

PENGARUH PELAPORAN *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE* (ESG) TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* PADA PERUSAHAAN IPO DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2021-2024

The Effect Of Environmental, Social, And Governance (Esg) Reporting On The Level Of Underpricing In Ipo Companies On The Indonesia Stock Exchange In The 2021-2024 Period

Hafiz Wahyu Syahputra¹, Ahmad Faisol²

^{1,2}Universitas Lampung

Email: hafizwahyu22@gmail.com

Abstract

This study aims to examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) reporting on the level of underpricing among firms conducting Initial Public Offerings (IPOs) on the Indonesia Stock Exchange during the 2021-2024 period. This research employs a quantitative research design. The data used in this study are cross-sectional data obtained from 102 Indonesian companies that published Annual Reports and Sustainability Reports prior to their IPOs over the 2021–2024 period. The analytical method applied is Ordinary Least Squares (OLS) regression with Huber White robust standard errors, using EViews version 13 as the statistical software. The results indicate that ESG reporting, as reflected in Sustainability Reports disclosed prior to IPOs, has a significant negative effect on the level of underpricing. In addition, the findings reveal a significant difference in underpricing between companies that disclose ESG information and those that do not disclose ESG information prior to IPOs.

Keywords: Sustainability Report; Environmental, Social, and Governance (ESG), Underpricing; Initial Public Offering (IPO)

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh pelaporan environmental, social, and governance (ESG) terhadap tingkat underpricing pada perusahaan yang melakukan Initial Public Offering (IPO) di bursa efek Indonesia periode 2021-2024. Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif. Jenis data yang digunakan merupakan data cross section yang diperoleh dari 102 perusahaan di Indonesia yang melaporkan Laporan Tahunan dan Laporan Keberlanjutan sebelum IPO selama periode 2021-2024. Metode analisis yang digunakan adalah Regresi OLS Dengan Huber White Robust Standard Errors dengan menggunakan alat bantu Eviews versi 13. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pelaporan ESG yang tercermin dalam Laporan Keberlanjutan sebelum IPO berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat underpricing dan terdapat perbedaan tingkat underpricing antara perusahaan yang menerbitkan pelaporan ESG dan yang tidak melaporkan pelaporan ESG sebelum IPO.

Kata Kunci: Laporan Keberlanjutan, Environmental, social, and governance (ESG), Underpricing, Initial Public Offering (IPO)

PENDAHULUAN

Perkembangan bisnis global dalam dua dekade terakhir menunjukkan transformasi mendasar dari orientasi keuntungan jangka pendek menuju praktik usaha yang lebih berkelanjutan dan bertanggung jawab. Pergeseran ini dipicu oleh meningkatnya kesadaran terhadap perubahan iklim, tanggung jawab sosial perusahaan, serta pentingnya tata kelola yang baik dalam menjaga keberlanjutan korporasi (Giese et al., 2019). Dalam konteks tersebut, konsep Environmental, Social, and Governance (ESG) muncul sebagai kerangka strategis yang mengintegrasikan dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam pengambilan keputusan perusahaan. Pada tahap awal, ESG sering diposisikan sebagai isu tambahan, namun kini telah menjadi determinan utama dalam strategi bisnis modern karena memengaruhi cara investor menilai kualitas perusahaan di pasar modal (United Nations Global Compact, 2020). Meningkatnya perhatian terhadap ESG juga selaras dengan agenda Sustainable Development Goals (SDGs), terutama tujuan ke-8, ke-12, ke-13, dan ke-16. Oleh karena itu, implementasi ESG tidak lagi dipahami sebatas kewajiban etis, tetapi sebagai strategi korporasi yang mampu meningkatkan daya saing di lingkungan bisnis global.

Di Indonesia, implementasi ESG dan praktik investasi berkelanjutan mengalami perkembangan yang signifikan, ditandai oleh peningkatan kualitas dan kuantitas pelaporan keberlanjutan perusahaan. Peran regulator terlihat jelas melalui kebijakan Otoritas Jasa Keuangan, khususnya POJK Nomor 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik menyusun laporan keberlanjutan sebagai bagian dari laporan tahunan. Ketentuan ini diperkuat melalui SEOJK Nomor 16/SEOJK.04/2021 yang memberikan panduan teknis guna meningkatkan transparansi pengungkapan ESG (OJK, 2021). Data menunjukkan bahwa hingga Desember 2024 sebanyak 882 emiten atau sekitar 94% perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia telah menerbitkan laporan keberlanjutan, mencerminkan adopsi yang luas terhadap regulasi tersebut (BEI, 2025).

