

## **Pengaruh Kinerja Lingkungan, Sosial dan Tata Kelola terhadap Kinerja Pasar dengan Kontroversi ESG sebagai Variabel Pemoderasi**

Rizqi Amalia<sup>1\*</sup> Indra Wijaya Kusuma<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, Indonesia

<sup>2</sup>Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, Indonesia

### **Intisari**

Permasalahan seperti krisis ekonomi, pemanasan global, gagasan keberlanjutan dan tata kelola telah mengalami pertumbuhan dan peningkatan yang kuat di dalam industri. Indeks ESG (*environmental, social, governance*) telah menarik perhatian para investor untuk praktik investasi berkelanjutan dan mengukur kinerja laporan berkelanjutan perusahaan. Penelitian ini menguji hubungan antara kinerja lingkungan, sosial dan tata kelola terhadap kinerja pasar yang diukur menggunakan rasio *Tobin's Q*. Selain itu, penelitian ini juga memeriksa lebih lanjut tentang keterlibatan skor kontroversi ESG sebagai variabel pemoderasi. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan memiliki data ESG pada *Thomson Reuters Database*. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel akhir penelitian sebanyak 159 perusahaan selama lima tahun periode pengamatan dari tahun 2016 hingga 2020. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar. Selain itu, tidak terdapat pengaruh moderasi dari kontroversi ESG terhadap hubungan antara kinerja lingkungan sosial, dan tata kelola terhadap kinerja pasar.

**Kata Kunci: Kinerja ESG, Kinerja Saham, *Tobin's Q*, Kontroversi ESG**

## Pendahuluan

Dalam beberapa tahun terakhir, kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola atau disebut sebagai ESG (*environment, social and governance*) telah menjadi tolok ukur untuk mengevaluasi tanggung jawab sosial perusahaan di seluruh dunia. Peningkatan tren investasi berkelanjutan berdampak pada penilaian kinerja perusahaan yang tidak hanya berdasar pada aspek keuangan saja, tetapi juga melalui aspek non-keuangan, yaitu informasi terkait ESG. Isu terkait ESG ini menjadi perhatian sejak diusulkan dalam laporan *United Nation Principles of Responsible Investment* yang mendorong pengintegrasian aspek ESG ke dalam praktik investasi berkelanjutan. Adanya krisis pada tahun 2008 membuat perusahaan dan para investor mengkaji bahwa pengungkapan CSR tidak cukup untuk memastikan keberlanjutan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghadapi perkembangan zaman. Dengan demikian, pengukuran keberlanjutan perusahaan dalam pengambilan keputusan menggunakan kinerja ESG (Almeyda & Darmansyah, 2019). Makin banyak perusahaan yang memublikasikan kinerja ESG kepada publik

merupakan strategi untuk meningkatkan reputasi dan citra perusahaan. Kesuksesan strategi manajemen mengacu pada kinerja ESG yang baik dan berkaitan dengan kinerja keuangan di masa mendatang (Velte, 2017).

Perusahaan membutuhkan alokasi sumber daya keuangan dalam menjalankan tanggung jawab sosial perusahaan, salah satunya diperoleh melalui kegiatan investasi. Investor lebih memperhatikan praktik berkelanjutan perusahaan, menilai kelayakan perusahaan, faktor resiko seperti tingkat likuiditas perusahaan, besaran return yang diberikan, dan tingkat inflasi (Eccles *et al.*, 2014). Aspek tata kelola juga dapat menjadi pertimbangan para investor karena tata kelola dapat meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan (Li *et al.*, 2018). Peringkat ESG juga dapat membantu investor untuk melakukan investasi yang bertanggung jawab secara efektif dan mengantisipasi keunggulan kinerja jangka panjang (Crifo & Mottis, 2013). Menurut Natalia *et al.* (2016), kinerja pasar lebih diakui keberadaannya bagi para investor daripada standar pengukuran kinerja akuntansi dan digunakan untuk menganalisis nilai perusahaan yang terdapat pada indeks saham atau dividen yang dibagikan. Di Indonesia, sebanyak 80%

perusahaan yang mempraktikkan ESG telah menunjukkan bahwa kinerja pergerakan harga saham yang lebih baik serta investor baik asing maupun dalam negeri juga makin berminat pada perusahaan yang menerapkan ESG (Al Faruq *et al.*, 2021).

Perusahaan yang mengalami berbagai permasalahan seperti pemanasan global, penebangan, dan pembakaran hutan menjadi suatu dorongan untuk lebih peduli terhadap lingkungan. Hal tersebut juga menimbulkan tuntutan kebutuhan para pemangku kepentingan mengenai transparansi terhadap kepedulian perusahaan atas tanggung jawab lingkungan, sosial, dan tata kelola. Otoritas Jasa Keuangan sebagai regulator pemerintah mendorong penerapan keuangan keberlanjutan dengan memberlakukan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik yang berbasis ESG, khususnya di pasar modal Indonesia. Laporan berkelanjutan menjadi media perusahaan untuk mengomunikasikan hasil dari dampak yang ditimbulkan serta kinerja perusahaannya. Perkembangan pengungkapan laporan

keberlanjutan menjadi salah satu poin penting bagi setiap perusahaan.

