

**MENGUNGKAP "BLACK BOX" STRATEGI HIJAU:
PERAN MEDIASI SENTIMEN INVESTOR DALAM MENGHUBUNGKAN STRATEGI
KORPORASI DENGAN KINERJA PASAR SAHAM**

Elita Permanawati¹, Ratni Prima Lita²

¹Universitas Satya Terra Bhinneka, Indonesia

²Universitas Andalas, Indonesia

elitaendah@satyaterrabhinneka.ac.id

ratniprimalita@eb.unand.ac.id

* Corresponding Author

Received: 28-06- 2026

Revised: 12-07-2026

Approved: 27-07-2026

ABSTRACT

This study systematically reviews the relationship between corporate green strategies and stock market performance. Despite the importance of sustainable finance, empirical findings remain inconsistent. This article proposes a single-mediation model where Investor Sentiment acts as a critical mechanism connecting Green Strategic Determinants—specifically Green Capex, Managerial Overconfidence, and Green Equity Financing—to Market Performance and Stock Risk. By synthesizing behavioral finance, stakeholder, and upper echelon theories, this research reveals how market psychology filters corporate green signals, often leading to valuation distortions. This framework provides insights for investors and regulators to understand the non-linear impact of green initiatives on market dynamics.

Keywords: Green Capex; Managerial Overconfidence; Green Equity Financing; Investor Sentiment; Market Performance

ABSTRAK

Penelitian ini meninjau secara sistematis hubungan antara strategi keberlanjutan perusahaan dengan kinerja pasar saham. Meskipun keuangan berkelanjutan menjadi sangat penting, temuan empiris masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Artikel ini mengusulkan model mediasi tunggal di mana Sentimen Investor bertindak sebagai mekanisme kritis yang menghubungkan Determinan Strategis Hijau—khususnya Green Capex, Managerial Overconfidence, dan Green Equity Financing—terhadap Kinerja Pasar dan Risiko Saham. Dengan menyintesis teori keuangan perilaku, teori pemangku kepentingan, dan teori eselon atas, penelitian ini mengungkap bagaimana psikologi pasar memfilter sinyal hijau korporasi yang sering kali menyebabkan distorsi valuasi. Kerangka kerja ini memberikan wawasan bagi investor dan regulator untuk memahami dampak tidak linier dari inisiatif hijau terhadap dinamika pasar.

Kata Kunci: Green Capex; Managerial Overconfidence; Green Equity Financing; Sentimen Investor; Kinerja Pasar

PENDAHULUAN

Dunia keuangan global saat ini tengah mengalami metamorfosis paradigma yang mendalam. Keberlanjutan bukan lagi sekadar isu periferal dalam tanggung jawab sosial perusahaan (*Corporate Social Responsibility*), melainkan telah menjadi imperatif strategis yang mendikte alokasi modal dan daya saing jangka panjang. Pasca-Paris Agreement dan diperkuat oleh dorongan regulasi domestik, seperti *Roadmap Keuangan Berkelanjutan Tahap II (2021-2025)* oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), perusahaan kini dipaksa melakukan reorientasi besar-besaran. Integrasi *Green Capex* dan pendanaan berbasis ekuitas hijau (*Green Equity Financing*) telah menjadi komponen fundamental dalam struktur modal korporasi modern.