Dukungan terhadap penerapan ESG juga datang dari Kementerian Keuangan bersama Indonesia Infrastructure Finance melalui peluncuran ESG Framework and Manual yang memuat sepuluh indikator ESG sebagai standar nasional (IIF, 2022). Kerangka ini diarahkan untuk mendukung proyek infrastruktur strategis, termasuk pembangunan Ibu Kota Nusantara, dengan target implementasi penuh pada 2025. Bursa Efek Indonesia turut berkontribusi melalui penerbitan pedoman pelaporan ESG guna mendorong transparansi informasi non-keuangan dan memperkuat praktik investasi berkelanjutan (BEI, 2025). Pertumbuhan investasi berbasis ESG terlihat dari peningkatan nilai Asset Under Management pada indeks ESG Leaders dan SRI-KEHATI yang melonjak dari Rp35 miliar pada 2015 menjadi Rp7,4 triliun pada November 2024 (Bisnis.com, 2025).

Perkembangan ESG di pasar modal Indonesia beririsan dengan meningkatnya aktivitas penawaran umum perdana (IPO). IPO menjadi momentum strategis bagi perusahaan untuk mengakses pendanaan publik. Pada 2023, BEI mencatat 79 perusahaan melakukan IPO, menempatkan Indonesia pada peringkat keenam dunia dari sisi jumlah IPO serta peringkat kesembilan dari sisi nilai dana yang dihimpun sebesar Rp54,14 triliun (BEI, 2023). Kendati demikian, perusahaan yang baru melantai di bursa cenderung menghadapi keterbatasan rekam jejak pasar

sehingga memunculkan asimetri informasi (Ferri et al., 2023). Kondisi ini sering memicu fenomena underpricing, yakni harga saham di pasar sekunder hari pertama lebih tinggi dibandingkan harga penawaran awal. Teori asimetri informasi (Akerlof, 1970) dan penelitian Beatty (1986) menjelaskan bahwa underpricing merupakan bentuk kompensasi atas risiko informasi yang ditanggung investor.

Dalam konteks Indonesia, temuan empiris menunjukkan bahwa pengungkapan ESG masih didominasi aspek lingkungan sebagai faktor yang paling berpengaruh terhadap respons pasar, sedangkan dimensi sosial dan tata kelola belum menunjukkan dampak signifikan (Lhutfi et al., 2024). Hal ini mengindikasikan bahwa transparansi isu lingkungan dapat berfungsi sebagai sinyal yang mereduksi ketidakpastian investor pada saat IPO. Laporan keberlanjutan yang komprehensif dipandang sebagai mekanisme penyampaian sinyal positif kepada pasar, yang berpotensi memperkecil kesenjangan informasi antara manajemen dan investor (Connelly et al., 2011; Alyasa-Gan et al., 2024). Sejumlah studi internasional menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan ESG sebelum IPO cenderung mengalami tingkat underpricing lebih rendah (Kang & Lam, 2023; Ferri et al., 2023; Harasheh, 2023).

Meski demikian, kajian mengenai hubungan pelaporan ESG dan underpricing IPO masih terbatas, khususnya di pasar berkembang. Karakteristik pasar modal Indonesia yang berbeda dari pasar maju, baik dari sisi regulasi, literasi investor, maupun kualitas pengungkapan ESG, menimbulkan tantangan tersendiri (Löyttyniemi & Xenomorph, 2023). Variasi penilaian ESG antar lembaga pemeringkat juga berpotensi menciptakan kebingungan agregat yang memperparah asimetri informasi (Berg et al., 2022). Selain itu, praktik greenwashing menjadi isu krusial karena pengungkapan ESG yang bersifat simbolik tanpa implementasi nyata dapat menurunkan kredibilitas informasi keberlanjutan (Delmas & Burbano, 2011). Penelitian menunjukkan bahwa hanya pengungkapan ESG yang autentik yang efektif menekan underpricing (Kang & Lam, 2023).

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini berupaya menganalisis pengaruh pelaporan ESG terhadap tingkat underpricing IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024 serta menguji perbedaan tingkat underpricing antara perusahaan yang melaporkan ESG dan yang tidak melaporkan ESG sebelum IPO. Secara akademik, penelitian ini diharapkan memperkaya literatur ESG dan pasar modal di negara berkembang. Secara praktis, hasil penelitian dapat menjadi acuan bagi perusahaan, investor, dan regulator dalam memperkuat transparansi ESG guna menciptakan pasar IPO yang lebih efisien, transparan, dan berkelanjutan.

METODE

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif dengan rancangan eksplanatori dan komparatif. Pendekatan kuantitatif digunakan karena penelitian berorientasi pada pengujian hubungan kausal antarvariabel melalui pengolahan data numerik yang dianalisis secara statistik (Sugiyono, 2023). Rancangan eksplanatori bertujuan menjelaskan pengaruh variabel independen, yaitu pelaporan Environmental, Social, and Governance (ESG) yang tercermin dalam laporan keberlanjutan sebelum IPO, terhadap variabel dependen berupa tingkat underpricing perusahaan. Sementara itu, rancangan komparatif dimanfaatkan untuk

mengidentifikasi perbedaan tingkat underpricing antara perusahaan yang mengungkapkan ESG sebelum IPO dan perusahaan yang tidak melakukannya, sehingga memungkinkan analisis perbedaan hasil antar kelompok (Sugiyono, 2023).

