyembunyikan informasi negatif dengan kepentingan karier dan kompensasi (Ball, 2009; Jin & Myers, 2006) (Liu et al., 2024). Perspektif greenwashing melengkapi motivasi tersebut: dorongan melakukan greenwashing laporan ESG adalah menarik investor hijau atau mempertahankan legitimasi perusahaan (Lyon & Maxwell, 2011; Seele & Gatti, 2017) (Liu et al., 2024). Teori *impression management* menjelaskan bahwa manajemen perusahaan yang melakukan greenwashing memanfaatkan mekanisme pengungkapan sukarela untuk menyembunyikan informasi ESG negatif, meningkatkan asimetri informasi, dan berujung pada peningkatan risiko crash (Liu et al., 2024). Greenwashing sendiri merupakan strategi pencarian legitimasi yang menjelaskan isu lingkungan secara simbolik alih-alih menanganinya secara substantif (Liu et al., 2024), dan perusahaan berskor ESG tinggi tidak otomatis merupakan lembaga yang benar-benar berbuat baik (Liu et al., 2024).

Dari sisi motivasi agensi, teori *principal–agent* memandang kepentingan pribadi manajemen sebagai penyebab terjadinya risiko crash: demi mengejar gaji, kinerja, dan pengembangan karier, manajemen mengambil keputusan yang tidak menguntungkan perkembangan jangka panjang perusahaan. Inilah yang disebut masalah keagenan jenis pertama (Ball, 2009; Khan & Watts, 2009; Kim dkk., 2011; Kothari dkk., 2009) (Feng et al., 2025). Dalam konteks kebijakan pembangunan berkelanjutan, perusahaan menambah pengungkapan ESG demi merespons tuntutan kebijakan dan ekspektasi sosial; namun karena perilaku ESG sangat tidak pasti dan sulit dikuantifikasi, pemegang saham sukar mengevaluasi kinerja ESG manajemen secara akurat, sehingga manajemen menambah investasi dan pengungkapan ESG jangka pendek sambil menyembunyikan berita buruknya (Feng et al., 2025). Pelaporan berita baik secara selektif tanpa mengungkap berita buruk ini menyebabkan overvaluasi harga saham, dan berita buruk yang tidak dapat disembunyikan selamanya akan meledak ketika mencapai titik kritis, terlihat cepat dalam harga, dan menghasilkan penurunan signifikan yang disebut *stock price crash* (Feng et al., 2025).

2.4. Bias Negativitas dan Efisiensi Pasar

Untuk menjelaskan mengapa reaksi pasar terhadap informasi ESG bersifat asimetris, literatur menawarkan dua penjelasan yang saling melengkapi. Pertama, penjelasan berbasis kredibilitas pengungkapan: jika perusahaan makin sering mengungkapkan informasi ESG atau

melebih-lebihkan kinerjanya, kontribusi sosial yang sesungguhnya cenderung berkurang nilainya, sehingga investor merespons berita ESG positif yang membanjir secara lebih pasif (Dorfleitner & Zhang, 2024). Kedua, bias negativitas (negativity bias), yaitu fenomena psikologis ketika manusia memberi bobot lebih besar pada peristiwa negatif; fenomena ini terwujud dalam negative potency, gradien negatif yang lebih tajam, dominasi negatif, dan diferensiasi negatif (Dorfleitner & Zhang, 2024). Bias ini telah didokumentasikan di pasar keuangan, misalnya reaksi pasar saham yang kuat terhadap kekalahan tim olahraga nasional tanpa reaksi setara atas kemenangan, serta keberadaan bias negativitas pada pasar saham Australia (Dorfleitner & Zhang, 2024).

2.5. Reaksi Investor terhadap Informasi ESG

1. Sentimen Berita ESG dan Reaksi Harian

Dorfleitner dan Zhang (2024) menguji secara sistematis bagaimana investor bereaksi terhadap sentimen berita ESG secara real-time, dengan mengekstraksi berita ESG langsung dari sejumlah besar artikel mentah alih-alih membeli dataset milik penyedia data ESG tertentu, dan memanfaatkan model BERT untuk mengenali sentimen berita ESG perusahaan secara efisien (Dorfleitner & Zhang, 2024). Hasilnya, pasar memang bereaksi terhadap berita ESG berdasarkan sentimennya: pada hari peristiwa, berita ESG positif menghasilkan abnormal return rata-rata 0,31%, sedangkan berita ESG negatif menghasilkan nilai rata-rata −0,75% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Kelompok netral hanya menunjukkan abnormal return 0,20% pada hari peristiwa T0 (Dorfleitner & Zhang, 2024). Ketika kinerja dinilai dengan CAR1, berita ESG positif menghasilkan cumulative abnormal return rata-rata 1,17%, sementara kelompok negatif menanggung kerugian signifikan −1,28% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Pola waktu reaksinya mengungkap fenomena yang penting bagi gagasan efisiensi pasar. Kelompok positif hanya menunjukkan abnormal return yang jelas positif pada hari peristiwa, sedangkan kelompok netral berkinerja lebih lemah sepanjang seluruh jendela peristiwa; perbedaan kelompok negatif terhadap dua kelompok lain sangat mencolok (Dorfleitner & Zhang, 2024). Setelah hari peristiwa, terdapat drift kecil untuk berita ESG positif, tetapi terjadi reversal untuk berita ESG negatif (Dorfleitner & Zhang, 2024). Kedua pola ini secara bersama-sama menunjukkan bahwa pasar underreact terhadap berita ESG positif, tetapi overreact terhadap berita ESG negatif (Dorfleitner & Zhang, 2024), yang mengimplikasikan bahwa investor dapat mempertanyakan efisiensi pasar keuangan karena arbitrase sistematis melalui pemantauan berita ESG secara cermat berpotensi menguntungkan (Dorfleitner & Zhang, 2024).

2. Pengaruh Berita Buruk ESG terhadap Perubahan Rating

Brinkmann dan Schäfer (2026) menguji apakah peristiwa ESG RepRisk memengaruhi reaksi pasar dengan memisahkan insiden ESG dari perubahan rating ESG yang timbul setelahnya, menggunakan data 1.614 perusahaan yang tercatat di S&P 500 dan Euro Stoxx 600 dengan 135.694 peristiwa ESG pada periode 2015–2024, serta mengestimasi abnormal return melalui CAPM dan model tiga faktor Fama–French (Brinkmann & Schäfer, 2026). Hasilnya, beberapa karakteristik insiden ESG berasosiasi signifikan dengan cumulative abnormal return, sedangkan perubahan rating ESG hanya memberikan bukti terbatas adanya reaksi pasar (Brinkmann & Schäfer, 2026). Secara keseluruhan, pasar modal merespons informasi buruk ESG lebih kuat daripada perubahan rating ESG yang menyusul, konsisten dengan pandangan bahwa insiden menyampaikan informasi yang lebih tepat waktu sedangkan perubahan rating terutama merangkum informasi yang telah tercermin dalam harga saham (Brinkmann & Schäfer, 2026). Efek tersebut umumnya lebih menonjol pada perusahaan Amerika Serikat dibandingkan perusahaan Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026).