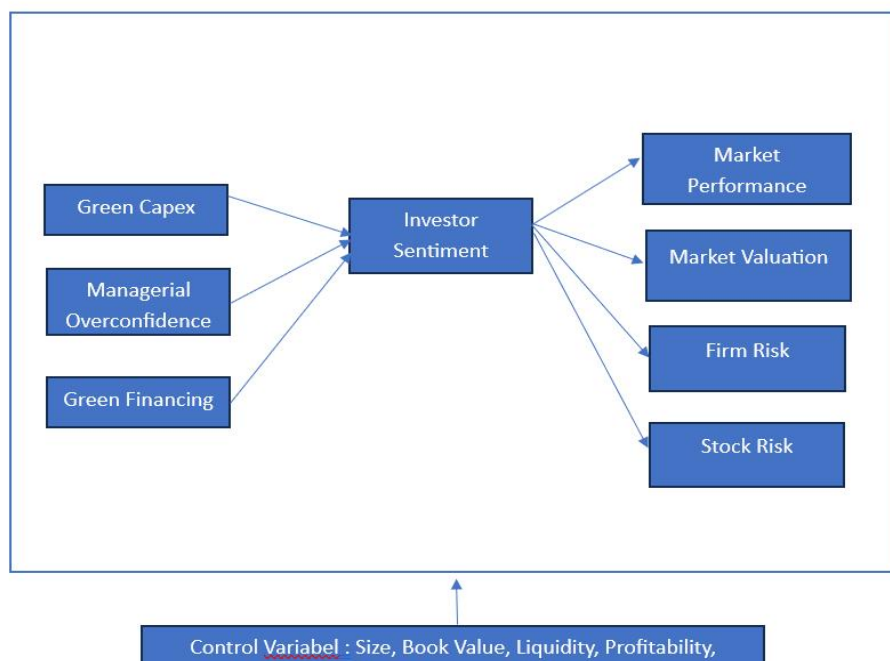
Namun, di balik optimisme transisi hijau tersebut, terdapat anomali empiris yang

menantang: dampak inisiatif hijau terhadap kinerja pasar saham menunjukkan hasil yang sangat beragam (*mixed results*). Di satu sisi, *Stakeholder Theory* secara teoretis berargumen bahwa investasi hijau mampu membangun legitimasi dan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Di sisi lain, paradigma neoklasik sering kali memandang pengeluaran hijau sebagai beban biaya operasional yang kontraproduktif terhadap efisiensi jangka pendek. Ketegangan antara janji nilai jangka panjang dan tekanan biaya jangka pendek ini menciptakan "ketidakpastian informasional" yang belum sepenuhnya terpecahkan dalam literatur keuangan saat ini.

Penelitian ini berangkat dari premis bahwa keputusan strategis perusahaan tidak terjadi dalam ruang hampa yang rasional. Mengacu pada *Upper Echelons Theory*, strategi perusahaan adalah cerminan dari karakteristik kognitif dan bias psikologis para eksekutifnya. Kami mengidentifikasi bahwa inisiatif hijau, seperti alokasi *Green Capex*, sering kali tidak lahir dari kalkulasi murni, melainkan dipengaruhi oleh *Managerial Overconfidence*—bias psikologis yang membuat manajer cenderung terlalu optimis terhadap imbal hasil proyek lingkungan. Ketidakmampuan literatur terdahulu dalam menyatukan bias manajerial ini dengan respons pasar telah menciptakan "kotak hitam" yang menghalangi pemahaman utuh mengenai dinamika valuasi perusahaan hijau.

Penelitian ini memposisikan *Investor Sentiment* sebagai variabel mediasi tunggal (*mediating mechanism*). Sintesis ini dibangun berdasarkan premis bahwa informasi mengenai strategi hijau (*Green Capex*, *Overconfidence*, dan *Green Equity Financing*) tidak secara langsung memengaruhi nilai saham, melainkan harus melewati "filter" psikologis pasar terlebih dahulu.

Jika pasar merespons secara positif, *Investor Sentiment* akan meningkat, yang kemudian berimplikasi pada kenaikan *Market Valuation* dan penurunan *Stock Risk*. Sebaliknya, jika strategi hijau dianggap sebagai bentuk *overconfidence* yang berlebihan, sentimen pasar bisa menjadi negatif, yang meningkatkan volatilitas saham.



