

ANALISIS PENGARUH ENVIRONMENTAL AND SUSTAINABLE POLICIES TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN VOLATILITAS RETURN SAHAM SELAMA PANDEMI COVID-19

Kevin Hutama, Valentino Budhidharma*

Faculty of Economics and Business, Universitas Pelita Harapan, Indonesia

e-mail: valentino.budhidharma@uph.edu
(Corresponding Author indicated by an asterisk *)

ABSTRACT

This study was conducted to determine the effect of environmental, social, and corporate governance on abnormal returns and stock return volatility in 25 companies listed on the ESG Leaders Index for 3 quarters, starting from the 4th quarter of 2020 to the 2nd quarter of 2021. The data analysis method used is chow test, hausman test, Langrage multiplier test, and diagnostic test. The results of the study indicate that environmental, social, and governance have no effect on abnormal return and return volatility.

Keywords: *ESG; Abnormal Return; Return Volatility*

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan terhadap abnormal return dan volatilitas return saham pada 25 perusahaan yang terdapat di Index ESG Leaders selama 3 kuartal, dimulai dari kuartal 4 2020 sampai kuartal 2 2021. Metode analisis data yang digunakan yaitu uji chow, uji hausman, uji Langrage Multiplier, serta uji diagnostik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa lingkungan, sosial, dan tata kelola tidak memiliki pengaruh apa-apa terhadap *abnormal return* dan volatilitas *return*.

Kata Kunci: *ESG; Abnormal Return; Volatilitas return*

1. Pendahuluan

Investasi yang memiliki tanggung jawab secara sosial atau sering juga dikenal sebagai investasi sosial adalah investasi yang dianggap memiliki tanggung jawab secara sosial dikarenakan sifat bisnis yang dijalankan perusahaan. Investasi yang memiliki tanggung jawab secara sosial memperhatikan faktor ESG di dalamnya. *Environmental, Social, Governance* (ESG) merupakan sebuah standar dalam perusahaan untuk urusan praktik investasinya yang mengacu pada tiga konsep yaitu *environmental* (lingkungan), *social* (sosial), *governance* (tata kelola perusahaan). Sehingga perusahaan akan menerapkan kebijakan perusahaan yang sejalan dengan tiga hal di atas dalam bisnis dan investasi perusahaan.

Perusahaan yang bertanggung jawab secara lingkungan, sosial, dan tata kelola akan memperhatikan faktor lingkungan di dalam operasinya sehingga di dalam operasional perusahaan tidak merusak lingkungan. Di dalam faktor sosial perusahaan akan menjaga hubungan baik antara masyarakat, karyawan, konsumen, dan semua pihak yang berhubungan dengan perusahaan. Dan di dalam faktor tata kelola perusahaan akan melihat pada hubungan internal, hak-hak investor, hukum dan segala hal terkait tata kelola perusahaan.

Pandemi COVID-19 menjadi pukulan bagi perekonomian bagi banyak negara maupun bagi para masyarakat, di mana ketika pertama kali krisis COVID-19 muncul dan membuat banyak negara mengalami *lockdown* membuat pasar saham global mengalami kehancuran. Di Indonesia sendiri ketika COVID-19 muncul dan pasar saham global mengalami kehancuran,

pasar saham Indonesia juga mengalami hal yang sama, di mana penurunan IHSG mencapai puncaknya di bulan Maret 2020 yang menyentuh level terendah di 3.937, meskipun di awal tahun 2020 sebelum COVID-19 muncul IHSG berada di level 6300-an. Hal ini menjadi kejadian yang tidak terduga dan tidak terhindarkan sehingga pasar saham bereaksi terhadap kondisi perusahaan terkait kemampuan perusahaan untuk menanggung krisis.

Di Indonesia sendiri, pengelolaan berbasis ESG mulai diterapkan banyak perusahaan, mulai dari Badan Usaha Milik Negara, maupun swasta. Selain itu pemerintah juga mulai mengedepankan penerapan-penerapan ESG pada perusahaan dengan peraturan-peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah. Salah satunya Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2012 tentang Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan sebagai pelaksanaan ketentuan Pasal 74 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas dan masih banyak lainnya.

Juga mulai banyak manajemen investasi di Indonesia yang mengelola keuangan serta membentuk suatu reksadana berbasis ESG, di antaranya Indo Premier Investment Management dengan kode reksadana XIFE, lalu Danareksa Investment Management dengan kode reksadana XDSG. Namun di Indonesia masih banyak investor belum menaruh perhatian pada ESG dan fundamental perusahaan, terlihat dengan saham-saham di Indonesia bahwa saham di Indonesia yang memberikan *return* lebih tinggi adalah saham lapis 2 dan lapis 3 dibandingkan dengan lapis 1.