Temuan tersebut menjawab persoalan presisi waktu yang diduga berkontribusi pada temuan tidak signifikan dalam studi rating berfrekuensi rendah: jika perubahan rating harian yang bertanggal presisi pun gagal menghasilkan abnormal return, maka interpretasi bahwa rating tidak mengandung informasi inkremental menjadi lebih kredibel dibandingkan interpretasi bahwa desain penelitian sebelumnya tidak mampu mendeteksi reaksi (Brinkmann & Schäfer, 2026). Perlu dicatat, perbedaan yang signifikan secara statistik antara upgrade dan downgrade hanya teramati pada klasifikasi rating sembilan kategori yang terperinci (R9) di sampel Amerika Serikat dan hanya pada jendela peristiwa terpendek, sedangkan tidak ada bukti yang robust untuk sampel Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026). Bukti literatur rating sendiri memang bercampur: Glück dkk. (2022) menemukan abnormal return negatif signifikan setelah downgrade lingkungan dan sosial sementara upgrade tidak memicu reaksi signifikan, dan Shanaev dan Ghimire (2022) melaporkan pola asimetris yang sama; sebaliknya, Maccarrone dkk. (2024) tidak menemukan cumulative abnormal return signifikan setelah revisi rating MSCI maupun Refinitiv, dan Gálvez dan Kuiper (2020) tidak menemukan hubungan antara perubahan skor Refinitiv dan abnormal return pada perusahaan S&P 500 (Brinkmann & Schäfer, 2026). Chen dkk. (2024) menambahkan nuansa bahwa pengungkapan publik pertama kali atas rating ESG yang sebelumnya tidak tersedia memang menggerakkan harga, dan sekali lagi reaksi negatifnya jauh lebih kuat daripada reaksi positif (Brinkmann & Schäfer, 2026). Serafeim dan Yoon (2023) membantu menafsirkan gambaran campuran ini dengan

menunjukkan bahwa rating ESG memprediksi berita terkait ESG di masa depan dan membentuk ekspektasi investor, yang berarti reaksi pasar terhadap informasi ESG bergantung pada sejauh mana informasi tersebut telah diantisipasi (Brinkmann & Schäfer, 2026).

3. ESG sebagai Pemoderasi

Dorfleitner dan Zhang (2024) menemukan bahwa dampak berita ESG bergantung pada rekam jejak ESG historis perusahaan: dampak negatif dari berita ESG negatif berkurang keparahannya bagi perusahaan dengan rekam jejak ESG keseluruhan yang lebih baik, sedangkan dampak positif dari berita ESG positif lebih menonjol bagi perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih buruk (Dorfleitner & Zhang, 2024). Ketika investor dihadapkan pada berita ESG, mereka juga mempertimbangkan kinerja ESG keseluruhan perusahaan target: perusahaan dengan rekam jejak ESG lebih baik menanggung kerugian nilai pasar lebih kecil akibat berita negatif, sementara perusahaan dengan kinerja ESG lebih buruk menikmati keuntungan nilai pasar lebih besar ketika menghadapi berita positif (Dorfleitner & Zhang, 2024). Temuan ini memperkuat diskusi mengenai pengintegrasian faktor ESG dalam penetapan harga aset dan menegaskan bahwa isu ESG dipersepsikan secara serius oleh investor sehingga layak dipertimbangkan sebagai faktor penting dalam penelitian terkait (Dorfleitner & Zhang, 2024).

2.6. Kualitas dan Kredibilitas Informasi ESG

1. Fragmentasi Standar dan Divergensi Rating

Kualitas informasi ESG pada tingkat makro dipengaruhi oleh ada atau tidaknya standardisasi. Di Tiongkok, meskipun otoritas pasar modal telah menerbitkan berbagai kebijakan untuk mengatur pengungkapan informasi ESG, belum ada persyaratan seragam mengenai isi, format, dan spesifikasi pengungkapan ESG, sehingga negara tersebut masih berada pada tahap pengungkapan informasi ESG yang tidak terstandar (Feng et al., 2025). Dalam kondisi demikian, perusahaan dapat memanfaatkan kesempatan untuk secara selektif mengungkapkan kinerja ESG yang positif sembari menyembunyikan aspek negatifnya, dan dapat menyajikan informasi ESG melalui berbagai sarana, seperti situs perusahaan, media berita, laporan tahunan, laporan CSR, laporan ESG, dan laporan lingkungan, sehingga pengumpulan serta perbandingan menyeluruh atas seluruh informasi tersebut menjadi tugas yang menantang bagi investor (Feng et al., 2025). Di tingkat global, terdapat lebih dari 600 lembaga pemeringkat ESG, termasuk lembaga arus utama internasional seperti Bloomberg, MSCI, dan FTSE (Feng et al., 2025). Ketika sebuah perusahaan menerima rating ESG yang beragam, hal itu menandakan adanya pendapat yang bercampur mengenai kinerja ESG-nya

(Feng et al., 2025). Christensen dkk. (2022) dan Kimbrough dkk. (2022) juga membuktikan bahwa pengungkapan informasi ESG dan kinerja ESG perusahaan merupakan faktor penting penyebab divergensi rating ESG (Feng et al., 2025).

2. Keterkaitan *Greenwashing* dengan Manajemen Laba

Penelitian Liu dkk. (2024) mengungkap bahwa *greenwashing* laporan ESG dan manajemen laba saling melengkapi dalam meningkatkan risiko *crash* (Liu et al., 2024). Logikanya berjalan dua arah. Di satu sisi, ketika laba perusahaan tidak memenuhi ekspektasi manajemen, manajemen menerapkan *impression management* dalam analisis dan pembahasan kinerja untuk meredam dampak negatifnya (Aerts & Cheng, 2011; Zhang & Aerts, 2015); apabila manajemen laba belum cukup memperbaiki kinerja sesuai harapan manajer, mereka dapat menambahnya dengan *greenwashing* laporan ESG, sehingga menambah jumlah berita buruk (Liu et al., 2024). Di sisi lain, perusahaan secara selektif mengungkapkan laporan tanggung jawab sosial untuk menutupi pelanggaran tertentu, misalnya melakukan *greenwashing* untuk menutupi manajemen laba, sehingga makin memperburuk risiko *crash* (Liu et al., 2024). Namun, apabila manajemen memiliki selera risiko yang rendah, mereka akan memilih melakukan *greenwashing* laporan ESG karena risiko legitimasi dari *greenwashing* lebih kecil daripada manajemen laba; dalam hal ini, *greenwashing* memainkan peran alternatif, bukan komplementer, terhadap manajemen laba (Liu et al., 2024). Pada perusahaan dengan tingkat manajemen laba tinggi, *greenwashing* laporan ESG berkorelasi positif dengan risiko *crash* (Liu et al., 2024).

2.7. Risiko *Crash* Harga Saham

1. Efek Mitigasi Keterlibatan ESG

Thompson (2025) menguji apakah keterlibatan ESG memitigasi risiko crash perusahaan di pasar Korea, dengan sampel perusahaan tercatat di Bursa Efek Korea periode 2012–2021, dan menemukan bahwa keterlibatan perusahaan dalam aktivitas ESG menurunkan risiko crash di masa depan kecuali pada masa krisis COVID-19 (Thompson, 2025). Temuan ini robust terhadap koreksi endogenitas menggunakan dua instrumen berbeda dan metodologi difference-in-differences (Thompson, 2025). Secara signifikan, untuk kenaikan satu unit kinerja ESG suatu perusahaan pada satu periode, kemungkinan risiko crash pada periode berikutnya menurun sekitar −0,67 unit dengan proksi NCSKEW (Thompson, 2025). Efek ini didorong oleh dimensi lingkungan dan tata kelola dari ESG, dan peran mitigasi ESG lebih menonjol pada perusahaan yang tidak terlalu terbatas secara finansial; meskipun efek mitigasi

penting bagi semua industri, efek tersebut lebih menonjol pada perusahaan industri yang sensitif terhadap ESG dibandingkan yang tidak sensitif terhadap ESG (Thompson, 2025).

Mekanisme yang menjelaskan efek protektif ini terletak pada transparansi dan insentif. Pertama, perusahaan dengan kinerja ESG lebih baik cenderung lebih terlihat dan lebih transparan dalam pengungkapan informasi secara tepat waktu kepada pasar sehingga memperbaiki reputasi dan menurunkan kemungkinan jatuhnya harga di pasar (Thompson, 2025). Kedua, terdapat bukti bahwa perusahaan yang terlibat dalam ESG meningkatkan nilai bagi pemiliknya dan cenderung memiliki kinerja keuangan lebih tinggi, sehingga meminimalkan insentif menimbun berita buruk (Thompson, 2025). Selain itu, perbaikan nilai pasar dan kinerja keuangan yang ditimbulkan oleh keterlibatan ESG yang efektif membantu perusahaan menanggung guncangan yang timbul dari jatuhnya harga saham (Thompson, 2025). Dari perspektif regulasi, hasil ini memberi dorongan bagi pemerintah dan lembaga untuk merumuskan hukum dan kebijakan yang mewajibkan pelaporan ESG, karena bukti empiris menunjukkan bahwa keterlibatan ESG dapat melindungi perusahaan dari risiko crash dan berpotensi menguntungkan investor serta sistem keuangan secara keseluruhan (Thompson, 2025).

