

Abstract

Sustainability initiatives have been widely promoted by the Indonesian government. Understanding the concept of Environmental, Social, and Governance (ESG) is relevant for integrating sustainability aspects into the business model of companies. However, ESG disclosures do not refer to financial materiality, making it difficult for companies to conduct financial analyses. On the other hand, financial performance reports are prioritized by investors over sustainability reports that are misleading or deceptive to make it seem more environmentally responsible than they actually are (greenwashing). This study aims to identify the influence of ESG from the perspectives of companies and investors, represented in terms of risk, financial performance, and investor reactions in non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period from 2018 to 2022. This explanatory quantitative research utilizes secondary data from Refinitiv Eikon, which is analyzed using R-Studio software. By combining time series and cross-section elements, panel data regression is chosen to demonstrate that companies, as individual entities, possess unique characteristics that remain consistent over time (fixed effects), affecting how they respond to ESG. It was found that ESG has a significant positive influence on risk but does not affect the financial performance of companies. In the absence of ESG practices, risk and financial performance collectively influence investor reactions, as investors perceive ESG as a factor contributing to decreased profitability and potential decline in return on investment.

Keywords: *ESG, greenwashing, risk, financial performance, investor reactions.*

BAB I

PENDAHULUAN

Bagian ini menguraikan latar belakang, rumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

1.1. Latar Belakang

Perubahan iklim dan degradasi lingkungan telah memberi dampak buruk bagi masyarakat dan dianggap sebagai ancaman bagi stabilitas keuangan. Risiko yang dihasilkan oleh peristiwa terkait perubahan iklim ini bersifat *systemic*, karena memiliki efek meluas terhadap seluruh sektor ekonomi (Battiston et al., 2021). Dampak perubahan iklim pada sektor keuangan meliputi *physical risk*, seperti cuaca buruk yang merusak aset produktif; *transition risks*, yakni risiko terhadap *cash flow* yang muncul akibat transisi menuju *green economy*; dan *liability risks*, sebagai kompensasi yang dibayarkan ke agen akibat kerugian dari *physical risk* dan *transition risks* (BoE, 2018). Untuk mengidentifikasi risiko yang mungkin berdampak negatif pada investor atau stabilitas pasar keuangan, regulator dan pemerintah dapat mengandalkan pada pemahaman tentang *environmental*, *social* dan *governance* (ESG). ESG mengacu pada bagaimana perusahaan dan investor mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial dan tata kelola ke dalam model bisnisnya (Gillian et al., 2021).

Di Indonesia, respon terhadap risiko perubahan iklim tercermin dalam inisiatif keberlanjutan yang didorong oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan pemerintah Indonesia. Respon ini terwujud dalam peluncuran indeks keberlanjutan,

seperti *ESG Leaders* dan SRI-KEHATI; penerbitan *sustainability report*; penerbitan peraturan OJK No. 60/POJK.04/2017 tentang pemberian insentif bagi emiten yang menerbitkan efek bersifat utang berwawasan lingkungan (*green bond*); dan komitmen pemerintah untuk meningkatkan target *net zero emission* melalui pengembangan infrastruktur hijau.

Pemberian insentif bagi penerbitan *green bond* ini menarik guna memberikan kemudahan akses pendanaan bagi perusahaan yang mengadopsi ESG. Namun, penerbitan obligasi ini tidak sepenuhnya menurunkan *leverage* perusahaan, karena hanya mengubah komposisi utang dari utang bank menjadi utang obligasi. Dengan menerbitkan obligasi, perusahaan masih terpapar pada risiko finansial, yakni risiko tambahan yang ditanggung oleh perusahaan jika mengambil kebijakan untuk berutang (Brigham & Daves, 2019). Risiko finansial umumnya merupakan bagian dari *unsystematic risk* karena terkait dengan kebijakan keuangan yang spesifik dibuat oleh perusahaan. Namun, dalam konteks penelitian ini, risiko akan dilihat dari perspektif ESG, dimana dampak dan risikonya memiliki elemen *systematic*. Faktor *systematic* pada risiko spesifik ini relevan dengan penelitian terdahulu bahwa *systematic risk* (beta) berpengaruh positif terhadap risiko finansial dari perusahaan yang menggunakan utang dan *preferred stock* (Hamada, 1972).

