

Pengaruh Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap Keputusan Investasi: Regulasi Pemerintah sebagai Variabel Moderasi

Famita Azzakhusna^{1*}, Triyono², Arina Hidayati³

¹⁻³Akuntansi, Fakultas Ekonomi & Bisnis, Universitas Horizon Indonesia

Korespondensi penulis: famitaazza@gmail.com

Abstract. The purpose of this study is to examine the influence of *Environmental, Social, and Governance* (ESG) disclosure on investment decisions, with government regulations as a moderation variable. The motivation for this research is the growing investor interest in corporate sustainability practices and the importance of regulation in enhancing the credibility of ESG information in the capital market. This study uses an explanatory quantitative approach. The data used is secondary data obtained from the company's annual reports, sustainability reports, and ESG databases listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2020-2024. The research sample was selected using a purposive sampling technique. SPSS 27 was used for data analysis, with Panel data regression and Moderated Regression Analysis (MRA) applied. The results show that ESG disclosures have a positive and significant impact on investment decisions. These findings imply that companies with higher levels of ESG disclosure are associated with fewer negative investment responses from investors. In addition, government regulations have been found to strengthen the link between ESG disclosures and investment decisions across environmental, social, and governance dimensions. The results are consistent with the theory of *Perceived Firm Legitimacy*, which holds that a company's legitimacy increases when it meets the social and regulatory expectations that apply to it. This research theoretically contributes to the development of ESG literature and corporate legitimacy, as well as has practical implications for companies and regulators, by improving the quality of ESG disclosure and the effectiveness of sustainability regulations to support sustainable investments.

Keywords: ESG disclosure; Investment Decisions; Government Regulations; *Perceived Firm Legitimacy*; Sustainability.

Abstrak. Tujuan penelitian ini adalah mengkaji pengaruh pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap keputusan investasi, dengan regulasi pemerintah sebagai variabel moderasi. Motivasi penelitian ini adalah meningkatnya minat investor terhadap praktik keberlanjutan perusahaan serta pentingnya regulasi dalam meningkatkan kredibilitas informasi ESG di pasar modal. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan database ESG perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020-2024. Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik purposive sampling. SPSS 27 digunakan untuk analisis data, dengan regresi data Panel dan *Moderated Regression Analysis* (MRA) diterapkan. Hasilnya menunjukkan bahwa pengungkapan ESG berdampak positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Temuan ini menyiratkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan ESG yang lebih tinggi dikaitkan dengan respons investasi yang lebih sedikit bersifat negatif dari investor. Selain itu, regulasi pemerintah ditemukan memperkuat hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi di seluruh dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola. Hasilnya konsisten dengan teori *Perceived Firm Legitimacy* yang menunjukkan bahwa legitimasi perusahaan meningkat ketika perusahaan memenuhi harapan sosial dan peraturan yang berlaku bagi perusahaan tersebut. Penelitian ini secara teoritis berkontribusi pada pengembangan literatur ESG dan legitimasi perusahaan, serta memiliki implikasi praktis bagi perusahaan dan regulator, dengan meningkatkan kualitas pengungkapan ESG dan efektivitas peraturan keberlanjutan untuk mendukung investasi berkelanjutan.

Kata kunci: Pengungkapan ESG; Keputusan Investasi; Regulasi Pemerintah; *Perceived Firm Legitimacy*; Keberlanjutan.

1. LATAR BELAKANG

Selama sepuluh tahun terakhir, minat terhadap praktik keberlanjutan perusahaan telah berkembang, terutama melalui kerangka kerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Investor institusional secara global juga semakin mempertimbangkan aspek ESG dalam keputusan investasi mereka karena diyakini mampu menangkap risiko nonkeuangan serta prospek jangka panjang perusahaan (Tarigan & Nugroho, 2026). Menurut laporan baru-baru ini, aset yang dikelola secara global dengan pendekatan ESG telah melampaui USD 30 triliun dan telah mengalami pertumbuhan yang konsisten sejak 2020 (Izmailova et al., 2023). Di sisi lain, pasar negara berkembang seperti Indonesia masih menghadapi tantangan terkait kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG (Nurahman et al., 2024). Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengeluarkan peraturan tentang pelaporan keberlanjutan, tetapi perusahaan berbeda dalam hal kepatuhan dan kualitas pengungkapan (Ramdhan, 2025). Situasi ini menimbulkan pertanyaan tentang sejauh mana pengungkapan ESG memengaruhi keputusan investasi, terutama di pasar negara berkembang. Masalah ini penting karena keputusan investasi tidak hanya didorong oleh informasi keuangan tradisional, tetapi juga oleh persepsi investor terhadap legitimasi perusahaan. Teori *Perceived Firm Legitimacy* menunjukkan bahwa semakin perusahaan mematuhi norma dan peraturan sosial, semakin sah perusahaan akan dirasakan oleh investor (Reschiwati et al., 2021). Juga, pengungkapan ESG merupakan sinyal yang berkontribusi terhadap persepsi tersebut. Namun, efektivitas sinyal semacam itu sangat bergantung pada konteks kelembagaan, termasuk kekuatan regulasi pemerintah (Jafar et al., 2024). Regulasi ESG masih dikembangkan di Indonesia, dan peran pemerintah sebagai pelemah atau penguat hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi sangat relevan untuk studi empiris.

Penelitian sebelumnya tentang dampak pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi telah menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa pengungkapan ESG memiliki efek positif terhadap niat investasi melalui peningkatan transparansi dan pengurangan asimetri informasi (Fujianti et al., 2024; Rismawati et al., 2025). Ini juga mengirimkan sinyal sosial kepada investor untuk bekerja sama dengan perusahaan (Triyono et al., 2025). Di sisi lain, penelitian lain menunjukkan bahwa persyaratan transparansi yang lebih tinggi dapat secara signifikan meningkatkan biaya pengungkapan bagi perusahaan (Yu & Luu, 2021). Ketidakpastian empiris ini sering kali berasal dari dimensi kinerja ESG yang multidimensi, di mana perusahaan

menunjukkan tanggung jawab yang tidak merata di seluruh dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola (Kordsachia et al., 2021). Selain itu, integrasi faktor ESG menjadi semakin relevan bagi manajer investasi sebagai alat untuk memitigasi risiko dan mengidentifikasi potensi kerugian melalui deteksi dini serta "tanda bahaya" (Cheng et al., 2022). Penelitian lebih lanjut masih difokuskan pada pasar maju, sehingga membatasi generalisasi temuan ke pasar negara berkembang (Rodgers et al., 2020). Ini menunjukkan kesenjangan dalam literatur yang perlu ditangani melalui penelitian yang mempertimbangkan faktor kontekstual, seperti peraturan pemerintah.