2. Sisi Gelap Informasi ESG: *Greenwashing* dan Risiko *Crash*

Liu dkk. (2024) meneliti mekanisme pengaruh *greenwashing* laporan ESG terhadap risiko *crash* dari perspektif *greenwashing* informasi nonkeuangan, dan menyimpulkan bahwa *greenwashing* laporan ESG meningkatkan risiko *crash* harga saham (Liu et al., 2024). Efek tersebut lebih signifikan pada perusahaan swasta (Liu et al., 2024), dan lebih besar pada sampel pengungkapan sukarela (Liu et al., 2024). Analisis mediasi menemukan bahwa asimetri informasi merupakan variabel mediasi dalam pengaruh *greenwashing* laporan ESG terhadap risiko *crash*: *greenwashing* memperparah asimetri informasi antara pihak dalam dan investor eksternal, yang kemudian meningkatkan risiko *crash* (Liu et al., 2024).

Dari sisi pemoderasi, analisis *cross-sectional* menunjukkan bahwa tata kelola internal yang efektif dan regulasi lingkungan yang ketat menghambat motivasi manajemen melakukan *greenwashing* laporan ESG, sedangkan pada kondisi perhatian media yang rendah, motivasi *greenwashing* manajemen justru lebih besar (Liu et al., 2024). Kontribusi teoretisnya terletak pada penambahan mekanisme baru risiko *crash* dari perspektif legitimasi: motivasi manajemen menyembunyikan informasi negatif selama ini didasarkan pada kekhawatiran karier dan kompensasi (Ball, 2009; Jin & Myers, 2006), sedangkan motivasi *greenwashing* laporan ESG adalah menarik investor hijau atau mempertahankan legitimasi perusahaan (Lyon & Maxwell,

2011; Seele & Gatti, 2017) (Liu et al., 2024). Keseluruhan bukti ini konsisten dengan efek penutupan (*masking effect*) informasi bertanggung jawab sosial (Liu et al., 2024), dan menunjukkan bahwa terungkapnya informasi ESG buruk yang disembunyikan manajemen oleh pelaku pasar menjadi mekanisme terjadinya *crash* (Liu et al., 2024).

3. Divergensi Rating ESG sebagai Sinyal Kebocoran Berita Buruk

Feng dkk. (2025) menguji kandungan informasi divergensi rating ESG dan dampaknya terhadap risiko crash, menggunakan sampel perusahaan tercatat A-share Tiongkok periode 2009–2021 dengan data ESG dari Bloomberg, MSCI, FTSE, Wind, Sino-securities Index, SynTao Green Finance, dan CASVI, serta metode OLS dan regresi dua tahap Heckman (Feng et al., 2025). Mereka menemukan bahwa perusahaan tercatat memiliki motif untuk menyembunyikan berita buruk, sedangkan divergensi rating ESG berfungsi sebagai indikator potensi kebocoran berita buruk karena mencerminkan penilaian negatif atas kinerja ESG perusahaan dan tingkat asimetri informasi yang lebih besar, sehingga tersebarnya berita negatif meningkatkan risiko crash harga saham (Feng et al., 2025). Hasil regresi kuantil menunjukkan efek ini lebih menonjol pada perusahaan dengan risiko crash yang lebih rendah (Feng et al., 2025).

Mekanismenya dijelaskan melalui dua jalur teoretis. Berdasarkan teori agensi, motif kepentingan pribadi manajemen menjadi premis risiko crash: demi mengejar gaji, kinerja, dan perkembangan karier, manajemen mengambil keputusan yang merugikan perkembangan jangka panjang perusahaan (Feng et al., 2025). Berdasarkan teori asimetri informasi, penyembunyian berita ESG negatif oleh manajemen menjadi penyebab risiko crash, karena pengungkapan ESG yang subjektif dan selektif memperburuk asimetri informasi antara pemangku kepentingan internal dan eksternal perusahaan (Feng et al., 2025). Divergensi rating mengirimkan dua sinyal kepada pasar. Pertama, sebagian lembaga pemeringkat menemukan informasi negatif dan menurunkan peringkat kinerja ESG perusahaan *secara* signifikan; padahal, rating ESG yang baik dapat berfungsi sebagai "asuransi reputasi" untuk melindungi diri dari dampak merugikan peristiwa negatif, sehingga perusahaan cenderung aktif mengungkapkan tanggung jawab ESG-nya melalui berbagai kanal (Feng et al., 2025). Kedua, divergensi itu sendiri mengirimkan sinyal negatif kepada pasar yang menandakan ditemukannya informasi yang disembunyikan manajemen dan tingkat asimetri informasi yang relatif tinggi, sehingga dapat menyebabkan harga saham terjun dan risiko crash meningkat (Feng et al., 2025). Namun, temuan periode krisis menuntut catatan penting: efek pembatasan risiko ESG tidak signifikan pada masa krisis, yang berarti selama krisis COVID-19 keterlibatan

ESG aktif perusahaan Korea tidak melindungi investasi pada saham perusahaan tersebut dari risiko crash (Thompson, 2025). Implikasinya, perusahaan memerlukan alat strategis lain di samping keterlibatan ESG pada masa krisis (Thompson, 2025).

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Data Penelitian

Penelitian ini merupakan systematic literature review dengan pendekatan kualitatif–deskriptif. Desain ini dipilih karena tujuan penelitian bukan menguji hipotesis baru, melainkan memetakan, membandingkan, dan mengintegrasikan bukti empiris yang sudah ada mengenai peran informasi ESG dalam pasar saham ke dalam kerangka yang utuh. Karena itu, satuan analisisnya bukan perusahaan atau observasi pasar, melainkan studi empiris, dalam hal ini artikel yang memenuhi kriteria inklusi. Desain ini berpijak pada paradigma interpretif–integratif: alih-alih merata-ratakan hasil, tinjauan berupaya menjelaskan mengapa temuan antarstudi berbeda dengan menelusuri perbedaan proksi, konteks, dan mekanisme yang mendasarinya. Pendekatan ini sesuai dengan sifat bidang kajian yang masih terkotak-kotak: informasi ESG diproses pasar melalui kanal yang berbeda (insiden, rating, berita), sedangkan data yang diuji bergerak dari abnormal return jangka pendek hingga risiko crash pada distribusi data, yakni dua hal yang jarang disatukan dalam satu kerangka. Dua karakteristik desain perlu ditegaskan sejak awal. Pertama, tinjauan ini mendeskripsikan literatur yang terbit pada rentang 2014–2026 (disesuaikan dengan rentang tahun studi terpilih). Kedua, tinjauan bersifat kualitatif–naratif dengan unsur agregasi kuantitatif terbatas (vote counting atas arah dan signifikansi temuan), karena heterogenitas proksi dan konteks antarstudi tidak memungkinkan meta-analisis ukuran *efek (meta-analysis of effect sizes).*

Metode penelitian mengikuti pedoman *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews* and *Meta-Analyses* (PRISMA) 2020, yang mencakup empat tahap: identifikasi, penyaringan, penilaian kelayakan, dan inklusi. PRISMA dipilih karena menyediakan standar pelaporan yang dapat direplikasi dan memungkinkan pembaca menelusuri jejak setiap keputusan seleksi, sebuah syarat yang membedakan SLR dari tinjauan naratif konvensional. Protokol penelitian disusun sebelum penelusuran dimulai dan mencakup rumusan pertanyaan penelitian, strategi pencarian, kriteria inklusi–eksklusi, serta prosedur ekstraksi. Penetapan protokol di muka berfungsi mengurangi risiko selective reporting, yakni kecenderungan peninjau memasukkan studi yang sejalan dengan kesimpulan yang diinginkan.

