

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Efisiensi penemuan harga (*price discovery efficiency*) saham adalah ukuran sejauh mana harga saham mampu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, baik yang bersifat publik maupun privat, secara tepat waktu. Efisiensi ini sangat penting untuk mewujudkan manfaat dari pasar modal yang efisien (Easley & O'Hara, 2004). Proses penemuan harga dipengaruhi oleh seluruh partisipan pasar (Easley & O'Hara, 2004; Piotroski & Roulstone, 2004; Verrecchia, 2001) dan berbeda-beda tergantung pada seberapa banyak informasi yang berhasil masuk ke dalam harga saham dalam horizon waktu tertentu (Back, Cao, & Willard, 2000; Chen, Kelly, & Wu, 2020; Holden & Subrahmanyam, 1992; Kyle, 1985; Qian, Sorensen, & Hua, 2007; Yan & Zhang, 2009). Informasi tersebut dapat berupa informasi keuangan maupun non-keuangan.

Salah satu informasi non-keuangan yang dapat mempengaruhi penemuan harga saham adalah informasi dari sisi lingkungan, sosial, dan tata kelola atau ESG. Penerapan prinsip keberlanjutan melalui pengungkapan ESG menjadi sorotan utama dalam pasar modal Indonesia. Laporan keberlanjutan merupakan perkembangan terbaru dalam pelaporan perusahaan. Konsep keberlanjutan dapat dipahami sebagai perhatian perusahaan yang besar terhadap dampak yang mungkin timbul dari kegiatan usahanya. (Kurniawan & Astawa, 2020).

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengeluarkan regulasi seperti POJK No. 51/POJK.03/2017 dan POJK No. 8 Tahun 2023 guna mendorong perusahaan untuk mengintegrasikan aspek ESG dalam operasional dan pelaporan publik mereka. Namun, kenyataannya, masih banyak perusahaan, termasuk di sektor infrastruktur, yang belum menjadikan pengungkapan ESG sebagai bagian dari strategi bisnis jangka panjang. Suatu tindakan pada dasarnya tidak dapat dinilai baik hanya karena konsekuensinya menguntungkan, melainkan karena tindakan tersebut merupakan kewajiban moral yang harus dijalankan tanpa syarat apa pun (Dharmawan, 2022). Dalam konteks ini, pengungkapan ESG seharusnya dipahami sebagai kewajiban moral perusahaan dalam menjaga keberlanjutan dan memberikan transparansi kepada pemangku kepentingan. Namun, dalam praktiknya, ESG kerap diperlakukan hanya sebagai pemenuhan kewajiban formal, bukan sebagai alat komunikasi nilai perusahaan kepada investor. Akibat minimnya keterbukaan ESG, investor kesulitan dalam menilai prospek dan risiko berkelanjutan dari emiten, yang menyebabkan informasi non-keuangan tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saham.

Selain tantangan dalam pengungkapan ESG, efisiensi penemuan harga saham juga dipengaruhi oleh informasi dari sisi keuangan salah satunya terkait tingginya tingkat leverage. Semakin banyak utang yang digunakan untuk menghasilkan laba, maka semakin besar financial leverage-nya. Semakin besar financial leverage yang digunakan perusahaan, semakin tinggi pula risikonya dan return yang diharapkan justru berpotensi menurun. Menurut Purnamawati (2013), financial leverage merupakan rasio yang mencerminkan faktor risiko yang dihadapi oleh investor.

Hal ini sejalan dengan teori portofolio yang menyatakan adanya hubungan linier antara risiko dan imbal hasil pada suatu instrumen investasi, di mana tingkat risiko rendah umumnya menghasilkan imbal hasil yang rendah, sedangkan risiko tinggi diikuti oleh imbal hasil yang tinggi. Oleh karena itu, investor perlu berhati-hati agar tidak mengalami kerugian (Diatmika et al., 2024). Lebih lanjut, Astawa dan Sinarwati (2024) menambahkan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi berarti memiliki liabilitas yang lebih besar dibandingkan dengan aset yang dimiliki, sehingga menimbulkan tekanan yang besar terhadap kondisi keuangan perusahaan.

Struktur modal yang didominasi utang ini meningkatkan risiko finansial dan menyebabkan investor menjadi lebih berhati-hati dalam menyerap informasi baru. Leverage yang tinggi dapat berdampak negatif pada kinerja keuangan dan kepuasan pelanggan, yang pada akhirnya mempengaruhi persepsi pasar dan penyesuaian harga (Malshe & Agarwal, 2015; Parkhi et al., 2023). Perusahaan dengan leverage tinggi sering menghadapi keterbatasan dalam merespons perubahan pasar secara efektif, sehingga memperlambat penyesuaian harga.