Selain itu, penelitian tentang efek moderasi regulasi pemerintah terhadap hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi masih terbatas. Faktanya, regulasi yang kuat dapat meningkatkan kredibilitas informasi ESG serta kepercayaan investor (Rounok et al., 2023). Sebaliknya, regulasi yang lemah dapat mendorong praktik *greenwashing*, sehingga mengikis kepercayaan investor (Šneiderienė & Legenzova, 2024). Regulasi pemerintah merupakan mekanisme eksternal yang memvalidasi klaim keberlanjutan perusahaan berdasarkan teori *Perceived Firm Legitimacy* (Lubis et al., 2025). Oleh karena itu, penelitian ini menunjukkan bahwa regulasi pemerintah berperan tidak hanya sebagai faktor kontekstual, tetapi juga sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi.

Tujuan utama dari penelitian ini, seperti yang dijelaskan di atas, adalah untuk mengkaji pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi serta memeriksa peran regulasi pemerintah sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Penelitian ini juga bertujuan untuk memberikan bukti empiris dalam konteks pasar negara berkembang, khususnya di Indonesia, yang masih relatif kurang dieksplorasi dalam literatur ESG. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi secara teoritis terhadap pengembangan teori *Perceived Firm Legitimacy* dan secara praktis bagi pembuat kebijakan serta pelaku pasar dalam meningkatkan efektivitas regulasi ESG.

Secara khusus, penelitian ini mengusulkan beberapa hipotesis. Pertama, pengungkapan ESG berdampak positif terhadap keputusan investasi. Kedua, peraturan pemerintah memperkuat dampak pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi. Berdasarkan hipotesis ini, pertanyaan penelitiannya adalah: (1) Apakah pengungkapan ESG memengaruhi keputusan investasi? (2) Apakah peraturan pemerintah memoderasi hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi? Penelitian kuantitatif ini

diharapkan dapat menghasilkan temuan yang sistematis, terukur, dan relevan, serta memajukan perkembangan terkini dalam literatur.

2. KAJIAN TEORITIS

Perceived Firm Legitimacy theory

Berdasarkan *Perceived Firm Legitimacy Theory*, perusahaan mencari penerimaan sosial dengan menyelaraskan kegiatannya dengan norma, nilai, dan harapan masyarakat (Yudhanti & Tjahjadi, 2021). Kelayakan investasi sangat bergantung pada legitimasi yang dirasakan investor, yang mencerminkan sejauh mana investor yakin terhadap keberlanjutan operasional perusahaan. Dalam konteks ESG, pengungkapan keberlanjutan merupakan alat komunikasi yang menunjukkan kepatuhan perusahaan terhadap standar sosial dan lingkungan. Legitimasi yang tinggi telah terbukti meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan persepsi risiko (Martha & Khomsiyah, 2023; Sasmita et al., 2025). Oleh karena itu, teori ini relevan untuk menjelaskan dampak pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi. Teori ini juga mengungkapkan bahwa legitimasi tidak tetap, melainkan cair dan tunduk pada pengaruh eksternal, seperti peraturan pemerintah. Peraturan yang ketat dapat meningkatkan kredibilitas informasi yang disampaikan dan, dengan demikian, meningkatkan legitimasi perusahaan (Luthfi & Atmini, 2025). Namun, regulasi yang lemah dapat membuat pengungkapan ESG kurang efektif sebagai sinyal legitimasi. Dengan demikian, teori ini memberikan dasar konseptual untuk memahami efek moderasi regulasi pemerintah terhadap hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi.

Pengungkapan ESG

Pengungkapan ESG mengacu pada pelepasan informasi mengenai kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan kepada para pemangku kepentingan. Informasi ini mencakup emisi karbon, praktik ketenagakerjaan, dan tata kelola perusahaan. Pengungkapan ESG dimaksudkan untuk meningkatkan transparansi dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor (Gesso & Lodhi, 2024). Dalam praktiknya, perusahaan terutama menggunakan laporan keberlanjutan atau pelaporan terintegrasi sebagai kendaraan utama untuk pengungkapan ESG. Selain itu, standarisasi pelaporan keberlanjutan menjadi semakin relevan bagi perusahaan untuk memastikan kualitas informasi yang mereka berikan serta memenuhi harapan pemangku kepentingan (Jørgensen et al., 2021).

Studi empiris menunjukkan bahwa kualitas pengungkapan ESG bervariasi secara signifikan di berbagai perusahaan dan negara. Perusahaan di negara maju umumnya memiliki standar pengungkapan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan di negara berkembang (Singhania et al., 2023), karena perbedaan tekanan peraturan dan permintaan pasar. Selain itu, ada bukti bahwa perusahaan lintas cotisasi menunjukkan transparansi yang lebih besar dalam melaporkan data ESG dibandingkan dengan perusahaan yang terdaftar secara eksklusif di bursa saham domestik (Yu & Luu, 2021). Sehingga penting untuk meneliti pengungkapan ESG dalam konteks lokal, khususnya di Indonesia, di mana regulasi keberlanjutan masih terus berkembang.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah keputusan yang dibuat oleh investor tentang cara membeli aset menggunakan data yang tersedia untuk memperoleh pengembalian terbaik dengan risiko yang paling rendah. Dalam literatur keuangan saat ini, informasi keuangan tidak hanya menjadi penentu keputusan investasi, tetapi juga menjadi faktor non-keuangan, termasuk *Environmental, Social, and Governance (ESG)* (Kumagai & Fujii, 2025). Semakin banyak investor menyadari bahwa risiko ESG dapat memengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan secara material. Selain itu, perkembangan dalam investasi berkelanjutan menunjukkan bahwa investor institusional semakin memasukkan ESG ke dalam strategi portofolio mereka. Hal ini menunjukkan pentingnya pengungkapan ESG dalam membentuk preferensi investor. Namun, pengaruh ini tidak selalu diterjemahkan menjadi hasil yang nyata, terutama di pasar dengan tingkat transparansi yang rendah.

Pengungkapan ESG dan Keputusan Investasi

Pengungkapan ESG merupakan sinyal informasi yang dapat memengaruhi persepsi investor terhadap kualitas perusahaan. Teori legitimasi menyatakan bahwa organisasi yang mengungkapkan informasi ESG secara transparan dianggap lebih bertanggung jawab dan memiliki risiko yang lebih rendah. Hal ini mendorong investor untuk berinvestasi lebih banyak pada perusahaan-perusahaan tersebut (Saleh & Wulandari, 2025). Di sisi lain, kurangnya standar pelaporan yang seragam dan keterbatasan komparabilitas data sering kali menimbulkan hambatan signifikan yang mencegah investor untuk secara efektif memasukkan metrik ESG ke dalam pengambilan keputusan mereka (Sangiorgi & Schopohl, 2021).

Sejumlah studi empiris mendukung hubungan positif antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi. Misalnya, Tian et al. (2024) menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang tinggi cenderung menarik lebih banyak investasi institusional. Namun, penelitian lain telah melaporkan hasil yang berbeda, terutama di negara berkembang di mana investor tidak sepenuhnya mempercayai pengungkapan ESG (Krystella et al., 2020). Ketidakpastian ini sering disebabkan oleh multidimensi kinerja ESG, di mana perusahaan dapat menunjukkan tingkat tanggung jawab lingkungan yang tinggi tetapi dimensi sosial atau tata kelola yang lemah (Kordsachia et al., 2021). Perbedaan ini juga menyoroti kesenjangan penelitian yang memerlukan penyelidikan lebih lanjut, terutama terkait faktor kontekstual seperti peraturan pemerintah.

