

**DETEKSI *GREENWASHING* DALAM LAPORAN KEBERLANJUTAN DAN
REAKSI PASAR MODAL DENGAN *ESG RISK SCORE* DAN *FIRM SIZE* SEBAGAI
VARIABEL MODERASI: PENDEKATAN *EVENT STUDY***

TESIS



Bebby Ayu Wardhani

1224 00991

**PROGRAM PASCASARJANA
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI
YAYASAN KELUARGA PAHLAWAN NEGARA
YOGYAKARTA
2026**

UJIAN TESIS

Tesis berjudul:

DETEKSI GREENWASHING DALAM LAPORAN KEBERLANJUTAN DAN REAKSI PASAR MODAL
DENGAN ESG RISK SCORE DAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI: PENDEKATAN
EVENT STUDY

Telah diuji pada tanggal: 19 Februari 2026

Tim Penguji:

Ketua



Julianto Agung Saputro, Dr., S.Kom., M.Si., Ak., CA., CRP.

Anggota



Nikodemus Hans Setiadi Wijaya, Prof., M.Si., Ph.D.

Pembimbing



Nurofik, Dr., M.Si., C.M.A., Ak., CA.

**DETEKSI GREENWASHING DALAM LAPORAN KEBERLANJUTAN DAN REAKSI PASAR
MODAL DENGAN ESG RISK SCORE DAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI:
PENDEKATAN EVENT STUDY**

dipersiapkan dan disusun oleh:

Beby Ayu Wardhani

Nomor Mahasiswa: 122400991

telah dipresentasikan di depan Tim Penguji pada tanggal: 19 Februari 2026 dan dinyatakan telah memenuhi syarat diterima sebagai salah satu persyaratan untuk mencapai gelar Magister Akuntansi (M.Ak.) di bidang Akuntansi

SUSUNAN TIM PENGUJI

Pembimbing



Nurofik, Dr., M.Si., C.M.A., Ak., CA.

Ketua Penguji



Julianto Agung Saputro, Dr., S.Kom., M.Si., Ak., CA., C

Anggota Penguji



Nikodemus Hans Setiadi Wijaya, Prof., M.Si., Ph.D.

Yogyakarta, 19 Februari 2026

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN

Ketua,




Wisnu Prajogo, Dr., MBA.



SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI
YAYASAN KELUARGA PAHLAWAN NEGARA YOGYAKARTA
JL. SETURAN, YOGYAKARTA 55281, P.O. BOX 1014 YOGYAKARTA 55010
TELP. (0274) 486160, 486321, FAKS. (0274) 486155 www.stieykpn.ac.id

Pernyataan Keaslian Karya Tulis Tesis

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul:

**DETEKSI GREENWASHING DALAM LAPORAN KEBERLANJUTAN DAN REAKSI PASAR
MODAL DENGAN ESG RISK SCORE DAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI:
PENDEKATAN EVENT STUDY**

diajukan untuk diuji pada tanggal 19 Februari 2026, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian karya tulis orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya tanpa ada paksaan orang lain. Bila dikemudian hari terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, maka saya bersedia menerima pembatalan gelar dan ijazah yang diberikan oleh Program Pascasarjana STIE YKPN Yogyakarta batal saya terima.

Yogyakarta, 19 Februari 2026

Yang memberi pernyataan

Beby Ayu Wardhani

Saksi 1, sebagai Ketua Tim Penguji

Julianto Agung Saputro, Dr., S.Kom., M.Si., Ak., CA., C

Saksi 2, sebagai Anggota Penguji

Nikodemus Hans Setiadi Wijaya, Prof., M.Si., Ph.D.

Saksi 3, sebagai Pembimbing

Nurofik, Dr., M.Si., C.M.A., Ak., CA.

Saksi 4, sebagai Ketua STIE YKPN Yogyakarta



Wishu Prajogo, Dr., MBA.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

“Deteksi *Greenwashing* Dalam Laporan Keberlanjutan Dan Reaksi Pasar Modal Dengan *Esg Risk Score* Dan *Firm Size* Sebagai Variabel Moderasi: Pendekatan *Event Study*”

Beby Ayu Wardhani

ABSTRAK

This study analyzes market reactions to greenwashing practices in sustainability reports using two main indicators, namely Cumulative Abnormal Return (CAR) and Trading Volume Activity (TVA). In addition, the study examines the moderating role of ESG Risk Score and firm size. The sample consists of 40 listed companies over the 2022–2024 period, resulting in 120 observations. The research employs an event study approach and panel data regression, using a fixed effect model to test CAR and a random effect model to test TVA. The findings indicate that greenwashing does not have a significant effect on CAR or TVA. However, the effect is conditional, as firm size is proven to moderate the relationship between greenwashing and both CAR and TVA. In contrast, ESG Risk Score does not significantly moderate the effect of greenwashing on CAR, although it moderates its influence on TVA. These results suggest that market reactions to greenwashing in the Indonesian capital market are contextual and influenced by firm characteristics and investors' ESG literacy. Symbolic sustainability information has not been fully responded to critically by investors in the stock price formation process, particularly in the short term. Therefore, this study highlights the importance of improving the quality and credibility of ESG reporting, as well as strengthening the role of regulators and market participants in enhancing transparency and market discipline to minimize greenwashing practices.

Keywords: Greenwashing, Market Reaction, Cumulative Abnormal Return (CAR) dan Trading Volume Activity (TVA).

I. PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi global mendorong eksploitasi sumber daya alam yang memicu perubahan iklim, kerusakan lingkungan, dan lemahnya tata kelola perusahaan. Kondisi ini mendorong penerapan prinsip ESG dalam kerangka *sustainable development* dan *circular economy* sebagai strategi peningkatan nilai jangka panjang perusahaan (BATS Consulting, 2024; Ding & Lee, 2024; Dhaliwal et al., 2011). Penerapan ESG juga merupakan strategi bisnis untuk memperoleh keuntungan kompetitif (Friede et al., 2015). Dengan demikian, ESG telah berkembang menjadi instrumen penting yang dapat dijadikan pertimbangan dalam keputusan investasi (Dorfleitner et al., 2025). Tren pelaporan keberlanjutan meningkat secara global (Yehezkel et al., 2023), dengan kenaikan pengungkapan ESG dari 56% (2022) menjadi 63% pada 2023 (Bosone et al., 2024). Regulasi diperkuat melalui CSRD dan ESRS di Uni Eropa, SEC di Amerika Serikat, serta SEBI di India, dengan GRI sebagai standar utama (H. Z. Khan et al., 2021; I. Khan et al., 2023). Di Indonesia, kewajiban pelaporan diatur melalui POJK No. 51/POJK.03/2017 dan SEOJK No. 16/SEOJK.04/2021, dengan 97% emiten telah melaporkan keberlanjutan hingga 2025 (Jeffrey Hendrik, 2025), serta didukung KESGI oleh Katadata Insight Centre.

Namun, peningkatan kuantitas pelaporan belum tentu mencerminkan substansi praktik keberlanjutan (Sana & Basak, 2022; Ittiponpaisarn & Sae-Lim, 2025). Praktik *greenwashing* muncul ketika pengungkapan ESG bersifat simbolik dibandingkan substantif (Laufer, 2003; de

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Freitas Netto et al., 2020; Adamkiewicz et al., 2022; Delmas & Burbano, 2011; Font et al., 2017). Temuan ESMA menunjukkan terdapat indikasi praktik *greenwashing* pada 200 perusahaan Eropa (Dimas Waraditya Nugraha, 2024), sementara kurangnya verifikasi independen juga meningkatkan risiko *greenwashing* (Ajeng Dwita, katadata.com). Dampaknya mencakup hilangnya kepercayaan publik dan penurunan nilai saham (Lyon & Montgomery, 2015; Santos et al., 2024; Jauhari, 2023) serta ancaman terhadap pencapaian SDGs, sehingga OJK memperkuat Standar Pengungkapan Keberlanjutan (SPK) (R. Joko Siswanto, *Green Economy Outlook* 2026).

Penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang inkonsisten. Sebagian menemukan reaksi pasar negatif terhadap *greenwashing* (M. Xu et al., 2025; Du, 2015), sementara lainnya menunjukkan hasil yang bervariasi atau tidak signifikan (Lam & Grønås, 2022; Teti et al., 2024; Dorfleitner & Eckberg, 2025; Mazzacurati et al., 2023). Studi di Indonesia juga menunjukkan *greenwashing* belum tentu dipandang sebagai sinyal penting oleh investor (Farilla & Abipraya, 2025; Meilani & Mutmainah, 2025). Kesenjangan penelitian terletak pada dominasi studi di negara maju (Olivia & Hanjaya, 2024), fokus pada peristiwa eksternal, serta minimnya pengukuran berbasis analisis konten laporan dan pengujian langsung terhadap reaksi pasar saham (Li et al., 2023; Forliano et al., 2025; M. Xu et al., 2025). Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini menganalisis praktik *greenwashing* pada emiten LQ45 menggunakan *content analysis* berbasis indikator GRI 2021 (W. Xu et al., 2023) dan menguji pengaruhnya terhadap reaksi pasar melalui *abnormal return* dan *trading volume activity*, dengan mempertimbangkan *ESG Risk Score*, *firm size* serta variabel kontrol *leverage*, profitabilitas, dan *market-to-book ratio*. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis dan empiris dalam konteks pasar berkembang serta implikasi praktis bagi regulator, investor, dan perusahaan.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori

2.1.1 Agency Theory

Agency Theory yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan kontraktual antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer) yang ditandai oleh asimetri informasi. Manajer sebagai pihak yang memiliki informasi lebih banyak berpotensi bertindak oportunistik dan tidak selalu selaras dengan kepentingan pemegang saham dalam memaksimalkan nilai perusahaan jangka panjang. Dalam konteks keberlanjutan, laporan keberlanjutan berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Namun, keterbatasan akses investor terhadap informasi internal serta ketiadaan *assurance* independen dapat membuka peluang terjadinya *greenwashing* (Laufer, 2003). Praktik ini dilakukan melalui penekanan pada pengungkapan simbolik (*soft disclosure*) dibandingkan substantif (*hard disclosure*) (Lyon & Montgomery, 2015; Delmas & Burbano, 2011), sebagai bentuk perilaku oportunistik untuk mempertahankan legitimasi dan menarik dukungan investor. Menurut perspektif *Agency Theory*, reaksi pasar sangat bergantung pada kredibilitas informasi. Jika laporan keberlanjutan dianggap kredibel, kepercayaan investor meningkat dan harga saham cenderung naik. Sebaliknya, ketika investor mendeteksi *greenwashing*, mereka dapat merespons negatif melalui penurunan kepemilikan saham yang tercermin dalam *abnormal return* yang lebih rendah (M. Xu et al., 2025). Dengan demikian, *greenwashing* dipahami sebagai konsekuensi konflik keagenan yang relevan dalam menjelaskan reaksi pasar terhadap laporan keberlanjutan emiten LQ45.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

2.1.2. Teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholder theory*)

Stakeholder theory yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menegaskan bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi pada penciptaan laba, tetapi juga bertanggung jawab memenuhi kepentingan berbagai pemangku kepentingan, baik internal maupun eksternal. Oleh karena itu, perusahaan dituntut memperhatikan aspek sosial, lingkungan, dan tata kelola dalam setiap aktivitas bisnisnya (Sneideriene, 2025). Dalam konteks keberlanjutan, laporan ESG menjadi instrumen strategis untuk merespons tuntutan *stakeholder* dan menunjukkan komitmen terhadap tanggung jawab sosial (Bernini & Rosa, 2024). Transparansi tersebut diharapkan memperkuat legitimasi dan reputasi perusahaan (Awa et al., 2024), khususnya bagi emiten LQ45 yang memiliki eksposur publik tinggi. Namun, tekanan *stakeholder* juga dapat mendorong terjadinya *greenwashing* melalui pengungkapan simbolik (*soft disclosure*) yang tidak mencerminkan praktik substantif (Delmas & Burbano, 2011). Praktik ini dilakukan untuk meredakan tekanan publik dan mempertahankan legitimasi (Safrina, N & Utomo, C, 2020). Jika pengungkapan ESG dilakukan secara substantif, perusahaan berpotensi memperoleh kepercayaan investor dan dukungan regulator (Eccles, 2025). Sebaliknya, pengungkapan simbolik dapat menurunkan kepercayaan dan tercermin dalam reaksi pasar negatif berupa *abnormal return* yang lebih rendah (M. Xu et al., 2025). Dengan demikian, *stakeholder theory* relevan dalam menjelaskan *greenwashing* sebagai respons terhadap tekanan pemangku kepentingan serta implikasinya terhadap reaksi pasar.