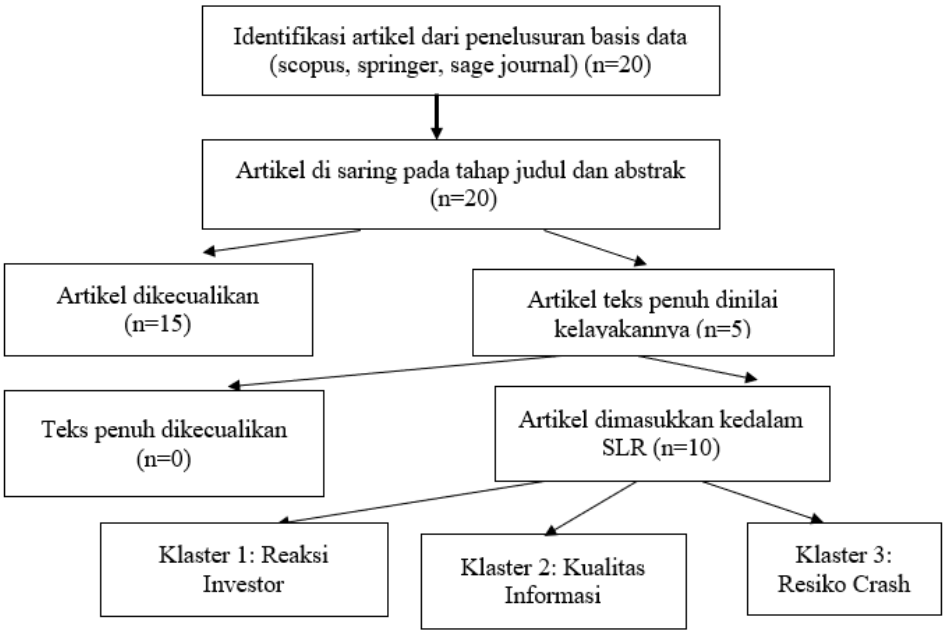
3.2. Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Dimensi	Kriteria inklusi	Kriteria eksklusi

Jenis studi	Studi empiris kuantitatif primer (*peer-reviewed*)	Tinjauan pustaka, editorial, opini, studi konseptual murni
Fenomena	Mengaitkan informasi ESG (insiden, rating, sentimen berita, *greenwashing*, divergensi rating) dengan luaran pasar saham	Membahas ESG tanpa luaran harga saham (mis. hanya determinan pengungkapan)
Luaran	*Abnormal return*/CAR atau risiko *crash* harga saham	Luaran non-pasar (reputasi, kepatuhan, biaya modal tanpa reaksi harga)
Konteks	Pasar saham dengan data harga yang dapat diverifikasi	Studi eksperimental laboratorium tanpa data pasar riil
Bahasa	Inggris dan Indonesia	Bahasa lain tanpa terjemahan
Aksesibilitas	Teks penuh tersedia	Hanya abstrak

Penerapan kriteria ini menghasilkan lima studi yang menjadi korpus tinjauan. Perlu dicatat bahwa semua studi berasal dari tiga wilayah pasar yang berbeda, yaitu Amerika Serikat dan Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026), Korea (Thompson, 2025), serta Tiongkok (Liu et al., 2024; Feng et al., 2025), sehingga tinjauan ini sekaligus berfungsi sebagai perbandingan lintas pasar (cross-market comparison), bukan sekadar kompilasi.

3.3. Seleksi dan Diagram Alur PRISMA



Seleksi dilakukan dalam dua tahap. Tahap pertama menilai 20 artikel pada tingkat judul dan abstrak berdasarkan kriteria inklusi, dan mengecualikan 15 artikel yang tidak memenuhi kriteria fenomena maupun variabel terikat. Tahap kedua menilai lima teks penuh yang lolos

penyaringan; seluruhnya dinyatakan layak sehingga tidak ada pengecualian pada tahap ini. Untuk mengurangi subjektivitas, setiap artikel yang meragukan didiskusikan antarpeninjau hingga diperoleh lima artikel akhir, dan alasan pengecualian dicatat untuk dilaporkan pada diagram.

3.4. Ekstraksi Data dan Pengodean

Ekstraksi dilakukan menggunakan lembar pengodean terstruktur (*coding sheet*) yang menangkap tujuh dimensi per studi, konsisten dengan kerangka pertanyaan penelitian. Setiap sel pada tabel berikut diisi berdasarkan isi artikel yang bersangkutan, bukan asumsi peninjau.

Dimensi ekstraksi	**Brinkmann & Schäfer (2026)**	**Dorfleitner & Zhang (2024)**	**Thompson (2025)**	**Liu dkk. (2024)**	**Feng dkk. (2025)**
Desain penelitian	*Event study*	*Event study* + klasifikasi sentimen NLP	Regresi panel; IV–2SLS; *difference-in-differences*	Regresi panel; PSM; Heckman dua tahap	OLS; Heckman dua tahap; regresi kuantil
Sampel	1.614 perusahaan S&P 500 & Euro Stoxx 600, 2015–2024	Saham tercatat dengan liputan berita ESG, dua tahun terakhir	Perusahaan Bursa Efek Korea, 2012–2021	A-share Tiongkok, 2014–2021; 11.179 observasi *firm-year*	A-share Tiongkok, 2009–2021
Sumber data ESG	RepRisk; data pasar dari LSEG dan Kenneth French Data Library	Berita mentah dari >10.000 sumber pada Thomson Reuters Eikon	Skor ESG; klasifikasi industri KSIC	Thomson Reuters Eikon datastream dan Bloomberg	Bloomberg, MSCI, FTSE, Wind, Sino-securities Index, SynTao Green Finance, CASVI
Metode estimasi	CAPM dan model tiga faktor Fama–French	*Abnormal return* & CAR; *t*-statistik *correlation-robust* Kolari dkk. (2018)	2SLS dengan instrumen skor ESG industri–tahun dan ΔESG; DiD	Regresi dengan variabel dependen lag satu periode	OLS dan Heckman; regresi kuantil sembilan desil

Dimensi ekstraksi	**Brinkmann & Schäfer (2026)**	**Dorfleitner & Zhang (2024)**	**Thompson (2025)**	**Liu dkk. (2024)**	**Feng dkk. (2025)**
Proksi variabel kunci	CAR pada jendela	Sentimen berita ESG (positif, netral, negatif)	Skor ESG agregat dan per dimensi (E, S, G)	*Greenwashing* = selisih skor pengungkapan dan skor kinerja ESG	Divergensi rating ESG antarlembaga pemeringkat
Perlakuan data	Jendela estimasi 90 hari perdagangan, t = −99 s.d. −10	Uji peristiwa pembaur (*confounding events*)	Uji diagnostik pasca-regresi atas validitas instrumen	*Winsorising* pada level 1% dan 99%	*Standard error* dikelompokkan pada level perusahaan; efek tetap tahun dan industri
Uji ketahanan	Model ekspektasi alternatif dan jendela peristiwa alternatif	Tidak teridentifikasi	Dua instrumen berbeda; DiD	PSM dan Heckman dua tahap	Heckman; penggantian pengukuran variabel independen

3.5. Penilaian Kualitas Artikel

Kualitas metodologis artikel dinilai untuk menimbang bobot bukti, bukan untuk mengeluarkan studi dari korpus. Penilaian mencakup empat aspek: (1) rumusan hipotesis dan kesesuaiannya dengan desain; (2) ketepatan identifikasi kausal, khususnya penanganan endogenitas; (3) transparansi pelaporan sampel dan prosedur; serta (4) kelengkapan uji ketahanan. Pada aspek identifikasi kausal, korpus menunjukkan variasi yang perlu dicatat. Thompson (2025) menangani endogenitas melalui dua instrumen berbeda, yaitu skor ESG rata-rata industri–tahun (tanpa menyertakan skor perusahaan itu sendiri) dan perubahan skor ESG, serta memanfaatkan sifat eksogen krisis COVID-19 dalam kerangka difference-in-differences dengan kelompok perlakuan didefinisikan berdasarkan skor ESG tahun 2019 (Thompson, 2025). Liu dkk. (2024) menggunakan propensity score matching dan Heckman dua tahap dengan variabel eksogen air quality index kota lokasi perusahaan, yang diasumsikan memengaruhi keputusan greenwashing tetapi tidak langsung memengaruhi risiko crash (Liu et al., 2024). Feng dkk. (2025) juga menerapkan Heckman dua tahap sebagai uji ketahanan atas potensi sample self-selection (Feng et al., 2025). Sebaliknya, dua studi berbasis event study, yaitu Brinkmann dan Schäfer (2026) serta Dorfleitner dan Zhang (2024), tidak bertujuan

mengestimasi efek kausal dalam arti struktural, melainkan mengukur reaksi harga jangka pendek, sehingga penilaian kualitasnya bertumpu pada ketepatan prosedur studi peristiwa dan penanganan peristiwa pembaur (Brinkmann & Schäfer, 2026; Dorfleitner & Zhang, 2024).