Regulasi Pemerintah sebagai Variabel Moderasi

Kualitas dan keandalan pengungkapan ESG akan meningkat melalui regulasi pemerintah. Regulasi yang kuat dapat mengekang *greenwashing* dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi perusahaan (Fauziah et al., 2024). Dalam pengertian ini, regulasi adalah mekanisme eksternal yang memperkuat hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi. Namun, regulasi yang lemah dapat menciptakan ketidakpastian informasi, sehingga melemahkan dampak pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi. Penelitian menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap keputusan investasi lebih signifikan di negara-negara dengan penegakan hukum yang kuat (Z. Zhu, 2025). Ini menyiratkan bahwa regulasi pemerintah berperan sebagai moderator yang penting dalam hubungan ini. Menurut *Perceived Firm Legitimacy Theory*, regulasi pemerintah meningkatkan legitimasi perusahaan melalui jaminan terhadap akurasi dan kredibilitas pengungkapan ESG. Dengan demikian, investor lebih cenderung menggunakan informasi ini untuk membuat keputusan investasi mereka. Dengan demikian, penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi ditingkatkan oleh peraturan pemerintah.

Kerangka Teori

Penelitian ini mengkaji dampak faktor *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap investasi, dengan regulasi pemerintah sebagai variabel pemoderasi. Kerangka konseptual dari penelitian ini disajikan pada Gambar 2.1.

Pengembangan Hipotesis

Pengungkapan ESG dan Keputusan Investasi

Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) merupakan alat penting untuk mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Informasi ESG merupakan indikator kualitas manajemen dan komitmen terhadap keberlanjutan, serta kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko nonkeuangan. Teori *Perceived Firm Legitimacy* menyatakan bahwa perusahaan yang secara sukarela mengungkapkan informasi ESG lebih mungkin memperoleh legitimasi yang lebih tinggi dari para pemangku kepentingan. Legitimasi seperti itu meningkatkan kepercayaan investor karena perusahaan dipandang konsisten dengan norma sosial dan ekspektasi peraturan. Sehingga investor lebih cenderung berinvestasi pada perusahaan dengan pengungkapan ESG yang baik. Ada beberapa studi empiris yang mendukung hubungan positif antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi. Ardian & Sari (2024) menemukan bahwa semakin transparan perusahaan dalam mengungkapkan ESG-nya, semakin tinggi nilai perusahaannya, karena investor menganggap informasi ini sebagai sinyal transparansi dan manajemen risiko yang baik. Rau & Yu (2023) juga menemukan bahwa investor institusional lebih menyukai perusahaan dengan kinerja ESG yang baik karena perusahaan tersebut dianggap memiliki prospek jangka panjang yang lebih stabil. Hasil tersebut sejalan dengan teori legitimasi yang menyatakan bahwa pengungkapan ESG meningkatkan kredibilitas perusahaan dalam persepsi investor. Namun, tidak semua penelitian menunjukkan hubungan yang konsisten. Ihsani et al. (2023) menunjukkan bahwa pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi dapat lemah atau tidak signifikan, terutama di negara-negara dengan tingkat penegakan peraturan yang rendah. Ini karena investor tidak mempercayai informasi ESG yang tersedia untuk umum, sehingga relevansinya dalam pengambilan keputusan berkurang. Selain itu, Chrzan & Pott (2024) menemukan bahwa di beberapa pasar, investor masih lebih memperhatikan indikator keuangan tradisional dibandingkan dengan informasi ESG. Temuan ini menyiratkan bahwa efektivitas pengungkapan ESG sangat bergantung pada konteks kelembagaan dan tingkat kepercayaan di pasar.

Perbedaan temuan penelitian ini menunjukkan adanya kesenjangan dalam literatur, terutama terkait pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi di lingkungan pasar negara berkembang. Perbedaan ini dapat dijelaskan dalam kerangka teori *Perceived Firm Legitimacy* mengenai berbagai tingkat legitimasi yang dicapai perusahaan melalui pengungkapan ESG. Pengungkapan ESG lebih efektif dalam

meningkatkan legitimasi dan memengaruhi keputusan investasi di lingkungan dengan tekanan sosial dan peraturan yang kuat. Di sisi lain, dalam lingkungan tekanan yang lemah, pengungkapan ESG tidak dapat memberikan sinyal yang kredibel kepada investor. Argumen teoretis ini, bersama dengan hasil empiris, menunjukkan dampak positif pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi. Semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG, semakin tinggi legitimasi perusahaan di mata investor, yang pada akhirnya mengarah pada peningkatan minat investasi. Oleh karena itu, kami mengusulkan hipotesis berikut:

H1a: Pengungkapan *Environmental* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H1b: Pengungkapan *social* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H1c: Pengungkapan *governance* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Regulasi Pemerintah dan Keputusan Investasi

Regulasi pemerintah adalah instrumen kelembagaan yang memengaruhi perilaku pasar serta kualitas informasi yang tersedia bagi investor. Regulasi yang kuat meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan perlindungan investor. Di kancah investasi dan regulasi, jika jelas dan ditegakkan secara konsisten, mengurangi ketidakpastian dan risiko informasi. Hal ini meningkatkan kepercayaan investor terhadap lingkungan pasar serta meningkatkan kesediaan mereka untuk mengalokasikan modal. Dalam kerangka kerja *Perceived Firm Legitimacy*, regulasi pemerintah berfungsi sebagai sumber legitimasi eksternal yang meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Bukti lapangan menunjukkan bahwa regulasi pemerintah berdampak positif terhadap keputusan investasi. Penerapan peraturan wajib pelaporan keberlanjutan telah ditemukan dapat meningkatkan transparansi perusahaan dan memberikan insentif bagi investasi yang lebih besar, terutama dari investor institusional (Sánchez et al., 2020). Dalam studi lain, Gibbons (2023) menemukan bahwa regulasi yang ketat terhadap pelaporan nonkeuangan dapat meningkatkan kualitas informasi yang digunakan investor dalam pengambilan keputusan. Hasil ini menunjukkan bahwa regulasi dapat digunakan sebagai sarana untuk meningkatkan kredibilitas informasi perusahaan dan, dengan demikian, berdampak pada preferensi investasi.

Tetapi banyak penelitian telah menghasilkan hasil yang kontradiktif. Firmansyah et al., (2021) menemukan bahwa regulasi yang terlalu ketat dapat mengakibatkan biaya

kepatuhan yang tinggi bagi perusahaan yang pada akhirnya mengurangi daya tarik investasi. Apalagi, ketika kapasitas penegakan hukum lemah, regulasi sering kali tidak efektif dalam meningkatkan kepercayaan investor (Mustaring, 2022). Hal ini sejalan dengan karya Mariotti & Marzano (2021) yang menunjukkan bahwa pengaruh regulasi terhadap keputusan investasi sangat bergantung pada tingkat penegakan dan kualitas lembaga di masing-masing negara. Ini menunjukkan bahwa peraturan pemerintah tidak selalu memiliki efek yang linier.