Aspek penting lainnya yang perlu dipertimbangkan oleh para pemangku kepentingan adalah kontroversi ESG. Perusahaan yang secara sosial tidak bertanggung jawab dan melakukan kontroversi sosial dan lingkungan juga menghadapi reaksi balik dari para investor (Aouadi & Marsat, 2018). Kontroversi ESG berisi berita terkait lingkungan, sosial, dan tata kelola yang tidak diinginkan tentang perusahaan, seperti aktivitas yang meragukan dan skandal produk perusahaan di media (Aouadi & Marsat, 2018; Cai *et al.*, 2012). Skandal dan kontroversi berpotensi merusak reputasi perusahaan sehingga memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan (Walsh *et al.*, 2009). Reputasi perusahaan merupakan elemen kunci untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Aguilera *et al.*, 2007). Karena reaksi investor terhadap kontroversi ESG dan kekhawatiran CSR, volatilitas harga saham meningkat secara eksponensial di pasar sehingga dapat memengaruhi risiko perusahaan (Nguyen & Nguyen, 2015).

Cara perusahaan memulihkan citra publik adalah dengan mengungkapkan lebih

banyak informasi dalam laporan keberlanjutan untuk mencapai kinerja ESG yang lebih tinggi (Garcia *et al.*, 2017). Perusahaan harus memiliki kesadaran untuk lebih memberikan perhatian pada tanggung jawab sosial dan lingkungan agar mendapatkan dukungan dan kepercayaan dari masyarakat serta memperoleh legitimasi atas peran sosial serta kepedulian lingkungan yang memberikan dampak baik bagi kelangsungan hidup perusahaan di masa mendatang. Dengan demikian, peneliti bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja ESG terhadap kinerja pasar dan mengisi kesenjangan penelitian dengan menggunakan variabel moderasi yaitu kontroversi ESG. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2020.

## **Telaah Literatur Dan Pengembangan**

### **Hipotesis**

### **Landasan Teori**

#### **Teori Pemangku Kepentingan**

Teori pemangku kepentingan menjelaskan bahwa perusahaan yang mengungkapkan informasi terkait kinerja lingkungan dan sosial agar mampu memberikan pernyataan yang sebenarnya

dan diakui oleh para pemangku kepentingan (Deegan, 2014). Peningkatan isu terkait faktor ESG dapat menyejahterakan pemangku kepentingan dan kesejahteraan finansial secara maksimal bagi pemegang saham dan perusahaan. Publikasi laporan keuangan dan non-keuangan memberikan informasi penting terkait tindakan perusahaan yang dapat berpengaruh terhadap persepsi pemangku kepentingan terhadap perusahaan. Apabila pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan baik, hal itu dapat memengaruhi tingkat kepercayaan dan loyalitas pemangku kepentingan. Jika dukungan dari pemangku kepentingan meningkat, hal itu juga mengarah pada pencapaian keuntungan dan peningkatan kinerja perusahaan.

#### **Teori Legitimasi**

Teori legitimasi mengidentifikasi bahwa tujuan dari tanggung jawab sosial yang diungkapkan oleh perusahaan adalah untuk mendapatkan legitimasi dari lingkungan operasional, memaksimalkan kekuatan keuangan dalam jangka panjang, dan mampu menciptakan keselarasan dengan persepsi publik. Selain itu, perusahaan harus mengungkapkan informasi kualitas yang

lebih baik dan secara terbuka untuk dapat mengurangi berbagai risiko (Fatima *et al.*, 2015). ESG merupakan salah satu tindakan legitimasi perusahaan terhadap masyarakat dan pemangku kepentingan yang lebih luas (Shakil, 2020). Kelalaian pada ESG dapat menyebabkan kerusakan reputasi yang parah pada perusahaan di pasar keuangan dan volatilitas saham dapat mencapai puncaknya.

### **Pengembangan Hipotesis**

#### ***Kinerja ESG dan Kinerja Pasar***

Kinerja ESG saat ini telah menjadi tren baru sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi di kalangan para investor. Perusahaan yang mempertimbangkan faktor ESG dengan baik dapat mengurangi asimetri informasi dan volatilitas harga saham di pasar (Shakil, 2020). Perusahaan juga akan memberikan informasi atau sinyal terkait kondisi perusahaan kepada pemangku kepentingan termasuk investor. Reaksi investor merupakan gambaran kinerja pasar terhadap perusahaan. Perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang rendah pada umumnya

bergejolak di pasar karena tidak bertanggung jawab terhadap lingkungan dan sosial (Shakil, 2021). Investor juga akan ragu apabila perusahaan memiliki kinerja lingkungan yang buruk dan fluktuasi harga saham turun di pasar. Teori pemangku kepentingan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab terhadap pemangku kepentingan serta dapat menjelaskan ESG dan kinerja perusahaan karena investasi dalam ESG dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dan berkontribusi pada keberhasilan perusahaan.