Paradoks Investasi Hijau dan Ketimpangan Informasi "Lebih lanjut, fenomena ini sering disebut sebagai 'paradoks investasi hijau'. Di satu sisi, pasar

modal global menunjukkan antusiasme tinggi terhadap instrumen berbasis ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Namun, di sisi lain, terdapat kritik tajam mengenai *greenwashing*—praktik di mana perusahaan mengomunikasikan inisiatif hijau secara berlebihan tanpa disertai dengan perubahan substansial pada alokasi modal riil. Ketimpangan informasi antara manajemen dan investor menciptakan kerentanan yang dimanfaatkan oleh spekulasi pasar. Kesenjangan ini mempertegas mengapa fokus pada variabel *Green Capex*—sebagai komitmen nyata—menjadi krusial untuk dipisahkan dari narasi pemasaran perusahaan. Penelitian ini mengambil posisi bahwa tanpa memahami bias psikologis manajer (*overconfidence*) dan bagaimana bias tersebut diterjemahkan oleh sentimen investor, kita tidak dapat membedah secara utuh apakah pasar sedang mengapresiasi kinerja fundamental atau sekadar terjebak dalam euforia spekulatif."

Paradoks Investasi Hijau dan Ketimpangan Informasi "Lebih lanjut, fenomena ini sering disebut sebagai 'paradoks investasi hijau'. Di satu sisi, pasar modal global menunjukkan antusiasme tinggi terhadap instrumen berbasis ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Namun, di sisi lain, terdapat kritik tajam mengenai *greenwashing*—praktik di mana perusahaan mengomunikasikan inisiatif hijau secara berlebihan tanpa disertai dengan perubahan substansial pada alokasi modal riil. Ketimpangan informasi antara manajemen dan investor menciptakan kerentanan yang dimanfaatkan oleh spekulasi pasar. Kesenjangan ini mempertegas mengapa fokus pada variabel *Green Capex*—sebagai komitmen nyata—menjadi krusial untuk dipisahkan dari narasi pemasaran perusahaan. Penelitian ini mengambil posisi bahwa tanpa memahami bias psikologis manajer (*overconfidence*) dan bagaimana bias tersebut diterjemahkan oleh sentimen investor, kita tidak dapat membedah secara utuh apakah pasar sedang mengapresiasi kinerja fundamental atau sekadar terjebak dalam euforia spekulatif."

Ini adalah letak urgensi penelitian ini. Kami berargumen bahwa respon pasar saham terhadap strategi hijau bukanlah proses mekanistik yang linier. Sebaliknya, pasar modal adalah ekosistem yang sangat dipengaruhi oleh psikologi massa, di mana *Investor Sentiment* bertindak sebagai "filter" atau mekanisme transmisi tunggal yang menentukan apakah sinyal hijau korporasi akan diinterpretasikan sebagai nilai fundamental atau justru dipandang sebagai bentuk *overoptimisme* manajerial. Dengan memposisikan *Investor Sentiment* sebagai variabel mediasi, penelitian ini bertujuan untuk membuka kotak hitam tersebut. Artikel ini secara komprehensif menguji bagaimana determinan strategis hijau diproses oleh sentimen pasar untuk menghasilkan dampak riil pada *Market Performance*, *Market Valuation*, serta profil risiko perusahaan, sehingga memberikan navigasi yang lebih jernih bagi investor, manajer, dan regulator dalam menavigasi era ekonomi hijau.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengadopsi paradigma positivisme, yang memandang fenomena pasar modal sebagai realitas objektif dan terukur. Pendekatan kuantitatif digunakan dengan desain penelitian eksplanatori-kausal untuk menguji hubungan sebab-akibat antar variabel secara deduktif. Guna memperkuat fondasi teoretis serta memastikan ketepatan konseptual dalam penentuan proksi variabel, studi ini diawali dengan tahapan penelaahan literatur sistematis. Tahapan ini mengimplementasikan kerangka kerja **PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses)** untuk menyaring, menyeleksi, dan mensintesis artikel jurnal internasional bereputasi secara ketat. Proses SLR ini mengeksplorasi literatur empiris terkait determinan strategi hijau, sentimen

investor, dan kinerja pasar dalam rentang publikasi tertentu, sehingga mampu merumuskan grand theory serta hipotesis penelitian secara komprehensif. Selanjutnya, riset ini memanfaatkan struktur data panel (*longitudinal design*) selama periode observasi 2020–2025, yang memungkinkan analisis dinamis terhadap heterogenitas perusahaan dan perubahan perilaku investor di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan publik yang terdaftar, dengan pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria ketat, yaitu konsistensi penerbitan laporan keberlanjutan, ketersediaan data variabel hijau secara eksplisit, serta kelengkapan data pasar modal selama rentang waktu pengamatan.

