



ANALISIS PENGARUH KINERJA *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, DAN GOVERNANCE (ESG)* TERHADAP *ABNORMAL RETURN* **(Studi pada Perusahaan Indonesia dan Malaysia yang mengungkapkan *ESG score* dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia Tahun 2010-2015)**

Saddek Syafrullah, Harjum Muharam¹

Email: saddeksyafrullah@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the influence of environmental performance, social performance, and corporate governance to abnormal return as measured by environmental, social, and governance (ESG) disclosure score.

The populations of this study are companies in Indonesia and Malaysia listed on the Indonesia Stock Exchange and Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) that revealed the Environmental, social, and governance (ESG) disclosure score in the year 2010-2015. This study used secondary data with total sampel is 192 data as determined by purposive sampling method. Test analysis using data panel eviws with fixed effect model that has been tested by Chow test (F test) and Hausman test.

The result of this study show that environmental performance did not has significant but positive influence to the abnormal return. Social performance and corporate governance have significantly and positively influence to the abnormal return. These results correspond with the legitimacy and stakeholders theory.

Keywords: environmental performance, social performance, corporate governance, abnormal return, fixed effect model

PENDAHULUAN

Kerusakan lingkungan merupakan permasalahan yang cukup serius seiring dengan tumbuh dan berkembangnya perusahaan-perusahaan di setiap negara. Salah satu penyebab dari kerusakan lingkungan adalah pemanfaatan sumber daya yang dilakukan dengan cara yang tidak sesuai untuk mendapatkan keuntungan ekonomi yang besar. Selain itu, kegiatan produksi perusahaan juga dapat menyebabkan pencemaran lingkungan yang akan berdampak terhadap konflik sosial.

Perusahaan harus lebih memperhatikan tanggung jawab sosial dan lingkungan agar dapat memperoleh legitimasi atas peran sosial dan kepedulian lingkungan yang telah dilakukan oleh perusahaan, sehingga perusahaan akan mendapatkan kepercayaan dan dukungan dari masyarakat. Kepercayaan dan dukungan yang didapat dari masyarakat dapat berdampak baik bagi kelangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang (Gray, *et al.*, 1995).

Aplikasi program tanggung jawab sosial perusahaan dapat dikembangkan dengan menggunakan konsep *Triple Bottom Line* yang diperkenalkan oleh Elkington (1998), yaitu *People, Planet, dan Profit*. Ketiganya merupakan aspek yang sangat penting untuk mengukur apakah perusahaan dapat dikatakan sukses melalui tiga kriteria, yaitu: ekonomi, lingkungan, dan sosial.

Elkington menggagas konsep *triple Bottom Line* ini ketika kalangan pebisnis menjalankan aktivitas perusahaan hanya untuk mendapatkan keuntungan. Kinerja perusahaan tidak hanya dapat diukur melalui keuntungan yang didapat oleh perusahaan, namun kesuksesan suatu perusahaan juga diukur dari seberapa besar kontribusi perusahaan terhadap kelestarian lingkungan dan kesejahteraan masyarakat sekitar.

¹ *Corresponding author*



Pemerintah juga beranggapan bahwa tanggung jawab sosial dan lingkungan merupakan suatu hal yang sangat penting yang harus dilakukan oleh perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan munculnya peraturan yang diterbitkan pemerintah melalui Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang “Perseroan Terbatas” (selanjutnya disebut UU PT). Dalam UU PT, pengaturan mengenai CSR terdapat dalam Pasal 74. Pasal ini menegaskan Perseroan yang menjalankan kegiatan usahanya di bidang dan/atau berkaitan dengan sumber daya alam wajib melaksanakan Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan, yang mana kewajiban tersebut dianggarkan dan diperhitungkan sebagai biaya perseroan yang pelaksanaannya dilakukan dengan memperhatikan kepatutan dan kewajaran. Apabila kewajiban tersebut tidak dijalankan maka akan dikenakan sanksi sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (Adhari, 2015). Selain itu, tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) merupakan faktor penting dalam mengukur tingkat keberhasilan perusahaan.

Good Corporate Governance (GCG) dapat didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara *shareholders*, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan, serta seluruh *stakeholders* yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Penelitian telah banyak membahas pengaruh *good corporate governance* terhadap kinerja perusahaan, namun dalam beberapa tahun terakhir, muncul sebuah tren baru, di mana investor mempertimbangkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan dengan menggunakan *Environmental, social, and governance* (ESG) score.