Li *et al.* (2018) menyatakan bahwa pengungkapan ESG dapat meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan *stakeholder* serta memiliki peran dalam meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, ESG dapat mengatasi pertumbuhan keberlanjutan dan mengurangi risiko (Fatemi *et al.*, 2018). Buallay (2020) menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh terhadap kinerja pasar. Dengan adanya inovasi, pemikiran tentang masa depan dan pengembangan berkelanjutan dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan serta mampu mempertahankan atau meningkatkan

pemangku kepentingan. Perusahaan yang memiliki nilai tinggi di pasar akan searah dengan peningkatan kinerja perusahaan. Dengan demikian, kinerja ESG memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar dan peneliti berhipotesis:

**H1: Kinerja ESG berpengaruh positif terhadap kinerja pasar.**

### ***Kinerja ESG, Kontroversi ESG dan Kinerja Pasar***

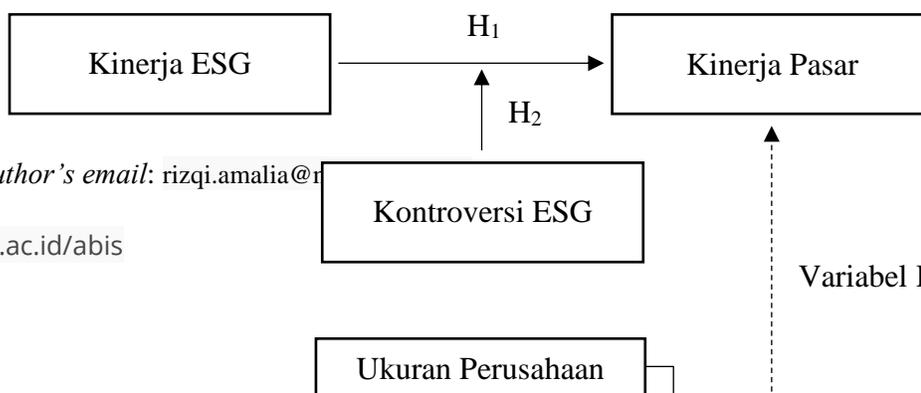
Reputasi perusahaan merupakan elemen kunci untuk meningkatkan kinerja keuangan (Aguilera *et al.*, 2007; Li *et al.*, 2018). Reputasi perusahaan yang positif menciptakan loyalitas kepada pelanggan dan mengarah pada penciptaan nilai. Sebaliknya, setiap pemangku kepentingan dapat memiliki pendapat positif atau negatif dari suatu perusahaan pada saat yang sama (Gatzert *et al.*, 2015). Hal ini terkait dengan teori legitimasi yang penting bagi perusahaan untuk menjamin kesejahteraan jangka panjang (Suchman, 1995). Persepsi negatif

**H2: Kontroversi ESG memperlemah hubungan antara kinerja ESG dan kinerja pasar.**

perusahaan yang dilakukan oleh para pemangku kepentingan dapat menyebabkan kerugian pendapatan, peningkatan risiko keuangan, dan peningkatan biaya utang. Dengan demikian, kontroversi perusahaan (misalnya, perampangan dan kejahatan perusahaan) dapat merusak citra dan reputasi perusahaan (Nirino *et al.* 2021).

Salah satu hambatan utama dalam kinerja ESG perusahaan adalah kontroversi ESG, yang menimbulkan keraguan tentang prospek masa depan perusahaan, membahayakan kelangsungan hidup perusahaan, mungkin berdampak negatif pada legitimasi organisasi secara keseluruhan (Palazzo & Scherer, 2006) dan berdampak negatif pada nilai perusahaan (Aouadi dan Marsat, 2018). Penurunan reputasi terjadi karena kontroversi yang rendah juga dapat menyebabkan penurunan kepercayaan. Oleh karena itu, kontroversi ESG dapat memperlemah hubungan antara kinerja ESG terhadap kinerja pasar, dan peneliti berhipotesis:

Berdasarkan telaah pustaka dan perumusan hipotesis, model penelitian ini adalah sebagai berikut.



### Gambar 1. Model Penelitian

#### Metode Penelitian

#### Populasi dan Sampel

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang melibatkan pengumpulan data dari sumber yang tidak langsung diberikan, tetapi harus diolah terlebih dahulu melalui dokumen dengan mengarsip data dari berbagai sumber yang tersedia di *website*. Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016 hingga 2020 serta memperoleh skor kinerja ESG dan kontroversi ESG dari *Thomson Reuters Database*. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Beberapa kriteria tertentu yang ditetapkan adalah

1. seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016–2020;
2. seluruh perusahaan yang mempublikasikan *annual report* pada periode 2016–2020;
3. seluruh perusahaan yang memiliki skor ESG dan kontroversi ESG pada *Thomson Reuters Database*.