Integrasi ESG dalam pengelolaan risiko menjadi salah satu cara bagi perusahaan untuk menegaskan bahwa strategi ESG berhubungan dengan strategi penciptaan nilai (*value creation strategy*). Dampak penciptaan nilai ini penting guna memberikan bukti yang kredibel bahwa strategi ESG perusahaan bukan sekedar daftar inisiatif dengan visi muluk-muluk. Sebuah perusahaan menciptakan

nilai ketika *present value* arus kas dari investasi lebih besar dari biaya investasinya (Mauboussin & Callahan, 2022). Mengartikan bahwa 1 rupiah yang diinvestasikan dalam bisnis menjadi bernilai lebih dari 1 rupiah di pasar. Dengan mendiskontokan arus kas masa depan (*discounting future cash flow*) yang mempertimbangkan biaya peluang modal (*opportunity cost of capital*), investor dapat memastikan bahwa investasi yang dipilih memberikan *return* yang lebih baik dari investasi alternatif lainnya. Dengan demikian, metrik keuangan membantu menilai apakah perusahaan menciptakan nilai dengan investasinya.

Metrik keuangan (*financial metrics*) banyak digunakan dalam komunitas manajerial dan investasi. Sebuah metrik yang baik adalah metrik yang memiliki definisi yang jelas dalam konsepnya dan sesuai dengan tujuan yang diinginkan (Mauboussin & Callahan, 2022). Oleh karena itu, metrik yang digunakan harus mudah dipahami dan relevan untuk mengevaluasi kinerja atau keputusan tertentu. Terkait dengan ESG, metrik sederhana yang mengukur pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*return on invested capital*), diperlukan untuk mengevaluasi apakah perusahaan yang melakukan investasi ESG menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya modalnya. Melalui analisis aspek ini diharapkan menambah wawasan tentang apakah ESG benar-benar berkontribusi terhadap penciptaan nilai yang mencerminkan kinerja perusahaan.

Selain melalui perspektif perusahaan, eksplorasi tentang pengaruh penerapan ESG ini perlu ditinjau dari perspektif investor. Sesuai dengan prinsip dasar keuangan bahwa investor memproses sejumlah besar data dan sinyal informasi setiap harinya dalam upaya untuk menemukan nilai sebenarnya dari suatu

saham (Almaskati et al., 2023). Mengartikan bahwa setiap informasi baru yang dirilis, termasuk pengaruh ESG terhadap risiko dan kinerja perusahaan, investor akan mencoba memprediksi potensi implikasi dari informasi tersebut terhadap nilai perusahaan. Dalam merespon risiko ketidakpastian iklim yang diusung oleh prinsip ESG, investor mungkin akan memandang berita ini secara negatif dan mengambil tindakan untuk memaksimalkan utilitas investor dalam skenario terburuk (*worst case*). Efek akhirnya adalah investor akan bereaksi kurang (*underreact*) terhadap berita baik dan bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap berita buruk (Bird & Yeung, 2012; Choi, 2014; Williams, 2015). Jika karena adopsi ESG risiko finansial menjadi lebih rendah dan kinerja keuangan menjadi lebih tinggi, maka ini merupakan berita baik bagi investor. Dalam kondisi pasar efisien, informasi ini akan mendorong permintaan untuk membeli saham, yang pada gilirannya akan mendorong kenaikan harga saham.

Menanggapi dilema perusahaan dan respon yang beragam dari investor akan penerapan ESG, penelitian terhadap fenomena ini menjadi penting untuk dieksplorasi. Penelitian ini akan menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, untuk mengidentifikasi pengaruh penerapan ESG bagi perusahaan yang diukur melalui 2 perspektif. Melalui perspektif perusahaan, peneliti akan mengeksplorasi pengaruh penerapan ESG terhadap risiko dan kinerja perusahaan, dilanjutkan dengan mengeksplorasi reaksi investor terhadap risiko dan kinerja perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini akan berusaha mengeksplorasi isu fundamental dalam teori keuangan yakni minimalisasi risiko portofolio dan prediktabilitas pergerakan harga saham.