Praktik dan pengungkapan ESG score membantu investor dalam melakukan transaksi di pasar modal. Investor melihat *abnormal return* sebagai indikator yang dapat digunakan untuk melihat keadaan pasar yang sedang terjadi. Penelitian yang telah dilakukan sebagian besar hanya berfokus pada salah satu variabel, tidak mencakup keseluruhan dari indikator yang ada pada ESG. Dalam CFA Institute (2008, h.6) menjelaskan indikator yang terdapat pada variabel ESG (*Environmental, Social, and Governance*) dengan pertimbangan berbagai aspek di dalamnya. Indikator kinerja lingkungan perusahaan diukur dengan menggunakan *environmental disclosure score* yang dilihat dari aktivitas operasional perusahaan serta dampaknya terhadap lingkungan, seperti emisi karbon, emisi gas rumah kaca, pengungkapan atau pengukuran, pelaporan, perubahan iklim (risiko yang disebabkan oleh operasional perusahaan), perubahan ekosistem, fasilitas yang dapat menyebabkan kerusakan lingkungan, pemberian izin usaha, polusi, energi yang terbarukan, penipisan sumber daya alam, pembuangan limbah, penggunaan bahan kimia yang beracun, dan lain-lain. Kinerja sosial perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *social disclosure score* yang dilihat dari beberapa indikator, seperti kesejahteraan lingkungan (dalam hal ini binatang), *child labor*, diskriminasi, keberagaman (karyawan/*board diversity*), fasilitas yang dapat menimbulkan risiko sosial, permasalahan upah kerja karyawan, kontribusi dan risiko politik, pelecehan seksual, perbudakan, pemilihan dewan penasehat pada *executive compensation*, dan lain-lain. Sedangkan tata kelola (*governance*) perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *governance disclosure score* yang dilihat dari beberapa indikator, seperti *executive compensation*, hubungan antara pemaku kepentingan perusahaan (*stakeholder*), hak pemangku kepentingan (*stakeholder*), pembagian posisi jabatan, pengaturan kewenangan direktur, manajer, pemegang saham, dan pihak lain.

Saat ini pasar modal di Indonesia dan Malaysia masih belum efisien karena pasar modal di Indonesia dan Malaysia masih kurang peka terhadap informasi menurut hipotesis pasar efisien. Pasar efisien merupakan suatu pasar yang dapat dengan cepat diperoleh informasi yang relevan (Fitriani dan Hartini, 2014). Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka akan semakin efisien pasar modal tersebut.

Pada pasar yang efisien tidak memungkinkan untuk memperoleh *abnormal return*, meskipun pada prakteknya terdapat anomali, yaitu hal-hal yang menyimpang di mana kejadian atau peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan investor peluang untuk memperoleh *abnormal return*. Anomali dapat terjadi pada semua bentuk efisiensi pasar, baik bentuk lemah, semi kuat, maupun bentuk kuat. Anomali ini dapat dimanfaatkan untuk menghasilkan *abnormal return*.

Abnormal return dapat dihitung dengan menggunakan beberapa model, seperti *market model/single index model* dan *capital asset pricing model* (CAPM). *Abnormal return* biasanya disebabkan oleh beberapa faktor, misalnya pengumuman dividen, pengumuman perusahaan produktif, meningkatkan suku bunga, tuntutan hukum, dan lain-lain.

Investor tidak suka dengan sesuatu yang diluar dugaan atau diluar dari harapan. *Abnormal return* merupakan sesuatu yang terjadi di luar harapan investor. *Abnormal return* dapat bernilai positif, di mana imbal hasil (*return*) yang terjadi lebih besar dibandingkan dengan harapan investor. *Abnormal return* dapat juga bernilai negatif jika imbal hasil (*return*) yang terjadi lebih rendah dari harapan investor.

Lee, *et al* (2013) membahas mengenai kinerja perusahaan pada perusahaan yang mempunyai *ESG score* yang tinggi dan perusahaan yang mempunyai *ESG score* yang rendah. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan Amerika berdasarkan *ESG score* pada *Sustainable Asset Management* (SAM) dari tahun 1998 hingga 2007 dengan menggunakan model CAPM. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat perbedaan antara perusahaan yang mempunyai *ESG score* yang tinggi dan perusahaan yang mempunyai *ESG score* yang rendah dalam hal ukuran (*size*), *book-to-market*, dan momentum. Ada satu faktor yang paling menonjol yang membedakan keduanya, yaitu risiko pasar. Halbritter dan Dorfleitner (2015) tidak menemukan perbedaan *return* yang signifikan antara perusahaan yang memiliki *ESG score* yang tinggi dan perusahaan yang memiliki *ESG score* yang rendah. Namun, pada *cross-sectional regressions* ditemukan pengaruh yang signifikan pada beberapa variable. Peneliti meragukan apakah ada atau tidaknya hubungan antara *ESG score* dengan *return* perusahaan. Oleh karena itu, investor disarankan untuk tidak terlalu mengharapkan *abnormal return* yang positif terhadap investasi pada beberapa portofolio saham yang memiliki *ESG score* yang tinggi dan perusahaan yang memiliki *ESG score* yang rendah dalam konteks ESG.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori yang melandasi penelitian ini adalah teori legitimasi (*legitimacy theory*), teori *stakeholder*, teori keagenan (*agency theory*). Berdasarkan teori legitimasi, organisasi atau perusahaan harus memperhatikan nilai dan norma yang diatur di dalam masyarakat di mana organisasi tersebut berada agar mendapatkan legitimasi dari masyarakat. Hal ini sangat penting dikarenakan pengakuan dari masyarakat merupakan faktor yang mempengaruhi keberlangsungan hidup perusahaan. Downing dan Pfeffer (1975) dalam Ghozali dan Chariri (2007) menyatakan bahwa organisasi merupakan bagian dari sistem sosial masyarakat dan berusaha menciptakan keselarasan antara nilai-nilai sosial dengan norma-norma yang ada dalam kehidupan sosial di masyarakat. Dengan adanya keselarasan antara kedua sistem tersebut, perusahaan akan mendapatkan legitimasi dari masyarakat. Namun, akan ada ancaman terhadap legitimasi perusahaan jika tidak ada keselarasan diantara kedua sistem tersebut.

Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa perusahaan menjalankan aktivitas operasional bukan hanya semata-mata untuk kepentingan sendiri, namun juga harus memberikan kontribusi dan bertanggungjawab kepada *stakeholder* perusahaan, meliputi pemegang saham, kreditor, konsumen, supplier, pemerintah, masyarakat, analisis, dan pihak lain (Ghozali dan Chariri, 2007). Dengan demikian, perusahaan perlu mendapatkan dukungan dari tiap-tiap *stakeholder*. Gray, *et al* (1994) dalam Ghozali dan Chariri (2007) menjelaskan bagaimana pentingnya dukungan dari *stakeholder* terhadap keberlangsungan hidup perusahaan dan dukungan tersebut harus dicari melalui aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan. Makin besarnya kekuatan *stakeholder*, makin besar pula usaha

perusahaan untuk beradaptasi. Pengungkapan sosial dianggap sebagai bentuk dari interaksi perusahaan dengan seluruh *stakeholder* yang dimiliki perusahaan.

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan hubungan pemilik sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen sebagai agen bertanggungjawab atas semua pekerjaannya kepada pemilik (dalam hal ini pemegang saham), karena pada dasarnya manajemen dikontrak untuk bekerja demi kepentingan pemilik. Hal ini didasari oleh pendapat Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa hubungan *agency* sebagai suatu kontrak di mana satu atau lebih orang (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agen*) untuk melakukan suatu pelayanan atas nama prinsipal yang memberikan wewenang kepada agen untuk mengambil keputusan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kinerja lingkungan (*environmental*), sosial, dan tata kelola (*governance*) terhadap *abnormal return* melalui pengungkapan *Environmental, Social, and Governance (ESG) Score*.

Pengaruh Kinerja Lingkungan (*Environmental*) terhadap *Abnormal Return*

Perusahaan perlu memperhatikan kondisi lingkungan di mana perusahaan menjalankan aktivitas operasionalnya. Jika perusahaan mendapatkan nilai yang baik pada aspek kepedulian terhadap lingkungan maka keberlangsungan hidup perusahaan juga akan baik, karena keberlangsungan hidup perusahaan tidak hanya bergantung pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan melainkan juga pada perhatian terhadap seluruh *stakeholder* perusahaan termasuk lingkungan.

Penelitian yang dilakukan oleh Al-Tuwaijri, *et al* (2004) dan Suratno, *et al* (2006) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *economic performance*. Hal ini sejalan dengan teori *stakeholder* dan teori legitimasi, di mana perusahaan akan mendapatkan kepercayaan dari masyarakat serta seluruh *stakeholder* perusahaan, sehingga akan berdampak pada keputusan investor untuk menanam saham di perusahaan tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Prabandari dan Suryanawa (2014) mendukung penelitian sebelumnya. Kinerja lingkungan diukur menggunakan Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup (PROPER). Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap reaksi investor khususnya pada perusahaan *high profile* yang diukur melalui *abnormal return*.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang dapat dirumuskan dari penelitian ini adalah sebagai berikut

H1: Kinerja lingkungan (*environmental*) berpengaruh positif terhadap

Pengaruh Kinerja Sosial (*Social*) terhadap *Abnormal Return*

Perusahaan yang meningkatkan kinerja sosialnya akan memiliki kinerja keuangan yang lebih baik. Hal ini sejalan dengan teori *stakeholder* yang telah dibahas pada landasan teori di atas. Perusahaan juga diharapkan memberikan kontribusi kepada masyarakat sekitar, di mana dalam melakukan aktivitas produksi tidak hanya berorientasi keuntungan (*profit oriented*), tetapi juga memperhatikan isu dan permasalahan sosial yang terjadi, sehingga dapat menimbulkan kepercayaan seluruh *stakeholders* perusahaan. Hal ini akan berdampak pada peningkatan laba perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan melalui peningkatan investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Waddock dan Graves (1997) menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara kinerja sosial dan kinerja keuangan. Hubungan antara kinerja sosial dan kinerja keuangan merupakan hubungan yang timbal balik, di mana dengan meningkatnya kinerja sosial dapat meningkatkan kinerja keuangan, sebaliknya jika kinerja keuangan meningkat, maka perusahaan akan terus meningkatkan kinerja sosialnya.

