

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi berkelanjutan (*sustainable investment*) dalam beberapa tahun ini telah menjadi perhatian investor di seluruh dunia. *Sustainable investment* atau yang biasa dikenal sebagai *Socially Responsible Investment* (SRI) adalah suatu pendekatan investasi yang mempertimbangkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dalam pemilihan dan pengelolaan portofolio.

Investor yang berinvestasi secara berkelanjutan akan memilih untuk berinvestasi pada perusahaan yang bertujuan menghasilkan dampak sosial dan lingkungan yang terukur di samping menghasilkan profit, sehingga perusahaan harus berpijak pada prinsip *triple bottom line* (*profit, people, planet*). Dampak yang dihasilkan dapat mempengaruhi berbagai sektor, baik dari sisi perubahan iklim, energi terbarukan, kesehatan, keselamatan, serta pengembangan masyarakat.

Pada tahun 2006, Organisasi PBB (Perserikatan Bangsa-Bangsa) mendukung prinsip-prinsip *Principles for Responsible Investment* (PRI). PRI adalah jaringan investor internasional memiliki misi dalam peningkatan penggunaan enam prinsip investasi yang bertanggung jawab. Latar belakang prinsip ini dibuat adalah dugaan bahwa isu lingkungan, sosial, dan pemerintahan (ESG), yang mencakup perubahan iklim dan hak asasi manusia dapat mempengaruhi kinerja portofolio investasi yang dimiliki. Dua prinsip pertama yang paling relevan adalah prinsip mengintegrasikan ESG ke dalam analisis investasi, dan proses pengambilan keputusan serta prinsip menjadi pemilik yang aktif yang membaurkan isu-isu ESG ke dalam kebijakan dan praktek kepemilikan (Unpri.org).

Skor ESG merupakan seperangkat standar yang terdiri dari kegiatan lingkungan (E) yang melibatkan upaya perusahaan untuk membuat dampak positif terhadap lingkungan, dapat dilihat melalui kepatuhan terhadap peraturan yang ada dan dampaknya di masa depan. Kegiatan sosial (S) mengacu pada perlakuan yang

adil dari pemangku kepentingan (*stakeholders*) dan perlindungan ekosistem sosial pada tempat perusahaan beroperasi. Tata Kelola (G) menggabungkan etika dan integritas perusahaan, termasuk prinsip-prinsip seperti transparansi dan transaksi yang adil, berkaitan dengan kepemimpinan perusahaan, gaji eksekutif, audit, kontrol internal, dan hak pemegang saham (Limkriangkrai dkk., 2017). Kegiatan ESG perusahaan penting karena investor institusi maupun individu telah menyadari bahwa *ESG Score* berpotensi mewakili peluang dan risiko yang dihadapi perusahaan. Investor menggunakan data nonfinansial seperti faktor ESG untuk memutuskan apakah akan berinvestasi di suatu perusahaan (Coleman dkk., 2010).