#### Definisi Operasional Variabel

##### *Variabel Dependen*

Kinerja pasar digunakan sebagai variabel dependen. Kinerja pasar disebut sebagai pencapaian suatu perusahaan yang diukur dengan indikator harga pasar saham dengan menggunakan rasio *Tobin's Q*

sebagai pertimbangan bahwa rasio tersebut tidak hanya mengukur kinerja historis perusahaan, tetapi juga menunjukkan apresiasi pasar terhadap perusahaan. Rumus untuk mengukur *Tobin's Q* yang digunakan adalah:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

### ***Variabel Independen***

Kinerja ESG digunakan sebagai variabel independen pada penelitian ini. Pengukuran kinerja ESG berasal dari Refinitiv Eikon yang menggunakan 68 indikator lingkungan, 62 sosial, dan 56 indikator tata kelola perusahaan untuk mengukur ESG dengan memberikan skor dalam persentase antara 0 dan 100 (Refinitiv Eikon Datastream, 2020). Skor ESG antara 0 dan 25 dianggap kinerja ESG yang relatif buruk, skor antara 25 dan 75 dianggap kinerja ESG cukup baik, sedangkan skor ESG antara 75 dan 100 dianggap kinerja ESG yang relatif sangat baik. Penelitian ini menggunakan skor ESG yang dikumpulkan dari *Thomson Reuters Database*, yaitu sumber data metrik.

### ***Variabel Moderasi***

Penelitian ini menggunakan kontroversi ESG. Data kontroversi didasarkan pada skor kontroversi (Aouadi & Marsat, 2018; Li *et al.*, 2018; Nirino *et al.*, 2021; Shakil, 2021). Skor kontroversi memiliki nilai minimum 0 dan maksimum 100 pada *Thomson Reuters Database* yang disediakan oleh Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Hal ini diukur dengan mempertimbangkan jumlah kontroversi tentang masalah lingkungan, sosial, dan tata kelola dan peristiwa negatif lainnya yang dihadapi perusahaan sepanjang tahun.

Thomson Reuters mendefinisikan skor sebagai berikut: "Skor kontroversi ESG dihitung berdasarkan 23 topik kontroversi ESG. Jika skandal terjadi sepanjang tahun, perusahaan yang terlibat akan dihukum dan memengaruhi skor dan penilaian kontroversi secara keseluruhan." Skor dihitung dengan mempertimbangkan berita negatif media, misalnya, tuntutan hukum, denda, dan perselisihan undang-undang. Beberapa jenis kontroversi ESG adalah kontroversi lingkungan termasuk masalah keanekaragaman hayati, polusi; kontroversi sosial yang menyangkut kesehatan dan keselamatan, keragaman; dan kontroversi

tata kelola terkait kompensasi dewan eksekutif (DasGupta, 2021)..

### **Variabel Kontrol**

Terdapat empat variabel kontrol dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut.

1. Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural total aset pada akhir tahun.
2. *Leverage* diukur dengan rasio utang terhadap total aset.
3. Profitabilitas yang diprosikan menggunakan ROA diukur dengan jumlah laba bersih terhadap total aset.
4. Pertumbuhan aset yang diukur dengan jumlah total aset dikurang total aset t-1 terhadap total aset t-1.

### **Model Penelitian**

Analisis data penelitian ini meliputi statistik deskriptif dan analisis regresi. Pengujian hipotesis pada penelitian menggunakan dua model regresi yaitu model 1 metode analisis regresi linear berganda dan model 2 menggunakan *Moderated Regression Analysis (MRA)*.

Model 1

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 ESGP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GA_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 ESGP_{it} + \beta_2 ESGC_{it} + \beta_3 ESGP_{it} * ESGC_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 GA + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

$\alpha$	: Konstanta
$\beta$	: Koefisien regresi
$it$	: Perusahaan $i$ pada tahun $t$
$Q$	: Kinerja Pasar
ESGP	: Kinerja ESG
ESGC	: Kontroversi ESG
SIZE	: Ukuran Perusahaan
LEV	: Tingkat Utang
ROA	: Profitabilitas
GROWTH	: Pertumbuhan Aset
$\epsilon_{it}$	: <i>Error term</i>

## **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

### **Analisis Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif pada penelitian ini menghasilkan data mengenai gambaran variabel variabel yang terdiri dari nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah

yang diolah sebanyak 159 data selama 5 tahun pengamatan.

**Tabel 1.** Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ESGP	159	8,23	87,65	48,47	20,61
TOBIN'S Q	159	0,49	5,10	1,43	0,68
ESGC	159	30,30	100,00	99,26	6,06
ESGP*ESGC	159	822,00	62640,00	5686,08	6274,45
SIZE	159	29,52	34,95	31,93	1,25
LEV	159	0,13	0,96	0,52	0,22
ROA	159	-0,10	0,27	0,05	0,05
GA	159	-0,14	1,68	0,09	0,19

Sumber: Data Sekunder diolah, 2022

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif dapat disimpulkan bahwa nilai rata-rata variabel kinerja ESG sebesar 48,47 yang menjelaskan bahwa skor ESG di Indonesia berada pada grade C+ dengan nilai terendah sebesar 8,23 pada tahun 2016 dan skor kinerja ESG tertinggi pada tahun 2020 sebesar 87,65. Selain itu, nilai rata-rata variabel kinerja pasar sebesar 1,43 dan variabel moderasi kontroversi ESG sebesar 99,26, hal ini menjelaskan bahwa skor kontroversi ESG di Indonesia berada pada grade A+ dengan skor kontroversi ESG terendah 30,30 pada tahun 2016 dan skor tertinggi adalah 100,00.