Penelitian Ruf, *et al* (2001) dan Putra dan Utama (2015) menunjukkan bahwa kinerja sosial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui *return* saham. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tingginya tanggung jawab sosial perusahaan, maka akan menarik investor terutama investor yang memperhatikan aspek-aspek non-keuangan untuk berinvestasi. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang dapat dirumuskan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Kinerja sosial berpengaruh positif terhadap *abnormal return*

Pengaruh Tata Kelola (*Governance*) Perusahaan terhadap *Abnormal Return*

Good Corporate Governance merupakan salah satu aspek yang penting dalam meningkatkan efisiensi ekonomi, meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan direksi, *shareholders*, dan *stakeholders*. Dengan menerapkan prinsip *good corporate governance*, akan menjadi nilai tambah perusahaan di mata *stakeholders*. Hal ini dikarenakan *good corporate governance* dapat mendorong terbentuknya pola kerja yang bersih, transparan, dan profesional. Semakin tinggi tingkat *good corporate governance*, maka akan semakin tinggi tingkat ketaatan perusahaan dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya, semakin rendah tingkat *good corporate governance*, maka akan semakin rendah pula tingkat ketaatan perusahaan dan menghasilkan kinerja perusahaan yang kurang baik.

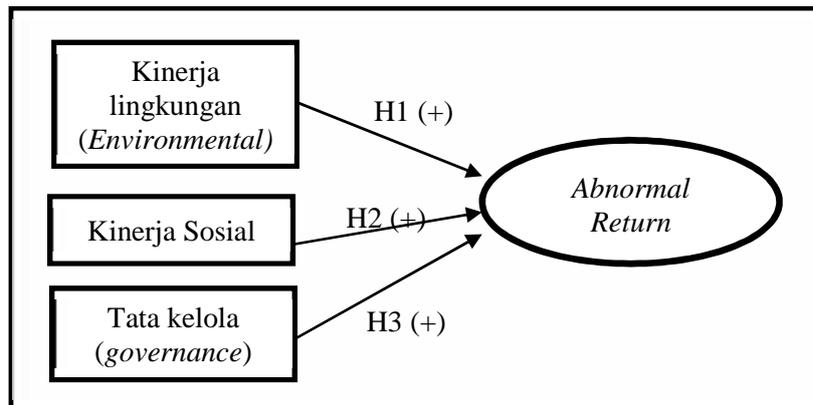
Gompers *et al* (2003) menyatakan bahwa tata kelola perusahaan sangat berpengaruh terhadap *return* dengan meneliti tentang portofolio saham pada perusahaan yang menganut demokrasi dan portofolio saham pada perusahaan yang cenderung diktator. Penelitian yang dilakukan oleh Budiharjo (2016) menunjukkan pengaruh yang positif antara *good corporate governance* dengan *return* saham melalui profitabilitas. Perusahaan yang menerapkan konsep *good corporate governance* dan memiliki tingkat ROA yang tinggi akan dapat meningkatkan *return* saham perusahaan. Hal ini disebabkan, dengan adanya penerapan *good corporate governance* dapat meraih berbagai manfaat, salah satunya menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang dapat dirumuskan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Tata kelola perusahaan (*governance*) berpengaruh positif terhadap *abnormal return*

Kerangka penelitian yang menunjukkan hubungan antara variabel digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Al-Tuwaijri, *et al* (2004), Suratno, *et al* (2006), Prabandari dan Suryanawa (2014), Waddock dan Graves (1997), Ruf, *et al* (2001), Putra dan Utama (2015), Gompers *et al* (2003), Vo dan Phan (2011), Tachiwou (2016)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *abnormal return*. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah kinerja *Environmental* (ENV), *Social* (SOC), dan *Governance* (GOV).

Abnormal Return

Variabel dependen pada penelitian ini yaitu *abnormal return* yang dihitung melalui selisih antara *realized return* dengan *expected return*. Di mana, *return* realisasi dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

- R_i = *return* realisasi saham i
 P_t = harga saham sekarang
 P_{t-1} = harga saham periode sebelumnya

Return ekspektasi dihitung dengan menurunkan rumus *Capitas Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Keterangan:

- $E(R_i)$ = imbal hasil yang diharapkan (*expected return*)
 R_f = *risk free rate*
 β_i = beta Saham i
 R_m = *rate return on market*

Kinerja Lingkungan (*Environmental*)

Indikator kinerja lingkungan perusahaan diukur dengan menggunakan *environmental disclosure score* yang dilihat dari aktivitas operasional perusahaan serta dampaknya terhadap lingkungan, seperti emisi karbon, emisi gas rumah kaca, pengungkapan atau pengukuran, pelaporan, perubahan iklim (risiko yang disebabkan oleh operasional perusahaan), perubahan ekosistem, fasilitas yang dapat menyebabkan kerusakan lingkungan, pemberian izin usaha, polusi, energi yang terbarukan, penipisan sumber daya alam, pembuangan limbah, penggunaan bahan kimia yang beracun, dan lain-lain.

Kinerja Sosial

Kinerja sosial perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *social disclosure score* yang dilihat dari beberapa indikator, seperti kesejahteraan lingkungan (dalam hal ini binatang), *child labor*, diskriminasi, keberagaman (karyawan/*board diversity*), fasilitas yang dapat menimbulkan risiko sosial, permasalahan upah kerja karyawan, kontribusi dan risiko politik, pelecehan seksual, perbudakan, pemilihan dewan penasehat pada *executive compensation*, dan lain-lain.