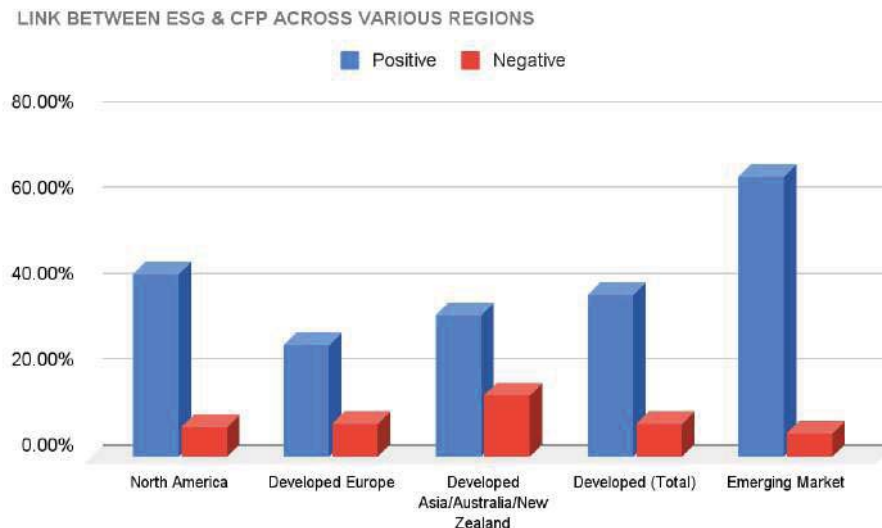
Perusahaan menyadari bahwa pengungkapan ESG sangat penting untuk menggambarkan reputasi dan citra baik mereka dalam menghadapi tantangan isu-isu ESG kepada para pemangku kepentingan mereka dan dengan demikian akan memperoleh keuntungan secara ekonomis karena mampu menumbuhkan rasa penerimaan masyarakat terhadap perusahaan tersebut. Tren pengungkapan praktik ESG melalui data global telah diperluas secara besar-besaran selama bertahun-tahun sebagai upaya perusahaan untuk tetap *sustainable* (Tarmuji dkk., 2016). Saat ini, terdapat tiga lembaga jasa keuangan internasional terkemuka, yaitu Bloomberg, MSCI dan Thomson Reuters. Ketiga platform tersebut memberikan skor ESG terintegrasi yang menunjukkan bahwa perusahaan yang mendapat nilai tinggi pada prinsip-prinsip ESG berfokus pada menciptakan nilai bagi pemegang saham untuk jangka panjang.

Socially responsible investment (SRI) telah menjangkau berbagai jenis investor dimulai dari investor ritel maupun institusi. Menerapkan *Socially responsible investment* (SRI) berarti investor mengalokasikan dana dalam portofolio perusahaan yang memiliki dampak positif bagi dunia dan menghindari perusahaan yang merugikan masyarakat serta lingkungan. Beberapa investor mungkin berinvestasi secara *sustainable* karena mengharapkan *return* yang lebih tinggi. Penelitian yang menguji hubungan antara *ESG Score* perusahaan dengan kinerja keuangan perusahaan (*Corporate Financial Performance*) telah banyak dilakukan. Sejak awal 1970-an, tercatat sekitar 2.250 studi empiris telah diterbitkan

untuk menemukan hubungan antara *ESG Score* dengan kinerja keuangan perusahaan dimana 70%-nya telah diterbitkan selama 15 tahun terakhir (Asset, 2015). Hal ini sejalan dengan meningkatnya jumlah *sustainable investment* secara global. Laporan tahunan yang dikeluarkan oleh *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) menyatakan bahwa pada awal tahun 2020, *sustainable investment* global mencapai USD 35,3 triliun di lima pasar saham utama, meningkat 15% dalam dua tahun terakhir (2018-2020). Demikian juga dengan aset *sustainable investment* yang dikelola meningkat dari angka 33,4% menjadi 35,9% dari total aset yang dikelola pada tahun 2018.

Indonesia sendiri telah menaruh perhatian pada *sustainable investment* dengan diluncurkannya indeks SRI-KEHATI (Sustainable Responsible Investment-KEHATI) yang menjadi pedoman untuk investor dalam mengobservasi pergerakan harga saham perusahaan *sustainable* yang tercermin dari kesadaran terhadap keberlangsungan lingkungan hidup, pemberdayaan masyarakat sekitar, mempraktikkan etika bisnis yang baik serta menjalankan *good corporate governance*. Indeks SRI KEHATI terdiri dari 25 saham perusahaan tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan yang memenuhi berbagai kriteria.