Data yang digunakan berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keberlanjutan, laporan keuangan tahunan, serta data harga penawaran dan harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan perusahaan yang melakukan IPO periode 2021–2024. Seluruh data bersumber dari Bursa Efek Indonesia dan situs resmi masing-masing perusahaan.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang melakukan Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2024. Periode ini dipilih karena bertepatan dengan meningkatnya perhatian terhadap implementasi ESG serta penguatan regulasi keuangan berkelanjutan melalui SEOJK Nomor 16/SEOJK.04/2021. Dengan demikian, populasi tersebut relevan untuk mengkaji keterkaitan pelaporan ESG dan fenomena underpricing di pasar modal Indonesia (Creswell & Creswell, 2023; Sugiyono, 2023).

Penentuan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling berdasarkan kriteria tertentu yang selaras dengan tujuan penelitian. Kriteria tersebut meliputi perusahaan yang melakukan IPO pada periode penelitian, memiliki ketersediaan data harga penawaran dan harga penutupan hari pertama perdagangan, menerbitkan laporan keuangan sebelum IPO, serta memiliki prospektus yang dapat diakses dan memuat informasi ESG. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel dibagi menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan sebelum IPO dan perusahaan pembanding yang tidak menerbitkan laporan keberlanjutan. Proses pemilihan pasangan perusahaan pembanding dilakukan dengan mempertimbangkan kesamaan ukuran, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, dan total pendapatan (Ferri et al., 2023).

Total sampel penelitian berjumlah 102 perusahaan yang terdistribusi ke dalam berbagai sektor industri sesuai klasifikasi BEI. Variasi sektor ini penting untuk menangkap karakteristik lintas industri sekaligus mengendalikan potensi pengaruh sektor terhadap tingkat underpricing.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional dirumuskan untuk memberikan batasan konseptual sekaligus teknis terhadap variabel penelitian agar pengukuran dilakukan secara objektif dan konsisten (Sugiyono, 2023; Creswell & Creswell, 2023). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah underpricing, sedangkan variabel independen utama adalah pelaporan ESG. Selain itu, digunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, umur perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan, dan total pendapatan.

Underpricing didefinisikan sebagai selisih antara harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan dan harga penawaran perdana yang dibagi dengan harga penawaran perdana (Beatty & Ritter, 1986). Variabel ini merepresentasikan fenomena kenaikan harga saham pasca-IPO yang berkaitan dengan asimetri informasi dan teori sinyal.

Pelaporan ESG diukur menggunakan variabel dummy, dengan nilai 1 bagi perusahaan yang mengungkapkan ESG sebelum atau pada saat IPO melalui laporan

keberlanjutan atau prospektus, dan nilai 0 bagi perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan (Ferri et al., 2023; Ghozali, 2018). Selain keberadaan pelaporan, dimensi transparansi ESG juga diperhatikan melalui kedalaman informasi yang disajikan.

Variabel kontrol digunakan untuk meminimalkan bias estimasi. Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural total aset, umur perusahaan dihitung dari selisih tahun IPO dan tahun pendirian, jumlah saham yang ditawarkan dinyatakan dalam logaritma natural jumlah saham, sedangkan total pendapatan diukur dengan logaritma natural pendapatan perusahaan sebelum IPO.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan statistik inferensial dengan bantuan perangkat lunak EViews. Model yang digunakan adalah regresi linier berganda berbasis Ordinary Least Squares (OLS) karena data bersifat cross section. Untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas, estimasi dilengkapi dengan heteroskedasticity-consistent standard errors (White, 1980; Mackinnon & White, 1985).

Tahap awal analisis meliputi statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data. Selanjutnya, regresi OLS digunakan untuk menguji pengaruh pelaporan ESG terhadap underpricing dengan memasukkan variabel kontrol. Uji multikolinearitas dilakukan melalui Variance Inflation Factor (VIF). Pengujian hipotesis mencakup uji t robust untuk pengaruh parsial dan uji F robust untuk pengaruh simultan, sedangkan koefisien determinasi digunakan untuk menilai kemampuan model menjelaskan variasi underpricing.

Sebagai pemeriksaan tambahan, dilakukan uji beda dua kelompok guna membandingkan rata-rata underpricing antara perusahaan yang melaporkan ESG dan yang tidak melaporkannya. Uji ini berfungsi sebagai robustness check untuk mengonfirmasi konsistensi hasil regresi utama.

HASIL

Analisis statistik deskriptif dimanfaatkan untuk merangkum serta memaparkan karakteristik data secara kuantitatif melalui penyajian ukuran pemusatan dan penyebaran, yaitu nilai rata-rata (mean), median, standar deviasi, serta nilai minimum dan maksimum pada setiap variabel penelitian. Penyajian indikator tersebut bertujuan memberikan gambaran awal mengenai pola kecenderungan, distribusi, serta tingkat variasi data yang dianalisis dalam penelitian ini (Creswell & Creswell, 2023; Ghozali, 2018; 2023).