2.1.3. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan menggunakan laporan keuangan dan non-keuangan, termasuk laporan keberlanjutan, untuk mengirimkan sinyal kepada investor mengenai kinerja dan prospek perusahaan (Spence, 1973). Laporan keberlanjutan dipandang sebagai sinyal komitmen terhadap praktik berkelanjutan (D'Ecclesia et al., 2025) yang membantu mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pihak eksternal. Investor kemudian menggunakan sinyal tersebut dalam pengambilan keputusan investasi, yang tercermin pada return saham (Suttipun & Yordudom, 2021; Safriani & Utomo, 2020; Connelly et al., 2011). Namun, ketika terjadi ketidaksesuaian antara klaim dan praktik aktual (*greenwashing*), sinyal yang dikirimkan menjadi tidak kredibel. Kondisi ini merusak efektivitas mekanisme sinyal (Walker & Wan, 2012) dan dipersepsikan sebagai sinyal negatif oleh pasar. Akibatnya, ketika informasi yang sesungguhnya terungkap, pasar dapat bereaksi negatif terhadap perusahaan (Spence, 1973). Dengan demikian, teori sinyal menjelaskan bagaimana *greenwashing* memengaruhi persepsi investor dan berimplikasi pada reaksi pasar.

2.1.4. *Greenwashing*

Greenwashing telah banyak dikaji dalam literatur bisnis dan manajemen (Forliano et al., 2025). Secara umum, *greenwashing* dipahami sebagai praktik pengungkapan yang menyesatkan melalui *selective disclosure*, *decoupling* antara klaim dan praktik nyata, serta strategi legitimasi untuk menjaga citra perusahaan (de Freitas Netto et al., 2020). Istilah ini pertama kali diperkenalkan oleh Westerveld (1986) untuk menggambarkan praktik manipulatif perusahaan yang menampilkan citra ramah lingkungan tanpa tindakan substantif. *Greenwashing* didefinisikan sebagai penyampaian klaim keberlanjutan yang berlebihan atau tidak akurat guna membentuk persepsi positif publik (Lyon & Maxwell, 2011; Lyon & Montgomery, 2015; Delmas & Burbano, 2011).

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Model konseptual Santos et al. (2024) menjelaskan bahwa *greenwashing* dipengaruhi oleh faktor internal (misalnya *corporate image management* dan target keberlanjutan), faktor eksternal (tekanan stakeholder, persaingan industri, kelemahan regulasi), serta faktor kontekstual, dengan konsekuensi berupa hilangnya kepercayaan, kerusakan reputasi, distorsi informasi pasar, hingga risiko *greenhushing*. Literatur terkini memandang *greenwashing* sebagai kesenjangan (*gap*) antara pengungkapan simbolik dan kinerja keberlanjutan substantif (Walker & Wan, 2012; Calamai et al., 2025; W. Xu et al., 2023; Zhang et al., 2023), termasuk kondisi ketika kinerja lingkungan buruk dikomunikasikan secara positif (Delmas & Burbano, 2011). Dalam laporan ESG, *greenwashing* dapat muncul dalam bentuk *symbolic disclosure* (Siano et al., 2017), *selective disclosure* (de Freitas Netto et al., 2020; Delmas & Burbano, 2011; Terra Choice, 2010), *misleading claims*, serta *lack of third-party assurance* yang menurunkan kredibilitas informasi (Laufer, 2003). Penelitian ini mengacu pada definisi *greenwashing* sebagai dominasi narasi dibandingkan pengungkapan substantif dalam laporan keberlanjutan (Cao et al., 2022), terutama ketika tidak terdapat *assurance independence* yang memadai, sehingga menyulitkan investor menilai kualitas informasi ESG (Liu et al., 2024).

2.1.5. Reaksi Pasar

Reaksi pasar merupakan respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan, yang tercermin dalam perubahan harga saham dan aktivitas perdagangan (Fama, 1970). Dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH), harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sehingga setiap informasi baru, termasuk pengungkapan ESG akan segera direspons melalui pergerakan harga dan volume perdagangan. Jika pengungkapan ESG bersifat substantif, pasar akan menafsirkannya sebagai sinyal positif atas prospek jangka panjang perusahaan dan memunculkan reaksi positif berupa *abnormal return* dan peningkatan *trading volume* (Friede et al., 2015). Sebaliknya, apabila terdapat ketidaksesuaian antara klaim dan praktik nyata (*greenwashing*), investor dapat kehilangan kepercayaan sehingga memicu *abnormal return* negatif dan penurunan aktivitas perdagangan (Du, 2014; M. Xu et al., 2025). Pengujian reaksi pasar melalui pendekatan *event study* di sekitar tanggal publikasi laporan keberlanjutan menjadi relevan untuk menilai efisiensi pasar Indonesia dalam merespons indikasi *greenwashing*. Namun, dalam konteks negara berkembang, pasar sering kali belum sepenuhnya efisien dalam mengolah informasi non-keuangan, sehingga respons terhadap pengungkapan ESG dapat bersifat terbatas atau tidak signifikan (Utami et al., 2017). Dengan demikian, teori pasar efisien menjadi dasar untuk menjelaskan bagaimana kualitas informasi ESG memengaruhi reaksi investor di pasar modal.

2.1.6. ESG Risk Score

ESG Risk Score yang dikembangkan oleh Morningstar Sustainalytics mengukur tingkat risiko keberlanjutan perusahaan berdasarkan dua komponen utama, yaitu *exposure* (tingkat kerentanan terhadap risiko ESG yang material) dan *management* (kemampuan perusahaan mengelola risiko tersebut melalui kebijakan dan praktik) (Dan et al., 2025). Perusahaan dengan *ESG Risk Score* rendah dinilai memiliki pengelolaan risiko yang baik, tata kelola kuat, dan komitmen keberlanjutan yang relatif lebih tinggi (Friede et al., 2015; Lagasio, 2024). Namun, *ESG Risk Score* tidak sepenuhnya terbebas dari potensi *greenwashing*. Skor rendah (*negligible*) tidak selalu menjamin ketiadaan praktik *greenwashing* (Boiral et al., 2020; Choi & Hong, 2022). Bagi investor, hal ini menjadi tantangan karena *ESG Risk Score* sering dijadikan dasar keputusan investasi. Jika perusahaan dengan skor rendah terindikasi melakukan *greenwashing*, reaksi pasar dapat menjadi lebih negatif akibat kekecewaan investor (M. Xu et al., 2025; Teti et al., 2024). Di sisi lain, temuan Dorfleitner & Eckberg (2025) menunjukkan bahwa *ESG Score* tidak selalu mampu menekan dampak negatif *greenwashing* terhadap reaksi pasar. Dalam

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

penelitian ini, *ESG Risk Score* diposisikan sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara *greenwashing* dan reaksi pasar, tergantung pada tingkat risiko keberlanjutan yang dimiliki perusahaan.

2.1.7. *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan variabel penting dalam penelitian keuangan dan akuntansi karena berpengaruh terhadap perilaku pengungkapan informasi dan reaksi pasar. Ukuran perusahaan umumnya diukur melalui total aset, kapitalisasi pasar, atau total penjualan tahunan (Dang et al., 2018). Perusahaan besar memiliki sumber daya lebih luas, akses pendanaan lebih mudah, serta berada dalam pengawasan publik dan regulator yang lebih ketat, sehingga cenderung melakukan pengungkapan yang lebih komprehensif dan transparan dibandingkan perusahaan kecil. Dalam konteks ESG, perusahaan besar berada dalam sorotan publik yang tinggi dan menghadapi tekanan lebih besar untuk menunjukkan citra keberlanjutan yang positif. Namun, ekspektasi yang tinggi ini juga dapat mendorong praktik *greenwashing* melalui peningkatan kualitas pelaporan secara simbolik tanpa diimbangi kinerja substantif (H. Z. Khan et al., 2021; Lagasio, 2024). Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi hubungan antara pengungkapan keberlanjutan dan reaksi pasar. Perusahaan besar yang terlibat *greenwashing* cenderung menerima hukuman reputasi yang lebih besar ketika ketidaksesuaian informasi terungkap (Patten & Zhao, 2014). Dengan demikian, dalam penelitian ini ukuran perusahaan diposisikan sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah dampak *greenwashing* terhadap reaksi pasar berbeda berdasarkan skala perusahaan, khususnya pada emiten LQ45 yang umumnya berkapitalisasi besar.

2.1.8. *Leverage*

Leverage menggambarkan tingkat ketergantungan perusahaan pada pendanaan berbasis utang dibandingkan modal sendiri. Rasio *leverage* yang tinggi mencerminkan risiko finansial yang lebih besar serta kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang yang harus dipenuhi (Jensen & Meckling, 1976). Dalam literatur keuangan, *leverage* sering digunakan sebagai indikator kesehatan keuangan sekaligus faktor yang memengaruhi strategi pengungkapan informasi perusahaan. Dalam konteks *ESG disclosure*, perusahaan dengan *leverage* tinggi memiliki insentif untuk menjaga citra positif di mata kreditur dan investor melalui pelaporan keberlanjutan. Namun, tekanan finansial juga dapat membatasi kemampuan perusahaan dalam mengimplementasikan praktik keberlanjutan secara substantif, sehingga meningkatkan potensi terjadinya *greenwashing* dan reaksi pasar negatif (Lam & Grønas, 2022). Investor cenderung lebih sensitif terhadap perusahaan dengan *leverage* tinggi karena risiko kebangkrutan dan ketidakmampuan memenuhi kewajiban finansial lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan *leverage* rendah umumnya dipersepsikan lebih stabil, sehingga dampak *greenwashing* terhadap reaksi pasar mungkin tidak sekuat pada perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini *leverage* digunakan sebagai variabel kontrol untuk memastikan bahwa pengaruh *greenwashing* terhadap reaksi pasar tidak bias akibat perbedaan struktur pendanaan perusahaan, serta untuk menangkap pengaruh risiko keuangan terhadap persepsi investor di pasar modal Indonesia.

2.1.9. Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas yang diukur melalui *Return on Assets* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi umumnya dipersepsikan lebih sehat secara finansial, memiliki kapasitas investasi lebih besar, dan mampu memberikan pengembalian yang baik kepada pemegang saham (Fama & French, 1992). Temuan Lam & Grønas (2022) menunjukkan bahwa profitabilitas tinggi dapat mengurangi dampak negatif isu *greenwashing*.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Dalam konteks *ESG disclosure*, perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki sumber daya lebih besar untuk membiayai program keberlanjutan, sehingga cenderung dipandang lebih kredibel oleh investor. Namun, profitabilitas tinggi juga dapat mendorong manajemen mempertahankan reputasi positif melalui strategi pelaporan, termasuk potensi *greenwashing* ketika praktik nyata tidak sejalan dengan ekspektasi pasar (H. Z. Khan et al., 2021). Pada emiten LQ45, profitabilitas menjadi indikator penting dalam evaluasi investor. Jika perusahaan dengan ROA tinggi terdeteksi melakukan *greenwashing*, reaksi pasar dapat lebih negatif karena dianggap sebagai bentuk manipulasi informasi yang merusak integritas keuangan dan reputasi keberlanjutan. Sebaliknya, pada perusahaan dengan profitabilitas rendah, dampaknya mungkin tidak sekuat itu. Oleh karena itu, dalam penelitian ini ROA digunakan sebagai variabel kontrol untuk memastikan bahwa perubahan *abnormal return* mencerminkan dampak *greenwashing*, bukan semata-mata kondisi kinerja keuangan perusahaan.