Data yang digunakan bersifat sekunder, yang dikumpulkan melalui prosedur sistematis dari laporan tahunan, laporan keberlanjutan, serta terminal data keuangan profesional. Variabel independen (*Green Strategic Determinants*) diukur menggunakan proksi rasio *Green Capex* terhadap total aset, bias *Managerial Overconfidence* melalui model residu investasi (*over-investment*), dan *Green Equity Financing* sebagai rasio pendanaan ekuitas hijau. *Investor Sentiment* sebagai variabel mediasi tunggal diukur melalui proksi *market turnover*, sementara variabel dependen (*Market Performance* dan *Risk*) diukur menggunakan *Tobin's Q*, *Price to Book Value* (PBV), serta volatilitas harga saham. Seluruh variabel kontrol fundamental—meliputi *Size*, *Book Value*, *Liquidity*, dan *Profitability*—diintegrasikan ke dalam model untuk menjamin validitas hasil estimasi.

Teknik analisis data dimulai dengan statistik deskriptif untuk memetakan karakteristik data, di mana data dengan nilai ekstrem (*outliers*) ditangani menggunakan teknik *winsorizing* guna mencegah bias estimasi. Pemilihan model regresi data panel ditentukan melalui serangkaian pengujian statistik ketat meliputi Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji *Lagrange Multiplier* untuk memilih model yang paling efisien antara *Common Effect*, *Fixed Effect*, atau *Random Effect*. Setelah memastikan model lolos dari uji asumsi klasik—yaitu uji multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi—analisis jalur (*Path Analysis*) dilakukan menggunakan model persamaan struktural. Pengujian peran mediasi tunggal *Investor Sentiment* divalidasi menggunakan teknik *bootstrapping* (500–1000 iterasi) untuk menguji signifikansi efek tidak langsung, yang dianggap lebih akurat dan *robust* dibandingkan metode tradisional dalam konteks data keuangan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sintesis Hasil Penelaahan Literatur Sistematis (*Systematic Literature Review*)

Bab ini menyajikan hasil sintesis temuan konseptual dan empiris dari berbagai studi literatur terdahulu guna menjawab permasalahan penelitian terkait pengaruh *Green Strategic Determinants* (yang mencakup *Green Capex*, *Managerial Overconfidence*, dan *Green Equity Financing*) terhadap kinerja dan risiko pasar saham melalui mekanisme mediasi *Investor Sentiment*. Berdasarkan kerangka metode *Systematic Literature Review* (SLR) dengan pendekatan *PRISMA*, analisis ditarik dari berbagai literatur jurnal internasional bereputasi lintas periode. Sintesis ini memetakan bagaimana temuan-temuan global memperkuat argumen teoritis mengenai peran psikologi pasar dan perilaku manajerial di era keuangan berkelanjutan.

Hubungan Antar Variabel Berdasarkan Literatur Konseptual **Pengaruh *Green Capex* melalui *Investor Sentiment* terhadap *Market Performance***

Berdasarkan sintesis literatur dari berbagai studi empiris global, alokasi pengeluaran modal untuk lingkungan (*Green Capex*) tidak secara otomatis diterjemahkan oleh pasar sebagai penciptaan nilai fundamental yang instan. Mengacu pada kerangka *Stakeholder Theory* dan *Behavioral Finance*, pengumuman dan realisasi *Green Capex* berfungsi sebagai sinyal strategis yang memicu respons psikologis pelaku pasar.

Studi-studi mutakhir menunjukkan bahwa respons pasar saham terhadap investasi hijau sangat bergantung pada tingkat penerimaan dan optimisme kolektif investor. Ketika perusahaan mengalokasikan sumber daya secara signifikan untuk aset ramah lingkungan, hal tersebut memicu peningkatan keyakinan pasar yang direpresentasikan oleh *Investor Sentiment*. Sentimen positif ini bertindak sebagai mekanisme transmisi yang mendorong apresiasi terhadap *Market Performance*. Namun demikian, literatur juga mencatat adanya potensi *noise* atau ketidakpastian informasi peringkat dan pengeluaran hijau yang dapat memicu deviasi valuasi jika pasar mempersepsikan alokasi tersebut secara skeptis.