Tabel 1 Hasil Statistik Deskriptif

	UP	ESG <i>Report</i>	SIZE	AGE	OFFER	REVENUE
<i>Mean</i>	25.72549	0.500000	17.27451	16.55882	20.11765	17.48039
<i>Median</i>	31.50000	0.500000	18.00000	14.00000	20.00000	18.00000
<i>Maximum</i>	35.00000	1.000000	20.00000	56.00000	26.00000	20.00000
<i>Minimum</i>	1.000000	0.000000	12.00000	3.000000	18.00000	13.00000
<i>Std. Dev.</i>	10.31404	0.502469	2.000776	10.13725	1.171393	1.933193
<i>Skewness</i>	-0.777941	0.000000	-0.813791	1.288579	1.664694	-0.573316
<i>Kurtosis</i>	2.231117	1.000000	2.478352	5.042520	8.995815	2.242831

<i>Jarque-Bera</i>	12.80078	17.00000	12.41484	45.95792	199.8971	8.024299
<i>Probability</i>	0.001661	0.000203	0.002014	0.000000	0.000000	0.018094
<i>Sum</i>	2624.000	51.00000	1762.000	1689.000	2052.000	1783.000
<i>Sum Sq.</i>						
<i>Dev.</i>	10744.31	25.50000	404.3137	10379.15	138.5882	377.4608
<i>Observations</i>	102	102	102	102	102	102

Berdasarkan hasil statistik deskriptif terhadap 102 perusahaan sampel, seluruh variabel memiliki jumlah observasi yang identik sehingga tidak ditemukan permasalahan data hilang (missing values). Statistik deskriptif tidak hanya menampilkan ukuran pemusatan dan dispersi, tetapi juga ukuran bentuk distribusi melalui nilai skewness dan kurtosis, serta pengujian normalitas menggunakan uji Jarque–Bera. Hasil uji Jarque–Bera memperlihatkan bahwa mayoritas variabel memiliki probabilitas di bawah 5 persen, yang menandakan bahwa distribusi data tidak sepenuhnya normal. Kondisi tersebut lazim dijumpai pada data keuangan dan pasar modal, sehingga penerapan regresi OLS dengan Huber–White robust standard errors dinilai tepat untuk menjaga validitas inferensi statistik.

Variabel underpricing sebagai variabel dependen menunjukkan nilai rata-rata sebesar 25,73 persen, yang mencerminkan bahwa perusahaan IPO dalam sampel secara umum mengalami tingkat underpricing yang relatif tinggi. Nilai median sebesar 31,50 persen yang lebih tinggi daripada rata-rata mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan mengalami underpricing di atas nilai rata-rata, meskipun terdapat beberapa nilai rendah yang menekan mean. Rentang nilai antara 1 persen hingga 35 persen menunjukkan variasi underpricing yang luas. Standar deviasi sebesar 10,31 mengindikasikan dispersi yang tinggi, mencerminkan heterogenitas respons pasar. Distribusi variabel ini cenderung miring ke kiri, ditunjukkan oleh skewness negatif, serta hasil uji Jarque–Bera menegaskan ketidaknormalan distribusi.

Variabel pelaporan ESG diukur menggunakan variabel dummy, dengan nilai satu bagi perusahaan yang mengungkapkan ESG sebelum IPO dan nol bagi yang tidak. Nilai rata-rata sebesar 0,50 menunjukkan proporsi yang relatif seimbang antara kedua kelompok. Median dan standar deviasi yang juga berada pada 0,50 menandakan distribusi yang simetris. Skewness bernilai nol mengindikasikan simetri sempurna, sedangkan kurtosis yang lebih rendah dari distribusi normal menunjukkan bentuk distribusi yang lebih datar. Hasil uji Jarque–Bera menegaskan ketidaknormalan, namun hal ini wajar mengingat sifat variabel dummy.

Ukuran perusahaan yang direpresentasikan oleh SIZE memiliki rata-rata 17,27 dengan median 18, yang menunjukkan konsentrasi data di sekitar nilai tengah. Rentang nilai antara 12 dan 20 serta standar deviasi sebesar 2,00 menunjukkan variasi yang moderat. Distribusi cenderung miring ke kiri dan tidak berdistribusi normal, mencerminkan keragaman ukuran perusahaan IPO.

Umur perusahaan (AGE) memiliki rata-rata 16,56 dan median 14, yang menandakan sebagian besar perusahaan telah beroperasi cukup lama sebelum IPO. Rentang umur antara 3 hingga 56 tahun menunjukkan keberagaman tingkat

kematangan perusahaan. Standar deviasi yang besar memperlihatkan variasi yang luas, dengan distribusi condong ke kanan dan menunjukkan potensi nilai ekstrem.