2. Tinjauan Pustaka

2.1 Teori Legitimasi

Faktor strategis yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk mengembangkan perusahaan ke depan yaitu legitimasi masyarakat. Hal ini bisa menjadi alat dalam membangun strategi perusahaan, yang utamanya sebagai upaya untuk berdiri dalam kemajuan pada lingkungan masyarakat (Hadi, 2011). Pengertian lain dari legitimasi yaitu hal penting untuk ditekankan dalam norma dan nilai sosial, dan hal tersebut akan menghasilkan reaksi, yang di mana reaksi tersebut akan mengakibatkan terdorongnya analisis untuk mengamati organisasi dengan tetap menaruh perhatian pada lingkungan (Ghozali & Chariri, 2007). Pendapat lainnya adalah kita dapat melihat legitimasi menjadi sesuatu yang masyarakat berikan ke perusahaan dan hal itu juga merupakan sesuatu yang perusahaan inginkan dari masyarakat (Hadi, 2011). Dengan begitu legitimasi bisa dimanfaatkan atau menjadi sumber daya yang dapat dipergunakan perusahaan untuk bertahan hidup. Legitimasi juga bisa dikatakan sebagai hal yang bisa diperoleh dari masyarakat dan lingkungan selama dengan adanya perusahaan tidak mengganggu nilai dan norma yang ada. Ketika hal itu berbenturan dan tidak sesuai, maka legitimasi perusahaan bisa terancam, yang di mana itu menjadi hal yang sangat penting bagi *stakeholder* untuk membangun citra dan reputasi perusahaan.

2.2 Teori Stakeholder

Teori mengenai *stakeholder* memberikan arti di mana setiap aktivitas operasional yang dijalankan oleh perusahaan bukan hanya untuk mementingkan kepentingan perusahaan sendiri, namun perlu ada kontribusi dan tanggung jawab kepada para pemilik perusahaan, yang di dalamnya terdapat kreditor, pemegang saham, *customer*, *supplier*, *government*, masyarakat, dan yang lainnya (Maulida & Adam, 2012). Dengan begitu, maka dukungan bagi perusahaan dari para *stakeholder* diperlukan. Penjelasan mengenai pentingnya mendapat dukungan dari para *stakeholder* untuk kelangsungan hidup perusahaan serta dukungan tersebut juga harus didapat dari aktivitas perusahaan. Semakin besar kekuatan *stakeholder*, semakin besar juga perusahaan dapat melakukan adaptasi.

2.3 Saham

Saham adalah bukti kepemilikan berbentuk surat berharga yang menyatakan bahwa seseorang atau sebuah institusi memiliki suatu perusahaan (Rahardjo, 2006). Bisa juga saham memiliki arti pengikutsertaan modal seseorang atau individu dalam suatu perusahaan (Widoatmodjo, 2005). Pengertian lain dari saham adalah saham merupakan kertas yang menunjukkan hak dan kewajiban atas setiap pemegangnya yang di dalamnya juga terdapat nilai nominal dan nama perusahaan (Samsul, 2006). Investor sangat berminat pada saham karena bisa memberikan tingkat hasil balik yang tinggi. Saham sendiri adalah suatu instrumen dalam pasar modal. Serta keuntungan dari membeli saham yaitu mendapatkan *return* saham.

2.4 Return saham

Return adalah hasil yang didapat dari aktivitas investasi (Hartono, 2000). Terdapat keuntungan dari membeli saham yaitu mendapatkan *return* saham seperti:

- *Capital gain*, yaitu sebuah keuntungan yang didapatkan dari kegiatan penjualan dan pembelian saham.
- Dividen, yaitu laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemilik perusahaan.
- Saham juga dapat digunakan sebagai jaminan dalam pengajuan kredit ke bank.

Dan resiko yang harus dihadapi dalam melakukan kegiatan berupa investasi saham adalah:

- *Capital loss*, yaitu sebuah kerugian yang didapatkan dari hasil kegiatan penjualan dan pembelian sebuah saham
- *Opportunity loss*, yaitu sebuah kerugian yang didapatkan dari adanya selisih dari suku bunga milik deposito dengan perolehan hasil dari kegiatan investasi, dan diasumsikan terjadinya penurunan dari harga dan tidak adanya pembagian dividen.
- Kerugian yang disebabkan karena perusahaan sedang dilikuidasi, dan tidak ada nilai likuidasi sama sekali atau nilainya lebih kecil daripada nilai harga saham pada saat dibeli.