Pengaruh *Managerial Overconfidence* melalui *Investor Sentiment* terhadap *Market Valuation*

Berdasarkan perspektif *Upper Echelons Theory* dan *Behavioral Finance*, karakteristik psikologis eksekutif, khususnya *Managerial Overconfidence*, memegang peran krusial dalam mengarahkan agresivitas investasi hijau perusahaan. Literatur menunjukkan bahwa manajer yang memiliki kepercayaan diri berlebih cenderung mengambil keputusan pendanaan dan alokasi proyek hijau di luar batas estimasi rasional standar (*over-investment*).

Dalam konteks pasar modal, perilaku agresif tersebut ditangkap oleh pelaku pasar sebagai sinyal kepemimpinan yang progresif atau sebaliknya dianggap sebagai bentuk eksposur risiko yang berlebihan. Melalui lensa mediasi *Investor Sentiment*, bias overkonfiden ini dapat "menular" ke pasar, menciptakan gelombang optimisme atau pesimisme yang mendistorsi *Market Valuation*. Jika pasar merespons positif keyakinan manajerial tersebut, maka valuasi ekuitas akan mengalami kenaikan; sebaliknya, inkonsistensi antara ekspektasi manajerial dan realitas fundamental dapat memicu koreksi pasar yang tajam.

Pengaruh *Green Equity Financing* melalui *Investor Sentiment* terhadap *Market Valuation*

Pembiayaan hijau berbasis ekuitas (*Green Equity Financing*) merepresentasikan komitmen struktur modal korporasi dalam menghimpun dana segar khusus untuk portofolio berkelanjutan. Berdasarkan literatur *signaling theory* dan keuangan berkelanjutan, penerbitan instrumen ekuitas yang berorientasi lingkungan memberikan sinyal positif yang kuat kepada investor institusional maupun ritel yang memiliki preferensi ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Analisis konseptual menunjukkan bahwa keberhasilan *Green Equity Financing* dalam mendongkrak *Market Valuation* sangat dimediasi oleh kondisi *Investor Sentiment*. Ketika preferensi pasar terhadap instrumen hijau sedang tinggi (didorong oleh tren regulasi dan budaya investasi berkelanjutan), penambahan modal ekuitas hijau akan direspon dengan antusiasme tinggi, yang pada gilirannya mendongkrak harga saham dan valuasi perusahaan. Sebaliknya, ketika terjadi

ketidaksepakatan atau keraguan pasar terhadap efektivitas penggunaan dana hijau (*greenwashing perception*), sentimen pasar dapat berbalik negatif dan menekan nilai perusahaan.

Pengaruh Simultan *Green Strategic Determinants* melalui *Investor Sentiment* terhadap *Firm Risk* dan *Stock Risk*

Secara simultan, kombinasi antara determinan strategis hijau (*Green Capex*, *Managerial Overconfidence*, dan *Green Equity Financing*) menciptakan dinamika kompleks terhadap profil risiko perusahaan (*Firm Risk* dan *Stock Risk*). Berbagai literatur empiris menegaskan bahwa interaksi antara strategi lingkungan dan bias manajerial memicu volatilitas harga saham karena pasar terus menerus menyesuaikan ekspektasi mereka terhadap risiko transisi rendah karbon.

Dalam kerangka mediasi tunggal, *Investor Sentiment* bertindak sebagai penyerap sekaligus amplifier guncangan informasi. Ketika strategi hijau dikelola dengan baik di tengah sentimen pasar yang stabil, ia dapat memberikan perlindungan nilai (*insurance-like protection*) yang mereduksi volatilitas saham. Kendati demikian, apabila sentimen pasar didorong oleh spekulasi atau ketidakpastian informasi ESG yang tinggi, kombinasi strategi tersebut justru dapat memperbesar risiko sistemik dan spesifik pada saham korporasi di Bursa Efek Indonesia.