1.2. Rumusan Masalah

Peningkatan inisiatif ESG, yang dikampanyekan oleh *investor activism* dan regulator ini, telah menjadikan permintaan informasi non-keuangan di pasar modal tumbuh secara eksponensial dan menyebar di kalangan dewan direksi. Namun, informasi non-keuangan tentang faktor-faktor ESG, dalam pelaporannya, tidak mengacu pada materialitas finansial, sehingga sulit untuk dimasukkan dalam analisis keuangan (Ernst & Young, 2017). Selain itu, pengungkapan informasi keberlanjutan kini terpapar isu *greenwashing*, dimana perusahaan menyesatkan dan menipu untuk membuat perusahaan terlihat lebih bertanggung jawab terhadap lingkungan daripada yang sebenarnya dilakukan (The Economist, 2022). Isu *greenwashing* menimbulkan dilema bagi investor tentang apakah investasi ESG benar-benar menciptakan nilai bagi perusahaan. Oleh karena itu, efektivitas perusahaan dalam investasi keberlanjutan perlu dievaluasi untuk mengetahui apakah adopsi ESG perusahaan menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dari modal yang diinvestasikan (ROIC).

Masalah lain yang dihadapi oleh perusahaan yang akan mengadopsi ESG adalah fakta bahwa investor lebih memilih untuk mendapatkan informasi mengenai keberlanjutan dari sumber-sumber seperti laporan tahunan perusahaan, pernyataan proksi, dan pengungkapan wajib lainnya, yang dianggap lebih akurat dalam memberikan gambaran tentang kinerja ESG suatu perusahaan (Ernst & Young, 2017). Fakta ini selaras dengan *Global Investor Survey* yang dilakukan oleh PwC tahun 2023, yang menyatakan bahwa 9 dari 10 investor (94%) percaya bahwa laporan perusahaan mengenai kinerja keberlanjutan mengandung klaim dengan

bukti yang tidak cukup (*greenwashing*). Survei ini mengungkapkan bahwa meskipun ESG menjadi prioritas penting, investor masih sangat memprioritaskan kinerja keuangan dan inovasi perusahaan. Sebanyak 83% investor menyebutkan bahwa layanan, pengembangan produk, dan cara operasi inovatif adalah prioritas utama, sementara 69% mengutamakan kinerja keuangan yang menguntungkan (PwC, 2023).

Permasalahan ini mendorong peneliti untuk mengidentifikasi informasi dari *financial metrics*, sebagai informasi yang lebih dipercaya oleh investor, terkait respon investor terhadap risiko bisnis bagi perusahaan sekaligus risiko pasar bagi investor (*unlevered beta*) dan kinerja keuangan (ROIC) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2022. Reaksi investor pasar saham diproksikan melalui rasio Tobin's Q sesuai dengan teori efisiensi pasar, dimana harga pasar dari suatu aset mencerminkan semua informasi yang tersedia. Namun, secara khusus *financial metrics* tanpa pengaruh ESG turut dievaluasi untuk melihat reaksi sesungguhnya dari investor terhadap risiko dan kinerja perusahaan.

1.3. Pertanyaan Penelitian

Berdasar latar belakang dan rumusan masalah yang diuraikan pada bagian sebelumnya, diajukan pertanyaan penelitian sebagai berikut.

1. Apakah implementasi ESG berpengaruh terhadap risiko perusahaan?
2. Apakah implementasi ESG berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan?
3. Apakah risiko dan kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap reaksi investor di pasar saham?

4. Apakah implementasi ESG berpengaruh terhadap reaksi investor di pasar saham, terlepas dari risiko dan kinerja perusahaan?