Temuan yang berbeda ini menunjukkan adanya kesenjangan dalam literatur, terutama terkait dampak peraturan pemerintah terhadap keputusan investasi di negara-negara berkembang. Dari perspektif *Perceived Firm Legitimacy*, peraturan pemerintah membantu meningkatkan legitimasi perusahaan dengan memastikan praktik bisnis selaras dengan standar yang berlaku. Namun, jika regulasi tidak diterapkan dengan baik, legitimasi yang dihasilkan lemah dan tidak cukup untuk memengaruhi keputusan investor. Argumen teoretis dan temuan empiris ini mengarah pada hipotesis penelitian bahwa peraturan pemerintah memengaruhi keputusan investasi. Peraturan yang kuat dan efektif akan menanamkan kepercayaan investor dan mendorong lebih banyak aktivitas investasi. Jadi hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Regulasi pemerintah berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Pengungkapan ESG, Regulasi Pemerintah, dan Keputusan Investasi

Pengungkapan ESG tidak selalu menghasilkan respons investasi yang seragam. Variasi ini muncul karena perbedaan kualitas institusional, khususnya kekuatan regulasi pemerintah. Regulasi yang efektif meningkatkan kredibilitas informasi ESG melalui standar pelaporan, mekanisme verifikasi, dan sanksi atas misrepresentasi. Dalam kerangka *Perceived Firm Legitimacy*, regulasi bertindak sebagai validator eksternal yang mengonfirmasi bahwa praktik dan klaim keberlanjutan perusahaan sesuai dengan norma dan aturan yang berlaku. Ketika validasi ini kuat, sinyal ESG menjadi lebih dapat dipercaya, sehingga lebih berpengaruh dalam keputusan investasi.

Sejumlah studi menunjukkan bahwa dampak ESG terhadap keputusan investasi meningkat dalam lingkungan regulasi yang lebih ketat. Ehlers et al. (2024) menemukan bahwa mandat pelaporan keberlanjutan meningkatkan kualitas dan komparabilitas informasi, yang kemudian meningkatkan partisipasi investor. Christensen et al. (2021) juga menunjukkan bahwa standar pelaporan non-keuangan yang lebih ketat

meningkatkan reliabilitas informasi dan sensitivitas pasar terhadap pengungkapan ESG. Hasil ini konsisten dengan argumen legitimasi, yaitu bahwa penguatan mekanisme institusional meningkatkan penerimaan investor terhadap sinyal keberlanjutan.

Namun, temuan lain menunjukkan bahwa tanpa penegakan yang memadai, regulasi tidak selalu memperkuat hubungan tersebut. Bernini & Rosa, (2023) mencatat bahwa di yurisdiksi dengan enforcement lemah, investor cenderung mendiskonto informasi ESG karena risiko *greenwashing*. Wang et al. (2025) juga menunjukkan bahwa heterogenitas kualitas institusi menyebabkan variasi respons investor terhadap ESG. Dengan demikian, peran moderasi regulasi bersifat kondisional (T. Zhu et al., 2025). Efek penguatan muncul ketika regulasi tidak hanya ada secara formal, tetapi juga ditegakkan secara konsisten.

Peran moderasi ini menjadi lebih jelas ketika dianalisis melalui tiga pilar ESG. Pada dimensi *environmental*, regulasi lingkungan yang ketat, seperti batas emisi dan kewajiban pelaporan karbon, meningkatkan verifikasi kinerja lingkungan. Hal ini memperkuat hubungan antara pengungkapan lingkungan dan keputusan investasi karena investor memperoleh sinyal risiko dan kepatuhan yang lebih andal. Tanpa regulasi yang kuat, klaim lingkungan sulit diverifikasi dan kurang memengaruhi preferensi investasi.

Pada dimensi *social*, regulasi ketenagakerjaan, perlindungan konsumen, dan standar keselamatan meningkatkan akuntabilitas praktik sosial perusahaan. Regulasi ini memperjelas ekspektasi minimum dan memperkecil ruang bagi manipulasi informasi sosial. Akibatnya, pengungkapan sosial menjadi lebih informatif bagi investor dalam menilai stabilitas operasional serta risiko reputasi. Dengan *enforcement* yang kuat, informasi sosial menjadi lebih efektif dalam membentuk keputusan investasi.

Pada dimensi *governance*, regulasi tata kelola seperti kewajiban independensi dewan, transparansi remunerasi, dan perlindungan pemegang saham minoritas meningkatkan kualitas pengawasan internal. Regulasi ini memperkuat kredibilitas pengungkapan tata kelola dan menurunkan risiko agensi. Investor merespons lebih kuat terhadap informasi *governance* ketika kerangka regulasi memastikan kepatuhan dan penegakan yang konsisten.

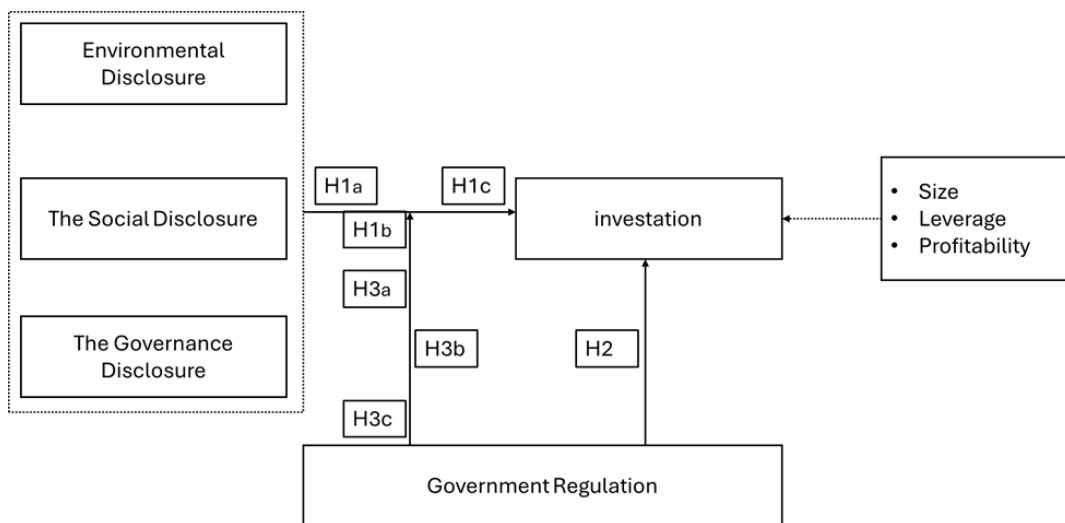
Berdasarkan argumentasi teoritis dan bukti empiris tersebut, penelitian ini mengusulkan bahwa regulasi pemerintah memperkuat pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi pada masing-masing pilar. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3a: Regulasi pemerintah memperkuat pengaruh pengungkapan *environmental* terhadap keputusan investasi.