2.2.0 Market-to-Book Ratio (MBR)

Market-to-Book Ratio (MBR) merupakan indikator yang digunakan untuk menilai prospek pertumbuhan perusahaan dengan membandingkan nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas. MBR yang tinggi mencerminkan ekspektasi positif investor terhadap pertumbuhan dan kinerja masa depan perusahaan, sedangkan MBR rendah sering dipandang sebagai indikasi perusahaan *undervalued* atau memiliki prospek terbatas (Fama & French, 1992). Dengan demikian, MBR tidak hanya merefleksikan kinerja historis, tetapi juga persepsi pasar terhadap potensi nilai jangka panjang. Dalam konteks *ESG disclosure*, perusahaan dengan MBR tinggi biasanya menjadi pusat perhatian investor dan menghadapi ekspektasi lebih besar terhadap kredibilitas laporan keberlanjutan. Jika perusahaan dengan MBR tinggi terdeteksi melakukan *greenwashing*, dampak reputasional dan finansialnya cenderung lebih besar karena pasar menilai informasi tersebut sebagai pengkhianatan terhadap ekspektasi pertumbuhan jangka panjang. Hal ini dapat tercermin dalam *abnormal return* negatif. Pada emiten LQ45 yang umumnya memiliki kapitalisasi dan likuiditas tinggi, MBR menjadi relevan dalam menilai sensitivitas pasar terhadap praktik *greenwashing*. Oleh karena itu, dalam penelitian ini MBR digunakan sebagai variabel kontrol untuk memastikan bahwa pengaruh *greenwashing* terhadap reaksi pasar tidak dipengaruhi oleh faktor ekspektasi pertumbuhan yang telah tercermin dalam valuasi pasar perusahaan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

NO	JUDUL & PENULIS	VARIABLE	HASIL TEMUAN
1	Greenwashing and market value of firms: An empirical study (M. Xu et al., 2025)	1. Dependent Variable: CARs (Cumulative Abnormal Returns) → Mengukur reaksi pasar saham terhadap berita <i>greenwashing</i> dalam event window (Day -3 hingga Day +3). <i>Greenwashing</i> sebagai event dalam metode event study. 2. Independent Variables: • ESG Performance → (Skor dari Revinitif) • Asia-Pacific Markets → Variabel dummy (1 jika	Hipotesis 1: Pengumuman kasus <i>greenwashing</i> berdampak signifikan dan negatif pada nilai pasar saham perusahaan. Hipotesis 2: Reaksi pasar justru lebih negatif terhadap perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik. Hal ini mungkin terjadi karena investor memiliki ekspektasi yang lebih tinggi terhadap perusahaan-perusahaan ini dan merasa lebih kecewa ketika mereka terlibat dalam <i>greenwashing</i>. Hipotesis 3: Reaksi pasar terhadap berita <i>greenwashing</i> lebih negatif untuk perusahaan yang berbasis di Asia-Pasifik dibandingkan dengan

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

NO	JUDUL & PENULIS	VARIABLE	HASIL TEMUAN
		perusahaan berada di Asia-Pasifik, 0 jika tidak). - Manufacturing Industry → Variabel dummy (1 jika perusahaan bergerak di industri manufaktur, 0 jika tidak). 3. Control Variables: - ROA (Return on Assets) - M2B Ratio (Market-to-Book Ratio) - Financial Leverage	perusahaan di Amerika Utara dan Eropa terbukti benar. Hipotesis 4: Reaksi pasar lebih negatif untuk perusahaan yang beroperasi di industri manufaktur dibandingkan dengan industri jasa. Hal ini karena perusahaan manufaktur sering kali dikaitkan dengan dampak lingkungan yang lebih besar, sehingga berita <i>greenwashing</i> dianggap lebih serius oleh pasar.
2	What drives stock market reactions to greenwashing? An event study of European companies (Dorfleitner & Eckberg, 2025)	Variabel Dependen: Cumulative Abnormal Returns (CAR) Variabel Independen: <i>Greenwashing</i> (publikasi tuduhan GWI) Variabel Moderasi: ESG Score, ukuran perusahaan, industri.	- Secara rata-rata, greenwashing tidak menimbulkan reaksi pasar yang signifikan - Reaksi pasar bersifat kontekstual, mencerminkan ukuran perusahaan, industri, skor ESG, dan karakteristik tuduhan. - Penelitian ini menemukan bahwa reaksi negatif hanya muncul pada kondisi tertentu - Terdapat efek moderasi ESG score dalam mempengaruhi besarnya reaksi pasar.
3	How the Market Values Greenwashing? Evidence from China (Du, 2014)	Variabel Dependen: Cumulative Abnormal Returns (CAR) Variabel Independen: - GREENWASH(dummy: 1 jika perusahaan masuk dalam daftar greenwashing yang diterbitkan oleh surat kabar South Weekend, dan 0 jika tidak). - Corporate Environmental Performance (ENV): skor pengungkapan lingkungan perusahaan berdasarkan pedoman GRI 2006, mencakup 7 komponen dan 45 sub-komponen. Variabel Kontrol: Tata Kelola Perusahaan, Financial Perusahaan, Pencatatan Perusahaan.	H1: Pengaruh Greenwashing terhadap CAR (H1) Greenwashing berpengaruh negatif signifikan terhadap Cumulative Abnormal Returns (CAR). Artinya, ketika perusahaan terekspos melakukan <i>greenwashing</i>, harga sahamnya mengalami penurunan (reaksi pasar negatif). H2: Pengaruh Corporate Environmental Performance (ENV) terhadap CAR (H2) Kinerja lingkungan perusahaan (ENV) berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Perusahaan dengan skor ENV lebih tinggi → memperoleh reaksi pasar positif saat ada pengungkapan <i>greenwashing</i>. Sebaliknya, perusahaan dengan ENV rendah → terdampak negatif dan lebih dekat dengan stigma “environmental wrongdoer.” Temuan menarik: <i>Competitive Effect</i>: Perusahaan dengan ENV tinggi diuntungkan (CAR positif) ketika pesaingnya ketahuan <i>greenwashing</i> → karena dianggap lebih kredibel. <i>Contagious Effect</i>: Perusahaan dengan ENV rendah (meski tidak masuk daftar greenwashing) ikut terkena dampak negatif (CAR menurun), karena investor mencurigai mereka juga berpotensi melakukan <i>greenwashing</i>.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

NO	JUDUL & PENULIS	VARIABLE	HASIL TEMUAN
4	“Is Greenwashing relevant information for investors? An Event Study of Corporate Greenwashing and Stock Market Reactions”: (Lam & Grønås, 2022)	1. Variabel Dependen: Abnormal Return (AR) dan Cumulative Abnormal Return (CAR) 2. Variabel Independen: Environmental Pillar Score (Refinitiv ESG) pada saat Greenwashing. <i>Greenwashing</i> sebagai Event (GW) → peristiwa ketika perusahaan terekspos melakukan greenwashing, biasanya diumumkan lewat media, NGO, atau regulator (dikodekan sebagai event dummy dalam event study). 3. Variabel Kontrol: Fossil Fuels → variabel dummy (1 jika perusahaan bergerak di industri minyak & gas, 0 jika tidak), Ln (Market Cap), Ln (Total Asset), Firm Size, Leverage Ratio, Profitability (ROA), Independent Board	Hipotesis 1: Pengumuman greenwashing berdampak negatif pada harga saham (AR & CAR). Hipotesis 2: Dampak <i>greenwashing</i> berbeda tergantung karakteristik perusahaan (size, leverage, profitability, growth, industry). Hasil: Sebagian Didukung. Environmental Score: signifikan berkorelasi dengan CAR (perusahaan dengan skor lingkungan lebih tinggi cenderung memiliki reaksi pasar yang berbeda saat terekspos). Firm Size → berpengaruh signifikan negatif terhadap CAR (semakin besar perusahaan, semakin kuat reaksi negatif pasar). Environmental Pillar Score → berpengaruh positif terhadap CAR (perusahaan dengan kinerja lingkungan lebih baik mengalami dampak negatif yang lebih kecil). Industry (Fossil Fuel) → berpengaruh signifikan (perusahaan di sektor energi/fosil lebih rentan terhadap reaksi negatif). Leverage, ROA, dan Independent Board → tidak signifikan secara konsisten.
5	Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk? (Liu et al., 2024)	Variabel Independen: ESG report greenwashing index (selisih antara skor disclosure Bloomberg dan skor kinerja ESG Thomson Reuters). Semakin tinggi skor maka semakin tinggi greenwashing. Variabel Dependen: Stock price crash risk, diukur dengan: NCSKEW (negative return skewness) DUVOL (down-to-up volatility ratio) Variabel Kontrol: leverage, ROA, Size, earnings management (ABACC), book-to-market ratio (BM), return rate (Ret), volatility (Sigma), turnover (DTURN), ownership nature (SOE), institutional shareholding (Institute), industry, year.	<i>Greenwashing</i> dalam laporan keberlanjutan meningkatkan risiko jatuhnya harga saham dengan stock price crash risk (baik NCSKEW maupun DUVOL) . <i>Greenwashing</i> melengkapi earnings management, meningkatkan risiko crash jika keduanya digunakan bersamaan. Dampak lebih kuat pada voluntary disclosure companies dan private firms (non-SOE) . Regulasi ketat dan media attention tinggi melemahkan efek greenwashing terhadap crash risk . <i>Greenwashing</i> meningkatkan information asymmetry, yang memperbesar risiko crash .
6	The effects of a company's greenwashing practices	Independent: Greenwashing score (score by bloomberg – score by asset 4) Dependent: Stock liquidity (Amihud's Illiquidity Ratio — di-root square)	<i>Greenwashing</i> berkorelasi positif dengan illiquidity → artinya menurunkan likuiditas saham (signifikan 5%). <i>Greenwashing</i> berkorelasi positif dengan volatilitas harga saham (signifikan).

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

NO	JUDUL & PENULIS	VARIABLE	HASIL TEMUAN
	on stock liquidity & stock price volatility: Evidence from the S&P 500 (Ledeboer, 2023)	Stock price volatility (deviasi standar return harga saham) Moderator: Firm size (Ln Market Capitalization) Type of industry (Environmental sensitive dummy berdasarkan SIC code) Kontrol (financial control variables): Leverage, Market-to-book ratio, Dividend yield, Return on Assets (ROA), Profitability (PROF, EBITDA/Average Total Assets)	Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) menurunkan efek negatif <i>greenwashing</i> pada likuiditas dan volatilitas (perusahaan besar lebih “kebal”). Industri sensitif lingkungan cenderung menekan <i>greenwashing</i> sehingga mengurangi dampak pada likuiditas, tetapi efeknya tidak selalu kuat. Variabel kontrol seperti ROA berhubungan positif dengan likuiditas dan negatif dengan volatilitas (kinerja baik = pasar lebih stabil).
7	Does greenwashing affect Company's stock Price? Evidence from Europe (Teti et al., 2024)	Variabel Dependen → Abnormal Return (AR) Variabel Independen Utama → corporate environmental performance (CEP) Greenwashing berdasarkan laporan <i>Corporate Climate Responsibility Monitor (2022)</i> (<i>Dummy Variable 1</i> terlibat, 0: tidak terlibat) Variabel Moderasi / Diferensiasi: Chair, Indep, Board, LNSize, Flev, ROA, MBR, YIPO	• Pengumuman <i>greenwashing</i> tidak secara signifikan memengaruhi CAR perusahaan pada hari-hari setelah rilis berita. • Kinerja lingkungan perusahaan (CEP) berhubungan negatif dengan CAR setelah terpapar perusahaan <i>greenwashing</i>. • Pasar saja tidak dapat mengidentifikasi dan menghukum perusahaan yang melakukan praktik <i>greenwashing</i>. Intervensi dari otoritas pemerintah sangat penting jika Eropa ingin mencapai Netralitas Iklim pada tahun 2050. • Peringkat ESG tidak memberikan representasi holistik dari kinerja lingkungan perusahaan.
8	"The financial impact of greenwashing controversies" (Mazzacurati et al., 2023)	Variabel Dependen → Abnormal Return (AR) Variabel Independen Utama → Greenwashing Controversy (Dum_GW) → variabel dummy yang bernilai 1 jika perusahaan terlibat kontroversi <i>greenwashing</i> pada periode pengamatan, dan 0 jika tidak (pemicu event dalam event study). <i>Greenwashing</i> : sebagai event pada metode event study. Variabel Moderasi: ESG Reputation / ESG Score Variabel Kontrol: Firm Size, Leverage, Market-to-Book Ratio, Industry Fixed Effects, Past Stock Performance	Kontroversi <i>greenwashing</i> tidak memiliki dampak finansial negatif yang jelas dan sistematis terhadap perusahaan pada tahun 2020 dan 2021, yang menunjukkan bahwa investor dan pasar tidak terlalu memperhatikan kontroversi terkait <i>greenwashing</i>. Namun, dimensi subjektif dari kontroversi ESG dan ketiadaan definisi umum untuk <i>greenwashing</i> mengisyaratkan bahwa temuan ini harus ditafsirkan dengan hati-hati. Tingkat pengawasan publik yang meningkat terhadap klaim terkait keberlanjutan juga menekankan bahwa reaksi investor dan pasar terhadap kontroversi <i>greenwashing</i> dapat berubah di masa depan.” Dampak jangka panjang dapat berupa penurunan kepercayaan investor, meningkatnya biaya modal, dan penurunan valuasi perusahaan.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