Ketika informasi dibatasi atau tertunda, maka akan terjadi ketidakefisienan dalam proses penemuan harga saham, karena investor tidak dapat menilai nilai aset secara akurat (Delantar, 2025; Cespa & Foucault, 2014; Xu & Wan, 2015). Permasalahan yang muncul akibat rendahnya transparansi dan keterlambatan informasi di pasar modal adalah meningkatnya asimetri informasi. Asimetri informasi menimbulkan berbagai permasalahan dalam pasar modal, terutama terkait dengan ketidakstabilan harga saham.

Perbedaan informasi yang dimiliki oleh perusahaan dan pemangku kepentingan mendorong perusahaan untuk menyampaikan sinyal yang membantu pihak eksternal menilai prospek perusahaan (Purnamawati et al., 2023). Ketika sebagian pelaku pasar memiliki informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak lain, terjadi ketidakseimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Kondisi ini mendorong volatilitas harga saham yang tinggi, karena informasi yang tidak merata menyebabkan reaksi pasar yang berlebihan terhadap berita atau peristiwa tertentu (Chi et al., 2023; Chordia et al., 2019).

Dalam beberapa tahun terakhir, sektor infrastruktur menunjukkan tingkat volatilitas harga saham yang cukup tinggi dibandingkan dengan sektor lainnya.

Tabel 1.1 Volatilitas Saham Periode 2022-2024

<b>Volatilitas Tahunan</b>				
<b>Tahun</b>	<b>Sektor Bahan Baku</b>	<b>Sektor Infrastruktur</b>	<b>Sektor Kesehatan</b>	<b>Sektor Keuangan</b>
2022	18%	17%	9%	13%
2023	27%	42%	10%	9%
2024	14%	15%	13%	14%
<b>Rata-rata</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>

(Sumber: Data Diolah, 2025)

Berdasarkan data volatilitas tahunan pada tabel, terlihat bahwa sektor infrastruktur secara konsisten menunjukkan tingkat volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan sebagian besar sektor lainnya dalam periode 2022–2024. Rata-rata volatilitas sektor infrastruktur mencapai 25%, lebih tinggi dibandingkan sektor bahan baku (20%), kesehatan (11%), dan keuangan (12%). Puncak volatilitas infrastruktur terjadi pada tahun 2023, yakni sebesar 42%, jauh melampaui sektor lain pada tahun yang sama. Angka ini menunjukkan bahwa harga saham di sektor

infrastruktur mengalami fluktuasi yang ekstrem, yang dapat mengindikasikan adanya ketidakefisienan dalam penyerapan informasi pasar.

Volatilitas ini mengindikasikan adanya ketidakefisienan pasar dalam menyerap informasi, yang berdampak pada keterlambatan harga saham dalam merefleksikan nilai fundamental perusahaan. Salah satu contohnya terjadi pada PT Waskita Karya (WSKT), yang mengalami keterlambatan dalam menyampaikan laporan keuangan tahun 2022 (Katadata, 2023). Hal ini menyebabkan reaksi investor yang tertunda dan memicu ketidakpastian pasar, yang pada akhirnya meningkatkan price delay atau keterlambatan harga dalam merespons informasi baru. Fenomena ini menunjukkan adanya potensi inefisiensi penemuan harga saham (price discovery inefficiency) di sektor infrastruktur, di mana informasi penting tidak segera tercermin dalam harga saham, yang dapat merugikan investor dan menciptakan asimetri informasi di pasar modal yang dapat mempengaruhi likuiditas, aktivitas, dan volatilitas saham (Latifah & Sriwidjayanto, 2022).

PT Waskita Karya (WSKT) merupakan salah satu emiten infrastruktur dengan struktur kepemilikan saham yang mayoritas dikuasai oleh pemerintah, yaitu sekitar 73% (IDNFinancials, 2025). Komposisi kepemilikan tersebut menempatkan pemerintah sebagai pemegang saham institusional terbesar sekaligus pengendali utama perusahaan. Kasus ini juga menunjukkan bahwa dominasi kepemilikan institusional, dalam hal ini pemerintah, tidak secara otomatis menjamin transparansi maupun ketepatan waktu pengungkapan informasi. Oleh karena itu, efektivitas peran kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan perlu ditelaah lebih lanjut, khususnya dalam memastikan praktik tata kelola yang mendorong transparansi dan akuntabilitas pelaporan di pasar modal Indonesia.