H3b: Regulasi pemerintah memperkuat pengaruh pengungkapan *social* terhadap keputusan investasi.

H3c: Regulasi pemerintah memperkuat pengaruh pengungkapan *governance* terhadap keputusan investasi.

Gambar 2.1 Kerangka Teori



3. METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian eksplanatori. Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menganalisis hubungan kausal antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi, dengan regulasi pemerintah sebagai variabel moderator. Penelitian ini mengadopsi desain eksplanatori untuk menguji hubungan antarvariabel melalui pengujian hipotesis yang didasarkan pada teori *Perceived Firm Legitimacy*. Metode ini memungkinkan peneliti memperoleh bukti empiris yang objektif dan terukur mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Studi ini menggunakan data sekunder dari laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan basis data ESG perusahaan yang telah diterbitkan secara resmi. Data keuangan dan investasi diperoleh dari basis data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data sekunder dipilih karena memberikan pengukuran longitudinal yang konsisten dan tingkat objektivitas yang tinggi.

Data laporan keuangan penelitian ini diambil dari tahun 2020–2024. Periode ini dipilih berdasarkan meningkatnya penerapan regulasi keberlanjutan di Indonesia menyusul implementasi Peraturan OJK No. 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan. Periode ini juga menyaksikan perkembangan signifikan dalam pengungkapan ESG di pasar modal Indonesia pascapandemi COVID-19.

Teknik pengumpulan data dengan dokumentasi. Para peneliti mengumpulkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan dari situs resmi Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan bersifat historis dan telah dipublikasikan secara resmi, sehingga teknik dokumentasi dipilih untuk meningkatkan validitas penelitian.

Penelitian ini menggunakan pendekatan *panel data* karena data terdiri atas dimensi waktu (*time series*) dan individu perusahaan (*cross section*). Penggunaan data panel memungkinkan peneliti mengamati perubahan perilaku perusahaan dalam beberapa periode sekaligus meningkatkan kekuatan statistik model penelitian. Pendekatan ini juga dinilai lebih mampu mengatasi masalah heterogenitas dibandingkan dengan regresi biasa.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2020 hingga 2024. Populasi ini dipilih karena perusahaan publik memiliki lebih banyak persyaratan keterbukaan informasi daripada perusahaan swasta, seperti pengungkapan ESG dan laporan keberlanjutan.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Pilihan teknik ini dibenarkan oleh kebutuhan untuk menyelaraskan karakteristik spesifik sampel dengan tujuan penelitian. Kriteria pengambilan sampel yang digunakan adalah: (1) perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut di BEI selama periode penelitian, (2) perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan yang lengkap, (3) perusahaan yang memiliki data ESG yang dapat diperoleh sepanjang periode penelitian, dan (4) perusahaan yang memiliki data investasi serta variabel kontrol yang lengkap.

Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria ini akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Selain itu, perusahaan sektor keuangan dapat menerima perlakuan istimewa karena fitur regulasinya yang unik dibandingkan dengan sektor lain. Sampel dipilih untuk memastikan konsistensi data dan meningkatkan kualitas hasil penelitian.

Unit analisis untuk penelitian ini adalah perusahaan (analisis tingkat perusahaan). Setiap pengamatan merupakan data perusahaan untuk periode tertentu. Penggunaan data panel diharapkan dapat meningkatkan jumlah pengamatan serta meningkatkan keandalan hasil analisis statistik.

Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi. Rasio belanja modal terhadap total aset (efisiensi investasi atau tingkat investasi) digunakan sebagai proksi dalam pengambilan keputusan investasi. Pengukuran ini mengacu pada penelitian Ghosh et al. (2025) yang menyatakan bahwa keputusan investasi merupakan respons perusahaan terhadap peluang pertumbuhan dan persepsi pasar. Variabel independen adalah pengungkapan ESG. Pengungkapan ESG diukur dengan skor pengungkapan ESG yang terdiri dari tiga dimensi utama: Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola. Skor ESG diambil dari database *Refinitiv* atau *Bloomberg ESG Score*. Semakin tinggi skor ESG, semakin transparan perusahaan dalam hal keberlanjutannya.

Dimensi lingkungan terkait dengan pengungkapan emisi karbon, efisiensi energi, pengelolaan limbah, serta kebijakan lingkungan perusahaan. Dimensi ini menandakan komitmen perusahaan terhadap kelestarian lingkungan dan mitigasi risiko iklim. Dimensi sosial mencakup pengungkapan mengenai hubungan kerja, kesehatan dan keselamatan kerja, keragaman, hak asasi manusia, serta tanggung jawab sosial perusahaan. Pengungkapan sosial digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjaga hubungan dengan para pemangku kepentingan.

Dimensi tata kelola mencakup kualitas tata kelola perusahaan, termasuk independensi dewan, transparansi, hak pemegang saham, serta efektivitas pengawasan manajemen. Tata kelola yang baik membuat perusahaan lebih bertanggung jawab kepada para investor.

Variabel moderator dalam penelitian ini adalah regulasi pemerintah. Regulasi pemerintah diproksikan oleh indeks peraturan keberlanjutan atau *dummy* untuk penerapan peraturan ESG, berdasarkan tingkat kepatuhan perusahaan terhadap peraturan pelaporan keberlanjutan OJK. Semakin tinggi tingkat kepatuhan terhadap peraturan, semakin penting regulasi dalam menegakkan transparansi ESG. Selain variabel utama, penelitian ini juga mencakup variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, profitabilitas (pengembalian aset), *leverage*, dan usia perusahaan. Variabel kontrol digunakan untuk

meminimalisir bias dalam hasil penelitian yang disebabkan oleh faktor-faktor selain model utama.

Metode Analisis Data

Analisis statistik deskriptif digunakan dalam penelitian ini untuk mengkarakterisasi data penelitian. Statistik deskriptif adalah nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum untuk setiap variabel penelitian. Analisis ini dimaksudkan untuk memberikan wawasan umum tentang distribusi data. Setelah itu, penelitian ini menguji asumsi klasik normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Tes asumsi klasik digunakan untuk memenuhi persyaratan analisis statistik inferensial pada model regresi. Untuk pelanggaran asumsi, metode penyesuaian seperti kesalahan standar yang kuat akan diterapkan.

Analisis regresi data panel digunakan untuk menguji hipotesis. Kami memilih model regresi panel karena dapat menangkap variasi di seluruh perusahaan dan sepanjang waktu secara simultan. Penelitian ini menggunakan tiga pendekatan estimasi: model efek umum, model efek tetap, dan model efek acak.

Untuk menguji model moderasi, *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan. Analisis ini dilakukan dengan menciptakan variabel interaksi antara pengungkapan ESG dan regulasi pemerintah. Variabel interaksi digunakan untuk menyelidiki apakah peraturan pemerintah memperkuat atau membatasi hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi.