Tata Kelola (*Governance*)

Tata kelola (*governance*) perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *governance disclosure score* yang dilihat dari beberapa indikator, seperti *executive compensation*, hubungan antara pemaku kepentingan perusahaan (*stakeholder*), hak pemangku kepentingan (*stakeholder*), pembagian posisi jabatan, pengaturan kewenangan direktur, manajer, pemegang saham, dan pihak lain.

Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berjumlah 557 dan perusahaan Malaysia yang terdaftar di Bursa Malaysia berjumlah 926 perusahaan. Pemilihan perusahaan Indonesia dan Malaysia sebagai populasi penelitian dikarenakan belum ada yang melakukan penelitian mengenai *abnormal return* dengan menggunakan *ESG score* di Indonesia dan Malaysia sehingga diharapkan dengan adanya penelitian ini dapat berguna bagi semua pihak, baik investor, akademisi, maupun pihak perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan Indonesia yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dan perusahaan Malaysia yang terdaftar dalam Bursa Malaysia dan menerbitkan laporan tahunan (*Annual Report*) yang lengkap selama periode 2010-2015.
- b. Perusahaan yang mengungkapkan *environmental score*, *social score*, dan *governance score* selama periode 2010-2015.
- c. Memiliki data yang lengkap berkaitan dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Berdasarkan persyaratan sampel di atas, maka didapat sampel perusahaan sebanyak 32 perusahaan sebagai berikut:

Tabel 1
Daftar Perusahaan Sampel

No	Nama Perusahaan	Negara	No	Nama Perusahaan	Negara
1	Holcim Indonesia Tbk.	Indonesia	17	Media Prima Berhad	Malaysia
2	Aneka Tambang (Persero) Tbk.	Indonesia	18	Heineken Malaysia Berhad	Malaysia
3	Timah (Persero) Tbk.	Indonesia	19	PETRONAS Gas Berhad	Malaysia
4	Perusahaan Gas Negara	Indonesia	20	DRB-HICOM Berhad	Malaysia
5	Astra International Tbk.	Indonesia	21	MISC Berhad	Malaysia
6	Wijaya Karya Tbk.	Indonesia	22	UMW Holdings Berhad	Malaysia
7	Astra Agro Lestari	Indonesia	23	Malaysia Airport Holdings Berhad	Malaysia
8	Bank Negara Indonesia	Indonesia	24	Public Bank Berhad	Malaysia
9	Semen Indonesia Tbk.	Indonesia	25	PETRONAS Dagangan Berhad	Malaysia
10	Jasa Marga (Persero) Tbk.	Indonesia	26	Tenaga Nasional Berhad	Malaysia
11	Hexindo Adiperkasa Tbk.	Indonesia	27	Genting Malaysia Berhad	Malaysia
12	DiGi.Com Berhad	Malaysia	28	PETRONAS Chemicals Group Berhad	Malaysia
13	Nestle (malaysia) Berhad	Malaysia	29	YTL Power International Berhad	Malaysia
14	Malaysian Resources Corporation Berhad	Malaysia	30	UEM Edgenta Berhad	Malaysia
15	British American Tobacco (Malaysia) Berhad	Malaysia	31	IOI Corporation Berhad	Malaysia
16	UEM Sunrise Berhad	Malaysia	32	Axiata Group Berhad	Malaysia

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa data *environmental disclosure score*, *social disclosure score*, dan *governance score* serta laporan tahunan (*Annual Report*) perusahaan Indonesia yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dan perusahaan Malaysia yang terdaftar dalam Bursa Malaysia. Sumber data tersebut diperoleh dari Bloomberg, situs resmi Bursa Efek Indonesia www.idx.co.id, situs resmi Bursa Malaysia (www.bursamalaysia.com), www.bi.go.id, *yahoo finance* dan situs resmi perusahaan.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan regresi data panel karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel. Data panel merupakan kombinasi antara data *time series* dan *cross-section* (silang). Setelah dilakukan uji *Chow* (uji f) dan uji Hausman, hasil pemilihan model regresi data panel pada penelitian ini dipilih model *fixed effect* sebagai model terbaik, dengan persamaan sebagai berikut:

$$ABR = 0.00334009283102*ENV + 0.00678545565479*SOC + 0.0100046097314*GOV - 0.795113600809$$

Keterangan:

ABR = *abnormal return*

ENV = kinerja lingkungan (*environmental*)

SOC = kinerja sosial

GOV = tata kelola (*governance*) perusahaan

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan sebelum melakukan pengujian hipotesis, di mana pada analisis statistik deskriptif menampilkan karakteristik data sampel yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi jumlah sampel (N), nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata sampel (*mean*), serta standar deviasi untuk masing-masing variabel. Hasil dari analisis statistik deskriptif penelitian ini ditunjukkan dalam tabel berikut:

Tabel 2
Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	<i>Abnormal Return (ABR)</i>	Kinerja <i>Environmental (ENV)</i>	Kinerja <i>Social (SOC)</i>	<i>Governance (GOV)</i>
Mean	0.044493	0.227557	0.333957	0.536747
Median	0.0345	0.2093	0.33855	0,5179
Maximum	0.9998	0.5581	0.6316	0.69.64
Minimum	-0.6156	0.0233	0.0526	0.3393
Std. Dev.	0.282908	0.133936	0.143317	0.075915
Skewness	0.337422	0.454402	-0.118515	-0.264716
Kurtosis	3.010632	2.468651	2.095294	3.10748
Jarque-Bera	3.644222	8.866059	6.997402	2.334808
Probability	0.161684	0.011878	0.030237	0.311174
Sum	8.5426	43.691	64.1198	103.0555
SumSq. Dev.	15.28707	3.426325	3.92307	1.100745
Observations	192	192	192	192

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2017

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 192 data pengamatan. *Abnormal return* yang diukur melalui selisih antara *return* aktual dan *return* ekspektasi mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.044493 atau 4.4493% dengan nilai maksimum 0.9998 atau 99.98% dan nilai minimum -0.6156 atau -61.56%. Nilai standar deviasi untuk variabel *abnormal return* adalah sebesar 0.282908 atau 28.2908%. Nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) menunjukkan bahwa data yang tersebar besar dan memiliki kecenderungan setiap data berbeda satu sama lain.

Kinerja lingkungan (*environmental*) yang diukur melalui *Environmental Disclosure Score* mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.227557 atau 22.7557% dengan nilai maksimum sebesar 0.5581 atau 55.81% dan nilai minimum sebesar 0.0233 atau 2.33%. Nilai standar deviasi pada variabel *environmental* adalah 0.133936 atau 13.3936%. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) menunjukkan bahwa data tersebut mempunyai sebaran yang kecil sehingga data yang digunakan merupakan data yang bagus.

Nilai rata-rata (*mean*) pada kinerja sosial yang diukur melalui *Social Disclosure Score* adalah 0.333957 atau 33.3957% dengan nilai maksimum sebesar 0.6316 atau 63.16 dan nilai minimum sebesar 0.0526 atau 5.26%. Nilai standar deviasi pada variabel *social* adalah 0.143317 atau 14.3317%. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata (*mean*) menunjukkan bahwa data pengamatan mempunyai sebaran data yang kecil sehingga data yang digunakan merupakan data yang bagus.

Tata kelola (*governance*) yang diukur melalui *Governance Disclosure Score* mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.536747 atau 53.6747% dengan nilai maksimum 0.6964 atau 69.64% dan nilai minimum 0.3393 atau 33.93%. Nilai standar deviasi pada variabel *governance* sebesar 0.075915 atau 7.5915%. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata (*mean*) menunjukkan bahwa data pengamatan memiliki sebaran data yang kecil sehingga data yang digunakan merupakan data yang bagus.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan penilaian kelayakan model regresi (*goodness of fit*), nilai F statistik sebesar 3,145980 lebih besar dari nilai F tabel sebesar 2,65. Nilai probabilitas F statistik sebesar 0,000001 lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 ($\alpha = 5\%$). Hal ini berarti variabel *environmental* (ENV), *social* (SOC), *governance* (GOV) secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*.

Selain itu, berdasarkan hasil pengujian model penelitian, nilai R^2 penelitian sebesar 0,405220 menunjukkan bahwa variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, yaitu kinerja *environmental* (ENV), *social* (SOC), *governance* (GOV) sebesar 40,522%. Sedangkan nilai *adjusted R*² yang lebih kecil, sebesar 0,276415 menunjukkan bahwa variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, yaitu kinerja *environmental* (ENV), *social* (SOC), *governance* (GOV) sebesar 27,5415%. Hasil pengujian hipotesis pada regresi *fixed effect model* dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 3
Hasil Uji Regresi *Fixed Effect Model*

<i>Variabel</i>	<i>Koefisien</i>	<i>Probabilitas</i>	<i>Kesimpulan</i>
<i>Environmental</i>	0,334009	0,2592	H1 Ditolak
<i>Social</i>	0,678546	0,0184	H2 Diterima
<i>Governance</i>	1,000461	0,0332	H3 Diterima

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2017

Analisis Pengaruh Kinerja *Environmental* terhadap *Abnormal Return*

Hasil analisis regresi dalam penelitian ini memperoleh koefisien regresi sebesar 0,334009 dengan nilai probabilitas sebesar 0,2592 (lebih besar dari taraf signifikansi). Hal ini menunjukkan bahwa kinerja lingkungan (*environmental*) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *abnormal return*. Sehingga hipotesis satu dalam penelitian ini **ditolak**.

Penelitian ini memperoleh hasil bahwa kinerja lingkungan (*environmental*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* pada objek penelitian perusahaan Indonesia dan Malaysia dari tahun 2010-2015 yang mengungkapkan *environmental score*. Hasil ini tidak sejalan dengan teori legitimasi dan teori *stakeholders*. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa banyak tidaknya informasi mengenai tanggung jawab lingkungan tidak akan mempengaruhi harga saham. Investor tidak hanya melihat faktor lingkungan sebagai informasi dalam mengambil keputusan berinvestasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shermanto dan Miqdad (2014) yang menyatakan bahwa luas pengungkapan tanggung jawab lingkungan perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar yang diukur melalui *abnormal return*. Hasil ini mungkin dikarenakan investor kurang percaya dengan pengungkapan yang telah dilakukan perusahaan. Sebagian investor berpikir bahwa pengungkapan tanggung jawab lingkungan yang telah dilakukan perusahaan cenderung untuk mendapatkan nama baik, sehingga investor kurang percaya pada pengungkapan tersebut. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alfitriah (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kinerja lingkungan yang lebih taat dan taat tidak berpengaruh terhadap *return saham*.