Untuk dapat memperoleh *return* saham, maka setiap investor harus membeli dan mempunyai saham. Harga saham juga menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam membeli saham. Harga yang stabil tentunya lebih menarik minat investor dibandingkan harga saham yang tidak stabil yang mengurangi kepercayaan investor terhadap saham tersebut. Di Indonesia sendiri saat ini harga saham di pasar saham masih belum stabil dan volatilitas harga saham maupun IHSG masih terlalu besar dan tidak terprediksi.

2.5 Volatilitas

Volatilitas harga saham adalah pergerakan harga saham baik itu naik dan turun dalam suatu jangka waktu (Sadiq et al., 2013). Pengertian lain dari volatilitas harga saham yaitu tolak ukur yang digunakan untuk menghitung risiko dalam berinvestasi dan juga dapat memberikan tingkat pergerakan pada harga saham dalam suatu periode waktu (Hussainey et al., 2011). Volatilitas harga saham di sisi lain yaitu merupakan sebuah risiko yang harus dihadapi oleh para pelaku pasar dalam aktivitas investasinya (Anwar et al., 2015). Hal ini terjadi biasanya karena terdapat suatu informasi yang masih baru yang tidak diketahui banyak orang, yang masuk ke dalam market. Sehingga para investor harus kembali melakukan penilaian dengan aset yang diperjualbelikan.

Berdasarkan hal di atas, maka kesimpulannya adalah bahwa volatilitas harga saham merupakan resiko yang akan muncul bagi investor dalam setiap investasinya. Hal ini akibat dari munculnya informasi baru di dalam pasar atau bursa yang menjadi pertimbangan kembali bagi para investor untuk melakukan jual beli investasinya. Salah satu contohnya yaitu pandemi COVID-19. Ketika pandemi COVID-19 melanda dunia, maka hal itu membuat pasar saham global hancur. Tidak terlepas di Indonesia, ketika pertama kali terdapat orang yang terjangkit

virus corona, hal itu membuat pasar saham Indonesia, yaitu IHSG mengalami kehancuran, dan semakin hancur ketika semakin banyak orang yang terpapar virus corona, dan sampai sekarang pasar saham Indonesia masih belum kembali normal. Hal ini karena para investor mengalami ketakutan akan ketidakpastian pemulihan terhadap COVID-19 sehingga para investor menarik uangnya dari pasar yang membuat pasar saham di Indonesia mengalami kejatuhan. Namun, perusahaan dengan ES yang tinggi memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi dan volatilitas harga sahamnya rendah, serta pemulihan pasca COVID-19 lebih cepat.

2.6 Environmental, Social, dan Governance (ESG)

Environmental, Social, Governance (ESG) merupakan sebuah standar dalam perusahaan untuk urusan praktik investasinya yang mengacu pada tiga konsep yaitu *environmental* (lingkungan), *social* (sosial), *governance* (tata kelola perusahaan). Perusahaan akan berkonsentrasi pada kriteria lingkungan dalam operasi dan investasi perusahaan agar alam tidak rusak dan bisa terus berkelanjutan. Perusahaan dalam kriteria sosial akan berusaha menjaga hubungan baik antara perusahaan dengan masyarakat luar, pekerja, pemasok produk, pelanggan, dan semua yang berhubungan dengan perusahaan. Perusahaan dalam tata kelolanya akan mengutamakan hak-hak investor, menjaga hubungan internal, menjaga kapasitas dan legitimasi dalam perusahaan dan sebagainya (Novirianti, 2020).

2.6.1 Kriteria Lingkungan (*Environment*)

Kriteria lingkungan juga akan membahas mengenai energi apa yang digunakan oleh perusahaan, bagaimana pengelolaan limbahnya, apa yang dilakukan untuk mencegah polusi, dan sebagainya. Dengan hal ini, perusahaan dapat mencegah atau meminimalkan resiko yang akan ditimbulkan dari permasalahan tersebut dan melakukan evaluasi pada perusahaan terkait hal tersebut.

2.6.2 Kriteria Sosial (*Social*)

Kriteria sosial juga akan melihat hubungan perusahaan secara eksternal dengan masyarakat, pemasok, pembeli, dan semua yang memiliki hubungan dengan perusahaan. Hal ini bisa memberikan pengaruh pada performa perusahaan. Serta perusahaan harus siap beradaptasi secara sosial untuk menggambarkan citra perusahaan sehingga meminimalkan resiko perusahaan.

2.6.3 Kriteria Tata Kelola (*Governance*)

Kriteria ini berfokus pada bagaimana perusahaan dikelola dengan baik dan berkelanjutan pada semua aspeknya. Dan hal ini berfokus pada internal perusahaan. Kriteria ini bergantung pada aktivitas perusahaan yang dilakukan oleh manajemen dan pemilik perusahaan sehingga menghasilkan output yang sesuai dengan keinginan, standar, budaya, dan hal-hal yang berkaitan dengan perusahaan. Tentunya dengan ini, memberikan suatu nilai lebih bagi perusahaan dan dapat mempengaruhi kepercayaan investor untuk investasi di perusahaan tersebut.