3.6. Sintesis Data

Sintesis dilakukan dalam tiga tahap berikut.

1. Tahap pertama: sintesis tematik. Temuan tiap studi dikelompokkan ke dalam tiga klaster sesuai judul penelitian: reaksi investor, kualitas informasi, dan risiko crash harga saham. Pengelompokan dilakukan pada tingkat klaim temuan, bukan pada tingkat artikel, sehingga satu studi dapat menyumbang ke lebih dari satu klaster.
2. Tahap kedua: vote counting atas arah temuan. Untuk setiap klaim, dicatat arah (positif, negatif, tidak signifikan) beserta tingkat signifikansi yang dilaporkan. Teknik ini digunakan secara terbatas dan hanya untuk memetakan konsistensi, karena vote counting mengabaikan besaran efek dan presisi estimasi. Perlu ditegaskan bahwa dalam tahap ini, "tidak signifikan" pada beberapa spesifikasi bukan berarti "tidak ada efek". *Misalnya, perbedaan yang signifikan* secara statistik antara upgrade dan downgrade rating hanya teramati pada klasifikasi sembilan kategori (R9) di sampel Amerika Serikat dan hanya pada jendela peristiwa terpendek, tanpa bukti robust untuk sampel Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026).
3. Tahap ketiga: sintesis eksplanatoris. Perbedaan hasil penelitian dijelaskan melalui tiga sumbu pembanding: proksi informasi ESG (insiden vs. rating vs. berita vs. greenwashing vs. divergensi), variabel terikat (reaksi jangka pendek vs. risiko crash), dan konteks institusional (pasar maju vs. pasar berkembang). Tahap inilah yang menjawab pertanyaan "mengapa hasilnya berbeda" dan menjadi dasar kerangka penelitian.

3.7. Validitas dan Reliabilitas

Empat strategi digunakan untuk menjaga kualitas tinjauan. Pertama, protokol a priori dan kriteria inklusi–eksklusi yang eksplisit mengurangi ruang bagi seleksi yang berpihak. Kedua, jejak audit (audit trail) mencatat setiap keputusan seleksi dan alasan pengecualian sehingga prosedur dapat direplikasi. Ketiga, triangulasi sumber, yaitu membandingkan temuan dari tiga wilayah pasar dengan sumber data ESG yang berbeda, memperkuat keyakinan bahwa pola yang teridentifikasi tidak semata artefak satu penyedia data. Keempat, untuk pengodean

yang melibatkan penilaian, dua peninjau mengode sebagian sampel secara independen dan mendiskusikan ketidaksesuaian; tingkat kesepakatan dilaporkan sebagai indikator reliabilitas.

3.8. Keterbatasan Penelitian

Penelusuran awal menghasilkan 20 artikel; setelah penyaringan, tersisa lima studi (tingkat inklusi 25%) dan 15 artikel dikecualikan. Korpus yang hanya terdiri atas lima studi ini memberikan kedalaman analisis, tetapi tidak memberikan keluasan cakupan. Konsekuensinya bersifat langsung: sintesis ini bersifat indikatif, bukan konklusif, dan tidak dapat diklaim mewakili keseluruhan literatur tentang hubungan informasi ESG dengan pasar saham. Keterbatasan ini menjadi lebih tajam ketika sintesis dilakukan dengan teknik *vote counting*, sebab dengan hanya lima studi, satu temuan saja sudah cukup mengubah konfigurasi mayoritas. Ketika dilaporkan bahwa dua penelitian menemukan risiko *crash* meningkat akibat penyalahgunaan informasi ESG (Liu et al., 2024; Feng et al., 2025), sementara satu studi menemukan risiko *crash* menurun akibat keterlibatan ESG (Thompson, 2025), pernyataan itu tidak boleh dibaca sebagai konsensus mayoritas 2 banding 1 dalam pengertian statistik. Pernyataan itu hanya menandai adanya ketegangan temuan yang perlu dijelaskan; penjelasan atas ketegangan itulah, bukan hitungan suaranya, yang menjadi kontribusi utama penelitian ini. Teknik *vote counting* yang digunakan pada tahap kedua sintesis mengabaikan besaran efek dan presisi estimasi. Karena itu, temuan yang dilaporkan "tidak signifikan" dalam korpus ini tidak boleh disamakan dengan "tidak ada efek": ketidaksignifikanan dapat mencerminkan daya uji yang rendah, presisi waktu pengukuran yang kurang tepat, atau jendela peristiwa yang terlalu lebar. Sebagian klaim juga bersifat inferensial, yaitu disimpulkan dari kerangka teoretis yang dirujuk sumber, bukan dari pengujian data primer dalam studi tersebut.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Reaksi Investor pada Informasi ESG

Dorfleitner dan Zhang menguji reaksi pasar terhadap sentimen berita ESG harian dengan memanfaatkan model bahasa BERT untuk membaca lebih dari 10.000 sumber berita mentah, bukan memakai dataset siap pakai dari penyedia data (Dorfleitner & Zhang, 2024). Hasilnya cukup jelas. Pada hari peristiwa, berita ESG positif menghasilkan abnormal return rata-rata +0,31%, sedangkan berita ESG negatif menghasilkan −0,75% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Kelompok berita netral hanya bergerak +0,20% pada hari peristiwa T0 (Dorfleitner & Zhang, 2024). Ketika diukur dengan cumulative abnormal return satu hari, berita positif menghasilkan +1,17%, sementara kelompok negatif menanggung kerugian −1,28%

(Dorfleitner & Zhang, 2024). Angka-angka tersebut menyampaikan pesan yang lebih dalam daripada sekadar "pasar bereaksi". Perlu diperhatikan bahwa jumlah berita ESG positif jauh lebih banyak daripada berita negatif, tetapi reaksi terhadap berita negatif justru lebih besar. Dengan kata lain, satu kabar buruk menggerakkan harga lebih kuat daripada satu kabar baik. Inilah yang disebut reaksi asimetris.

Yang lebih menarik muncul ketika penulis melacak pergerakan harga setelah hari peristiwa. Untuk berita ESG positif, harga cenderung terus bergerak naik perlahan. Untuk berita ESG negatif, harga justru berbalik arah (reversal) setelah reaksi awal yang berlebihan (Dorfleitner & Zhang, 2024). Pola ini punya arti penting bagi gagasan efisiensi pasar. Jika harga sudah sepenuhnya mencerminkan informasi pada hari peristiwa, seharusnya tidak ada pergerakan lanjutan. Kenyataannya ada. Artinya, pasar cenderung meremehkan berita ESG positif (underreact) tetapi bereaksi berlebihan terhadap berita ESG negatif (overreact) (Dorfleitner & Zhang, 2024). Bagi investor, hal ini membuka peluang: pemantauan berita ESG secara cermat berpotensi menghasilkan keuntungan arbitrase, sesuatu yang secara teori seharusnya tidak mungkin terjadi di pasar yang efisien.

Brinkmann dan Schäfer (2026) menambahkan lapisan analisis yang penting. Mereka memisahkan dua hal yang sering dianggap sama: insiden ESG yang sesungguhnya terjadi (misalnya pencemaran, skandal ketenagakerjaan) dan perubahan rating ESG yang menyusul kemudian. Menggunakan data 1.614 perusahaan yang tercatat di S&P 500 dan Euro Stoxx 600 dengan 135.694 peristiwa ESG sepanjang 2015–2024, mereka menemukan bahwa pasar merespons insiden secara jauh lebih konsisten dibandingkan perubahan rating (Brinkmann & Schäfer, 2026). Sebaliknya, bukti untuk perubahan rating jauh lebih lemah. Perbedaan signifikan antara kenaikan dan penurunan rating hanya muncul pada klasifikasi rating sembilan kategori (R9) di sampel Amerika Serikat, dan hanya pada jendela peristiwa terpendek, sementara untuk sampel Eropa tidak ditemukan hubungan yang kokoh sama sekali (Brinkmann & Schäfer, 2026). Mengapa demikian? Penjelasannya masuk akal secara intuitif: insiden adalah berita utama, sedangkan perubahan rating hanyalah ringkasan berita yang sudah beredar (Brinkmann & Schäfer, 2026). Ketika sebuah skandal muncul di media, harga langsung bergerak. Ketika lembaga pemeringkat kemudian menurunkan rating, pasar pada dasarnya sudah mengetahui informasinya, sehingga rating itu hanya mengonfirmasi apa yang sudah tercermin dalam harga. Temuan ini juga lebih menonjol pada perusahaan Amerika Serikat dibandingkan perusahaan Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026).