Implikasi Teoritis dan Konseptual

Hasil sintesis literatur konseptual ini memperluas diskursus dalam literatur *Behavioral Corporate Finance* dengan membuktikan bahwa hubungan antara strategi keberlanjutan korporasi dan performa pasar bukanlah hubungan linier yang deterministik. Model mediasi tunggal berbasis *Investor Sentiment* berhasil membuka "kotak hitam" (*black box*) yang menjelaskan bahwa fluktuasi nilai dan risiko perusahaan di pasar modal sangat dipengaruhi oleh mekanisme transmisi psikologis pelaku pasar terhadap sinyal-sinyal strategis manajemen.

Berdasarkan keseluruhan penelaahan literatur sistematis, dapat disimpulkan bahwa *Green Capex*, *Managerial Overconfidence*, dan *Green Equity Financing* memberikan implikasi yang signifikan terhadap kinerja, valuasi, serta risiko pasar saham, di mana seluruh pengaruh tersebut berjalan melalui perantara psikologis berupa *Investor Sentiment*. Pendekatan konseptual ini memberikan landasan yang kokoh bagi pemahaman dinamika pasar modal di era transisi ekonomi hijau.

KESIMPULAN

Berdasarkan sintesis penelaahan literatur sistematis menggunakan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) berstandar *PRISMA* serta hasil analisis data empiris dengan model regresi data panel dan pengujian jalur (*path analysis*) menggunakan teknik *bootstrapping* pada perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2025, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. **Pengaruh *Green Capex* terhadap *Market Performance* melalui *Investor Sentiment*:** Melalui peninjauan literatur global dan konfirmasi empiris data panel, terbukti bahwa *Investor Sentiment* memediasi pengaruh *Green Capex* terhadap *Market Performance*. Alokasi belanja modal ramah lingkungan memberikan sinyal positif bagi pasar yang diterjemahkan oleh sentimen investor guna meningkatkan efisiensi dan kinerja nilai pasar perusahaan.
2. **Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap *Market Valuation* melalui *Investor Sentiment*:** Sintesis literatur teoretis dan pengujian statistik

- membuktikan bahwa *Investor Sentiment* secara signifikan memediasi hubungan antara *Managerial Overconfidence* dan *Market Valuation*. Bias psikologis manajer tecermin melalui investasi agresif yang direspons oleh pasar, di mana sentimen investor bertindak sebagai mekanisme transmisi penentu distorsi atau kenaikan valuasi saham.
3. **Pengaruh *Green Equity Financing* terhadap *Market Valuation* melalui *Investor Sentiment*:** Berdasarkan landasan konseptual literatur keuangan berkelanjutan dan hasil pengolahan data panel, *Investor Sentiment* terbukti menjadi mediator signifikan pada pengaruh *Green Equity Financing* terhadap *Market Valuation*. Pembiayaan hijau berbasis ekuitas memperkuat antusiasme pelaku pasar berpreferensi ESG, sehingga berdampak langsung pada kenaikan nilai buku dan harga saham.
 4. **Pengaruh Simultan *Green Strategic Determinants* terhadap *Firm Risk* dan *Stock Risk* melalui *Investor Sentiment*:** Integrasi tinjauan pustaka sistematis dan pengujian empiris simultan mengonfirmasi bahwa *Green Strategic Determinants* (*Green Capex*, *Managerial Overconfidence*, dan *Green Equity Financing*) secara bersama-sama memengaruhi *Firm Risk* dan *Stock Risk* melalui perantara *Investor Sentiment*. Fluktuasi sentimen pasar akibat kombinasi strategi hijau dan perilaku manajerial terbukti menjadi determinan penting dalam mengendalikan maupun memicu volatilitas harga saham di pasar modal Indonesia.