NO	JUDUL & PENULIS	VARIABLE	HASIL TEMUAN
		Variabel Tambahan (Robustness Test): Media Coverage Intensity, Severity of Controvers	
9	Mapping the greenwashing research landscape: a theoretical and field analysis, Canio Forliano et al (2025)	Systematic Literature Review (SLR) terhadap 97 artikel peer-reviewed di bidang bisnis dan manajemen Sumber data: Scopus & Web of Science.	Greenwashing dalam sustainability reporting merupakan strategi yang kompleks dan tidak seragam , terutama tercermin dari kesenjangan antara klaim pengungkapan dan kinerja nyata perusahaan , dominasi tindakan simbolik dibandingkan tindakan substantif , serta praktik komunikasi selektif dan manipulatif . Literatur menunjukkan bahwa greenwashing umumnya dianalisis menggunakan teori legitimasi, impression management, signaling, dan stakeholder , dengan metode utama berupa analisis konten linguistik dan visual untuk mendeteksinya.
10	Di Balik Greenwashing: Kebenaran Tentang Keputusan Investasi (Meilani & Mutmainah, 2025)	1. Variabel Dependen: Keputusan investasi 2. Variabel Independen Greenwashing((diukur dengan membandingkan pengungkapan ESG perusahaan dengan kinerja aktualnya untuk menilai sejauh mana perusahaan terlibat dalam praktik <i>greenwashing</i>) 3. Variabel Kontrol • Firm Size → Diukur dengan total aset, ROA, ROE, DER	<i>Greenwashing</i> bukanlah penentu utama CapEx (keputusan investasi). Penjelasan ini sejalan dengan signaling theory yang menyatakan investor biasanya mengabaikan sinyal yang tidak dapat dipercaya seperti greenwashing, sebab adanya rasa ketidakpercayaan antara aktivitas perusahaan dan keberlanjutan selaras. Indonesia sebagai negara yang masih dalam tahap berkembang dalam menerapkan sustainability membuat investor lebih fokus pada sinyal keuangan yang jelas kredibilitasnya.

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1 *Greenwashing* dalam laporan keberlanjutan dan reaksi pasar (CAR dan TVA) pada saat publikasi laporan

Dalam kerangka *signaling theory*, laporan keberlanjutan dipandang sebagai sinyal komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan yang bertujuan mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Spence, 1973; Connelly et al., 2011). Efektivitas sinyal tersebut sangat bergantung pada kredibilitas dan kualitas pengungkapan ESG. Apabila laporan keberlanjutan mengandung praktik *greenwashing*, informasi yang disampaikan menjadi simbolis dan menyesatkan sehingga menurunkan kredibilitas perusahaan. Investor dapat menilai bahwa perusahaan menyalahgunakan pengungkapan ESG untuk membangun citra tanpa dukungan praktik nyata. Reaksi negatif ini dapat tercermin dalam penurunan *abnormal return* dan perubahan *trading volume activity* di sekitar tanggal publikasi laporan sebagai bentuk koreksi pasar terhadap informasi yang dianggap tidak kredibel. Meskipun *greenwashing* dalam laporan memiliki tingkat ketidaknampakan lebih tinggi, ketika terdeteksi, pasar cenderung merespons dengan meremehkan nilai saham perusahaan (Liu et al., 2024).

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa praktik *greenwashing* berkorelasi dengan reaksi pasar negatif (Xu et al., 2025; Du, 2015), karena investor menghukum perusahaan yang

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

dinilai tidak transparan dan meningkatkan ketidakpastian informasi. Dalam konteks Indonesia, variasi kualitas pengungkapan ESG berpotensi meningkatkan sensitivitas investor terhadap sinyal yang tidak kredibel (Liu et al., 2024). Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis:

H1: *Greenwashing* dalam laporan keberlanjutan berpengaruh negatif terhadap *Cumulative Abnormal Return* di sekitar tanggal publikasi laporan.

H2: *Greenwashing* dalam laporan keberlanjutan berpengaruh negatif terhadap *Trading Volume Activity* di sekitar tanggal publikasi laporan.

2.3.2 *Greenwashing*, ukuran perusahaan (*firm size*) dan reaksi pasar (CAR dan TVA)

Ukuran perusahaan (*firm size*) memengaruhi tingkat pengungkapan informasi dan bagaimana pasar meresponsnya. Dalam perspektif *Agency Theory*, perusahaan besar menghadapi pengawasan yang lebih ketat dari regulator, investor, dan publik, sehingga terdorong untuk meningkatkan transparansi guna mengurangi konflik keagenan. Namun, tekanan eksternal yang tinggi juga dapat menciptakan insentif untuk melakukan *greenwashing* melalui penekanan pada klaim simbolis tanpa implementasi nyata.

Bagi investor, ukuran perusahaan menjadi sinyal penting dalam menilai kredibilitas informasi. Perusahaan besar umumnya lebih diperhatikan pasar sehingga pengungkapan mereka lebih berdampak terhadap harga saham (Dorfleitner & Eckberg, 2025). Dalam konteks ESG, respons pasar terhadap *greenwashing* pada perusahaan besar dapat lebih kuat karena ekspektasi investor terhadap transparansi dan akuntabilitas juga lebih tinggi. Namun, dalam kondisi tertentu, pasar dapat bersikap pasif apabila informasi belum dianggap material dalam jangka pendek. Pada emiten LQ45 yang didominasi perusahaan berkapitalisasi besar, ukuran perusahaan berpotensi memoderasi hubungan antara *greenwashing* dan reaksi pasar, baik terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR) maupun *Trading Volume Activity* (TVA). Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis:

H3: Ukuran perusahaan (*firm size*) memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *cumulative abnormal return*.

H4: Ukuran perusahaan (*firm size*) memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *trading volume activity*.

2.3.3 *Greenwashing*, ESG risk score dan reaksi pasar

ESG Score merupakan penilaian kuantitatif atas kinerja keberlanjutan perusahaan, sementara ESG Risk Score menilai sejauh mana perusahaan mengelola risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. Perusahaan dengan skor ESG tinggi umumnya dipersepsikan lebih berkomitmen terhadap keberlanjutan, meskipun tuduhan *greenwashing* juga kerap terjadi pada perusahaan besar dengan skor tinggi (Kathan et al., 2025). Berbeda dengan ESG Score, ESG Risk Score menekankan pada tingkat risiko yang belum terkelola, di mana skor yang lebih tinggi menunjukkan risiko keberlanjutan yang lebih besar. Dalam perspektif *Agency Theory*, ESG Risk Score dapat mengurangi asimetri informasi dan menjadi tolok ukur kredibilitas keberlanjutan bagi investor. ESG Risk Score yang rendah dapat menciptakan ekspektasi tinggi terhadap kualitas praktik ESG perusahaan. Jika perusahaan dengan skor risiko rendah terindikasi melakukan *greenwashing*, investor dapat menilai adanya ketidaksesuaian antara citra dan praktik aktual sehingga reaksi pasar menjadi lebih negatif. Sebaliknya, pada

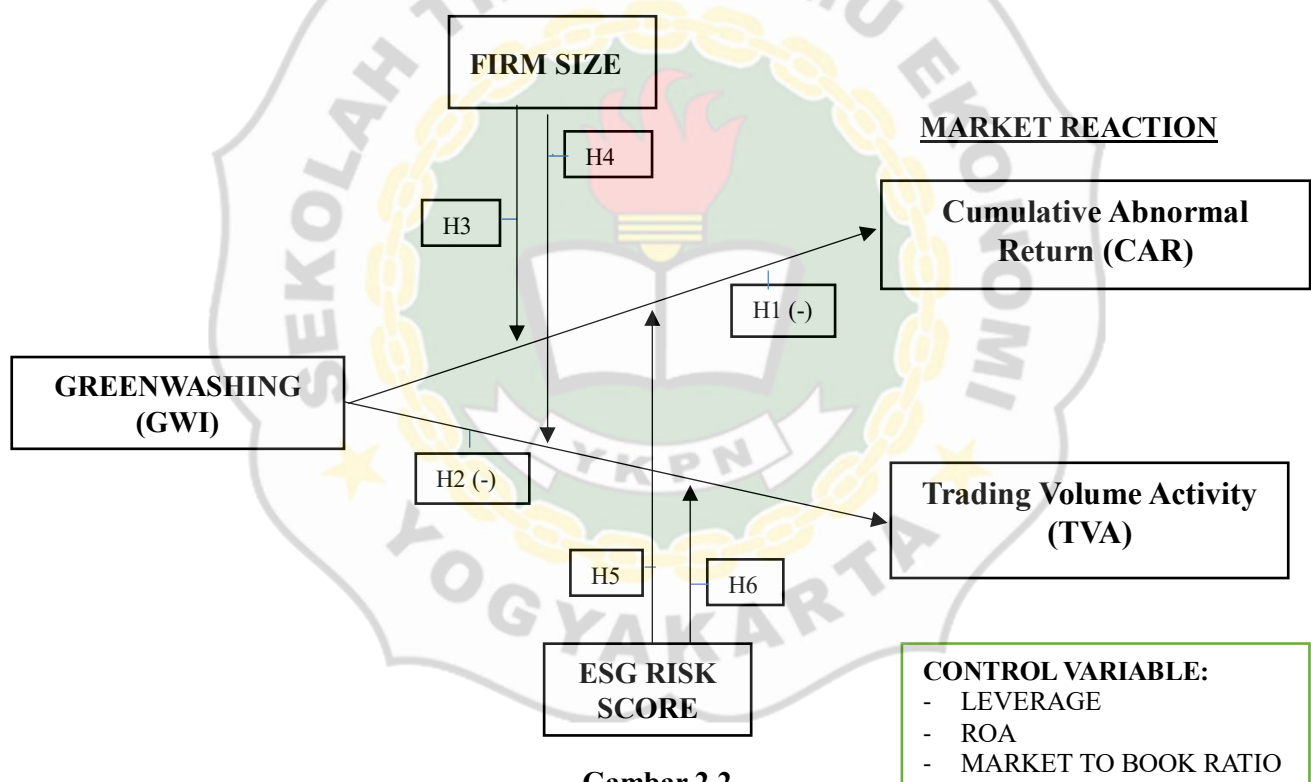
PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

perusahaan dengan ESG Risk Score tinggi, investor mungkin telah mengantisipasi risiko keberlanjutan sehingga respons terhadap *greenwashing* dapat berbeda. Pada emiten LQ45, ESG Risk Score menjadi informasi penting bagi investor domestik dan internasional. Oleh karena itu, ESG Risk Score diperkirakan tidak hanya berfungsi sebagai indikator kredibilitas, tetapi juga berpotensi memoderasi hubungan antara *greenwashing* dan reaksi pasar, baik pada *cumulative abnormal return* maupun *trading volume activity*. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis:

H5: ESG Risk Score memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *cumulative abnormal return*.

H6: ESG Risk Score memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *trading volume activity*.