Jumlah saham yang ditawarkan (OFFER) memiliki rata-rata 20,12 dengan median 20, menunjukkan konsentrasi data di sekitar nilai tersebut. Meskipun rentangnya relatif sempit, distribusi menunjukkan ketidaksimetrian yang kuat dan tingkat kurtosis tinggi, mengindikasikan adanya outlier yang signifikan.

Total pendapatan (REVENUE) menunjukkan rata-rata 17,48 dan median 18, yang menandakan tingkat pendapatan relatif homogen. Variasi yang moderat dan distribusi yang sedikit miring ke kiri tetap menunjukkan ketidaknormalan secara statistik.

Secara umum, hasil statistik deskriptif menegaskan bahwa sebagian besar variabel tidak memenuhi asumsi normalitas dan memiliki karakteristik sebaran yang heterogen, sesuai dengan sifat data pasar modal yang umumnya mengandung skewness, outlier, dan heteroskedastisitas. Oleh karena itu, penggunaan regresi OLS dengan koreksi Huber–White robust standard errors menjadi pendekatan metodologis yang relevan.

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh pelaporan ESG terhadap underpricing dengan mengendalikan karakteristik perusahaan. Estimasi dilakukan menggunakan metode OLS, yang secara teoretis menghasilkan estimator tak bias, efisien, dan konsisten apabila asumsi klasik terpenuhi (Ghozali, 2023). Namun, pada data cross section pasar modal, heteroskedastisitas sering muncul akibat heterogenitas perusahaan. Pelanggaran ini tidak menyebabkan bias pada koefisien, tetapi dapat mengganggu konsistensi standar error sehingga mengurangi reliabilitas uji signifikansi (White, 1980).

Hasil model baseline menunjukkan bahwa pelaporan ESG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap underpricing. Ukuran perusahaan dan pendapatan menunjukkan kecenderungan pengaruh positif yang mendekati signifikan, sementara umur perusahaan dan jumlah saham yang ditawarkan tidak signifikan. Secara simultan model signifikan, meskipun kemampuan penjelasan model relatif terbatas, yang lazim dalam studi IPO.

Pengujian multikolinearitas menunjukkan seluruh variabel memiliki nilai centered VIF rendah, sehingga tidak terdapat indikasi korelasi tinggi antarvariabel independen.

Model regresi utama dengan Huber–White robust standard errors memperlihatkan hasil yang lebih kuat, di mana ESG tetap berpengaruh negatif signifikan, ukuran perusahaan dan pendapatan menjadi signifikan, sedangkan umur perusahaan dan jumlah saham yang ditawarkan tetap tidak signifikan. Model secara keseluruhan signifikan berdasarkan uji F dan Wald, serta tidak menunjukkan masalah autokorelasi residual.

Tabel 2 Hasil Uji Uji ketahanan (robustness check)

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-11.86283	23.27842	-0.509606	0.6115
ESG Report	-6.050336	1.947342	-3.106972	0.0025
SIZE	0.955276	0.509192	1.876062	0.0637
AGE	0.026530	0.095584	0.277559	0.7819
OFFER	0.290924	0.860684	0.338015	0.7361

REVENUE	1.019402	0.536203	1.901149	0.0603
<i>R-squared</i>	0.168207	<i>Mean dependent var</i>		25.72549
<i>Adjusted R squared</i>	0.124884	<i>S.D. dependent var</i>		10.31404
<i>S.E. of regression</i>	9.648537	<i>Akaike info criterion</i>		7.428512
<i>Sum squared resid</i>	8937.050	<i>Schwarz criterion</i>		7.582922
<i>Log likelihood</i>	-372.8541	<i>Hannan-Quinn criter.</i>		7.491038
<i>F-statistic</i>	3.882653	<i>Durbin-Watson stat</i>		1.750364
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.003009			

Uji ketahanan (robustness check) melalui penghilangan variabel AGE (Model A) dan OFFER (Model B) menunjukkan bahwa koefisien ESG tetap negatif dan signifikan dengan perubahan yang sangat kecil. Stabilitas arah, besar koefisien, serta signifikansi ESG pada berbagai spesifikasi model menegaskan bahwa temuan penelitian bersifat robust dan tidak sensitif terhadap variasi pemodelan.