Temuan yang paling mengejutkan dari Brinkmann dan Schäfer adalah bahwa tingkat keparahan (severity) sebuah insiden tidak menjelaskan perbedaan reaksi pasar (Brinkmann & Schäfer, 2026). Insiden yang dinilai lebih berat tidak otomatis menekan harga lebih dalam. Yang justru berhubungan konsisten dengan reaksi pasar adalah karakteristik informasional: jangkauan media (reach), kebaruan (novelty), dan kejelasan tuduhan (Brinkmann & Schäfer, 2026). Hal ini memberikan pesan praktis yang penting. Bagi investor, yang perlu dicermati bukan semata seberapa buruk insidennya, melainkan seberapa luas insiden itu tersebar dan seberapa jelas tuduhannya (Brinkmann & Schäfer, 2026). Bagi manajemen, insiden yang sangat terlihat dan tersebar luas berasosiasi dengan reaksi pasar yang lebih merugikan (Brinkmann & Schäfer, 2026). Singkatnya, dalam jangka pendek pasar merespons "kemasan" informasi lebih kuat daripada substansi keparahannya.

Dorfleitner dan Zhang menemukan bahwa dampak berita ESG bergantung pada rekam jejak perusahaan. Berita ESG negatif kurang merugikan bagi perusahaan yang secara keseluruhan memiliki rekam jejak ESG lebih baik, sementara berita ESG positif lebih menguntungkan bagi perusahaan dengan rekam jejak ESG lebih buruk (Dorfleitner & Zhang, 2024). Logika ini mudah dipahami jika reputasi dibayangkan sebagai tabungan. Perusahaan dengan rekam jejak baik memiliki "saldo" kepercayaan yang bisa menyerap guncangan. Sebaliknya, perusahaan dengan rekam jejak buruk mendapat "bonus" kejutan ketika akhirnya melakukan sesuatu yang baik. Temuan ini sekaligus menegaskan bahwa investor memandang informasi ESG secara serius dan mempertimbangkan konteks historis perusahaan, bukan hanya berita tunggal yang sedang dibaca.

4.2. Kualitas Informasi: Mengapa Informasi ESG Sulit Dipercaya?

Sebelum menilai reaksi pasar, kita perlu memahami mengapa informasi ESG bermasalah sejak awal. Jawabannya ada pada sifat pengungkapannya. Berbeda dari laporan keuangan, metode dan isi pengungkapan ESG sangat subjektif dan selektif. Perusahaan bebas memilih apakah menerbitkan laporan ESG resmi atau menyampaikannya lewat kanal lain seperti situs web, serta bebas memilih untuk mengungkapkan indikator input alih-alih output (Feng et al., 2025). Contoh yang diberikan penulis sangat ilustratif: biaya perlindungan lingkungan adalah indikator input emisi karbon, sedangkan emisi karbon aktual adalah indikator output. Ketika emisi aktual tidak turun, manajemen tetap bisa menggambarkan kinerja yang tampak baik dengan menonjolkan investasi lingkungannya (Feng et al., 2025). Pengungkapan selektif semacam ini memperburuk asimetri informasi antara pihak dalam perusahaan dan investor luar (Feng et al., 2025). Persoalan ini diperparah oleh lemahnya

verifikasi. Data ESG dalam laporan keberlanjutan sering tidak diaudit, sehingga investor sulit menilai kualitasnya; dan di industri yang sama, perusahaan bereputasi tinggi justru lebih mungkin melakukan greenwashing (Liu et al., 2024). Akibatnya, pengungkapan ESG sebuah perusahaan sulit diandalkan untuk mengomunikasikan risiko spesifiknya kepada investor luar (Liu et al., 2024).

Bayangkan sebuah ujian yang dinilai oleh ratusan penguji dengan rubrik berbeda. Itulah gambaran rating ESG. Secara global, terdapat lebih dari 600 lembaga pemeringkat ESG, termasuk lembaga utama seperti Bloomberg, MSCI, dan FTSE (Feng et al., 2025). Karena tidak ada standar tunggal, perusahaan yang sama bisa menerima rating yang berbeda-beda dari lembaga yang berbeda; inilah yang disebut divergensi rating (Feng et al., 2025). Divergensi ini bukan sekadar ketidaknyamanan teknis. Ketika sebuah perusahaan menerima penilaian yang bercampur, itu menandakan adanya perbedaan pendapat yang sesungguhnya mengenai kinerja ESG-nya (Feng et al., 2025). Para peneliti juga membuktikan bahwa pengungkapan dan kinerja ESG perusahaan merupakan faktor penting penyebab divergensi rating (Feng et al., 2025). Jadi, ketidaksepakatan antarlembaga pemeringkat bukanlah kesalahan pengukuran semata, melainkan sinyal bahwa ada sesuatu yang tidak jelas pada perusahaan tersebut.

Greenwashing adalah praktik melabeli produk atau kegiatan yang tidak hijau sebagai hijau. Liu dkk. menyoroti bahwa berbeda dari greenwashing produk yang mudah dibongkar konsumen, media, dan regulator, greenwashing laporan ESG jauh lebih sulit terdeteksi karena tersembunyi di balik asimetri informasi (Liu et al., 2024). Menariknya, data Dorfleitner dan Zhang memberi indikasi pendukung: berita ESG positif mendominasi pasar, yang bisa mengisyaratkan adanya eksagerasi kinerja (Dorfleitner & Zhang, 2024). Penulis bahkan menyimpulkan bahwa investor mungkin belum sepenuhnya mampu mendeteksi klaim kinerja ESG yang keliru, sehingga perusahaan berpotensi "memainkan sistem" dengan merilis lebih banyak informasi ESG demi keuntungan sendiri (Dorfleitner & Zhang, 2024). Hal ini merupakan peringatan penting: skor ESG tinggi tidak otomatis berarti perusahaan itu benar-benar berbuat baik.

Liu dkk. menemukan bahwa greenwashing laporan ESG dan manajemen laba saling melengkapi dalam menaikkan risiko crash (Liu et al., 2024). Logikanya berjalan dua arah. Ketika laba perusahaan tidak memenuhi ekspektasi, manajemen bisa mempercantik laporan melalui impression management; jika itu belum cukup, mereka menambahnya dengan greenwashing laporan ESG (Liu et al., 2024). Sebaliknya, perusahaan juga bisa secara selektif mengungkapkan laporan tanggung jawab sosial untuk menutupi pelanggaran tertentu (Liu et

al., 2024). Namun, ada nuansa penting: bila manajemen memiliki selera risiko rendah, mereka akan memilih greenwashing ketimbang manajemen laba, karena risiko legitimasi greenwashing dianggap lebih kecil (Liu et al., 2024). Dalam kondisi itu, greenwashing berperan sebagai pengganti, bukan pelengkap. Pada perusahaan dengan tingkat manajemen laba tinggi, greenwashing berkorelasi positif dengan risiko crash (Liu et al., 2024).