Investor yang kurang memiliki informasi cenderung bersikap spekulatif atau mengikuti perilaku mayoritas (*herding*), yang dapat memperburuk fluktuasi harga (Avramov et al., 2006). Asimetri informasi meningkatkan risiko terjadinya *mispricing*, di mana harga saham tidak mencerminkan nilai fundamental perusahaan secara akurat. Hal ini berpotensi mengganggu efisiensi pasar, mengurangi kepercayaan investor, serta mempersulit perusahaan dalam memperoleh pendanaan dengan biaya modal yang optimal.

Urgensi penelitian ini semakin tinggi mengingat sektor infrastruktur memegang peranan penting dalam mendorong pembangunan nasional, dengan prospek yang menjanjikan di pasar modal. Infrastruktur sendiri merupakan elemen kunci pembangunan ekonomi, karena mampu mendukung perkembangan ekonomi dan sosial melalui peningkatan efisiensi serta efektivitas dalam aktivitas bisnis maupun kehidupan masyarakat (Andriyani & Chasanah, 2024). Ketidakefisienan penemuan harga saham yang terjadi, seperti keterlambatan respons pasar terhadap informasi keuangan maupun non-keuangan, berpotensi mengurangi daya tarik sektor ini di mata investor, khususnya investor institusional yang mengandalkan informasi akurat dan tepat waktu untuk pengambilan keputusan. Dalam konteks persaingan global dan kebutuhan pendanaan jangka panjang, inefisiensi tersebut dapat berdampak pada berkurangnya aliran modal ke sektor strategis ini, sehingga menghambat proyek-proyek pembangunan yang bersifat vital.

Penelitian ini juga penting karena menggabungkan tiga aspek kunci yang saling berkaitan: pengungkapan ESG, leverage, dan kepemilikan institusional. Pengungkapan ESG berperan dalam memperkaya informasi yang tersedia di pasar, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan efisiensi

penemuan harga. Sementara itu, leverage yang tinggi dapat menjadi hambatan bagi perusahaan untuk bereaksi cepat terhadap informasi baru, sehingga memperlambat proses penyesuaian harga. Kepemilikan institusional berpotensi memoderasi hubungan tersebut dengan mendorong disiplin tata kelola dan peningkatan kualitas informasi yang diungkapkan. Jika isu-isu ini tidak diteliti dan diatasi, maka pasar modal Indonesia, khususnya di sektor infrastruktur, berisiko mengalami volatilitas yang tinggi, rendahnya kepercayaan investor, dan meningkatnya biaya modal.

Penelitian sebelumnya mengenai leverage dalam price discovery (Zimmermann et al., 2021) umumnya menitikberatkan pada integrasi pasar ekuitas dan kredit, bukan pada dimensi price timeliness yang mengukur kecepatan integrasi informasi ke harga saham. Lebih lanjut, meskipun kepemilikan institusional telah terbukti meningkatkan price informativeness (Kacperczyk et al., 2019), belum ada studi yang menguji peran moderasinya dalam hubungan antara Pengungkapan ESG dan price timeliness. Sebagian besar penelitian terdahulu juga menggunakan indikator efisiensi harga umum seperti mispricing atau price delay (Ruan et al., 2024; Zhang et al., 2022), sehingga masih diperlukan kajian yang fokus pada price timeliness sebagai indikator spesifik kecepatan pasar dalam merespons informasi relevan.

Selain itu, penelitian ini memberikan kontribusi penting terhadap literatur pengungkapan ESG karena menjawab saran penelitian Zhang (2023) untuk melakukan kajian lebih lanjut mengenai bagaimana regulasi pengungkapan ESG memengaruhi kualitas pengungkapan keuangan dan ESG di tingkat perusahaan, serta melalui saluran mana regulasi tersebut mampu meningkatkan efisiensi penemuan harga. Kebaruan penelitian ini terletak pada konteks Indonesia, di mana

regulasi pengungkapan keberlanjutan diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya memperluas literatur yang sebagian besar berfokus pada negara maju, tetapi juga memberikan bukti empiris mengenai efektivitas regulasi OJK dalam mendorong transparansi, tata kelola yang baik, dan efisiensi pasar modal di Indonesia.

Oleh sebab itu, penelitian ini mengisi celah dengan menguji pengaruh Pengungkapan ESG dan leverage terhadap penemuan harga saham dengan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia. Secara garis besar, penelitian ini diarahkan untuk mengeksplorasi bagaimana transparansi informasi non-keuangan dan struktur permodalan mempengaruhi kecepatan harga saham dalam merespons informasi baru, serta menilai sejauh mana pengawasan dari investor institusional dapat memoderasi hubungan tersebut dalam konteks pasar modal Indonesia yang sedang berkembang.