### Uji Asumsi Klasik

Hasil uji normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* yang menunjukkan bahwa model 1 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,056 dan pada model 2 sebesar 0,071. Dengan demikian, nilai tersebut lebih besar dari 0,05 dan dapat dikatakan bahwa data tersebut berdistribusi normal. Pengujian autokorelasi menggunakan *Durbin Watson* menyatakan bahwa nilai statistik *D-W* pada kedua model regresi tidak terjadi autokorelasi. Model regresi pada penelitian ini juga terbebas dari heteroskedastisitas dengan tingkat signifikan lebih besar dari 0,05. Kemudian pada uji multikolinearitas, nilai *tolerance* pada kedua model regresi lebih besar dari 0,1 dan nilai *Variance Inflation Factor* kurang dari 10, sehingga model regresi yang digunakan pada

penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas atau tidak ditemukan adanya korelasi antarvariabel independen.

### Pengujian Hipotesis

#### Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Pasar

Berdasarkan tabel 2, hasil pengujian hipotesis 1 diperoleh nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,543. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa besarnya variasi kinerja pasar yang dapat dijelaskan oleh kinerja ESG dan variabel kontrol adalah sebesar 54,3%, sedangkan 45,7% dijelaskan oleh variasi variabel lain yang tidak termasuk

dalam model regresi penelitian. Nilai F-stat pada hipotesis 1 adalah 38,551 dengan signifikansi 0,000, yaitu kurang dari 0,005, sehingga kinerja ESG sebagai variabel independen termasuk variabel kontrol secara bersama-sama signifikan memengaruhi variabel dependen, yaitu kinerja pasar. Nilai koefisiensi kinerja ESG sebesar 0,008 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa kinerja ESG memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar. Dengan demikian, hipotesis pertama dinyatakan didukung secara statistik.

**Tabel 2.** Hasil Uji Hipotesis 1

Variabel	Model 1		
	B	t	Sig.
(Constant)	3,809	3,296	0,001
ESGP	0,008	4,017	0,000
SIZE	-0,111	-1,822	0,005
LEV	0,406	1,735	0,085
ROA	11,136	12,316	0,000
GA	-0,343	-1,748	0,082
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0,543		
Nilai F	38,551		0,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2022

Hasil pengujian hipotesis 1 mendukung penelitian terdahulu (Li *et al.* 2018; Fatemi *et al.* 2018; Yoon *et al.* 2018; Melinda and Wardhani 2020). Pemangku kepentingan bereaksi positif ketika sebuah perusahaan terlibat dalam praktik ESG. Hal

ini berdampak positif pada citra perusahaan dan meningkatkan reputasinya serta sejalan dengan teori pemangku kepentingan dan legitimasi. Penerapan kinerja ESG pada perusahaan dapat menjadi indikator bahwa kegiatan operasional perusahaan lebih

transparan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan.

Penelitian Melinda and Wardhani (2020) menjelaskan bahwa perusahaan dengan nilai kinerja ESG yang lebih baik akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan nilai kinerja ESG yang lebih rendah. ESG juga dapat meningkatkan pertumbuhan terkait isu keberlanjutan dan mengurangi risiko perusahaan (Fatemi *et al.*, 2018). Penelitian Li *et al.* (2018) membuktikan bahwa perusahaan yang menerapkan ESG merupakan salah satu bentuk transparansi dan akuntabilitas untuk memperoleh kepercayaan pemangku kepentingan. Selain itu, penelitian yang dilakukan di negara berkembang juga menunjukkan bahwa ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Yoon *et al.*, 2018). Dengan demikian, penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja ESG dapat meningkatkan kinerja pasar karena kinerja ESG merupakan investasi jangka panjang yang dapat memberikan manfaat bagi suatu perusahaan. Dengan mengungkapkan laporan keberlanjutan pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola, juga dapat ditunjukkan

kemampuan berkelanjutan dari suatu perusahaan.