2.4. Kerangka Kerja Penelitian



Gambar 2.2
Model Penelitian

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif eksplanatori untuk menganalisis pengaruh antara *greenwashing* dalam laporan keberlanjutan (yang diukur melalui analisis konten) dengan reaksi pasar yang diukur melalui *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) melalui pendekatan *event study*. Penelitian ini juga menguji pengaruh *greenwashing* terhadap reaksi pasar dengan melibatkan variabel moderasi (ESG Risk Score dan Firm Size) dan variabel kontrol (*Leverage*, ROA dan *Market to Book Ratio*) guna memperoleh hasil estimasi yang lebih komprehensif dan mengurangi potensi bias model.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan populasi berupa emiten LQ45 yang menerbitkan laporan keberlanjutan secara terbuka selama periode pengamatan (tahun 2022-2024). Indeks LQ45 dipilih karena terdiri dari perusahaan dengan likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar besar, serta aktivitas perdagangan yang aktif sehingga lebih representatif untuk menggambarkan kondisi pasar modal Indonesia. Selain itu, perusahaan-perusahaan dalam LQ45 umumnya memiliki kewajiban tata kelola yang lebih ketat dan tingkat eksposur publik yang tinggi, sehingga cenderung lebih konsisten dalam menerbitkan laporan keberlanjutan. Kondisi tersebut menjadikan indeks LQ45 sebagai objek yang relevan untuk mengukur potensi praktik *greenwashing*. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria untuk sampel yang diterapkan antara lain:

Tabel 3.1 Kriteria Sampel

No.	Kriteria Sample
1	Perusahaan termasuk pada daftar indeks LQ45 secara konsisten selama periode 2022 – 2024 (3 tahun).
2	Perusahaan menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan secara lengkap untuk tahun 2022 - 2024
3	Data Laporan Keuangan dan non-keuangan bisa diakses secara publik
4	Memiliki data harga saham harian yang lengkap selama event window dan data keuangan lengkap (aset, leverage, ROA/ROE, MBR) dan Memiliki skor ESG dari Morningstar Sustainability.

3.3 Populasi dan Sampel Penelitian

Jenis data yang diterapkan adalah data sekunder, yang terdiri dari laporan keberlanjutan dan laporan tahunan dari website perusahaan atau BEI. *ESG Risk Score* dari *Morningstar Sustainalytics* di Website BEI. Data harga saham harian dan volume perdagangan dari Website IDX, Investing.com dan Yahoo Finance. Data keuangan (aset, *leverage*, ROA/ROE, MBR) dari laporan tahunan.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan teknik dokumentasi dengan mengumpulkan data sekunder dari sumber resmi dan dapat dipertanggungjawabkan. Data yang digunakan meliputi laporan keberlanjutan untuk mendeteksi *greenwashing* melalui analisis konten, data harga saham harian untuk menghitung *cumulative abnormal return* (CAR) dan *trading volume activity* (TVA) dengan pendekatan *event study* di sekitar tanggal publikasi laporan, serta data volume perdagangan dan jumlah saham beredar dari Investing.com dan Bursa Efek Indonesia. Data keuangan seperti total aset, laba bersih, total liabilitas, dan total ekuitas diperoleh dari *financial report* untuk menghitung variabel moderasi dan kontrol, yaitu *Firm Size*, *Leverage* (Debt to Equity Ratio), *Profitabilitas* (ROA), dan *Market-to-Book Ratio* (MBR). Sementara itu, data *ESG Risk Score* diperoleh dari Morningstar Sustainalytics melalui website BEI untuk mengukur tingkat risiko ESG yang belum terkelola. Seluruh data tersebut digunakan untuk menguji pengaruh *greenwashing* terhadap reaksi pasar secara lebih akurat.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Market to Book Ratio (MBR)			
----------------------------	--	--	--

3.6 Model Penelitian

Model penelitian sesuai dengan hubungan yang dibangun dalam hipotesis.

$$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_2 ESGRisk_{it} + \beta_3 (GWI \times Size)_{it} + \beta_3 (GWI \times ESGRisk)_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MBR + \varepsilon_{it}$$

$$TVA_{it} = \alpha + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_2 ESGRisk_{it} + \beta_3 (GWI \times Size)_{it} + \beta_3 (GWI \times ESGRisk)_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MBR + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

- *CAR*: Cumulatif Abnormal Return
- *TVA*: Trading Volume Activity
- *GWI_i*: indeks *greenwashing* perusahaan i (berdasarkan indikator GRI 2021)
- *ESG_i*: ESG Risk Score (moderator)
- *SIZE_i*: ukuran perusahaan (moderator)
- *LEV_i* (*Leverage*), *ROA_i* (*Return on Asset*), *MBR_i*: *Marker to Book Ratio* (variabel kontrol)
- β_1 : Koefisien Regresi
- $(GWI \times Size)_{it}$: Interaksi antara *GWI* dengan *size*
- $GWI \times ESGRisk$: Interaksi antara *GWI* dengan *ESG Risk Score*

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Penelitian ini bertujuan menganalisis hubungan kausal antara *greenwashing* dalam laporan keberlanjutan dan reaksi pasar yang diukur melalui *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dan *Trading Volume Activity* (TVA) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Model penelitian menguji pengaruh *greenwashing* dengan melibatkan variabel moderasi (*ESG Risk Score* dan *Firm Size*) serta variabel kontrol (*Leverage*, *ROA*, dan *Market-to-Book Ratio*) untuk menghasilkan estimasi yang lebih komprehensif dan meminimalkan potensi bias. Berikut disajikan kriteria seleksi sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 Kriteria Pengambilan Sampel Studi

No.	Kriteria Sample	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan termasuk pada daftar indeks LQ45 secara konsisten selama periode 2022 – 2024 (3 tahun).	45
2	Perusahaan menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan secara lengkap untuk tahun 2022 - 2024	45
3	Data Laporan Keuangan dan non-keuangan bisa diakses secara publik	45
4	Perusahaan yang tidak memiliki data harga saham harian yang lengkap karena belum listing di selama <i>event window</i> dan tidak memiliki skor ESG yang lengkap dari Morningstar Sustainability.	(5)
	Total Perusahaan	40

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

5	Periode yang diteliti (2022-2024)	3
	Jumlah Sample	120

4.2 Statistika Deskriptif

Tabel 4.2 Output Statistika Deskriptif

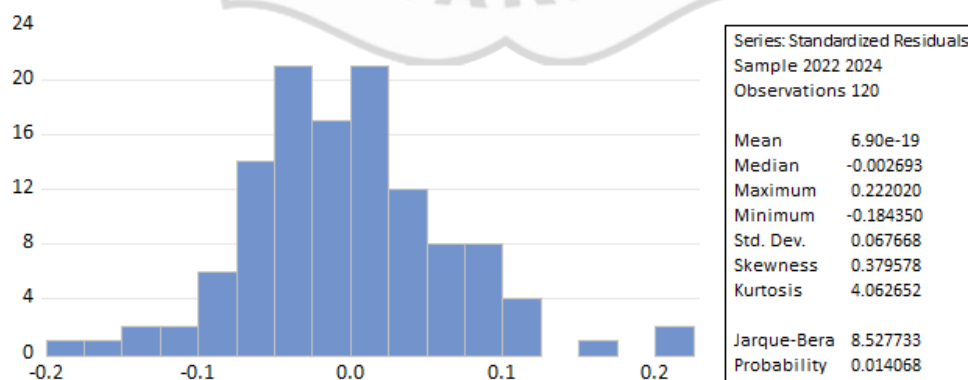
	CAR	TVA	GWI	ESG SCORE	SIZE	LEV	ROA	MBR
Mean	0,02160	0,001724	0,316189	29,35946	32,10828	1,791777	0,062095	1,87838
Median	0,02219	0,001481	0,200000	28,31000	32,04624	0,917500	0,055359	1,39632
Maximum	0,322286	0,012671	2,600000	49,50000	35,42552	13,56177	0,454267	10,5343
Minimum	-0,182005	0,000334	0,058824	10,73000	28,98961	0,025000	-1,673259	0,00099
Std Dev.	0,094286	0,001453	0,327931	8,518173	1,416872	2,351976	0,182121	1,59344
Observation	120	120	120	120	120	120	120	120

Sumber: lampiran Hasil Pengolahan Data

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata CAR sebesar 0,0216 mengindikasikan reaksi pasar yang cenderung positif, meskipun standar deviasi 0,0943 menunjukkan volatilitas yang cukup tinggi. TVA memiliki rata-rata 0,001724 dengan variasi relatif kecil, menandakan perbedaan intensitas perdagangan antar perusahaan selama periode pengamatan. Rata-rata GWI sebesar 0,316 dengan nilai maksimum 2,6 menunjukkan adanya variasi tingkat *greenwashing*, dengan indikasi distribusi condong ke kanan (mean > median). ESG Score memiliki rata-rata 29,36 dan standar deviasi 8,52, yang mencerminkan heterogenitas kualitas kinerja ESG antar perusahaan dalam sampel. Variabel kontrol menunjukkan bahwa SIZE relatif homogen (std dev 1,42), sedangkan LEV dan ROA memiliki rentang yang cukup lebar, mengindikasikan perbedaan struktur pendanaan dan kinerja profitabilitas antar perusahaan. Secara keseluruhan, data menunjukkan variasi yang memadai untuk analisis regresi lebih lanjut.

4.3 Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas



Gambar 4.3 Output Uji Normalitas

Uji Jarque-Bera menunjukkan residual tidak berdistribusi normal (prob. 0,014 < 5%). Namun, nilai *skewness* (0,379) dan *kurtosis* (4,062) menunjukkan penyimpangan yang ringan dan tidak ekstrem, dengan histogram yang masih relatif mendekati pola lonceng. Dalam regresi

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

data panel dengan jumlah observasi besar (120; $N > 30$), pelanggaran normalitas tidak menjadi masalah serius karena berdasarkan *Central Limit Theorem* (CLT), estimasi koefisien tetap mendekati distribusi normal. Oleh karena itu, meskipun secara statistik terdapat pelanggaran normalitas, kondisi tersebut tidak mengganggu validitas model dan analisis dapat dilanjutkan.

2. Uji Multikolinearitas

Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinearitas

	GW	ESG SCORE	SIZE	LEV	ROA	MRB	Keputusan
GW	1	-0.045725	-0.308247	-0.153579	-0.0517357	0.115332	Tidak terdapat masalah multikolinearitas
ESG SCORE	-0.045725	1	-0.127841	-0.265758	0.0200419	-0.139687	
SIZE	-0.308247	-0.127841	1	0.603739	-0.1585444	-0.221016	
LEV	-0.1535799	-0.265757	0.603739	1	-0.1104438	-0.059543	
ROA	-0.051736	0.0200419	-0.158544	-0.110443	1	0.102654	
MRB	0.0117427	-0.139687	-0.221016	-0.059543	0.10265405	1	

Sumber: Lampiran 4.4 Hasil Pengolahan Data

Seluruh koefisien korelasi antar variabel berada di bawah ambang 0,80, dengan korelasi tertinggi antara SIZE dan LEV sebesar 0,6037. Variabel lain menunjukkan korelasi rendah hingga sedang, dan tidak ada pasangan variabel yang mendekati 1. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi tidak mengalami masalah multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas
Uji Heteroskedastisitas – Glejser

Variabel Independen	Probabilitas	Keputusan
GW	0.9910	Tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada semua variabel independen
ESG SCORE	0.1467	
SIZE	0.6714	
LEV	0.6367	
ROA	0.7880	
MRB	0.4447	

Sumber: Lampiran 4.5 Hasil Pengolahan Data

Seluruh variabel memiliki nilai p-value di atas 0,05 pada uji Glejser, sehingga tidak terdapat gejala heteroskedastisitas. Dengan demikian, model regresi dinyatakan memenuhi asumsi homoskedastisitas.

4. Uji Autokorelasi

Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi

Mean Dependent Var	0,021600
S.D Dependent Var	0.094286
Akaike Info Criterion	-1.816782
Schwarz Criterion	-1.654179
Hannan-Quinn Criter	-1,760748
Durbin-Watson Stat	1.872135

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Sumber: Lampiran 4.6 Hasil Pengolahan Data

Uji Durbin–Watson menghasilkan nilai 1,872135 yang menunjukkan tidak terdapat autokorelasi, baik positif maupun negatif. Dengan demikian, model regresi bebas dari masalah autokorelasi dan memenuhi asumsi klasik.