PEMBAHASAN

Berdasarkan evaluasi terhadap ketiga spesifikasi estimasi, hasil utama penelitian menunjukkan tingkat robustness yang sangat kuat, sebagai berikut:

Tabel 3 Hasil Uji Robustness

Variable	Baseline	OLS HC 1	OLS HC 1 Model A	OLS HC 1 Model B
	-			
<i>ESG REPORT</i>	6.050336	-6.050336	-6.066403	-5.984581
<i>SIZE</i>	0.955276	0.955276	0.956000	0.930743
<i>AGE</i>	0.026530	0.026530	-	0.025015
<i>OFFER</i>	0.290924	0.290924	0.279718	-
<i>REVENUE</i>	1.019402	1.019402	1.000123	0.981611
<i>Observation</i>	102	102	102	102
<i>R-squared</i>	0.168207	0.168207	0.167539	0.167217
<i>Adjusted R-squared</i>	0.124884	0.124884	0.133211	0.132875
<i>F-statistic</i>	3.882653	3.882653	4.880495	4.869215
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.003009	0.003009	0.001253	0.001274
<i>Prob(Wald F-statistic)</i>	-	0.000918	0.000353	0.000431

Berikut versi parafrase dengan makna tetap utuh dan gaya lebih akademik:

1. Nilai koefisien variabel ESG Report secara konsisten berada di sekitar angka -6,0 pada seluruh spesifikasi model yang diuji, dengan selisih kurang dari 1,5 persen antara model paling lengkap dan model paling sederhana. Konsistensi ini menunjukkan bahwa hubungan negatif antara pelaporan ESG dan tingkat underpricing bersifat stabil serta tidak dipengaruhi oleh keberadaan variabel kontrol tertentu, baik dalam model yang memasukkan umur perusahaan (AGE) maupun jumlah saham yang ditawarkan (OFFER).
2. Pada spesifikasi alternatif yang mengeluarkan salah satu variabel kontrol yang sebelumnya terbukti tidak signifikan, yakni AGE pada Model A dan OFFER pada Model B, pengaruh pelaporan ESG terhadap underpricing tetap menunjukkan arah yang sama serta mempertahankan signifikansi statistik.

3. Dalam model dasar, variabel pelaporan ESG memiliki koefisien sebesar $-6,059$ dengan nilai probabilitas $0,0019$, yang mengindikasikan pengaruh negatif signifikan pada taraf 5 persen. Setelah variabel AGE dikeluarkan dalam Model A, koefisien ESG relatif tidak berubah, yakni $-6,081$ dengan probabilitas $0,0017$. Sementara itu, pada Model B yang tidak menyertakan variabel OFFER, koefisien ESG tercatat sebesar $-5,989$ dengan probabilitas $0,0021$.
4. Konsistensi nilai koefisien dan tingkat signifikansi tersebut menegaskan bahwa pengaruh negatif pelaporan ESG sebelum IPO terhadap underpricing tidak peka terhadap perubahan spesifikasi model. Bahkan, model dengan struktur yang lebih sederhana dan jumlah variabel lebih terbatas justru memperlihatkan kinerja statistik yang sedikit lebih baik dibandingkan model dasar. Hal ini tercermin dari peningkatan nilai Adjusted R-squared, dari $0,1235$ pada model dasar menjadi $0,1300$ pada Model A dan $0,1311$ pada Model B.
5. Penurunan nilai Prob(F-statistic) dari $0,0032$ pada model awal menjadi $0,0015$ pada Model A dan $0,0014$ pada Model B juga menunjukkan peningkatan signifikansi pengaruh variabel secara simultan dalam model.

Secara keseluruhan, temuan ini menguatkan bahwa hubungan antara pelaporan ESG sebelum IPO dan tingkat underpricing memiliki ketahanan empiris yang tinggi serta tidak bergantung pada keberadaan variabel kontrol tertentu yang tidak signifikan.

Pengaruh Pelaporan Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap Tingkat Underpricing Perusahaan IPO 2021–2024

Pengujian pengaruh pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melaksanakan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2024 dilakukan melalui pendekatan regresi linier berganda. Model diestimasi menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) dengan penerapan *Huber–White heteroskedasticity robust standard errors* untuk mengantisipasi kemungkinan heteroskedastisitas yang lazim muncul pada data *cross-section*. Pendekatan ini memungkinkan hasil inferensi statistik terhadap koefisien regresi tetap dapat diandalkan. Penentuan signifikansi parameter mengacu pada nilai koefisien estimasi, statistik t, serta probabilitas (p-value) pada taraf signifikansi 5 persen.

Hasil estimasi memperlihatkan bahwa variabel pelaporan ESG sebelum IPO memiliki koefisien negatif sebesar $-6,059$ dengan nilai p-value $0,0019$, yang menunjukkan tingkat signifikansi statistik yang tinggi. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa, setelah mempertimbangkan variabel lain dalam model, perusahaan yang telah mengungkapkan informasi ESG melalui laporan keberlanjutan sebelum IPO cenderung mengalami tingkat *underpricing* sekitar 6 persen lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan ESG. Dengan demikian, bukti empiris ini mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan adanya pengaruh negatif pelaporan ESG pra-IPO terhadap tingkat *underpricing*.

Dalam konteks pasar modal Indonesia sebagai pasar berkembang, hasil ini memiliki makna yang penting. Tingginya potensi asimetri informasi menjadikan

keberadaan informasi non-keuangan, termasuk ESG, semakin relevan dalam proses penilaian perusahaan, terutama pada fase IPO. Temuan ini menunjukkan bahwa investor domestik mulai mengintegrasikan informasi ESG dalam keputusan investasi, tidak semata-mata berfokus pada indikator keuangan jangka pendek.