## **1.2 Identifikasi Masalah**

Penelitian mengenai efisiensi penemuan harga saham menjadi semakin penting dalam konteks perkembangan pasar modal modern yang menuntut ketersediaan informasi yang berkualitas dan transparan. Efisiensi penemuan harga saham merupakan salah satu indikator utama kualitas pasar modal karena mencerminkan sejauh mana harga saham mampu merefleksikan seluruh informasi yang tersedia secara cepat dan akurat. Tingkat efisiensi yang tinggi memungkinkan investor mengambil keputusan investasi yang rasional dan berbasis informasi. Dalam kondisi pasar yang semakin kompleks, kebutuhan investor tidak lagi terbatas

pada informasi keuangan, tetapi juga mencakup informasi non-keuangan yang relevan dengan keberlanjutan perusahaan (Andriadi & Werastuti, 2022).

Dalam perspektif keberlanjutan, perusahaan dituntut menjaga kepercayaan pemangku kepentingan sebagai faktor kunci keberlangsungan usaha jangka panjang (Werastuti, 2020). Namun demikian, pasar modal di negara berkembang, termasuk Indonesia, masih menghadapi permasalahan asimetri informasi yang relatif tinggi akibat keterbatasan transparansi perusahaan. Kondisi ini berpotensi menyebabkan harga saham belum sepenuhnya mencerminkan nilai fundamental perusahaan. Transparansi sendiri merujuk pada sejauh mana organisasi mengungkapkan operasi internal serta proses pengambilan keputusan yang dapat diakses oleh publik (Pina et al., 2010 dalam Yuniarta & Purnamawati, 2020). Permasalahan transparansi ini menjadi isu penting karena berpengaruh terhadap kualitas informasi yang diterima investor dan efisiensi mekanisme pasar.

Seiring meningkatnya perhatian terhadap praktik bisnis berkelanjutan, pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dipandang sebagai instrumen strategis dalam meningkatkan keterbukaan informasi perusahaan serta mengurangi risiko non-keuangan. Berdasarkan Teori Signaling (Spence, 1973), pengungkapan ESG dapat menjadi sinyal positif bagi investor mengenai komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan dan tata kelola yang baik. Selain itu, analisis ESG membantu investor menyeimbangkan pertimbangan finansial dengan dampak sosial dan lingkungan dalam proses pengambilan keputusan investasi (Musmini & Werastuti, 2025). Meskipun demikian, kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG antar perusahaan masih bervariasi sehingga berpotensi memengaruhi respon pasar.

Di sisi lain, struktur pendanaan perusahaan juga menjadi faktor yang berpotensi memengaruhi kualitas informasi yang tercermin dalam harga saham. Tingkat leverage yang tinggi meningkatkan risiko keuangan dan ketidakpastian terhadap kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya, yang pada akhirnya dapat memengaruhi kecepatan pasar dalam merefleksikan informasi ke dalam harga saham. Berdasarkan Teori Trade-Off (Myers, 1977), perusahaan perlu menyeimbangkan manfaat pajak dari penggunaan utang dengan risiko kebangkrutan yang mungkin timbul. Keputusan pendanaan yang optimal terbukti berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan (Handayani & Werastuti, 2024). Namun, dalam praktiknya, tidak semua perusahaan mampu menjaga struktur modal pada tingkat optimal.

Selain faktor internal perusahaan, mekanisme tata kelola melalui keberadaan investor institusional juga menjadi elemen penting dalam meningkatkan kualitas pasar. Investor institusional memiliki sumber daya dan kapasitas monitoring yang lebih kuat dibandingkan investor individu sehingga dapat menekan perilaku oportunistik manajemen. Berdasarkan Teori Keagenan (Jensen & Meckling, 1976), keberadaan investor institusional mampu mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Meskipun demikian, efektivitas peran investor institusional dalam meningkatkan efisiensi harga saham serta dalam memperkuat hubungan antara pengungkapan ESG, leverage, dan kualitas informasi pasar masih menunjukkan hasil yang beragam pada berbagai penelitian.

Selain faktor internal perusahaan dan mekanisme tata kelola, kondisi makroekonomi juga berpotensi memengaruhi efisiensi penemuan harga saham.