4.3. Risiko Crash: Kapan Informasi ESG Melindungi dan Kapan Justru Menjadi Bom Waktu?

Kabar baiknya datang dari Thompson (2025), yang menguji pasar Korea dengan sampel perusahaan tercatat di Bursa Efek Korea sepanjang 2012–2021. Temuannya: keterlibatan perusahaan dalam aktivitas ESG menurunkan risiko crash di masa depan (Thompson, 2025). Dari sisi besaran ekonomi, untuk kenaikan satu unit kinerja ESG suatu perusahaan pada satu periode, kemungkinan risiko crash pada periode berikutnya menurun sekitar −0,67 unit dengan proksi NCSKEW (Thompson, 2025). Temuan ini kokoh karena diuji dengan koreksi endogenitas memakai dua instrumen berbeda dan metodologi difference-in-differences (Thompson, 2025). Efeknya digerakkan oleh dimensi lingkungan dan tata kelola dari ESG, dan lebih menonjol pada perusahaan yang tidak terlalu terbatas secara finansial (Thompson, 2025). Meskipun penting bagi semua industri, efek mitigasi ini lebih menonjol pada perusahaan industri yang sensitif terhadap ESG dibandingkan yang tidak sensitif (Thompson, 2025). Mengapa ESG melindungi? Karena perusahaan dengan kinerja ESG lebih baik cenderung lebih transparan dan mengungkapkan informasi penting secara tepat waktu, sehingga menurunkan insentif untuk menimbun berita buruk, *yang merupakan* akar risiko crash (Thompson, 2025). *Namun,* Thompson juga menemukan bahwa efek perlindungan ESG tidak muncul pada masa krisis COVID-19 (Thompson, 2025). Dengan kata lain, selama pandemi, keterlibatan ESG aktif perusahaan Korea tidak berhasil membentengi investasi pada saham dari risiko crash (Thompson, 2025). Hal ini perlu dicermati secara jujur: ESG bukan tameng yang bekerja dalam segala kondisi (Thompson, 2025). Pada saat guncangan sistemik, perusahaan memerlukan alat strategis lain di samping keterlibatan ESG (Thompson, 2025). Bagi regulator, temuan ini menjadi pengingat agar manfaat ESG tidak diklaim secara berlebihan: ESG membantu, tetapi tidak menyelesaikan segalanya.

Sebaliknya, Liu dkk. mengkaji greenwashing laporan ESG pada perusahaan Tiongkok periode 2014–2021 dan menemukan bahwa praktik ini meningkatkan risiko crash harga saham (Liu et al., 2024). Efeknya lebih besar pada perusahaan swasta (Liu et al., 2024) dan pada sampel pengungkapan sukarela (Liu et al., 2024). Mekanismenya berjalan melalui asimetri

informasi. Greenwashing memperlebar jurang informasi antara pihak dalam perusahaan dan investor luar, dan jurang itulah yang kemudian menaikkan risiko crash (Liu et al., 2024). Dengan demikian, informasi ESG yang palsu tidak membuat perusahaan aman, tetapi justru menjadi bom waktu. Yang menarik, ada faktor yang bisa meredamnya. Tata kelola internal yang efektif dan regulasi lingkungan yang ketat menghambat motivasi manajemen melakukan greenwashing, sedangkan pada kondisi perhatian media yang rendah, motivasi itu justru meningkat (Liu et al., 2024).

Feng dkk. (2025) menutup rangkaian ini dengan temuan yang tajam. Menggunakan sampel perusahaan A-share Tiongkok sepanjang 2009–2021 dengan data ESG dari Bloomberg, MSCI, FTSE, Wind, Sino-securities Index, SynTao Green Finance, dan CASVI, mereka menemukan bahwa divergensi rating ESG berfungsi sebagai indikator potensi kebocoran berita buruk (Feng et al., 2025). Mengapa? Karena divergensi mencerminkan dua hal sekaligus: penilaian negatif atas kinerja ESG perusahaan dan tingkat asimetri informasi yang lebih besar (Feng et al., 2025). Ketika lembaga pemeringkat tidak sepakat, itu bisa berarti sebagian dari mereka telah menemukan informasi negatif yang belum terungkap ke publik (Feng et al., 2025). Karena rating ESG yang baik berfungsi sebagai "asuransi reputasi" untuk meredam dampak peristiwa negatif, perusahaan punya insentif aktif mengungkapkan tanggung jawab ESG-nya melalui berbagai kanal (Feng et al., 2025). Ketika rating justru divergen, asuransi itu tampak rapuh. Hasil regresi kuantil menunjukkan efek ini lebih menonjol pada perusahaan dengan risiko crash yang lebih rendah (Feng et al., 2025). Artinya, perusahaan yang tampak paling aman justru bisa jadi paling rentan ketika divergensi rating muncul. Temuan tambahan memperkaya gambaran: kepemilikan pemegang saham besar dan manajemen meredam efek ini melalui pengawasan dan insentif, sedangkan perilaku ikut-ikutan institusi (institutional herding) memperburuknya, dan sentimen investor memoderasi hubungan tersebut secara negatif (Feng et al., 2025).

5. KESIMPULAN

Penelitian ini berangkat dari satu pertanyaan sederhana yang ternyata sulit dijawab: ketika sebuah perusahaan mengirimkan informasi tentang kinerja ESG-nya, apa yang sesungguhnya terjadi pada harga sahamnya? Pertanyaan itu penting karena investasi berkelanjutan telah bergeser dari ceruk pasar menjadi arus utama yang pada awal 2020 nilainya mencapai US$35,3 triliun pada lima pasar utama, dengan Amerika Serikat dan Eropa menyumbang lebih dari 80% aset investasi berkelanjutan dunia (Rau & Yu, 2023), sementara

cara pasar mencerna informasi ESG masih jauh dari mapan. Artikel ini menunjukkan bahwa pasar memang peduli terhadap informasi ESG, tetapi tidak dengan cara yang sederhana. Pada tingkat berita harian, sentimen ESG positif menghasilkan abnormal return +0,31%, sedangkan sentimen negatif menghasilkan −0,75%, dengan kelompok netral hanya bergerak +0,20% (Dorfleitner & Zhang, 2024). Ketika diukur secara kumulatif satu hari, berita positif menghasilkan +1,17%, sementara berita negatif menanggung −1,28%. Artinya, satu kabar buruk menggerakkan harga lebih kuat daripada satu kabar baik. Yang lebih menarik, pasar ternyata meremehkan berita ESG positif, tetapi bereaksi berlebihan terhadap berita negatif. Hal ini bukan sekadar detail teknis, melainkan menunjukkan bahwa harga tidak sepenuhnya mencerminkan informasi ESG pada saat informasi itu tersedia, dan bahwa pemantauan berita ESG yang cermat secara sistematis berpotensi memberi keuntungan arbitrase.

Namun, tidak semua informasi ESG setara nilainya di mata pasar. Dari 135.694 peristiwa ESG pada 1.614 perusahaan yang tercatat di S&P 500 dan Euro Stoxx 600 sepanjang 2015–2024, yang benar-benar menggerakkan harga adalah peristiwa insiden yang sesungguhnya terjadi, bukan perubahan rating yang menyusul kemudian (Brinkmann & Schäfer, 2026). Bukti untuk perubahan rating jauh lebih lemah: perbedaan signifikan antara kenaikan dan penurunan rating hanya muncul pada klasifikasi sembilan kategori di sampel Amerika Serikat dan hanya pada jendela peristiwa terpendek, tanpa bukti yang kokoh untuk sampel Eropa. Penjelasannya masuk akal: insiden adalah berita utama, sedangkan perubahan rating hanyalah ringkasan dari berita yang sudah beredar. Yang menentukan kekuatan reaksi pasar pun bukan seberapa berat insidennya, melainkan seberapa luas jangkauan medianya, seberapa baru, dan seberapa jelas tuduhannya.

Lalu, mengapa informasi ESG begitu sulit dipercaya? Karena pengungkapannya bersifat subjektif dan selektif: perusahaan bebas memilih menerbitkan laporan resmi atau tidak, dan bebas menonjolkan indikator input alih-alih output, misalnya biaya perlindungan lingkungan alih-alih emisi karbon aktual (Feng et al., 2025). Persoalan ini diperberat oleh kenyataan bahwa data ESG dalam laporan keberlanjutan sering tidak diaudit, dan bahwa terdapat lebih dari 600 lembaga pemeringkat ESG global yang kerap menghasilkan penilaian berbeda atas perusahaan yang sama. Ketika penilaian antarlembaga bercampur, itu bukan sekadar gangguan teknis, melainkan sinyal bahwa ada sesuatu yang tidak jelas pada perusahaan tersebut.