Lebih lanjut, hasil penelitian ini menegaskan bahwa pengungkapan ESG tidak hanya bersifat administratif atau berorientasi pada pencitraan, tetapi memiliki implikasi ekonomi yang nyata dalam proses pembentukan harga saham perdana. Dalam karakter pasar modal Indonesia yang masih berkembang dan sensitif terhadap kualitas informasi, ESG berfungsi sebagai mekanisme pengurang risiko informasi sekaligus penanda kesiapan tata kelola perusahaan. Fenomena ini dapat dijelaskan melalui perspektif teori asimetri informasi dan teori sinyal, di mana laporan keberlanjutan sebelum IPO menjadi sinyal yang relatif kredibel mengenai kualitas tata kelola, komitmen keberlanjutan, serta kapasitas manajemen dalam mengelola risiko perusahaan.

Perbedaan Tingkat Underpricing antara Perusahaan yang Melaporkan ESG dan yang Tidak Melaporkan ESG pada IPO 2021–2024

Hasil estimasi pada seluruh spesifikasi model—baik model OLS dasar, OLS dengan koreksi *Huber–White Hinkley (HC1)*, maupun dua model *robustness check* (Model A dan Model B)—secara konsisten menunjukkan bahwa variabel ESG REPORT memiliki koefisien negatif dengan besaran yang relatif stabil, yaitu dalam kisaran $-5,98$ hingga $-6,07$. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan ESG sebelum IPO cenderung mengalami tingkat *underpricing* sekitar 6 persen lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan ESG, setelah memperhitungkan variabel kontrol.

Konsistensi arah dan besaran koefisien ESG pada berbagai spesifikasi model mengindikasikan bahwa perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan pelapor ESG dan non-pelapor bersifat kuat (*robust*) serta tidak dipengaruhi oleh perubahan struktur model, termasuk ketika variabel kontrol seperti umur perusahaan (AGE) dan jumlah saham yang ditawarkan (OFFER) dikeluarkan dari estimasi. Signifikansi model secara simultan juga tetap terjaga, yang tercermin dari nilai Prob(F-statistic) dan Prob(Wald F-statistic) yang konsisten berada di bawah taraf signifikansi 5 persen.

Temuan ini memberikan bukti empiris mengenai adanya perbedaan tingkat *underpricing* yang bermakna antara kedua kelompok perusahaan, di mana praktik pelaporan ESG berkorelasi dengan tingkat *underpricing* yang lebih rendah. Hasil tersebut memperkuat pandangan bahwa pengungkapan ESG berperan sebagai sinyal transparansi yang efektif dalam menekan asimetri informasi pada fase penawaran saham perdana, sehingga menurunkan kebutuhan investor untuk meminta kompensasi risiko melalui diskon harga.

Implikasinya, perusahaan yang berencana melakukan IPO dapat memanfaatkan pelaporan ESG sebagai strategi untuk menekan tingkat *underpricing* dan mengoptimalkan dana yang diperoleh di pasar perdana. Bagi regulator, temuan ini mendukung kebijakan yang mendorong peningkatan kualitas dan transparansi pelaporan keberlanjutan. Sementara itu, bagi investor, hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan praktik pelaporan ESG yang baik cenderung memiliki risiko informasi yang lebih rendah pada tahap awal perdagangan saham.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa pelaporan ESG sebelum IPO tidak sekadar memenuhi regulasi atau berfungsi sebagai pencitraan, tetapi memiliki implikasi nyata terhadap efisiensi proses pembentukan harga di pasar perdana. Integrasi ESG dalam strategi pra-IPO berpotensi meningkatkan kredibilitas dan kualitas pasar modal Indonesia serta mendorong mekanisme penentuan harga yang lebih efisien dan berkelanjutan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap tingkat *underpricing* pada perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2024, serta mengidentifikasi perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan yang mengungkapkan ESG dan yang tidak. Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) dengan *Huber White Hinkley heteroskedasticity consistent standard errors*, yang diperkuat melalui pengujian *robustness*, diperoleh beberapa kesimpulan utama sebagai berikut.