Analisis Pengaruh Kinerja *Social* terhadap *Abnormal Return*

Hasil analisis regresi dalam penelitian ini memperoleh koefisien regresi variabel *social* sebesar 0,678546 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0184 (lebih kecil dari taraf signifikansi). Hal ini menunjukkan bahwa kinerja sosial (*social*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return*. Sehingga hipotesis dua dalam penelitian ini **diterima**.

Penelitian ini memperoleh hasil bahwa kinerja sosial berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* pada objek penelitian perusahaan Indonesia dan Malaysia dari tahun 2010-2015 yang mengungkapkan *social score*. Arah hubungan yang positif dengan koefisien sebesar 0,678546 menunjukkan bahwa setiap kenaikan *Social score* sebesar 1% maka akan mengakibatkan peningkatan *abnormal return* sebesar 67,8546%. Kesimpulan uji ini adalah semakin tinggi kinerja sosial perusahaan maka akan mengakibatkan peningkatan *abnormal return*.

Hasil ini sesuai dengan teori legitimasi dan teori *stakeholders*, di mana perusahaan akan mendapatkan legitimasi dari masyarakat apabila perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional memperhatikan norma yang berlaku dalam masyarakat dan memperhatikan tanggung jawab sosial perusahaan. Teori *stakeholders* menyatakan bahwa perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional tidak hanya semata-mata untuk kepentingan sendiri, namun juga harus memberikan dampak positif terhadap seluruh *stakeholders* perusahaan. Pengungkapan sosial dianggap sebagai bentuk dari interaksi perusahaan dengan seluruh *stakeholder* yang dimiliki perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ruf, *et al* (2001) dan Putra dan Utama (2015) menunjukkan bahwa kinerja sosial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui *return saham*. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi tanggung jawab sosial perusahaan, maka akan menarik investor terutama investor yang memperhatikan aspek-aspek non-keuangan untuk berinvestasi.

Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan (*Governance*) terhadap *Abnormal Return*

Hasil analisis regresi dalam penelitian ini memperoleh koefisien regresi variabel *governance* sebesar 1,000461 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0332 (lebih kecil dari taraf signifikansi). Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan (*governance*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return*. Sehingga hipotesis tiga dalam penelitian ini **diterima**.

Penelitian ini memperoleh hasil bahwa tata kelola perusahaan (*governance*) berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* pada objek penelitian perusahaan Indonesia dan Malaysia dari tahun 2010-2015 yang mengungkapkan *social score*. Arah hubungan yang positif dengan koefisien sebesar 1,000461 menunjukkan bahwa setiap kenaikan *governance score* sebesar 1% maka akan mengakibatkan peningkatan *abnormal return* sebesar 100,0461 %. Kesimpulan uji ini adalah semakin baik tata kelola perusahaan maka akan mengakibatkan peningkatan *abnormal return*.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gompers *et al* (2003) yang menyatakan bahwa tata kelola perusahaan sangat berpengaruh terhadap *return*. Hasil ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Budiharjo (2016) yang menunjukkan pengaruh yang positif antara *good corporate governance* dengan *return* saham melalui profitabilitas. Perusahaan yang menerapkan konsep *good corporate governance* dapat meraih berbagai manfaat, salah satunya menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

KESIMPULAN

Pengujian hipotesis melalui regresi data panel untuk menguji pengaruh antara variabel bebas dan variabel terikat, di mana variabel bebas dalam penelitian ini adalah kinerja lingkungan (*environmental*), kinerja sosial, dan tata kelola perusahaan (*governance*), sedangkan variabel terikat yaitu *abnormal return*. Data penelitian ini sebanyak 192 data, di mana 66 data perusahaan Indonesia dan 126 perusahaan Malaysia dari total perusahaan berjumlah 32 perusahaan yang terdiri dari 11 perusahaan Indonesia dan 21 perusahaan Malaysia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia dari tahun 2010 hingga 2015. Regresi data panel dalam penelitian ini dilakukan dengan model *fixed effect* yang telah di uji melalui uji *Chow* dan uji Hausman. Dari ketiga variabel independen yang diteliti, kinerja lingkungan (*environmental*) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *abnormal return*. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa banyak tidaknya informasi mengenai tanggung jawab lingkungan tidak akan mempengaruhi harga saham. Investor tidak hanya melihat faktor lingkungan sebagai informasi dalam mengambil keputusan berinvestasi. Hasil ini tidak sejalan dengan teori legitimasi (*legitimacy theory*) dan teori *stakeholders*. Sedangkan untuk variabel kinerja sosial dan tata kelola (*governance*) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return*. Hasil ini sesuai dengan teori legitimasi (*legitimacy theory*) dan teori *stakeholders*, di mana perusahaan akan mendapatkan legitimasi dari masyarakat apabila perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional memperhatikan norma yang berlaku dalam masyarakat dan memperhatikan tanggung jawab sosial perusahaan. Teori *stakeholders* menyatakan bahwa perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional tidak hanya semata-mata untuk kepentingan sendiri, namun juga harus memberikan dampak positif terhadap seluruh *stakeholders* perusahaan. Perusahaan yang menerapkan konsep *good corporate governance* dapat meraih berbagai manfaat, salah satunya menimbulkan kepercayaan para *stakeholders* terhadap perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, jumlah sampel yang dapat digunakan dalam penelitian ini terbatas dikarenakan perusahaan yang mengungkapkan *ESG score* dari tahun 2010 hingga 2015 masih sedikit. Kedua, nilai *adjusted R-squared* yang cenderung rendah sebesar 0.276415 atau 27,6415% menunjukkan bahwa variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen hanya sebesar 27,6415% saja. Sampel yang sedikit juga dikarenakan terbatas pada dua negara saja, yaitu Indonesia dan Malaysia.