### **Pengaruh Kinerja ESG terhadap Kinerja Pasar dengan Kontroversi ESG**

Berdasarkan tabel 3, hasil pengujian hipotesis 2 diperoleh nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* untuk model kedua sebesar 0,537. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa besarnya variasi kinerja pasar dapat dijelaskan oleh kinerja ESG secara statistik. Variabel moderasi, yaitu kontroversi ESG dan variabel kontrol, adalah sebesar 53,7%, sedangkan 47,3% dijelaskan oleh variasi variabel lain yang tidak termasuk dalam model regresi penelitian. Nilai F-stat pada hipotesis 2, yaitu 27,231 dengan signifikansi 0,000, lebih rendah daripada 0,05, kinerja ESG sebagai variabel independen termasuk variabel kontrol dan variabel moderasi secara bersama-sama signifikan memengaruhi variabel dependen, yaitu kinerja pasar. Nilai koefisien variabel kinerja ESG sebesar 0,000

dan nilai signifikansi sebesar 0,762, lebih besar daripada 0,05, sehingga disimpulkan bahwa kontroversi ESG tidak dapat memoderasi pengaruh antara kinerja ESG

terhadap kinerja pasar. Dengan demikian, hipotesis kedua tidak didukung secara statistik.

**Tabel 3.** Hasil Uji Hipotesis 2

Variabel	Model 2		
	B	t	Sig.
(Constant)	3,652	2,803	0,006
ESGP	0,008	3,807	0,000
SIZE	-0,112	-2,809	0,006
LEV	0,405	1,717	0,088
ROA	11,146	12,198	0,000
GA	-0,333	-1,653	0,100
ESGC	0,002	0,259	0,796
ESGP*ESGC	0,000	0,303	0,762
Adj. R <sup>2</sup>	0,537		
Nilai F	27,231		0,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2022

Hasil pengujian hipotesis 2 tidak sesuai dengan penelitian terdahulu (DasGupta, 2021; Nirino *et al.*, 2021) yang menyatakan bahwa tingkat kontroversi ESG perusahaan memengaruhi dampak hubungan antara kinerja perusahaan dan kinerja ESG. Kontroversi ESG adalah berita publik tentang perilaku ESG yang dipertanyakan oleh perusahaan dan dikumpulkan dari berbagai sumber media global. Menurut Aouadi & Marsat (2018), kontroversi ESG tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, sedangkan interaksinya menunjukkan adanya hubungan positif yang

signifikan. Namun, hal tersebut hanya berdampak pada perusahaan dengan perhatian tinggi, perusahaan besar, perusahaan yang memiliki reputasi sosial atau disebut juga sebagai perusahaan *high profile*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya kontroversi ESG tidak dapat memoderasi hubungan antara kinerja ESG dengan kinerja pasar karena peneliti berpendapat bahwa keterlibatan perusahaan dalam kontroversi ESG selama lima tahun periode pengamatan di seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia tidak memicu respon dari pemangku kepentingan. Hal ini terjadi karena angka pada skor kontroversi ESG yang tersedia pada *Thomson Reuters Database* tidak bervariasi. Namun, perusahaan harus tetap mempertahankan reputasi dan citranya dengan tidak terlibat dengan adanya kontroversi karena dapat memberikan efek yang signifikan secara langsung terhadap nilai pasar perusahaan (Melinda & Wardhani, 2020).

### Analisis Tambahan

#### Perusahaan *High Profile*

Analisis tambahan dilakukan dengan cara memperkecil populasi yang digunakan, yaitu perusahaan *high profile* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016–2020. Diperoleh sebanyak 95 perusahaan selama lima tahun periode pengamatan. Hasil pengujian hipotesis untuk model 1 ditampilkan pada tabel berikut ini.

**Tabel 4.** Hasil Uji Hipotesis 1 (Perusahaan *High Profile*)

Variabel	Model 1		
	B	t	Sig.
(Constant)	7.565	4.252	0.079
ESGP	0.011	0.005	0.027
SIZE	-0.241	0.135	0.078
LEV	0.234	0.420	0.579
ROA	17.467	1.729	0.000
GA	-0.322	0.406	0.430
N	95		
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0,561		
Nilai F	24,994		0,000

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil analisis tambahan pada tabel 4, diperoleh nilai koefisien sebesar 0,011 yang hal itu menjelaskan bahwa terdapat korelasi positif antara ESG terhadap kinerja pasar. Nilai signifikansi pada tabel di atas menunjukkan angka 0,027, memiliki nilai lebih kecil dari 0,05, sehingga kinerja

ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar.

Analisis tambahan untuk model 2 juga dilakukan pada penelitian ini, yaitu dengan menambahkan variabel kontroversi ESG sebagai variabel moderasi. Tabel berikut menyajikan hasil regresi.

**Tabel 5.** Hasil Uji Hipotesis 2 (Perusahaan *High Profile*)

Variabel	Model 2		
	B	T	Sig.
(Constant)	4,622	0,298	0,767
ESGP	-0,019	-0,044	0,965
SIZE	-0,241	-1,813	0,073
LEV	0,198	0,482	0,631
ROA	17,819	10,517	0,000
GA	0,040	0,080	0,937
ESGC	0,029	0,189	0,850
ESGP*ESGC	0,000	0,070	0,944
N	95		
Adj. R <sup>2</sup>	0,581		
Nilai F	19,650		0,000

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil analisis tambahan pada tabel 5, diperoleh nilai koefisien sebesar 0,000 yang menjelaskan bahwa terdapat korelasi positif antara ESG terhadap kinerja pasar. Nilai signifikansi yang diperoleh berdasarkan hasil pengujian sebesar 0,994, lebih besar dari 0,05, sehingga disimpulkan bahwa kontroversi ESG tidak dapat memoderasi pengaruh antara kinerja ESG terhadap kinerja pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa adanya kontroversi ESG baik pada seluruh perusahaan maupun perusahaan *high profile* yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja ESG dalam meningkatkan kinerja pasar.