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang diuraikan pada bagian sebelumnya dan untuk menjawab pertanyaan penelitian, berikut tujuan penelitian, yaitu:

1. Mengidentifikasi pengaruh implementasi ESG, yang ditunjukkan oleh skor ESG, terhadap risiko perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.
2. Mengidentifikasi pengaruh implementasi ESG, yang ditunjukkan oleh skor ESG, terhadap kinerja keuangan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.
3. Mengidentifikasi pengaruh murni risiko dan kinerja keuangan perusahaan terhadap reaksi investor pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.
4. Mengidentifikasi pengaruh implementasi ESG pada perusahaan terhadap reaksi investor, terlepas dari risiko dan kinerja perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.

1.5. Manfaat Penelitian

ESG telah menjadi pedoman dasar bagi perusahaan untuk menjalankan investasi keberlanjutan dalam berbagai bentuk. Namun, belum semua perusahaan di Indonesia mengadopsi ESG. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang ESG dan kontribusi kepada segenap pihak.

1. **Bagi akademisi**

Penelitian ini diharapkan menambah literatur mengenai hubungan antara implementasi ESG dengan risiko dan kinerja keuangan perusahaan serta reaksi investor, dengan fokus pada perspektif perusahaan. Hasilnya dapat menjadi referensi dan dapat diadopsi oleh akademisi yang tertarik dengan topik serupa.

2. **Bagi manajemen perusahaan**

Penelitian ini diharapkan dapat membantu memahami peran ESG dalam pengelolaan risiko, sehingga memungkinkan manajemen mengambil langkah proaktif.

3. **Bagi investor**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi bagi investor tentang pengaruh ESG pada kinerja dan risiko, sehingga dapat membantu investor dalam membuat keputusan investasi yang lebih konservatif terutama bagi investor yang mempertimbangkan faktor ESG pada keputusan investasinya.

1.6. Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian

Subjek yang diteliti adalah perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan skor gabungan ESG yang diambil dari *database* Thomson Reuters. Penelitian ini mencakup perusahaan yang memiliki laporan tahunan yang dipublikasikan melalui saluran resmi perusahaan publik selama periode 2018-2022. Fokus penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh skor ESG terhadap risiko, kinerja keuangan, dan reaksi investor.

1.7. Sistematika Penulisan

1. BAB I: Pendahuluan

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang dari penelitian yang meliputi mengapa penelitian ini dilakukan, rumusan masalah yang berangkat dari fenomena-fenomena terkait prinsip keberlanjutan dan pengelolaan risiko perusahaan akan dibahas, tujuan dari penelitian, manfaat penelitian bagi pihak-pihak terkait dan sistematika penyusunan penelitian.

2. BAB II: Landasan teori dan tinjauan pustaka

Bab ini menjelaskan landasan teori yang digunakan serta tinjauan terhadap penelitian serupa yang telah dilakukan sebelumnya tentang pengaruh kinerja keberlanjutan perusahaan terhadap risiko dan kinerja keuangan perusahaan.

3. BAB III: Metode penelitian

Bab ini menjelaskan desain penelitian, jenis data, populasi dan sampel, variabel penelitian, dan pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian.

4. BAB IV: Temuan dan pembahasan

Bab ini menjelaskan analisis dan pengolahan data yang dilakukan termasuk hasil statistik deskriptif dan hasil uji hipotesis.

5. BAB V: Penutup

Bab ini merupakan bagian akhir dari penelitian yang berisi kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dilakukan, implikasi, keterbatasan penelitian dan saran terkait penelitian ini.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menguraikan teori dan fenomena yang menjelaskan aspek-aspek yang digunakan dalam penelitian dan keterkaitan variabel yang digunakan dalam penelitian. Bagian ini dilengkapi dengan penelitian empiris terdahulu yang digunakan sebagai pertimbangan bagi peneliti

2.1. Landasan Teori

Bagian landasan teori berisi pemaparan teori-teori dan konsep-konsep yang terkait dengan penelitian yang meliputi *theory of interest*, pasar modal efisien, teori struktur modal, *trade-off theory*, *agency theory*, dan *signaling theory*.