Persamaan regresi penelitian dirumuskan sebagai berikut:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 REG_{it} + \beta_3 ESG * REG_{it} + \beta_4 CONTROL_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

INV = keputusan investasi;
 ESG = pengungkapan ESG;
 REG = regulasi pemerintah;
 CONTROL = variabel kontrol;
 ϵ_{it} = error term

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel dan Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari *database Bloomberg ESG Disclosure Score* serta laporan tahunan, keberlanjutan, dan keuangan perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode data penelitian adalah 2020–2024. Periode ini dipilih karena tren pelaporan keberlanjutan tumbuh setelah peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tentang keuangan berkelanjutan dan keterbukaan ESG yang wajib bagi perusahaan publik.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. *Purposive sampling* digunakan dengan kriteria khusus untuk memastikan data yang dikumpulkan relevan dengan tujuan penelitian. Perusahaan sektor keuangan dikecualikan karena memiliki karakteristik peraturan dan struktur pelaporan yang berbeda dibandingkan dengan sektor lain. Kami juga mengecualikan perusahaan dari sampel studi kami yang tidak memiliki data ESG lengkap yang tersedia dalam basis data *Bloomberg*. Pengamatan tahun perusahaan yang dikumpulkan berjumlah 420 berdasarkan proses seleksi sampel. Angka ini dianggap cukup untuk analisis regresi data panel karena meningkatkan keandalan perkiraan statistik dan mengurangi bias dalam hasil penelitian.

Tabel 4.1 Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Total Perusahaan
Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2020–2024	620
Perusahaan yang tidak memiliki laporan keberlanjutan lengkap	(85)
Perusahaan yang tidak memiliki data ESG Disclosure Bloomberg	(70)
Perusahaan dengan data keuangan tidak lengkap	(45)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	(84)
Total observasi penelitian (84×5 tahun)	(420)

Sumber: Data skunder diolah penulis

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa dari total populasi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI, hanya 84 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG di Indonesia masih belum merata,

terutama pada perusahaan yang belum secara konsisten melaporkan informasi keberlanjutan dalam basis data internasional seperti *Bloomberg ESG Disclosure*.

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik variabel dalam penelitian. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi keputusan investasi (*Investment/INV*), pilar ESG yang terdiri atas *Environmental (E)*, *Social (S)*, dan *Governance (G)*, regulasi pemerintah (*REG*), serta variabel kontrol berupa ukuran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas (*ROA*), dan *leverage (LEV)*.

Tabel 4.2 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
INV	0.01	0.82	0.346	0.174
E	12.4	89.7	51.283	16.921
S	15.2	91.5	57.104	15.633
G	20.1	95.8	63.418	14.87
REG	0	1	0.684	0.466
SIZE	25.11	33.48	29.772	1.624
ROA	-0.15	0.29	0.061	0.073
LEV	0.08	2.91	0.941	0.584
Valid N	420			
Keterangan:	Inv: Investasi; E= Pilar <i>Environmental</i> ; S= Pilar <i>Social</i> ; G= Pilar <i>Governance</i> ; REG= Regulasi pemerintah; Size= Ukuran perusahaan; LEV= Leverage; ROA= Profitabilitas			

Sumber: Data pengolahan SPSS 27 (2026)

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa rata-rata keputusan investasi (*INV*) perusahaan sebesar 0,346 dengan standar deviasi 0,174. Nilai tersebut menunjukkan bahwa tingkat investasi perusahaan relatif moderat selama periode penelitian. Pilar *Governance* memiliki nilai rata-rata tertinggi dibandingkan dengan dimensi ESG lainnya, yaitu sebesar 63,418. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung lebih fokus pada penguatan tata kelola dibandingkan dengan aspek lingkungan dan sosial.

Variabel regulasi pemerintah (*REG*) memiliki rata-rata 0,684 yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan telah mengikuti regulasi terkait pelaporan keberlanjutan. Namun demikian, standar deviasi sebesar 0,466 menunjukkan bahwa masih terdapat variasi tingkat kepatuhan antarperusahaan.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi Pearson dilakukan untuk menguji hubungan antarvariabel penelitian dan mendeteksi potensi multikolinearitas. Nilai korelasi di bawah 0,80 menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius dalam model penelitian.

Tabel 4.3 *Pearson Correlation Matrix*

	INV	E	S	G	REG	SIZE	ROA	LEV
INV	1							
E	0.412**	1						
S	0.438**	0.621**	1					
G	0.467**	0.548**	0.593**	1				
REG	0.389**	0.441**	0.426**	0.472**	1			
SIZE	0.294**	0.365**	0.337**	0.351**	0.218*	1		
ROA	0.318**	0.245*	0.281**	0.292**	0.173*	0.267**	1	
LEV	-0.182*	-0.094	-0.087	-0.116	-0.052	0.201*	-0.143	1
N	420							
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)								
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)								

Sumber: Data diolah SPSS (2026)

Hasil korelasi menunjukkan bahwa seluruh dimensi ESG memiliki hubungan positif dengan keputusan investasi. Dimensi *Governance* memiliki korelasi tertinggi terhadap keputusan investasi dibandingkan dengan dimensi lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih mempertimbangkan kualitas tata kelola perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi.

Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan regresi data panel dengan pendekatan *fixed effect model* berdasarkan hasil uji Chow dan uji Hausman. Model regresi digunakan untuk menguji pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi dengan regulasi pemerintah sebagai variabel moderasi.

Tabel 4.4 Hasil Regresi dan Pengujian Hipotesis

	Koefisien	t-Statistic	Probabilitas	Keputusan
E	0.184	3.421	0.001	Diterima
S	0.201	3.885	0	Diterima
G	0.267	4.192	0	Diterima
REG	0.153	2.917	0.004	Diterima
E×REG	0.118	2.438	0.015	Diterima
S×REG	0.136	2.761	0.006	Diterima
G×REG	0.149	3.012	0.003	Diterima
SIZE	0.084	2.115	0.035	Diterima

ROA	0.127	2.547	0.011	Diterima
LEV	-0.073	-1.983	0.048	Diterima
Statistik Model	Nilai			
R-Squared	0.671			
Adjusted R-Squared	0.648			
F-Statistic	29.771			
Prob(F-Statistic)	0			

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa semua dimensi ESG Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola memiliki efek positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Dimensi Tata Kelola memiliki koefisien tertinggi di antara dimensi lainnya. Oleh karena itu, investor akan lebih memperhatikan kualitas tata kelola perusahaan saat mengevaluasi peluang investasi jangka panjang. Hasil yang positif dan signifikan juga mengindikasikan adanya interaksi antara ESG dan peraturan pemerintah. Nilai probabilitas $< 0,05$ untuk variabel interaksi $E \times REG$, $S \times REG$, dan $G \times REG$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa regulasi pemerintah dapat meningkatkan dampak pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi. Dengan demikian, H3a, H3b, dan H3c didukung.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori *Perceived Firm Legitimacy* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan pengungkapan ESG yang baik dianggap lebih sah oleh investor. Legitimasi ini juga didukung oleh peraturan pemerintah yang meningkatkan kredibilitas dan transparansi informasi terkait keberlanjutan. Secara umum, investor cenderung lebih menyukai perusahaan yang tampaknya mengikuti standar dan peraturan ESG.