#### **Perusahaan *Low Profile***

Analisis tambahan dilakukan dengan cara memperkecil populasi yang digunakan, yaitu perusahaan *low profile* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016–2020. Diperoleh sebanyak 64 perusahaan selama lima tahun periode pengamatan. Hasil pengujian hipotesis untuk model 1 ditampilkan pada tabel berikut ini.

**Tabel 6.** Hasil Uji Hipotesis 1 (Perusahaan *Low Profile*)

Variabel	Model 1		
	B	t	Sig.
(Constant)	5.676	1.890	0.064
ESGP	0.020	2.809	0.007
SIZE	-0.207	-2.011	0.049
LEV	0.846	1.425	0.159

\*Corresponding Author's email: rizqi.amalia@mail.ugm.ac.id

ROA	16.716	12.633	0.000
GA	0.117	0.136	0.892
N	64		
Adj. R <sup>2</sup>	0,825		
Nilai F	60,441		0,000

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil analisis tambahan pada tabel 6, diperoleh nilai koefisien sebesar 0,020 yang hal itu menjelaskan bahwa terdapat korelasi positif antara ESG terhadap kinerja pasar. Nilai signifikansi pada tabel di atas menunjukkan angka 0,007, memiliki nilai lebih kecil dari 0,05, sehingga kinerja

ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar.

Analisis tambahan untuk model 2 juga dilakukan pada penelitian ini, yaitu dengan menambahkan variabel kontroversi ESG sebagai variabel moderasi. Tabel berikut menyajikan hasil regresi.

**Tabel 7.** Hasil Uji Hipotesis 2 (Perusahaan *Low Profile*)

Variabel	Model 2		
	B	t	Sig.
ESGP	0,128	1,965	0,054
SIZE	-0,200	-1,885	0,065
LEV	0,853	1,414	0,163
ROA	16,771	12,351	0,000
GA	0,152	0,171	0,865
ESGC	0,055	1,762	0,084
ESGP*ESGC	-0,001	-1,776	0,081
N	64		
Adj. R <sup>2</sup>	0,914		
Nilai F	98,080		0,000

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil analisis tambahan pada tabel 7, diperoleh nilai koefisien sebesar -0,001 yang menjelaskan bahwa kontroversi ESG dapat melemahkan hubungan antara kinerja ESG terhadap kinerja pasar yang ditandai dengan korelasi negatif. Nilai signifikansi sebesar 0,081, lebih kecil dari

nilai *alpha* 0,10, sehingga dapat disimpulkan bahwa kontroversi ESG memiliki pengaruh signifikan marjinal terhadap hubungan antara kinerja ESG dan kinerja pasar. Keterlibatan perusahaan *low profile* dalam kontroversi ESG dinilai memicu reaksi negatif dari pemangku kepentingan yang pada akhirnya

memperlemah pengaruh kinerja ESG terhadap kinerja pasar dan berdampak pada kredibilitas yang rendah. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Aouadi & Marsat (2018) yang menyatakan bahwa kontroversi ESG merupakan suatu hambatan dalam kinerja ESG yang secara negatif memengaruhi nilai perusahaan.

### **Kesimpulan**

Peningkatan tren investasi berkelanjutan berdampak pada penilaian kinerja perusahaan yang tidak hanya berdasar pada aspek keuangan saja, tetapi juga melalui aspek non-keuangan, yaitu informasi terkait ESG. Berdasarkan hasil penelitian, kinerja ESG berpengaruh positif terhadap kinerja pasar. Kinerja pasar akan meningkat jika kinerja ESG mengalami peningkatan. Hal tersebut menunjukkan bahwa pemangku kepentingan memberikan respon positif atas kinerja ESG perusahaan di Indonesia. ESG merupakan bentuk investasi jangka panjang dan dianggap sebagai strategi fundamental keberlanjutan. Semakin banyak perusahaan yang mempublikasikan kinerja ESG kepada publik merupakan bentuk strategi untuk meningkatkan reputasi dan citra perusahaan.

Manajer perlu mempertimbangkan praktik berkelanjutan sebagai cara untuk menciptakan sistem tata kelola yang lebih efektif. Selain itu, pentingnya memperhatikan kontroversi ESG pada suatu perusahaan karena dapat meminimalkan asimetri informasi meskipun dalam interaksinya tidak berpengaruh secara signifikan. Keterlibatan perusahaan dalam kontroversi ESG selama lima tahun periode pengamatan pada penelitian ini tidak memberikan pengaruh dan tidak memicu respon dari pemangku kepentingan baik di seluruh perusahaan maupun perusahaan *high profile* di Indonesia.