4.4 Pemilihan Model

4.4.1 Pemilihan Model untuk pengujian hipotesis terkait CAR

Tabel 4.7 Hasil Uji Chow

Effect Test	Statistic	d.f	Prob
Cross-Section F	1.6411498	(39.74)	0,0337
Cross-section Chi-square	74.798649	39	0.0005

Sumber: Data Diolah, 2025

Tabel 4.8 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistik	Chis-Sq. d.f.	Prob
Cross-Section random	20.326794	6	0,0024

Sumber: Data Diolah, 2025

Hasil uji Hausman menghasilkan nilai probability *cross-section random* $0,0024 \leq 5\%$, sehingga model *Random Effect* ditolak. Sejalan dengan hasil uji *chow* dan uji *hausman* yang sama-sama menunjukkan bahwa *fixed effect model* (FEM) merupakan model terbaik. Maka pengujian tidak perlu dilanjutkan dengan *Lagrange Multiplier Test*, sehingga berdasarkan hasil tersebut, model *Fixed Effect* dipilih sebagai model estimasi akhir dalam pengujian hipotesis CAR.

4.4.2 Pemilihan Model untuk pengujian hipotesis terkait TVA

Tabel 4.9 Hasil Uji Chow

Effect Test	Statistic	d.f	Prob
Cross-Section F	2.159053	(39.74)	0,0022
Cross-section Chi-square	91.177737	39	0.0000

Sumber: Data Diolah, 2025

Tabel 4.10 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistik	Chis-Sq. d.f.	Prob
Cross-Section random	3.197394	6	0,7837

Sumber: Data Diolah, 2025

Tabel 4.11 Hasil Lagrange Multiplier Test

Test Summary	Cross-section	Time	Both
Breusch Pagan	8.916383	1.389392	10.30577
	(0.0028)	(0.2385)	(0.0013)

Sumber: Data Diolah, 2025

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Dari pengujian Chow, Hausman dan dilanjutkan ke *Lagrange Multiplier Test* diperoleh hasil nilai probabilitas sebesar $0,0028 < 5\%$, sehingga *Random Effect* dipilih sebagai model estimasi akhir dalam pengujian hipotesis TVA. Dengan terpilihnya model REM pada penelitian maka uji asumsi klasik untuk variable TVA tidak dilakukan. Hal ini disebabkan karena model REM dalam analisis data panel telah mengadopsi pendekatan Generalized Least Square (GLS) dalam estimasinya (Ar et al., 2023). Pendekatan GLS dipercaya mampu mengatasi masalah autokorelasi dan juga menganani pelanggaran terhadap asumsi homoskedastisitas dengan hasil estimator yang memenuhi sifat best linear unbiased estimator (BLUE) (Dewi & Damayanti, 2024).

4.5 Analisis Model Regresi

Tabel 4.12 Hasil Uji Moderated Regression Analysis CAR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.150618	2.788998	-1.129660	0.2624
GWI	2.549775	1.171963	2.175644	0.0329
SIZE	0.094531	0.085952	1.099817	0.2751
GWIXSIZE	-0.077410	0.037801	-2.047867	0.0442
ESG_SCORE	0.006243	0.003774	1.654170	0.1024
GWIXESG_SCORE	-0.004581	0.004185	-1.094581	0.2773
LEV	0.020018	0.045127	0.443588	0.6587
ROA	-0.058523	0.089540	-0.653596	0.5155
MBR	-0.036148	0.015051	-2.401792	0.0189
R- Square	0.522749	Mean dependend var		0.021600
Adjusted R Square	0.211210	S.D dependend var		0.094286
S.E of regression	0.083739	Akaike info criterion		-1.833051
Sum squared resid	0.504879	Schwarz criterion		-0.718054
Log likelihood	157.9830	Hannan-Quinn criter.		-1.380245
F-statistic	1.677955	Durbin-Watson stat		3.026118
Prob(F- statistic)	0.023471			

Keterangan: GWI: *Greenwashing*, Size: ukuran perusahaan, ESG Score: *ESG Risk Score*, Lev: *leverage*, ROA: *Return on asset*, MBR: *Market to book ratio*

Tabel 4.13 Hasil Uji Moderated Regression Analysis TVA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003865	0.005040	0.766895	0.4448
GWI	0.030775	0.011970	2.571029	0.0115
SIZE	-0.000089	0.000157	-0.539318	0.5907
GWIXSIZE	-0.000920	0.000382	-2.407807	0.0177
ESG_SCORE	0.000034	0.000023	1.472082	0.1438
GWIXESG_SCORE	-0.00007	0.000041	-1.718760	0.0884
LEV	0.000121	0.000076	1.599045	0.1195
ROA	-0.000246	0.000704	-0.350212	0.7268
MBR	-0.000264	0.000088	-2.990969	0.0034
R- Square	0.163433	Mean dependend var		0.001348
Adjusted R Square	1.103139	S.D dependend var		0.001283
S.E of regression	0.001215	Sum squared resid		0.000164
F-statistic	2.710633	Durbin-Watson stat		1.604497
Prob(F- statistic)	0.009915			

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Keterangan: GWI: *greenwashing*, Size: ukuran perusahaan, ESG Score: *ESG Risk Score*, Lev: *leverage*; ROA: *Return on Asset*, MBR: *Market to book ratio*.

4.6 Pengujian Hipotesis

1. UJI R^2

Tabel 4. 14 Hasil Koefisien Determinasi

Struktur Model	R^2	Adjusted R^2
Persamaan regresi CAR	0.522749	0.211210
Persamaan regresi TVA	0.163433	0.103139

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Pada model CAR (*Fixed Effect*), nilai Adjusted R^2 sebesar 0,2112 menunjukkan bahwa 21,12% variasi CAR dapat dijelaskan oleh variabel dalam model, sedangkan 78,88% dipengaruhi faktor lain di luar penelitian. Pada model TVA (*Random Effect*), Adjusted R^2 sebesar 0,1031 menunjukkan 10,31% variasi TVA dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai R^2 yang relatif rendah, khususnya pada model TVA, tetap dapat diterima karena penelitian berbasis *event study* umumnya dipengaruhi banyak faktor non-fundamental dan bersifat volatil.

2. UJI F

Uji F dilakukan untuk menguji kelayakan model regresi. Hasil uji F untuk masing-masing persamaan regresi data panel disajikan pada Tabel 4.16.

Tabel 4. 15 Hasil Uji F

Keterangan	Nilai	Kriteria
Model untuk CAR		
Prob(F-statistic)	0.023471	0.05
Model untuk TVA		
Prob(F-statistic)	0.009153	0.05

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Model CAR (*Fixed Effect*) dan TVA (*Random Effect*) sama-sama signifikan secara simultan karena Prob(F-statistic) < 0,05. Artinya, variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap CAR dan TVA, sehingga kedua model dinilai layak digunakan dalam analisis, termasuk dalam konteks *event study* dan perilaku pasar.

3. Uji t merupakan pengujian yang bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh suatu variabel independen secara individual memberikan pengaruh untuk menerangkan variabel dependen.

Tabel 4.16 Hasil t CAR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob
C	-3.150618	2.788998	-1.129660	0,2624
GWI	2.549775	1.171963	2.175644	0,0329
LEV	0.020018	0,045127	0.443588	0,6587
ROA	-0.058523	0,089540	-0,653596	0,5155
MBR	-0,036148	0,015051	-2.401792	0,0189

Keterangan: GW: *Greenwashing* : LEV: *Leverage* : ROA : *Return on Asset* : MBR : *Market To Book Ratio*

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

Hasil estimasi menunjukkan bahwa *greenwashing* (GWI) berkoefisien positif dan signifikan ($p < 0,05$), yang mengindikasikan pasar belum mampu membedakan praktik *greenwashing* dari pengungkapan ESG sehingga meresponsnya secara positif dalam jangka pendek. Sebaliknya, *leverage* (LEV) dan profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR ($p > 0,05$), sehingga tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam reaksi jangka pendek. Sementara itu, *market-to-book ratio* (MBR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CAR ($p < 0,05$), menunjukkan bahwa perbedaan valuasi pasar perusahaan memengaruhi reaksi pasar.

Tabel 4.17 Hasil t TVA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob
C	0,003865	0,005040	0.766895	0,4448
GWI	0,030775	0,011970	2.571029	0,0115
LEV	0.000121	7.69E-05	1.569045	0.1195
ROA	-0.000246	0,000704	-0.350212	0,7268
MBR	-0.000264	8.83E-05	-2.990969	0,0034

Keterangan: GW: *Greenwashing* : LEV: *Leverage* : ROA : *Return on Asset* : MBR : *Market To Book Ratio*

Pada model TVA, *greenwashing* (GWI) berkoefisien positif dan signifikan ($p < 0,05$), tetapi secara substantif tidak memengaruhi intensitas perdagangan saham di sekitar tanggal publikasi laporan. Variabel kontrol *leverage* (LEV) dan profitabilitas (ROA) juga tidak berpengaruh signifikan terhadap TVA. Sementara itu, *market-to-book ratio* (MBR) berpengaruh negatif dan signifikan, menunjukkan bahwa perusahaan dengan valuasi tinggi cenderung memiliki aktivitas perdagangan yang lebih rendah, kemungkinan karena saham sudah *overprice* atau kurang menarik untuk diperdagangkan secara aktif.

4.7 Diskusi dan Pembahasan

4.7.1 *Greenwashing* dalam laporan keberlanjutan berpengaruh negatif terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR) di sekitar tanggal publikasi laporan

Hasil regresi panel *Fixed Effect* menunjukkan bahwa variabel *Greenwashing Index* (GWI) memiliki koefisien positif sebesar 2,549775 dengan probabilitas 0,0329 ($< 0,05$). Namun, karena arah koefisien positif, temuan ini menunjukkan bahwa *greenwashing* tidak berpengaruh negatif terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR) di sekitar tanggal publikasi laporan keberlanjutan, sehingga hipotesis tidak didukung secara empiris. Variabel kontrol *Leverage* (LEV) dan profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR, sedangkan *Market-to-Book Ratio* (MBR) berpengaruh negatif, yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan valuasi pasar tinggi relatif mengalami *abnormal return* lebih rendah.

Temuan ini menunjukkan bahwa informasi *greenwashing* belum sepenuhnya direspons oleh pasar modal Indonesia dalam jendela peristiwa penelitian. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menemukan tidak adanya pengaruh *greenwashing* terhadap CAR (Dorfleitner & Eckberg, 2025; Mazzaruti et al., 2023; Teti et al., 2024; Chau et al., 2025). Selain itu, (Farilla & Abipraya, 2025) menegaskan bahwa respons investor terhadap *greenwashing* bersifat kontekstual dan tidak homogen.

Secara teoretis, temuan ini sejalan dengan pandangan *semi-strong form market efficiency*, di mana pasar belum sepenuhnya mampu mengolah informasi non-keuangan yang bersifat

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

kualitatif seperti indikasi *greenwashing*. Hasil ini tidak menolak *signaling theory* dan *stakeholder theory*, tetapi menunjukkan bahwa sinyal *greenwashing* belum cukup kuat memengaruhi keputusan investasi. Investor di Indonesia masih cenderung memprioritaskan aspek finansial (Aditama, 2022; Meilani & Mutmainah, 2025), dengan literasi ESG yang terbatas serta dominasi investor ritel yang dipengaruhi bias perilaku (Altaf & Jan, 2023; Ullah et al., 2020; Mahmood et al., 2024; Statman, 2014; Rose & Armansyah, 2022). Akibatnya, informasi ESG belum menjadi faktor utama dalam pembentukan harga saham (Alsahli et al., 2021), sehingga *greenwashing* belum dipersepsikan sebagai sinyal negatif yang material dalam pasar modal Indonesia.