Friede dkk., (2015) melakukan penelitian yang menganalisis perbedaan potensial dalam korelasi *ESG Score* dengan *Corporate Financial Performance* (CFP) di berbagai wilayah dengan sampel penelitian lebih dari 2000 studi empiris. Hasil menunjukkan pasar maju di luar Amerika Utara memberikan hasil positif yang lebih kecil, dengan pasar Eropa yang menunjukkan hasil terburuk (26,1% hasil positif) dibandingkan dengan 42,7% untuk Amerika Utara. Hal ini dapat disebabkan oleh sejumlah besar studi portofolio dilakukan dengan sampel Eropa dan Asia/Australia yang berpotensi menyebabkan data menjadi bias. Temuan penting berikutnya adalah korelasi yang kuat antara *ESG Score* dan CFP dalam kelompok studi negara berkembang yang mencerminkan 65,4% sampel memberikan hasil positif. Oleh karena itu kita dapat mengetahui bahwa ada indikasi *ESG Score* dan CFP berkorelasi secara positif dan signifikan pada negara-negara berkembang.



Gambar 1.1 Hubungan antara ESG Score dan Kinerja Keuangan Perusahaan Pada Pasar Saham Negara Maju dan Berkembang

Sumber: Friede, Busch dan Bassen (2015)

Full ESG Integration merupakan metode berinvestasi dengan menyertakan risiko dan peluang ESG secara sistematis dalam analisis investasi (Eccles & Kastropeli, 2017). *Risk factor* merupakan penentu utama *return* suatu portofolio. Investor dapat memperoleh sejumlah besar informasi dari faktor-faktor risiko untuk membuat keputusan investasi mereka dan karenanya risiko-risiko ini dapat didiversifikasi untuk menghindari kerugian besar. Para peneliti mengeksplorasi beragam teknik untuk mengintegrasikan faktor-faktor ESG ke dalam portofolio investasi. Beberapa yang paling populer diantaranya adalah teknik investasi berbasis faktor, seperti metode *sharpe ratio* (1964) dan model CAPM Ross (1976) yang menggunakan faktor risiko seperti beta untuk menangkap *mispricing* aset. Selain itu, *multifactor model* yang banyak digunakan adalah faktor ukuran perusahaan dan nilai perusahaan dari Fama dan French (1993) bersama dengan nilai beta. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja ESG sebagai faktor risiko dalam sebuah *multifactor model*.

1.2 Kesenjangan Penelitian

Penelitian sebelumnya oleh peneliti yang berbeda menemukan beberapa faktor risiko penting bagi pasar modal seperti ukuran perusahaan (Banz, 1981), *price to earning ratio* (Basu, 1983), *debt to Equity ratio* (Bhandari 1988; dan Maiti dan Balakrishnan 2019), *book to Market ratio* (Fama dan French 1993); resiko politik (erb dkk., 1996), momentum (Carhart, 1997), profitabilitas (Novy-Marx, 2013), likuiditas pasar (Narayan dan Zheng, 2010), investasi (Aharoni dkk., 2013), dan faktor lain yang penting dalam menjelaskan kinerja saham. Sebagian besar studi yang dilakukan hanya mempertimbangkan faktor konvensional dari investasi tanpa memperhitungkan faktor *sustainable investment* seperti ESG Score.

Bender dkk., (2014), Fama dan French, (2015) serta Maiti (2021) menyatakan bahwa faktor risiko dan model faktor selalu berkembang. Telah lebih dari 300 faktor risiko yang telah diidentifikasi oleh para peneliti dan banyak lainnya belum ditemukan namun hanya sedikit yang mampu berkorelasi secara signifikan dalam hubungannya dengan *return*. Faktor-faktor risiko yang mempengaruhi atau hadir di pasar global disebut sebagai faktor risiko esensial dan sisanya dapat disebut sebagai faktor risiko spesifik yang spesifik untuk pasar saham tertentu. Karena faktor risiko selalu berkembang maka diperlukan adanya pembaruan terhadap faktor risiko dan *asset pricing model* untuk menemukan perannya terhadap penetapan harga aset di masa depan.