Keterbatasan pada penelitian ini adalah dalam hal pengukuran. Pengukuran pada kinerja ESG dan kontroversi ESG terangkum pada *Thomson Reuters Database*. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan database lain seperti database *Bloomberg*, memperluas periode pengamatan dan memperluas populasi di berbagai negara. Implikasi dari penelitian ini adalah dapat memberikan referensi baru dan bermanfaat bagi berbagai pihak seperti manajemen perusahaan, investor, dan pemerintah tentang pentingnya ESG bagi *going concern* suatu perusahaan.

## Referensi

- Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A., & Ganapathi, J. (2007). Putting the S Back in Corporate Social Responsibility: A Multilevel Theory of Social Change in Organizations. *Academy of Management Review*, 32(3), 836–863.  
<https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275678>
- Al Faruq, N., Syukra, R., & Nuky, E. (2021). 144 Emiten Sudah Implementasikan ESG. Investor.Id.  
<https://investor.id/market-and-corporate/262737/144-emiten-sudah-implementasikan-esg>
- Almeyda, R., & Darmansyah, A. (2019). The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, 5, 278–290.  
<https://doi.org/10.12962/j23546026.y2019i5.6340>
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027–1047.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>
- Buallay, A. (2020). Sustainability Reporting and Firm's Performance: Comparative Study Between Manufacturing and Banking Sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(3), 431–445.  
<https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2012). Doing Well While Doing Bad? CSR in Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 467–480.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-011-1103-7>
- Crifo, P., & Mottis, N. (2013). Socially Responsible Investment in France. *Business and Society*, 55(4), 576–593.  
<https://doi.org/10.1177/0007650313500216>
- DasGupta, R. (2021). Financial Performance Shortfall, ESG Controversies, and ESG Performance: Evidence from Firms around the World. *Finance Research Letters*, 1–8.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102487>
- Deegan, C. (2014). *Financial Accounting Theory*. McGraw-Hill.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.  
<https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG Performance and Firm Value: The moderating Role of Disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.  
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fatima, A. H. A., Abdullah, N., & Sulaiman, M. (2015). Environmental disclosure quality: Examining the impact of the stock exchange of Malaysia's listing requirements. *Social Responsibility Journal*, 11(4), 904–922.  
<https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2014-0041>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive Industries Produce Better ESG Performance: Evidence from Emerging Markets.

- Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147.  
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Gatzert, N., Schmit, J. T., & Kolb, A. (2015). Assessing the Risks of Insuring Reputation Risk. *The Journal of Risk and Insuranc*, 83(3), 641–679.  
<https://www.jstor.org/stable/43998279>
- Li, J., Haider, Z. A., Jin, X., & Yuan, W. (2018). Corporate Controversy, Social Responsibility and Market Performance: International Evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.  
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.013>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power. *British Accounting Review*, 50(1), 60–75.  
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). The Effect of Environmental, Social, Governance, and Controversies on Firms' Value: Evidence from Asia. *Advanced Issues in the Economics of Emerging Markets (International Symposia in Economic Theory and Econometrics)*, 27, 147–173.  
<https://doi.org/10.1108/s1571-038620200000027011>
- Natalia, M., Gunawan, Y., & Carolina, V. (2016). Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan Terhadap Kinerja Pasar dengan Moderasi Efektivitas Dewan Komisaris dan Independensi Dewan Komisaris. *Jurnal Akuntansi*, 8(1), 45–64.
- Nguyen, P., & Nguyen, A. (2015). The Effect of Corporate Social Responsibility on Firm Risk. *Social Responsibility Journal*, 11(2), 324–339.  
<https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2013-0093>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate Controversies and Company's Financial Performance: Exploring the Moderating Role of ESG Practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 1–7.  
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 Tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik., (2017).
- Palazzo, G., & Scherer, A. G. (2006). Corporate Legitimacy as Deliberation: A Communicative Framework. *Journal of Business Ethics*, 66(1), 71–88.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-006-9044-2>
- Refinitiv Eikon Datastream. (2020). *Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*.  
[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/e%0An\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/e%0An_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf).
- Shakil, M. H. (2020). Environmental, Social and Governance Performance and Stock Price Volatility: A Moderating Role of Firm Size. *Journal of Public Affairs*, 1–11. <https://doi.org/10.1002/pa.2574>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, Social and Governance Performance and Financial Risk: Moderating Role of ESG Controversies and Board Gender Diversity. *Resources Policy*, 72, 1–10.  
<https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Approaches.

- Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. [www.jstor.org/stable/258788](http://www.jstor.org/stable/258788)
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Walsh, G., Mitchell, V. W., Jackson, P. R., & Beatty, S. E. (2009). Examining the Antecedents and Consequences of Corporate Reputation: A Customer Perspective. *British Journal of Management*, 20(2), 187–203. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00557.x>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(10). <https://doi.org/10.3390/su10103635>