2.1.1. *Theory of interest*

Fisher (1930) dalam *Theory of Interest* menjelaskan tentang bagaimana individu memiliki preferensi waktu yang berbeda terkait konsumsi, yang bergantung pada tingkat bunga. Namun, Fisher menjelaskan bahwa keputusan investasi suatu perusahaan dapat dipisahkan dari preferensi individu dalam konteks pasar modal yang sempurna. Dalam teori keuangan korporasi, kebijakan investasi selalu dihubungkan dengan penganggaran modal (*capital budgeting*) (Dean, 1951). Proses ini menilai apakah proyek-proyek tersebut layak dimasukkan dalam anggaran modal perusahaan dengan tujuan memberikan nilai tambah dan manfaat optimal bagi perusahaan. *Capital budgeting* melakukan perbandingan antara arus kas keluar untuk investasi dan arus kas masuk yang dihasilkan dari investasi.

Dalam penelitian ini, kelayakan proyek investasi ESG dari perspektif perusahaan, akan dihitung menggunakan ROIC (*Return On Invested Capital*),

karena ROIC fokus pada kinerja operasional perusahaan tanpa memperhatikan struktur modalnya. ROIC menjadi unggul dalam menilai penciptaan nilai dari investasi perusahaan, karena memberikan metrik yang lebih praktis dan langsung mengukur efisiensi dan efektivitas penggunaan modal, tanpa asumsi kompleks terkait biaya ekuitas dan biaya utang seperti pada WACC. Selain itu, investasi *intangible* seperti R&D dan pemasaran dapat diakui dan disesuaikan dalam perhitungan ROIC. Investasi *intangible* dalam proyek ESG diantaranya adalah pelatihan karyawan atau pengembangan teknologi ramah lingkungan, yang dapat memberikan gambaran akurat tentang pengembalian investasi tersebut. Oleh karena itu, dengan pengukuran ROIC, perusahaan diharapkan dapat memastikan bahwa investasi ESG memberikan nilai tambah yang nyata bagi perusahaan.

2.1.2. Pasar modal efisien

Secara konsep, *Efficient Capital Market* (Fama, 1970) menjelaskan tentang bagaimana perilaku harga di pasar modal, yang tercermin dari semua informasi yang tersedia, sehingga investor tidak mungkin mendapat *return* yang lebih besar dari *return* saham. Suatu pasar dianggap efisien jika memenuhi 4 kondisi utama, yakni (1) tidak ada biaya untuk mendapat informasi dan semua informasi tersedia secara merata untuk semua partisipan pasar pada waktu yang sama; (2) tidak ada biaya transaksi, pajak, atau kendala lainnya; (3) tidak ada pemodal atau institusi yang memiliki kekuatan untuk mempengaruhi harga pasar; (4) dan semua pelaku pasar modal bertindak secara rasional, memproses informasi dengan benar dan membuat keputusan berdasar logika dan tujuan maksimalisasi keuntungan. Implikasi dari asumsi ini adalah tidak ada saham yang *undervalued* atau

overvalued, serta tidak mungkin meramalkan kecenderungan harga saham melalui berbagai analisis. Namun, *behavioral finance* telah banyak merekam peristiwa irasional dan anomali di pasar. Terlebih dunia tanpa pajak adalah tidak valid dalam kenyataannya, sehingga rangkaian asumsi ini tidak sepenuhnya realistis.

Judul dan ide utama dari penelitian ini telah menyiratkan kecenderungan bahwa informasi ESG tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saham saat ini. Asimetri informasi masih dapat terjadi meskipun pasar dianggap efisien. Asimetri informasi terjadi karena investor institusional memiliki akses ke informasi ESG yang lebih mendalam dan dapat menggunakan informasi tersebut untuk keuntungan institusi sebelum informasi tercermin dalam harga pasar. Oleh karena itu, teori pasar modal efisien mendukung gagasan bahwa jika informasi ESG tercermin dengan baik dalam harga saham, maka dapat berkontribusi pada kinerja keuangan yang lebih baik serta penilaian risiko yang lebih rendah. Namun, keterbatasan dalam asumsi pasar efisien dan keberadaan asimetri informasi menunjukkan bahwa dalam praktiknya, pengaruh skor ESG terhadap kinerja dan risiko perusahaan mungkin tidak selalu konsisten dan dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor lain, termasuk perilaku irasional dan ketidakadilan akses informasi.