Di sinilah kesimpulan terpenting penelitian ini muncul sekaligus menjawab mengapa hasil kelima artikel tampak bertentangan. Di satu sisi, keterlibatan ESG yang nyata terbukti

melindungi: untuk kenaikan satu unit kinerja ESG suatu perusahaan pada satu periode, kemungkinan risiko crash pada periode berikutnya menurun sekitar −0,67 unit pada proksi NCSKEW ($\beta = -0{,}6709$; $p < 0{,}048$ pada estimasi berinstrumen) dan $\beta = -0{,}5666$ ($p < 0{,}009$) pada proksi DUVOL, meskipun efek perlindungan ini hilang pada masa krisis COVID-19 (Thompson, 2025). Di sisi lain, penyalahgunaan informasi ESG justru membahayakan: greenwashing laporan ESG meningkatkan risiko crash melalui penguatan asimetri informasi (Liu et al., 2024), dan divergensi rating ESG berfungsi sebagai tanda adanya berita buruk yang disembunyikan manajemen, yang pada akhirnya memicu jatuhnya harga (Feng et al., 2025).

Kedua temuan ini sebenarnya tidak bertentangan apabila kita membedakan ESG yang substantif dari ESG yang simbolik. Keterlibatan ESG yang jujur memperbaiki transparansi dan menurunkan insentif manajemen menimbun berita buruk, sehingga risiko crash menurun. Sebaliknya, informasi ESG yang dipoles melalui greenwashing atau yang penilaiannya divergen antarlembaga pemeringkat justru memperbesar jurang informasi antara pihak dalam dan luar perusahaan, sehingga berita buruk yang tertahan akhirnya meledak dan harga pun runtuh. Dengan kata lain, arah hubungan tidak ditentukan oleh seberapa banyak perusahaan mengungkapkan ESG, melainkan oleh seberapa kredibel dan konsisten informasi itu. Dari sini muncul satu cara pandang yang penting. Nilai informatif sebuah rating ESG ternyata tidak terletak pada isinya. Perubahan rating hampir tidak menggerakkan harga karena sudah diantisipasi pasar, tetapi ketika lembaga-lembaga pemeringkat justru saling bertentangan, di situlah terdapat sinyal bahwa perusahaan menyembunyikan sesuatu (Brinkmann & Schäfer, 2026; Feng et al., 2025).

Kesimpulan ini membawa tiga implikasi. Bagi investor, skor ESG bukanlah tujuan akhir; yang perlu dipantau adalah kredibilitas dan konsistensi informasinya, sehingga divergensi rating dan indikasi greenwashing dapat diperlakukan sebagai sinyal risiko dini. Bagi manajemen, pelaporan ESG yang jujur berfungsi sebagai manajemen risiko, bukan sekadar beban kepatuhan, karena memoles laporan justru menaikkan risiko crash (Liu et al., 2024). Namun, perlu diingat bahwa perlindungan ESG tidak bekerja saat guncangan sistemik seperti COVID-19 (Thompson, 2025). Bagi regulator, temuan ini mendukung penguatan standardisasi dan verifikasi informasi ESG serta regulasi lingkungan yang lebih ketat, karena keduanya terbukti menghambat motivasi greenwashing (Liu et al., 2024). Akhirnya, perlu ditegaskan bahwa kesimpulan ini harus dibaca dengan takaran yang tepat. Kesimpulan ini bersumber dari tiga wilayah pasar, yaitu Amerika Serikat dan Eropa (Brinkmann & Schäfer, 2026), Korea (Thompson, 2025), serta Tiongkok (Liu et al., 2024; Feng et al., 2025), tanpa satu pun studi

dari pasar berkembang Asia Tenggara, termasuk Indonesia. Karena itu, kerangka terpadu yang dirumuskan di sini merupakan peta yang menunjukkan di mana bukti menguat dan di mana bertentangan, bukan putusan akhir. Proposisi utamanya, yaitu bahwa kredibilitas dan konsistensi informasi (bukan tingkat pengungkapan) yang menentukan arah hubungan antara informasi ESG dan harga saham, masih perlu diuji pada konteks pasar yang lebih luas.

REFERENCES

Brinkmann, M., & Schäfer, K. (2026). ESG Risks and Stock Price Reactions: Evidence from the U.S. and European Stock Markets. Journal of Risk and Financial Management, 19(9), 660. https://doi.org/10.3390/jrfm19090660

Chen, Z. (2025). ESG Rating Divergence and the Risk of Corporate Share Price Crashes: Facilitation or Suppression. Advances in Economics Management and Political Sciences, 138(1), 178–186. https://doi.org/10.54254/2754-1169/2024.19232

Chung, D. Y., Hrazdil, K., & Li, X. (2025). Greenwashing and the efficiency of new information price discovery. Finance Research Open, 2(1), 100082. https://doi.org/10.1016/j.finr.2025.100082

Chu-ting, Z., & Hsu, W.-L. (2025). ESG Rating Divergence and Stock Price Crash Risk. International Journal of Financial Studies, 13(3), 147. https://doi.org/10.3390/ijfs13030147

Dorfleitner, G., & Zhang, R. (2024). ESG News Sentiment and Stock Price Reactions: A Comprehensive Investigation via BERT. Schmalenbach Journal of Business Research, 76(2), 197–244. https://doi.org/10.1007/s41471-024-00185-3

Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(2), 811–836. https://doi.org/10.1017/s0022109017000187

Feng, Y., Tsang, A., & Guo, X. (2025). Concealment and leakage of bad news: ESG rating divergence and stock price crash risk. China Journal of Accounting Studies, 13(4), 489–521. https://doi.org/10.1080/21697213.2026.2704337

Grewal, J., Riedl, E. J., & Serafeim, G. (2018). Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure. Management Science, 65(7), 3061–3084. https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3099

Handiyono, M. Y., Sukoharsono, E. G., & Saraswati, E. (2017). THE ROLE OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE TOWARD COMPANY STOCK PRICE CRASH RISK. Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences, 68(8), 197–208. https://doi.org/10.18551/rjoas.2017-08.23

Jeong, S. H., Han, J., Jun, S.-Y., Kim, S., & Kim, J. W. (2025). Investor Responses to ESG News Sentiment: Exploring Differential Effects and Industry Moderation. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 32(3), 3944–3964. https://doi.org/10.1002/csr.3163

Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y., & Zhong, R. (2024). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World. Journal of Accounting Research, 62(5), 1795–1847. https://doi.org/10.1111/1475-679x.12548

Li, W., Mao, Z. P., Ren, X., & Liang, J. (2025). Retail investor attention: Guardian of corporate ESG integrity or catalyst for greenwashing? Energy Economics, 144, 108361. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2025.108361

Li, Y. (2024). ESG rating disagreements and stock price crash risk: can distraction, regional digital economy and corporate intelligence maturity play important roles? Asian Journal of Accounting Research, 10(2), 126–149. https://doi.org/10.1108/ajar-04-2024-0148

Liu, G., Hao, Q., Shi, Y., Zhang, Y., & Wu, F. (2024). Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk? China Journal of Accounting Studies, 12(3), 615–639. https://doi.org/10.1080/21697213.2024.2303070

Nicolas, M. L. D., Desroziers, A., Caccioli, F., & Aste, T. (2023). ESG reputation risk matters: An event study based on social media data. Finance Research Letters, 59, 104712. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104712

Rau, P. R., & Yu, T. (2023). A survey on ESG: investors, institutions and firms. China Finance Review International, 14(1), 3–33. https://doi.org/10.1108/cfri-12-2022-0260

Suryani, A. W., Luthfiani, A. D., Restuningdiah, N., Jalil, A. A., Sugeng, B., & Pujiningsih, S. (2025). ESG in the spotlight: does media coverage drive stock market reactions? Journal of Financial Reporting & Accounting. https://doi.org/10.1108/jfra-10-2024-0748

Thompson, E. K. (2025). ESG and stock price crash risk mitigation: evidence from Korea. Humanities and Social Sciences Communications, 12(1). https://doi.org/10.1057/s41599-025-04607-3

Yu, E. P., Luu, B. V., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. Research in International Business and Finance, 52, 101192. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192