Atas dasar keterbatasan yang telah disebutkan, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperbanyak jumlah sampel dengan menambahkan rentang periode penelitian lebih dari enam tahun agar dapat menemukan hasil yang lebih baik dan dapat digeneralisasi. Kedua, penelitian tidak hanya terpaku pada dua negara saja, penelitian selanjutnya dapat menambahkan beberapa negara yang lain sebagai populasi penelitian.

Ketiga, dikarenakan *environmental, social, dan governance (ESG) score* merupakan satu kesatuan yang tidak dapat dipisahkan atau ditambah, maka dapat menambah variabel lain sebagai variabel kontrol dalam penelitian selanjutnya, seperti *size, book-to-market ratio, dan momentum* (Halbritter dan Dorfleitner, 2015).

Berdasarkan hasil penelitian ini, kinerja sosial dan tata kelola perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap abnormal *return*, oleh karena itu, perusahaan sebagai pembuat kebijakan dapat lebih meningkatkan aspek-aspek non-keuangan, terutama tata kelola (*governance*) dan kinerja sosial dalam menjalankan aktivitas operasional perusahaan.

REFERENSI

- Adhari, Ade. 2015. *Kebijakan Pemberlakuan Tanggung Jawab Corporate Social Responsibility* (online). (<http://www.linkedin.com>, diakses 20 Januari 2017).
- Al-Tuwaijri, S.A., T.E. Christensen, dan K.E. Hughes II. 2004. "The Relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach". *Accounting, Organizations and Society*. Vol. 29, h. 447-471.
- Budiharjo, R. 2016. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Return Saham dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening dan Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Peraih CGPI Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)." *Jurnal Online Insan Akuntan*, Vol. 1, No. 1, h. 163-194.
- Elkington, J. 1998. "Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business." *Environmental Quality Management*, Vol. 8 No.1, h. 37-51.
- Fitriani, E., dan T. Hartini. 2014. "Pengaruh January Effect Terhadap Abnormal Return Pada Saham Sektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)". *Eprints MDP*
- Ghozali, I dan A. Chariri. 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gompers, P., J. Ishii, dan A. Metrick. 2003. "Corporate governance and equity prices." *The quarterly journal of economics*, Vol. 118, No. 1, h. 107-156.
- Gray, R., R. Kouhy, dan S. Lavers. 1995. "Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies." *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 8, No. 2, h. 78-101.
- Halbritter, G dan G. Dorfleitner. 2015. "The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing." *Review of Financial Economics*, Vol. 26, h. 25-35.
- Jensen, M dan W. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics*, Vol. 3, No. 4, h. 305-360.
- Lee, D. D., R.W. Faff, dan S.A. Rekker. 2013. "Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently?." *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 21, No. 2, h. 116-132.
- Prabandari, K. R., dan Suryanawa, K. 2014. "Pengaruh Environmental Performance Pada Reaksi Investor Di Perusahaan High Profile Bursa Efek Indonesia." *E-Jurnal Akuntansi*, Vol. 7, No. 2, h. 298-312
- Putra, I. B. G. W, dan I. M. K. Utama. 2015. "Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Informasi Laba Akuntansi pada Return Saham." *E-Jurnal Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, h. 191-207.
- Ruf, B. M., K. Muralidhar., R. M. Brown., J. J. Janney, dan K. Paul. 2001. "An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective." *Journal of business ethics*, Vol. 32, No. 2, h. 143-156.



- Shermanto, C. A., M. Miqdad. 2014. "Pengaruh Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Lingkungan Dan Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di BEI Tahun 2009-2012". *Jurnal Akuntansi Repository UNEJ*.
- Suratno, I.B., Darsono, dan S. Mutmainah. 2006. "Pengaruh Environmental Performance Terhadap Environmental Disclosure Dan Economic Performance: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Periode 2001-2004". *SNA IX Padang*. 23-26 Agustus.
- Waddock, S.A., dan S. B. Graves. 1997. "The corporate social performance-financial performance link." *Strategic management journal*, Vol. 18, No. 4, h. 303-319.