2.1.3. Teori struktur modal

Teori struktur modal yang pertama kali diperkenalkan oleh Miller dan Modigliani (MM) pada tahun 1958 menyatakan bahwa dalam kondisi tanpa pajak, struktur modal, yang mencakup proporsi utang dan ekuitas, tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan akan tetap sama meskipun jumlah utang dalam struktur modal berubah. Namun, teori ini kemudian direvisi pada tahun

1963, ketika MM memasukkan pajak ke dalam model terbaru. Dalam kondisi ini, MM berargumen bahwa perusahaan yang memiliki utang akan memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki utang. Nilai yang lebih tinggi karena perusahaan memperoleh manfaat *tax shield*, di mana bunga utang yang dibayarkan dapat mengurangi beban pajak perusahaan, sehingga meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Dalam konteks *Environmental, Social, and Governance* (ESG), insentif seperti *green bond* yang ditawarkan oleh pemerintah semakin memperkuat efek *tax shield* ini. Dengan menerbitkan *green bond* untuk mendanai inisiatif keberlanjutan, perusahaan tidak hanya mendapatkan keuntungan dari *tax shield*, tetapi juga memperoleh insentif tambahan yang diberikan khusus untuk pembiayaan yang berorientasi pada keberlanjutan lingkungan. Meskipun penggunaan utang dan biaya awal yang besar untuk mendanai proyek ESG dapat meningkatkan *leverage* dan risiko keuangan, penerapan ESG yang baik justru dapat membantu menyeimbangkan risiko-risiko tersebut.

Perusahaan yang mengadopsi praktik ESG, seperti mengurangi emisi karbon atau menggunakan sumber energi terbarukan, dapat mengurangi biaya operasional jangka panjang. Sebagai hasilnya, risiko operasional perusahaan berkurang. Selain itu, pengamatan dari MSCI *Emerging Markets* menunjukkan bahwa perusahaan dengan peringkat ESG yang lebih tinggi cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah. Dengan biaya modal yang lebih rendah, perusahaan dapat mengurangi beban pajak, meningkatkan pendapatan bersih, serta mempermudah akses ke dana murah, yang pada gilirannya memungkinkan ekspansi

dan investasi yang lebih besar. Ini membantu perusahaan dalam menjaga stabilitas arus kas.

Dari perspektif investor, risiko terbagi menjadi dari risiko pasar (*systematic risk*), dan risiko non-pasar (*unsystematic risk*). Dari perspektif perusahaan, risiko terbagi menjadi risiko bisnis dan risiko keuangan. Inflasi dan perubahan kondisi ekonomi secara global merupakan contoh dari risiko pasar (*systematic risk*) yang diukur dengan beta (*levered beta*) yang merupakan ukuran perubahan return saham (R_i) terhadap return pasar (R_m). Sementara itu, risiko operasional merupakan contoh dari risiko non-pasar (*unsystematic risk*). Risiko bisnis merupakan risiko operasional yang dihadapi perusahaan dan dalam konteks ini diukur menggunakan *unlevered beta* (UB) karena tidak melibatkan utang (*leverage*), yang baru akan menjadi risiko keuangan (*default risk*) jika perusahaan mengadopsi utang. Oleh karena itu, *unlevered beta* (UB) dalam penelitian ini merepresentasikan risiko bisnis bagi perusahaan sekaligus risiko pasar menurut investor yang tidak mengikut sertakan utang dan struktur modal di dalamnya.

Dengan demikian, meskipun penggunaan utang meningkatkan risiko keuangan, penerapan ESG yang baik diharapkan dapat mengurangi risiko bisnis, yang tercermin dalam nilai *unlevered beta* (UB) yang lebih rendah. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik tidak hanya mampu mengurangi risiko operasionalnya, tetapi juga menarik minat investor melalui stabilitas yang lebih tinggi dan ekspektasi return yang lebih stabil.