Penelitian yang mengusulkan faktor risiko baru dalam membentuk sebuah model telah banyak dilakukan pada sampel pasar saham negara maju. Walaupun telah banyak bukti mengenai pengaruh kinerja ESG pada *return* saham, seperti yang dilakukan oleh Gunawan dan Priska (2018) serta Qodary dan Tambun (2021), namun di Indonesia, sebagai salah satu pasar negara berkembang, penggunaan kinerja ESG sebagai faktor risiko dalam sebuah *multifactor* model dalam sepengetahuan peneliti belum pernah dilakukan.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, adapun rumusan masalah dalam penelitian yang dikaji adalah sebagai berikut:

1. Apakah kinerja ESG memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* saham?
2. Apakah model empat faktor ESG merupakan model yang lebih baik dalam menjelaskan *excess return* saham dibandingkan dengan model tiga faktor Fama French?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai melalui penelitian ini adalah:

1. Memperoleh bukti mengenai pengaruh kinerja ESG terhadap *excess return* saham.
2. Memperoleh bukti mengenai model yang lebih baik dalam menjelaskan *excess return* saham.

1.5 Ringkasan Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif yang memanfaatkan piranti lunak *IBM SPSS* versi 26 dengan menggunakan data penelitian berbentuk data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 tahun 2015-2019, *database* Thomson Reuters, serta *website* Bank Indonesia.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Bab 1: Pendahuluan

Bagian ini menjelaskan terkait (1) Latar belakang investasi berkelanjutan serta dampak ESG terhadap *return* saham, (2) Kesenjangan penelitian terkait penelitian terdahulu yang meneliti terkait ESG sebagai *risk factor* serta alasan peneliti tertarik melakukan penelitian ini, (3) Rumusan masalah berisi mengenai pertanyaan terkait pengaruh ESG terhadap *return* dan kinerja model ESG serta tujuan penelitian (4) Ringkasan metode penelitian berisi ringkasan metode kuantitatif yang akan digunakan dalam penelitian ini.

Bab 2: Tinjauan Pustaka

Bagian tinjauan pustaka membahas mengenai *Enlightened Value Maximisation Theory* yang menjadi latar belakang mengapa ESG penting bagi perusahaan, model asset pricing dimulai dari CAPM, APT, hingga *Three Factor Model Fama French*, serta memuat perkembangan model *Fama French*. Di bagian ini juga membahas hipotesis yang digunakan dalam penelitian.

Bab 3: Metode Penelitian

Bagian ini memuat (1) Pendekatan penelitian yang digunakan untuk menguji pengaruh ESG, (2) Jenis dan Sumber data yang digunakan dalam penelitian, (3) Populasi dan sampel Penelitian yang menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menetapkan kriteria untuk sampel yang digunakan dalam penelitian ini, (5) Deskripsi variabel yang digunakan dalam penelitian serta (6) Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yakni melalui analisis regresi linier berganda.

Bab 4: Hasil dan Pembahasan

Bagian ini membahas tentang hasil penelitian yang diperoleh terkait ESG dan *return* yang memuat (1) Gambaran umum subjek dan objek penelitian yang digunakan dalam penelitian, (2) Statistik deskriptif variabel yang mencakup informasi nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi variabel, (3) Analisis model dan pengujian hipotesis penelitian, yaitu dengan analisis regresi linier berganda, (4) Pembahasan hasil penelitian berisi makna dari analisis yang dilakukan sebelumnya.

Bab 5: Kesimpulan dan Saran

Bagian ini merupakan bagian yang berisi (1) Kesimpulan penelitian yang membahas kesimpulan dari hasil penelitian terkait pengaruh ESG terhadap *return* dan perbandingan model investasi yang lebih baik, (2) Batasan penelitian, serta (3) Saran bagi penelitian selanjutnya yang ingin meneliti ESG, *return* saham, dan model Fama French.