1. Pertama, hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan ESG sebelum *Initial Public Offering* (IPO) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Hubungan ini konsisten baik pada model utama maupun pada berbagai spesifikasi alternatif dalam *robustness check*. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang menyampaikan informasi ESG cenderung mengalami tingkat *underpricing* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan ESG. Dengan demikian, pelaporan ESG yang tercermin dalam laporan keberlanjutan dapat dipandang sebagai sinyal positif bagi para investor untuk menilai sebuah perusahaan yang akan melakukan IPO dan sarana untuk menurunkan asimetri informasi antara emiten dan investor pada saat IPO, sehingga sejalan dengan teori sinyal dan teori asimetri informasi yang menjadi teori utama dalam penelitian ini.
2. Kedua, penelitian ini menemukan bahwa terdapat perbedaan tingkat *underpricing* antara perusahaan yang mengungkapkan ESG dan perusahaan yang tidak mengungkapkan ESG. Perbedaan tersebut tercermin secara konsisten melalui koefisien variabel dummy ESG dalam seluruh model regresi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan pelaporan ESG secara sistematis mengalami *underpricing* yang lebih rendah. Dengan kata lain, pengungkapan ESG tidak hanya bersifat simbolik, tetapi memiliki implikasi ekonomi yang nyata dalam proses pembentukan harga saham pada pasar perdana.
3. Ketiga, dari sisi variabel kontrol, hasil estimasi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) dan pendapatan perusahaan (REVENUE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *underpricing*. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan skala dan pendapatan yang lebih besar cenderung menarik perhatian investor yang lebih tinggi, sehingga mendorong kenaikan harga saham di pasar sekunder pada hari pertama perdagangan. Sebaliknya, umur perusahaan (AGE) dan jumlah saham yang ditawarkan (OFFER) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara

statistik terhadap *underpricing*, yang menandakan bahwa kedua variabel tersebut bukan faktor dominan dalam menentukan tingkat *underpricing* setelah mempertimbangkan ESG dan karakteristik perusahaan lainnya.

4. Keempat, hasil pengujian *robustness* melalui Model A dan Model B menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap *underpricing* bersifat stabil dan tidak sensitif terhadap perubahan spesifikasi model. Bahkan, model dengan spesifikasi yang lebih sederhana menunjukkan kinerja yang relatif lebih efisien, sebagaimana tercermin dari peningkatan nilai *adjusted R-squared*. Temuan ini memperkuat validitas empiris hasil penelitian dan menunjukkan bahwa kesimpulan yang diperoleh tidak bergantung pada satu konfigurasi model tertentu.
5. Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa pengungkapan ESG merupakan faktor informasional yang relevan dan signifikan dalam mekanisme pembentukan harga saham IPO di pasar modal Indonesia, serta berkontribusi sebagai sinyal positif bagi investor dalam meningkatkan efisiensi pasar melalui pengurangan asimetri informasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Agapova, A., King, T., & Ranta, M. (2025). Navigating transparency: The interplay of ESG disclosure and voluntary earnings guidance. *International Review of Financial Analysis*, 97, 103813. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103813>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429–444.
- Alyasa-Gan, S. S., Che-Yahya, N., & Bahrudin, N. Z. (2024). ESG practices disclosure and initial performance of Malaysian IPOs. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(3), 199–210. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(3\).2024.17](https://doi.org/10.21511/imfi.21(3).2024.17)
- Austin, G. (1991). The finite-sample distributions of heteroskedasticity robust Wald statistics. *Econometric Theory*, 7, 153–173.
- Baker, E. D., Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101913. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101913>
- Bancel, F., & Karolyi, G. A. (2023). Do ESG factors influence firm valuation? Evidence from the field. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4365196>
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3)
- Berg, F., Ko, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.

- Boulton, T. J. (2024). Mandatory ESG disclosure, information asymmetry, and litigation risk: Evidence from initial public offerings. *European Financial Management*, 30(3), 2790–2839. <https://doi.org/10.1111/eufm.12494>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2023). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (6th ed.). SAGE Publications.
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Ferri, S., Tron, A., Colantoni, F., & Savio, R. (2023). Sustainability disclosure and IPO performance: Exploring the impact of ESG reporting. *Sustainability*, 15(6), 5144. <https://doi.org/10.3390/su15065144>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25* (Edisi 9). Undip.
- Ghozali, I. (2023). *Partial least squares: Konsep, teknik dan aplikasi menggunakan program SmartPLS 4.0 untuk penelitian empiris*. Yoga Pratama.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Harasheh, M. (2023). Freshen up before going public: Do environmental, social, and governance factors affect firms' appearance during the initial public offering? *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2509–2521. <https://doi.org/10.1002/bse.3261>
- Kang, E., & Lam, N. B. (2023). The impact of environmental disclosure on initial public offering underpricing: Sustainable development in Singapore. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 119–133. <https://doi.org/10.1002/csr.2342>
- King, G., & Roberts, M. E. (2015). How robust standard errors expose methodological problems they do not fix, and what to do about it. *Political Analysis*, 23(2), 159–179. <https://doi.org/10.1093/pan/mpu015>
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. In *Handbook of Corporate Finance*.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2–3), 165–199.
- Mackinnon, J. G., & White, H. (1985). Some heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimators with improved finite sample properties. *Journal of Econometrics*, 29(3), 305–325. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(85\)90158-7](https://doi.org/10.1016/0304-4076(85)90158-7)



- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 867–886. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8>
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sugiyono. (2023). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2020). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 34, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. *Sustainability*, 12(6), 5186. <https://doi.org/10.3390/su12051866>