Selain itu, hasilnya menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan merupakan faktor ESG yang paling signifikan dalam memengaruhi keputusan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola dan akuntabilitas perusahaan tetap menjadi pertimbangan investasi yang penting bagi investor di pasar negara berkembang.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki dampak pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap keputusan investasi sekaligus meneliti regulasi pemerintah sebagai variabel moderat. Studi ini menemukan, melalui analisis regresi data panel, bahwa pengungkapan ESG secara positif dan signifikan memengaruhi keputusan investasi. Temuan ini menyiratkan bahwa semakin besar pengungkapan ESG perusahaan,

semakin besar pula kepercayaan investor terhadap keputusan investasi. Hasil ini konsisten dengan hipotesis pertama (H1) dan memperkuat teori *Perceived Firm Legitimacy* yang mengemukakan bahwa perusahaan yang menunjukkan kepatuhan terhadap norma sosial dan keberlanjutan akan menerima legitimasi yang lebih besar dari investor.

Penelitian ini juga menemukan bahwa peraturan pemerintah berdampak positif terhadap keputusan investasi. Regulasi yang kuat meningkatkan kredibilitas dan transparansi informasi keberlanjutan perusahaan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap kualitas perusahaan. Hasil ini konsisten dengan hipotesis kedua (H2) dan menunjukkan bahwa faktor kelembagaan secara signifikan mempengaruhi perilaku investasi di pasar modal.

Selain itu, penelitian menunjukkan bahwa regulasi pemerintah dapat membantu meningkatkan hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh pengungkapan ESG terhadap keputusan investasi sangat dimediasi oleh kualitas regulasi dan tingkat penerapan kebijakan keberlanjutan. Dengan demikian, hipotesis moderasi dimensi *Environmental* (H3a), *Social* (H3b), dan *Governance* (H3c) didukung. Peraturan pemerintah telah terbukti meningkatkan legitimasi dan kredibilitas informasi ESG dan dengan demikian meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi keberlanjutan perusahaan yang dipublikasikan.

Secara praktis, temuan penelitian ini berimplikasi bagi perusahaan yang berupaya meningkatkan kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG sebagai strategi untuk meningkatkan daya tarik investasi. Perusahaan perlu memastikan praktik keberlanjutan tidak hanya bersifat simbolis, tetapi juga diterapkan secara konkret dalam operasional bisnis. Regulator juga perlu meningkatkan standar pengawasan dan pelaporan ESG agar informasi perusahaan menjadi lebih transparan, konsisten, dan bebas dari *greenwashing*. Penguatan regulasi keberlanjutan juga penting untuk menciptakan ekosistem investasi yang lebih berkelanjutan dan andal.

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Pertama, penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga generalisasi temuan terbatas pada konteks pasar negara berkembang. Kedua, skor ESG berasal dari skor komposit yang tidak sepenuhnya menangkap kualitas substantif praktik

keberlanjutan perusahaan. Ketiga, penelitian ini menggunakan regulasi pemerintah sebagai satu-satunya variabel moderator sehingga tidak mempertimbangkan faktor kelembagaan lain yang dapat memengaruhi keputusan investasi.

Mengingat keterbatasan ini, disarankan agar penelitian di masa depan memperluas cakupan studi dengan memasukkan negara-negara lain untuk perbandingan yang lebih komprehensif mengenai pengaruh ESG terhadap keputusan investasi. Penelitian di masa depan juga dapat menggunakan indikator ESG yang lebih rinci untuk setiap dimensi *environmental*, *social*, dan *governance*. Selain itu, penelitian di masa depan dapat mencakup variabel moderasi tambahan, seperti kualitas tata kelola kelembagaan, tekanan pemangku kepentingan, atau budaya organisasi, untuk memperjelas hubungan antara pengungkapan ESG dan keputusan investasi.

DAFTAR REFERENSI

- Ardian, A., & Sari, M. R. (2024). ESG, CSR, and company characteristics in forming investor reactions. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 8(1), 138–163.
- Bernini, F., & Rosa, F. La. (2023). Research in the greenwashing field: concepts, theories, and potential impacts on economic and social value. *Journal of Management & Governance*, 28(2), 405–444.
- Cheng, L. T. W., Sharma, P., & Broadstock, D. C. (2022). Interactive effects of brand reputation and ESG on green bond issues: A sustainable development perspective. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 570–586.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Chrzan, S., & Pott, C. (2024). Limiting environmental reporting flexibility: investor judgment based on the EU taxonomy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 63(4), 1511–1548. <https://doi.org/10.1007/s11156-024-01297-x>
- Ehlers, T., Elsenhuber, U., Jegarasasingam, A., & Jondeau, É. (2024). Deconstructing ESG scores: investing at the category score level. *Journal of Asset Management*, 25(3), 222–244. <https://doi.org/10.1057/s41260-024-00356-1>
- Fauziah, F., Novita, N., & Fambudi, I. N. (2024). The Role of Institutional Ownership in Moderating ESG Disclosure's Impact on Firm Value. *Jurnal REKSA Rekayasa Keuangan Syariah dan Audit*, 11(2), 108–121.
- Firmansyah, A., Husna, M. C., & Putri, M. A. (2021). Corporate Social Responsibility Disclosure, Corporate Governance Disclosures, and Firm Value In Indonesia Chemical, Plastic, and Packaging Sub-Sector Companies. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 9–17.
- Fujiанти, L., Azizah, W., & Rizal, N. (2024). The double-edged sword of transparency: ESG disclosure's effect on competitive dynamics in manufacturing. *Edelweiss Applied Science and Technology*, 8(6), 1735–1750. <https://doi.org/10.17977/jat.2024080617351750>
- Gesso, C. Del, & Lodhi, R. N. (2024). Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: a systematic review of accounting studies. *Journal of*