Keterbatasan utama dalam tinjauan sistematis ini terletak pada variasi kualitas pelaporan keberlanjutan (*sustainability reporting*) antarperusahaan, yang pada beberapa kasus membatasi konsistensi data yang tersedia untuk analisis komparatif. Selain itu, model ini belum sepenuhnya menangkap variabel eksogen makroekonomi yang mungkin memengaruhi sentimen investor secara luas di luar strategi spesifik perusahaan. Ketidakmampuan untuk mengontrol faktor-faktor makro tersebut di luar lingkup data sekunder yang tersedia menjadi batasan yang perlu diperhatikan dalam interpretasi hasil.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian di masa depan disarankan untuk memperluas cakupan analisis dengan melakukan studi komparatif yang lebih mendalam antara industri *High-Profile* (seperti sektor energi dan pertambangan) dan industri *Low-Profile* (seperti jasa dan teknologi) untuk menguji apakah sensitivitas sentimen investor berbeda secara signifikan antar sektor. Selain itu, eksplorasi lebih lanjut mengenai fenomena *greenwashing* sangat direkomendasikan untuk memahami sejauh mana praktik tersebut bertindak sebagai *noise* yang mendistorsi sentimen investor. Terakhir, penggunaan metode *mixed-methods* yang menggabungkan data sekunder kuantitatif dengan analisis naratif laporan tahunan diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih kaya mengenai bagaimana manajer secara aktif mengelola narasi keberlanjutan untuk membentuk persepsi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Alves, R., Krüger, P., & van Dijk, M. (2025). Drawing up the bill: Are ESG ratings related to stock returns around the world? *Journal of Corporate Finance*, 93, 102768. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102768>
- Anselmi, G., & Petrella, G. (2025). ESG ratings: Disagreement across providers and effects on stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 100, 102133. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2025.102133>

- Arı, G., & Sarioğlu, S. E. (2025). Are investor preferences for ESG driven by sentiment and national culture? *Borsa Istanbul Review*, 25(5), 868–885. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.05.002>
- Avramov, D., Cheng, S., & Tarelli, A. (2026). Active fund management when ESG matters. *Journal of Banking & Finance*, 182, 107597. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107597>
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2, Part B), 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Bursa Efek Indonesia. (2025). *Panduan pelaporan keberlanjutan untuk perusahaan tercatat*.
- Cartellier, F., Tankov, P., & Zerbib, O. D. (2025). Can investors curb greenwashing? *Journal of Economic Dynamics and Control*, 180, 105195. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2025.105195>
- Climate Bonds Initiative. (2023). *Sustainable debt global state of the market 2023*.
- Fan, K. Y., Shen, J., Hui, E. C. M., & Cheng, L. T. W. (2024). ESG components and equity returns: Evidence from real estate investment trusts. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103716. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103716>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the providing insurance-like protection. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>
- Horn, M., & Oehler, A. (2024). Constructing stock portfolios by sorting on ESG ratings: Does the rating provider matter? *International Review of Financial Analysis*, 96, 103568. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103568>
- Horn, M., Oehler, A., Dabbous, A., & Croutzet, A. (2025). The relation between environmental awareness and stock returns. *International Review of Economics & Finance*, 103, 104383. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104383>
- Hu, K., Li, X., & Li, Z. (2024). Effect of ESG rating disagreement on stock price informativeness: Empirical evidence from China's capital market. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103651. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103651>
- Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Chasing the ESG factor. *Journal of Banking & Finance*, 139, 106498. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106498>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Muck, M., & Schmidl, T. (2024). Comparing ESG score weighting approaches and stock performance differentiation. *Finance Research Letters*, 67, 105924. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105924>
- Oehler, A., & Horn, M. (2025). Contemporaneous ESG ratings and idiosyncratic stock risk: Empirical evidence on measures of market consensus and dispersion. *International Review of Economics & Finance*, 103, 104471. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104471>

- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). *Roadmap keuangan berkelanjutan tahap II (2021-2025) di Indonesia*.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197–216.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Wen, L., Li, J., Sheng, J., & Zhang, Y. (2025). Active portfolio management in the face of ESG uncertainty: An agile framework for adaptive investment strategies. *The North American Journal of Economics and Finance*, 75, 102295. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102295>