Stabilitas dan pertumbuhan ekonomi yang tercermin dalam Produk Domestik Bruto (GDP) dapat memengaruhi ekspektasi investor, kinerja perusahaan, serta tingkat risiko pasar secara keseluruhan. Pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi umumnya mencerminkan peningkatan aktivitas bisnis dan prospek laba perusahaan, sehingga informasi yang beredar di pasar cenderung lebih cepat direspons oleh investor. Sebaliknya, perlambatan ekonomi dapat meningkatkan ketidakpastian dan memperlambat proses penyesuaian harga saham. Oleh karena itu, faktor makroekonomi seperti GDP perlu dipertimbangkan sebagai variabel kontrol untuk memastikan bahwa hubungan antara faktor internal perusahaan dan efisiensi harga saham tidak dipengaruhi oleh kondisi ekonomi agregat.

Dalam konteks Indonesia, khususnya pada sektor-sektor dengan karakteristik risiko tinggi seperti infrastruktur, isu transparansi, struktur pendanaan, kualitas pengungkapan keberlanjutan, serta kondisi ekonomi makro menjadi semakin relevan untuk dikaji karena berpotensi memengaruhi efisiensi penemuan harga saham di pasar modal. Oleh karena itu, diperlukan penelitian yang menganalisis bagaimana pengungkapan ESG dan leverage berpengaruh terhadap efisiensi harga saham serta bagaimana peran investor institusional sebagai mekanisme tata kelola dapat memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut dengan tetap mempertimbangkan pengaruh faktor makroekonomi dalam konteks pasar modal Indonesia.

### **1.3 Pembatasan Masalah**

Berdasarkan identifikasi masalah tersebut, penelitian ini difokuskan pada perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode observasi tahun 2022–2024. Variabel yang dikaji meliputi

Pengungkapan ESG dan leverage sebagai variabel independen, efisiensi penemuan harga saham yang diukur menggunakan *price timeliness* sebagai variabel dependen, serta kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan perusahaan yang tercatat di BEI. Pembatasan ini dimaksudkan agar penelitian lebih terarah dalam menguji hubungan antarvariabel serta meningkatkan validitas dan reliabilitas hasil penelitian.

#### 1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka dirumuskan beberapa permasalahan, yaitu antara lain :

1. Apakah pengungkapan ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap efisiensi penemuan harga saham?
2. Apakah leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap efisiensi penemuan harga saham?
3. Apakah kepemilikan institusional memperkuat pengaruh Pengungkapan ESG terhadap efisiensi penemuan harga saham?
4. Apakah kepemilikan institusional memperlemah pengaruh leverage terhadap efisiensi penemuan harga saham?

## 1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian pokok masalah di atas, maka tujuan penelitian ini sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh positif dan signifikan pengungkapan ESG terhadap efisiensi penemuan harga saham.
2. Menganalisis pengaruh negatif dan signifikan leverage terhadap efisiensi penemuan harga saham.
3. Menguji apakah kepemilikan institusional memperkuat pengaruh pengungkapan ESG terhadap efisiensi penemuan harga saham.
4. Menguji apakah kepemilikan institusional memperlemah pengaruh leverage terhadap efisiensi penemuan harga saham.

## 1.6 Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan yang telah dijelaskan, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan:

### 1.6.1 Manfaat secara teoritis

Penelitian ini memberikan kontribusi ilmiah dalam bidang keuangan dan pasar modal dengan mengkaji pengaruh Pengungkapan ESG dan leverage terhadap efisiensi penemuan harga saham. Dengan menambahkan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi, penelitian ini memperluas pemahaman akademik mengenai bagaimana mekanisme pengawasan pasar dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh informasi terhadap harga saham.

Penelitian ini juga dapat menjadi rujukan dalam pengembangan teori sinyal (*signal theory*), teori efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*), dan teori tata kelola perusahaan (*corporate governance*), khususnya dalam konteks negara

berkembang seperti Indonesia. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar bagi studi-studi lanjutan yang ingin menguji dinamika interaksi antara variabel keberlanjutan, keuangan, dan struktur kepemilikan.

### **1.6.2 Manfaat secara praktis**

Bagi investor, manajer investasi, analis keuangan, dan manajemen perusahaan, penelitian ini memberikan informasi penting mengenai bagaimana pengungkapan ESG dan leverage dapat mempengaruhi kecepatan harga saham dalam mencerminkan informasi. Investor dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi yang lebih cermat, terutama dalam mengevaluasi perusahaan berdasarkan kualitas pengungkapan informasi dan tingkat risiko finansialnya.

Bagi manajemen perusahaan, khususnya di sektor infrastruktur, hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan strategis dalam meningkatkan transparansi melalui laporan ESG serta mengelola struktur utang secara lebih bijak untuk menjaga persepsi investor. Penelitian ini juga memberikan wawasan bagi institusi pengawas seperti OJK dan BEI dalam merancang kebijakan pelaporan dan pengendalian pasar yang lebih efektif.