4.7.2 *Greenwashing* dalam laporan keberlanjutan berpengaruh negatif terhadap *Trading Volume Activity* di sekitar tanggal publikasi laporan

Hasil regresi panel menggunakan *Random Effects* (Panel EGLS) menunjukkan bahwa variabel *Greenwashing Index* (GWI) memiliki koefisien positif sebesar 0,030775 dengan probabilitas 0,0115 ($< 5\%$), namun tidak berpengaruh negatif terhadap *Trading Volume Activity* (TVA). Dengan demikian, hipotesis tidak didukung secara empiris. Temuan ini menunjukkan bahwa publikasi laporan keberlanjutan yang mengandung indikasi *greenwashing* tidak memicu perubahan signifikan pada aktivitas perdagangan saham di sekitar tanggal publikasi. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Haley et al., 2025) dan (Mazzaruti et al., 2023) yang menemukan bahwa informasi ESG belum dianggap material dalam pengambilan keputusan investasi sehingga tidak memengaruhi reaksi pasar.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, hasil ini mencerminkan karakteristik pasar berkembang yang masih didominasi investor ritel dan lebih berfokus pada informasi keuangan (Aditama, 2022). Perspektif *behavioral finance* menjelaskan bahwa keputusan investasi sering dipengaruhi bias perilaku (Altaf & Jan, 2023; Ullah et al., 2020; Mahmood et al., 2024), sehingga informasi non-keuangan seperti ESG belum sepenuhnya menjadi dasar utama perdagangan saham. Rendahnya literasi ESG turut memperkuat kondisi ini. Selain itu, laporan keberlanjutan yang dipublikasikan secara periodik tanpa sorotan media atau respons regulator cenderung tidak menarik perhatian pasar, sehingga informasi *greenwashing* tidak menimbulkan lonjakan atensi maupun perubahan signifikan pada *Trading Volume Activity* di sekitar tanggal publikasi.

4.7.3 Ukuran perusahaan (*firm size*) memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *cumulative abnormal return*

Hasil regresi *cross-section fixed effect* menunjukkan bahwa interaksi antara *greenwashing* dan ukuran perusahaan ($GWI \times SIZE$) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR), dengan koefisien $-0,077410$ dan signifikansi $0,0442$ ($< 0,05$). Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan secara signifikan memperkuat pengaruh negatif *greenwashing* terhadap CAR. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin kuat reaksi negatif pasar terhadap praktik *greenwashing*. Dari perspektif *signaling theory*, perusahaan besar memiliki visibilitas dan pengawasan yang lebih tinggi sehingga informasi ESG, termasuk indikasi *greenwashing*, mengandung sinyal yang lebih kuat. Ketika perusahaan besar terindikasi melakukan *greenwashing*, pasar menafsirkannya sebagai sinyal negatif yang kredibel dan merespons melalui *abnormal return* yang lebih rendah. Sebaliknya, pada perusahaan kecil, informasi serupa cenderung dianggap kurang material.

Temuan ini juga didukung oleh *stakeholder theory*, yang menekankan bahwa perusahaan besar memiliki ekspektasi legitimasi yang lebih tinggi (Purnama & Handayani, 2021). Ketika terjadi ketidaksesuaian antara klaim dan praktik, risiko reputasi meningkat dan memicu reaksi pasar negatif, sebagaimana ditemukan dalam penelitian (Lam & Grønås, 2022), (Ledeboer,

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

2023), serta (Marquis et al., 2016). Dengan demikian, ukuran perusahaan terbukti memperkuat transmisi informasi *greenwashing* ke dalam harga saham. Hasil ini menunjukkan bahwa reaksi pasar di Indonesia bersifat kontekstual dan bergantung pada karakteristik perusahaan, dengan dampak *greenwashing* lebih besar pada perusahaan berukuran besar.

4.7.4 *Firm Size* memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *trading volume activity*

Hasil regresi *Random Effects* (Panel EGLS) menunjukkan bahwa interaksi antara *greenwashing* dan ukuran perusahaan ($GW \times SIZE$) berkoefisien negatif sebesar $-0,000920$ dengan signifikansi $0,0177 (< 5\%)$, sehingga hipotesis didukung. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin kuat pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *trading volume activity* (TVA). Dengan kata lain, pada perusahaan besar, praktik *greenwashing* cenderung menekan aktivitas perdagangan saham lebih signifikan dibandingkan perusahaan kecil. Hasil ini sejalan dengan (Du, 2014) yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki visibilitas dan eksposur publik yang lebih tinggi. Ketika perusahaan besar terindikasi melakukan *greenwashing*, investor merespons lebih kuat karena reputasi perusahaan menjadi perhatian utama. Informasi tersebut dipersepsikan sebagai sinyal negatif yang serius, sehingga investor cenderung menahan transaksi atau mengurangi aktivitas perdagangan.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, perusahaan besar umumnya menjadi sorotan media dan analisis, sehingga informasi ESG lebih cepat tersebar dan diperhatikan. Akibatnya, *greenwashing* pada perusahaan besar lebih berdampak terhadap perilaku investor, yang tercermin dalam penurunan *Trading Volume Activity*. Temuan ini menegaskan bahwa ukuran perusahaan memperkuat dampak negatif *greenwashing* terhadap aktivitas perdagangan saham.

4.7.5 *ESG Risk Score* memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *abnormal return*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara *greenwashing* dan *ESG Risk Score* memiliki koefisien negatif ($-0,004581$), namun tidak signifikan ($p = 0,2773 > 0,05$). Dengan demikian, *ESG Risk Score* tidak terbukti memperkuat pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *abnormal return* (CAR). Temuan ini menunjukkan bahwa tingkat risiko ESG perusahaan belum menjadi faktor yang meningkatkan sensitivitas pasar terhadap praktik *greenwashing*. Hasil ini sejalan dengan (Kathan et al., 2025) yang menyatakan bahwa *ESG Score* tidak selalu merefleksikan kinerja keberlanjutan yang sesungguhnya, serta temuan Hartono, Elisabeth Juliana (2025) yang menunjukkan bahwa perubahan peringkat ESG belum dianggap sebagai informasi penting dalam keputusan investasi jangka pendek di pasar Indonesia.

Dari perspektif *signaling theory*, suatu informasi hanya memengaruhi harga saham jika dipersepsikan relevan dan kredibel. Meskipun *ESG Risk Score* secara konseptual mencerminkan eksposur risiko keberlanjutan, investor belum sepenuhnya menganggapnya sebagai sinyal ekonomi yang material. Perspektif *agency theory* juga menjelaskan bahwa keterbatasan literasi ESG dan perbedaan kepentingan dapat membuat *ESG Risk Score* belum menjadi referensi utama dalam keputusan investasi. Temuan ini didukung oleh Berg et al. (2022) yang menunjukkan adanya perbedaan penilaian ESG antar provider (Sustainalytics, S&P Global, Refinitiv, MSCI), sehingga investor kesulitan menginterpretasikan skor tersebut. Selain itu, (Dorfleitner & Eckberg, 2025) menemukan bahwa kombinasi *greenwashing* dan *ESG Rating* tidak selalu memicu CAR negatif. Sejalan dengan studi di Indonesia oleh (Purwitasari et al. 2023), (Hadi & Kaban, 2024), (Nabit & Helmy, 2025), serta (Fachrezi et al., 2024), *ESG Risk Score* belum menjadi pertimbangan utama investor dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan demikian, peran *ESG Risk Score* sebagai variabel moderasi dalam konteks pasar modal Indonesia masih terbatas. Efektivitasnya dalam memperkuat dampak *greenwashing* terhadap

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

reaksi pasar sangat bergantung pada tingkat literasi ESG, efisiensi pasar, dan kualitas integrasi informasi ESG dalam proses investasi.

4.7.6 ESG Risk Score memoderasi pengaruh negatif *greenwashing* terhadap *trading volume activity*

Hasil regresi *Random Effects* (Panel EGLS) menunjukkan bahwa interaksi antara *greenwashing* dan ESG Risk Score ($GW \times ESG_SCORE$) berpengaruh terhadap *Trading Volume Activity* (TVA), dengan koefisien $-0,00007$ dan signifikansi $0,0884$. Nilai ini signifikan pada tingkat 10%, namun tidak pada 5%, sehingga hipotesis diterima pada level signifikansi moderat. Temuan ini menunjukkan bahwa ESG Risk Score mampu memoderasi respons pasar terhadap *greenwashing*, khususnya dalam aktivitas perdagangan saham. Berdasarkan *signaling theory*, informasi akan memengaruhi perilaku pasar apabila dipersepsikan sebagai sinyal yang relevan dan kredibel. Dalam konteks ini, ESG Risk Score mulai berfungsi sebagai sinyal tambahan mengenai eksposur risiko keberlanjutan perusahaan, sehingga dapat memperkuat respons perdagangan yang dipicu oleh indikasi *greenwashing*.

Hasil ini sejalan dengan (Dorfleitner & Eckberg, 2025) yang menyatakan bahwa ESG Score belum sepenuhnya merepresentasikan kinerja perusahaan secara holistik, sehingga dampak *greenwashing* terhadap pasar cenderung moderat. Dalam konteks pasar modal Indonesia yang masih berkembang dan memiliki literasi ESG yang beragam, temuan ini mengindikasikan bahwa ESG Risk Score mulai dipertimbangkan investor sebagai referensi tambahan dalam menilai kredibilitas keberlanjutan perusahaan, meskipun pengaruhnya belum sepenuhnya kuat.

V. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh *greenwashing* dalam laporan keberlanjutan terhadap reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dan *Trading Volume Activity* (TVA), serta menguji peran moderasi *firm size* dan ESG Risk Score, dengan *leverage*, ROA, dan *market-to-book ratio* sebagai variabel kontrol. Hasil empiris menunjukkan bahwa *greenwashing* tidak berpengaruh negatif terhadap CAR maupun TVA di sekitar tanggal publikasi laporan, sehingga pasar modal Indonesia belum secara konsisten merespons *greenwashing* sebagai informasi yang material dalam jangka pendek. Dalam perspektif *Agency Theory*, meskipun laporan keberlanjutan berfungsi mengurangi asimetri informasi, praktik *greenwashing* yang mencerminkan perilaku oportunistik manajemen belum sepenuhnya teridentifikasi oleh investor dalam mekanisme harga maupun aktivitas perdagangan saham.

Lebih lanjut, ESG Risk Score tidak memoderasi hubungan *greenwashing* terhadap CAR, tetapi berperan dalam memoderasi hubungan terhadap TVA, yang menunjukkan bahwa skor risiko ESG lebih memengaruhi intensitas perdagangan dibanding perubahan harga saham. Sebaliknya, *firm size* terbukti memperkuat pengaruh *greenwashing* terhadap reaksi pasar, menegaskan bahwa perusahaan besar dengan visibilitas tinggi lebih sensitif terhadap isu reputasi. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan bahwa informasi ESG, khususnya terkait *greenwashing*, belum menjadi sinyal yang sepenuhnya material di pasar modal Indonesia dalam jangka pendek. Nilai ekonomi dari praktik keberlanjutan lebih mungkin muncul ketika didukung implementasi substantif dan pelaporan yang kredibel serta terintegrasi dalam kinerja operasional perusahaan.

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

5.2 Keterbatasan Penelitian dan Rekomendasi

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, pengukuran *greenwashing* menggunakan indikator Wu Xu (2023) berbasis analisis konten laporan keberlanjutan yang masih mengandung unsur subjektivitas, meskipun telah menggunakan indikator terstruktur. Kedua, reaksi pasar diukur dalam *event window* jangka pendek sehingga belum menangkap dampak jangka panjang. Ketiga, penggunaan *ESG Risk Score* sebagai variabel moderasi terbatas pada ketersediaan data sehingga variasi antar perusahaan dan periode relatif terbatas. Keempat, potensi endogenitas masih mungkin terjadi karena karakteristik perusahaan seperti ukuran, reputasi, dan visibilitas dapat memengaruhi baik kualitas pengungkapan ESG maupun respons investor. Oleh karena itu, hasil penelitian ini bersifat asosiatif dan tidak dimaksudkan sebagai klaim kausal absolut. Kelima, fokus penelitian pada perusahaan indeks LQ45 membatasi generalisasi temuan ke seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang atau mengombinasikan *event study* dengan analisis jangka panjang; mengembangkan pengukuran *greenwashing* yang lebih komprehensif melalui data pihak ketiga atau teknologi *text mining* dan *machine learning*; mempertimbangkan variabel moderasi tambahan seperti kepemilikan institusional, liputan media, dan literasi ESG investor; serta memperluas sampel ke perusahaan di luar indeks LQ45 atau melakukan perbandingan lintas sektor dengan sensitivitas ESG yang berbeda.



PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

DAFTAR PUSTAKA

- Adamkiewicz, J., Kochańska, E., Adamkiewicz, I., & Łukasik, R. M. (2022). Greenwashing and sustainable fashion industry. *Current Opinion in Green and Sustainable Chemistry*, 38, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.cogsc.2022.100710>
- Aditama, F. W. (2022). Analisis Pengaruh Environment, Social, Governance (Esg) Score Terhadap Return Saham Yang Terdaftar Di Index Idx30. 1(4), 592–602. <http://dx.doi.org/10.21776/csefb.2022.01.4.05>.
- Alsahlawi, A. M., Chebbi, K., & Ammer, M. A. (2021). *The Impact of Environmental Sustainability Disclosure on Stock Return of Saudi Listed Firms : The Moderating Role of Financial Constraints*.
- Altaf, H., & Jan, A. (2023). Generational theory of behavioral biases in investment behavior. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 834–844. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.02.002>
- Awa, H. O., Etim, W., & Ogbonda, E. (2024). Stakeholders , stakeholder theory and Corporate Social Responsibility (CSR). *International Journal of Corporate Social Responsibility*. <https://doi.org/10.1186/s40991-024-00094-y>
- Berg, F., Ko, J. F., & Rigobon, R. (2022). *Aggregate Confusion : The Divergence of ESG Ratings **. May, 1315–1344.
- Bernini, F., & Rosa, F. La. (2024). and potential impacts on economic and social value. In *Journal of Management and Governance* (Vol. 28, Issue 2). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09686-5>
- Bosone, C., Cerchiello, P., & Kostiuk, Y. (2024). Not all that glitters is green: empirical evidence from the Eurostoxx600 on stakeholders' perception of greenwashing. *International Journal of Data Science and Analytics*, 2015. <https://doi.org/10.1007/s41060-024-00641-7>
- Calamai, T., Balalau, O., Guenedal, T. Le, & Suchanek, F. M. (2025). Corporate Greenwashing Detection in Text -- a Survey. *Proceedings of Make Sure to Enter the Correct Conference Title from Your Rights Confirmation Email (Conference Acronym 'XX)*, 1(1). <http://arxiv.org/abs/2502.07541>
- Chau, L., Anh, L., & Duc, V. (2025). Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability. *International Business Review*, 34(3), 102418. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2025.102418>
- 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>
- D'Ecclesia, R. L., Levantesi, S., & Stefanelli, K. (2025). Esg commitment and compliance: sustainability and risk exposure. In *Quality and Quantity* (Issue 0123456789). Springer Netherlands. <https://doi.org/10.1007/s11135-025-02175-x>
- Dan, E. E., Universitas, B., Akyuni, Q., & Oktaryani, G. A. S. (2025). *PENGARUH ESG RISK RATING TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN*. 14(09), 1351–1364.
- de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. da L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Ding, H., & Lee, W. (2024). ESG and Financial Performance of China Firms: The Mediating Role of Export Share and Moderating Role of Carbon Intensity. *Sustainability (Switzerland)*, 16(12), 1–21. <https://doi.org/10.3390/su16125042>
- Dorfleitner, G., & Eckberg, J. (2025). What drives stock market reactions to greenwashing ? An event study of European companies \$. *Finance Research Letters*, 86(PF), 108795. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.108795>

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

- Dorfleitner, G., Eckberg, J., Utz, S., & Brehm, T. (2025). What drives stock market reactions to greenwashing? An event study of European companies. *Finance Research Letters*, 86(PF), 108795. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.108795>
- Du, X. (2015). How the Market Values Greenwashing? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 547–574. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2122-y>
- Eccles, R. (2025). *Commentary on King, A. A. (2025) "Do sustainable companies have better financial performance? Revisiting a seminal study."* 2014, 10–11. <https://doi.org/10.1177/27550311251380259>
- Fachrezi, M. F., Fauziah, S., Iqbal, M., & Firmansyah, A. (2024). ESG RISK Dan Nilai Perusahaan Di Indonesia. *Akuntansiku*, 3(2), 64–76. <https://doi.org/10.54957/akuntansiku.v3i2.691>
- Farilla, M. I., & Abiprayu, K. B. (2025). Kebijakan ESG dan Greenwashing: Bagaimana Investor Memutuskan untuk Berinvestasi. *Bookchapter Manajemen Keuangan*, 1, 150–174. <https://bookchapter.unnes.ac.id/index.php/mk/article/view/332/318>
- Forliano, C., Battisti, E., Bernardi, P. de, & Kliestik, T. (2025). Theoretical and Field Analysis. *Review of Managerial Science*, 1–50.
- Freeman, R. E., Phillips, R. A., & Freeman, R. E. (n.d.). *Darden Graduate School of Business Administration Stakeholder Theory: A Libertarian Defense*. 01.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Haley, S., Shaffer, M., & Sloan, R. (2025). Do sustainability reports contain financially material information? In *Review of Accounting Studies*. <https://doi.org/10.1007/s11142-025-09912-5>
- Handayani, S. (2020). *Environmental Information Disclosure Terhadap Financial Performance Dengan Nilai Perusahaan Sebagai Pemoderasi: Pendekatan Gaya Pengungkapan*. 22(2), 239–256.
- I Dewa Ayu Eka Pertiwi, Putu Yudha Asteria Putri, & I Gusti Ayu Ratih Permata Dewi. (2024). Analisis Sustainability Reporting Sebelum dan Sesudah Penerapan Standar Global Reporting Initiative (GRI) 2021. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 4(1), 2588–2609. <https://doi.org/10.56799/ekoma.v4i1.6185>
- Ittipornpaisarn, P., & Sae-Lim, P. (2025). Are companies really awaking in ESG? Analyzing ESG disclosure toward corporate sustainability text data. *International Journal of Disclosure and Governance*, 0123456789. <https://doi.org/10.1057/s41310-025-00309-z>
- Kathan, M. C., Utz, S., Dorfleitner, G., Eckberg, J., & Chmel, L. (2025). What you see is not what you get: ESG scores and greenwashing risk. *Finance Research Letters*, 74(October 2024), 106710. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106710>
- Khan, H. Z., Bose, S., Mollik, A. T., & Harun, H. (2021). “Green washing” or “authentic effort”? An empirical investigation of the quality of sustainability reporting by banks. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 34(2), 338–369. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2018-3330>
- Khan, I., Fujimoto, Y., Uddin, M. J., & Afridi, M. A. (2023). Evaluating sustainability reporting on GRI standards in developing countries: a case of Pakistan. *International Journal of Law and Management*, 65(3), 189–208. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2022-0016>
- Lagasio, V. (2024). ESG-washing detection in corporate sustainability reports. *International Review of Financial Analysis*, 96(PB), 103742. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103742>
- Lam, E., & Grønås, S. (2022). *Is greenwashing relevant information for investors? An event study of corporate greenwashing and stock market reactions*.
- Laufer, W. S. (2003). Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 253–261. <https://doi.org/10.1023/A:1022962719299>
- Ledeboer, P. (2023). The effects of a company’s greenwashing practices on stock liquidity & stock

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

- price volatility: Evidence from the S&P 500. *Erasmus University Thesis Repository*, 439990, 1–60. hdl.handle.net/2105/66999
- Li, W., Li, W., Seppänen, V., & Koivumäki, T. (2023). Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 820–841. <https://doi.org/10.1002/bse.3177>
- Liu, G., Qian, H., Shi, Y., Zhang, Y., & Wu, F. (2024). Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk? *China Journal of Accounting Studies*, 12(3), 615–639. <https://doi.org/10.1080/21697213.2024.2303070>
- Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics and Management Strategy*, 20(1), 3–41. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00282.x>
- Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The Means and End of Greenwash. *Organization and Environment*, 28(2), 223–249. <https://doi.org/10.1177/1086026615575332>
- Mahmood, F., Arshad, R., Khan, S., Afzal, A., & Bashir, M. (2024). Impact of behavioral biases on investment decisions and the moderation effect of financial literacy; an evidence of Pakistan. *Acta Psychologica*, 247(May), 104303. <https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2024.104303>
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. (2016). Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing. *Organization Science*, 27(2), 483–504. <https://doi.org/10.1287/orsc.2015.1039>
- Mazzacurati, J., Ballitzky, S., & Piazza, F. (2023). The Financial Impact of Greenwashing Controversies. *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, December, 3–15. <https://doi.org/10.2856/557305>
- Meilani, D. A., & Mutmainah, S. (2025). Di Balik Greenwashing: Kebenaran Tentang Keputusan Investasi. *Owner*, 9(2), 678–689. <https://doi.org/10.33395/owner.v9i2.2626>
- Olivia, T., & Hanjaya, A. E. (2024). Mewaspadaai Praktik Greenwashing Dalam Implementasi ESG. 12(2), 1–7.
- Purnama, D. P., & Handayani, B. D. (2021). The Effect of Financial Performance and Corporate Governance on Sustainability Report Disclosure with Company Size as a Moderation. *Accounting and Finance Studies*, 1(2), 138–162. <https://doi.org/10.47153/afs12.1362021>
- Rose, J. B. D., & Armansyah, R. F. (2022). Recency Bias Dan Confirmation Bias Pada Keputusan Investasi Investor Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis (JIMBis)*, 1(2), 136–152. <https://doi.org/10.24034/jimbis.v1i2.5366>
- Sana, A. K., & Basak, S. (2022). Sustainability Reporting Practices Of Indian Oil And Gas Industry: An Empirical Analysis. *The Management Accountant Journal*, 57(3), 22. <https://doi.org/10.33516/maj.v57i3.22-26p>
- Santos, C., Coelho, A., & Marques, A. (2024). A systematic literature review on greenwashing and its relationship to stakeholders: state of art and future research agenda. *Management Review Quarterly*, 74(3), 1397–1421. <https://doi.org/10.1007/s11301-023-00337-5>
- Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. (2017). “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27–37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.002>
- Sneideriene, A. (2025). *Uncovering Greenwashing: Investigating Impression Management Gap in Corporate Reporting*.
- Spence, M. (1973). *The MIT press, job market signaling. The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Ullah, S., Elahi, M. A., Ullah, A., Pinglu, C., & ... (2020). Behavioural biases in investment decision making and moderating role of investor's type. *Intellectual* <https://ojs.mruni.eu/ojs/intellectual-economics/article/view/6302>

PLAGIASI MERUPAKAN TINDAKAN TIDAK TERPUJI

- Walker, K., & Wan, F. (2012). The Harm of Symbolic Actions and Green-Washing: Corporate Actions and Communications on Environmental Performance and Their Financial Implications. *Journal of Business Ethics*, 109(2), 227–242. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1122-4>
- Wang, X., Gao, X., & Sun, M. (2025). Construction and analysis of corporate greenwashing index: a deep learning approach. *EPJ Data Science*, 14(1). <https://doi.org/10.1140/epjds/s13688-025-00562-w>
- Xu, M., Tse, Y. K., Geng, R., Liu, Z., & Potter, A. (2025). Greenwashing and market value of firms: An empirical study. *International Journal of Production Economics*, 284(March), 109606. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2025.109606>
- Xu, W., Li, M., & Xu, S. (2023). Unveiling the “Veil” of information disclosure: Sustainability reporting “greenwashing” and “shared value.” *PLoS ONE*, 18(1 January), 1–25. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0279904>
- Yehezkiel, R. Y., Dwi Astuti, C., & Noor, I. N. (2023). Gri Standards-Based Sustainability Reporting Disclosure Practices Across Countries. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 23(2), 241–256. <https://doi.org/10.25105/mraai.v23i2.17959>
- Zhang, K., Pan, Z., Janardhanan, M., & Patel, I. (2023). Relationship analysis between greenwashing and environmental performance. In *Environment, Development and Sustainability* (Vol. 25, Issue 8). Springer Netherlands. <https://doi.org/10.1007/s10668-022-02381-9>