- Accounting Literature*. <https://doi.org/10.1108/jal-08-2023-0143>
- Ghosh, R., Saima, F. N., Anwaruzzaman, M., & Hegazi, A. (2025). Do investors materialize the outcome of ESG disclosure in the investment decision? *Journal of Risk Finance*, 1–16. <https://doi.org/10.1108/JRF-02-2025-0066>
- Gibbons, B. (2023). The Financially Material Effects of Mandatory Nonfinancial Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1711–1754. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12499>
- Ihsani, A. N., Nidar, S. R., & Kurniawan, M. (2023). Does ESG Performance Affect Financial Performance? Evidence from Indonesia. *Wiga Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 13(1), 46–61. <https://doi.org/10.30741/wiga.v13i1.968>
- Izmailova, D. K., Mamoudou, H. Ben, & Pirozhkov, M. A. (2023). Impact of the company's degree of environmental, social, and corporate governance (ESG) on the cost of its sources of financing. *Krasnoyarsk Science*, 12(1), 101–111. <https://doi.org/10.12731/2070-7568-2023-12-1-101-111>
- Jafar, R., Basuki, B., Windijarto, W., Setiawan, R., & Prabaswara, A. (2024). Does Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure Matter for Creditor? Empirical Evidence from Indonesia. *International Journal of Sustainable Development and Planning*, 19(11). <https://doi.org/10.18280/ijstdp.191125>
- Jørgensen, S., Mjøs, A., & Pedersen, L. J. T. (2021). Sustainability reporting and approaches to materiality: tensions and potential resolutions. *Sustainability Accounting Management and Policy Journal*, 13(2), 341–361. <https://doi.org/10.1108/sampj-01-2021-0009>
- Kordsachia, O., Focke, M., & Velte, P. (2021). Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, 16(5), 1409–1436. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00484-7>
- Krystella, Sitorus, T., & Purwanto, E. (2020). Composition of Commissioners and Directors, Profitability, Capital Structure and Investor Investment Decisions: Role of Sustainable Investment. *KnE Social Sciences*. <https://doi.org/10.18502/kss.v4i14.7932>
- Kumagai, S., & Fujii, R. (2025). Constrained Minimum Variance Portfolio Considering Investors' Environmental, Social, and Governance Preferences. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 15(5), 88–95. <https://doi.org/10.32479/ijefi.19397>
- Lubis, P. S., Batubara, E. D., & Ann, L. C. (2025). Corporate Governance Disclosure and Corporate Governance Regulation: The Role of Investor Perceptions Towards Greenwashing. *International Journal of Sustainable Business Management and Accounting*, 1(1), 1–9. <https://doi.org/10.58723/ijsbma.v1i1.39>
- Luthfi, A., & Atmini, S. (2025). The Role of Industry Sensitivity in Moderating The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) on Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(6). <https://doi.org/10.24843/eja.2025.v35.i06.p07>
- Mariotti, S., & Marzano, R. (2021). The effects of competition policy, regulatory quality and trust on inward FDI in host countries. *International Business Review*, 30(6), 101887. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101887>
- Martha, H., & Khomsiyah, K. (2023). The effects of environmental, social, and governance (ESG) on corporate performance. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 17(1), 112–120. <https://doi.org/10.32815/jibeka.v17i1.1380>
- Mustaring, M. (2022). The International Context of Indonesia's Omnibus Law: A

- bibliometric review. *Jurnal Ilmiah Ilmu Administrasi Publik*, 12(1), 123. <https://doi.org/10.26858/jiap.v12i1.34759>
- Nurahman, D., Majid, M. A., & Hersugondo, H. (2024). *ESG Disclosure's Positive Impact on Financial Performance in Indonesia's Growth*.
- Ramdhan, D. (2025). The Role of ESG Disclosure in Attracting Sustainable Investment in Indonesia's Capital Market. *RIGGS Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, 4(3), 3384–3393. <https://doi.org/10.31004/riggs.v4i3.2484>
- Rau, P. R., & Yu, T. (2023). A survey on ESG: investors, institutions, and firms. *China Finance Review International*. <https://doi.org/10.1108/cfri-12-2022-0260>
- Reschiwati, R., Budiantini, A., & Gusmiarni, G. (2021). Examining the effect of firm-specific factors on the automotive industry in Indonesia. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147-4478)*, 10(3), 36–45. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v10i3.1092>
- Rismawati, Duriani, & Aqsa, M. (2025). ESG Disclosure, Firm Value, and Investment Decisions. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(12).
- Rodgers, W., Degbey, W. Y., Housel, T. J., & Arslan, A. (2020). Microfoundations of collaborative networks: The impact of social capital formation and learning on investment risk assessment. *Technological Forecasting and Social Change*, 161, 120295. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120295>
- Rounok, N., Qian, A., & Alam, M. A. (2023). The Effects of ESG issues on investment decision through corporate reputation: Individual investors' perspective. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147-4478)*, 12(2), 73–88. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v12i2.2354>
- Saleh, R., & Wulandari, N. (2025). ESG Controversy as a Moderator of the Impact of Environmental, Social, and Governance Indicators on High-Profile Companies' Performance in Asia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 27(3), 373. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.110605>
- Sánchez, I., Ariza, L. R., Guzmán, B. A., & Guzmán, C. A. (2020). Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the sustainable development goals? *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 2019–2036. <https://doi.org/10.1002/bse.2485>
- Sangiorgi, I., & Schopohl, L. (2021). Why do institutional investors buy green bonds: Evidence from a survey of European asset managers. *International Review of Financial Analysis*, 75, 101738. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101738>
- Sasmita, D., Hasanudin, A. I., Hanifah, I. A., & Januarsi, Y. (2025). Financial slack, CSR disclosure, and carbon emission disclosure: The moderating role of independent commissioners in Indonesian energy firms. *Environmental Economics*, 16(3), 100–111. [https://doi.org/10.21511/ee.16\(3\).2025.07](https://doi.org/10.21511/ee.16(3).2025.07)
- Singhania, M., Saini, N., Shri, C., & Bhatia, S. (2023). Cross-country comparative trend analysis in ESG regulatory framework across developed and developing nations. *Management of Environmental Quality An International Journal*, 35(1), 61–100. <https://doi.org/10.1108/meq-02-2023-0056>
- Šneiderienė, A., & Legenzova, R. (2024). Greenwashing prevention in environmental, social, and governance (ESG) disclosures: A bibliometric analysis. *Research in International Business and Finance*, 74, 102720. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102720>
- Tarigan, Y., & Nugroho, J. B. (2026). Does ESG Performance Affect Tax Avoidance? Moderating Role of ESG Committee. *Journal of Management Research and Review*,

- 2(1). <https://doi.org/10.65150/ep-jmrr/v2e1/2026-06>
- Tian, Z., Wang, Y., Song, H., & Mao, X. (2024). Corporate ESG Performance and Investor attention: Evidence from China's new energy industry. *Research Square (Research Square)*. <https://doi.org/10.21203/rs.3.rs-4550728/v1>
- Triyono, T., Rizki, T., & Hidayati, A. (2025). Analisis sistem pengendalian manajemen untuk meningkatkan kinerja melalui kerja sama pada perusahaan intraunit. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 5(1), 438–448.
- Wang, M., Li, L., & Liang, T. (2025). Does the ESG disclosure quality affect financial performance: Empirical evidence from Chinese energy-listed companies. *Finance Research Letters*, 107118. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107118>
- Yu, E. P., & Luu, B. Van. (2021). International variations in ESG disclosure – Do cross-listed companies care more? *International Review of Financial Analysis*, 75, 101731. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101731>
- Yudhanti, C. B. H., & Tjahjadi, B. (2021). Drivers of social responsibility disclosure: the moderation of the president director's busyness and political connections. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 335–347. <https://doi.org/10.1108/ajar-11-2020-0126>
- Zhu, T., Wu, H., & Hu, S. (2025). ESG rating divergence and corporate financialization: Towards sustainable development or short-term profitability. *Journal of Environmental Management*, 389, 126239.
- Zhu, Z. (2025). ESG Regulatory Intensity and Investor Behavior: An Institutional Explanation of Rating Signals. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, 214(1), 126–132. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2025.cau26829>