2.7 Peraturan yang mengatur tentang pembangunan berkelanjutan di Indonesia

Peraturan yang mengatur tentang pembangunan berkelanjutan di Indonesia diawali dengan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Pasal 66 ayat (2) butir c UU Nomor 40 Tahun 2007 mengatur bahwa perseroan tidak hanya memberikan laporan keuangan namun juga memberikan laporan pelaksanaan tanggung jawab lingkungan dan sosial pada laporan tahunannya. Pada undang-undang yang sama di Pasal 74 ayat (1) diatur bahwa setiap perusahaan yang akan menjalankan usahanya dan terkait oleh sumber daya alam harus

melakukan pelaksanaan tanggung jawabnya di lingkungan juga sosial. Lalu, Pasal 1 dan 2 Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup mengatur bahwa perlindungan dan pengelolaan lingkungan hidup merupakan usaha yang sistematis dan terpadu yang dilakukan untuk memberikan pelestarian pada lingkungan hidup dan memberikan pencegahan pada pencemaran dan/atau terjadinya ketidakbenaran pada lingkungan hidup yang berisikan direncanakan, dimanfaatkan, dikendalikan, dipelihara, diawasi, dan ditegakkan hukum (Putri, 2011). Hal ini menunjukkan usaha yang sistematis dan terpadu guna meningkatkan pelestarian lingkungan dan memberikan pencegahan adanya suatu pencemaran serta lingkungan hidup yang rusak. Dan usaha yang bisa dikerjakan oleh perusahaan mengenai pelestarian lingkungan dan sosial dapat dilaksanakan melalui *Corporate Social Responsibility* perusahaan yang dapat digunakan untuk meningkatkan kepercayaan investor ke perusahaan dan menjaga hubungan baik perusahaan dengan masyarakat sekitar.

2.8 *Socially Responsible Investment (SRI)*

Investasi yang bertanggung jawab secara social (SRI) adalah investasi yang memiliki anggapan bahwa perusahaan bertanggung jawab secara sosial dilihat dari sifat bisnisnya. SRI yang merupakan singkatan dari *Socially Responsible Investment* atau bisa juga dikenal dengan *Ethical Investment* merupakan hal yang mendorong perusahaan dalam melakukan penerapan *Corporate Social Responsibility* (Chen, 2021). Hal ini tidak lepas kaitannya dari kesadaran para investor untuk melakukan investasi dengan tetap memperhatikan tanggung jawabnya secara sosial. Pengertian dari SRI atau sering dikenal dengan *green* atau *Ethical Investment* yaitu investasi dengan melakukan alokasi uang yang akan digunakan untuk memberikan hal yang positif bagi dunia dan menjauhi perusahaan yang memberikan dampak negatif bagi dunia, baik dampaknya bagi masyarakatnya maupun lingkungannya. Pada umumnya yang mengelola SRI adalah suatu perusahaan sekuritas yang dalam investasinya mereka tidak mau memilih industri yang di dalam aktivitasnya dapat merugikan lingkungan hidup dan sosial seperti contohnya perusahaan rokok, judi, minuman alcohol, dan perusahaan yang memperjualbelikan senjata. Investasi yang akan lebih dipilih oleh investor adalah yang memperbaiki lingkungan serta mengedepankan hubungan dalam masyarakat. Hal seperti inilah yang menjadi faktor pendorong perusahaan dalam penerapan CSR yang dapat menarik investor dan mencapai keuntungan.

Ada 2 jenis karakteristik investasi yaitu positif dan negatif.

Karakteristik yang positif:

- Pemasok kebutuhan dasar masyarakat
- Penjaga ketersediaan energi
- Penjaga lingkungan sekitarnya
- Menjaga hubungan dengan karyawan dan *supplier* supaya tetap baik
- Terlibat secara langsung dengan komunitas-komunitas yang ada di perusahaan

Karakteristik yang negatif:

- Perusahaan yang membuat lingkungan menjadi rusak
- Perusahaan yang melakukan eksploitasi kepada hewan
- Perusahaan pembuat senjata dan penjual senjata
- Perusahaan rokok dan alcohol
- Perusahaan perjudian maupun pornografi

Hal dasar yang menjadi kelemahan dari *Corporate Social Responsibility* yaitu tidak adanya regulasi dan sifatnya hanya sukarela. CSR sering diterapkan melalui *Socially Responsible Investment (SRI)* yang dijadikan sebagai alat untuk mendorong perusahaan melakukannya.

2.9 *Sustainability*

Sustainability adalah kemampuan dalam keberlanjutan. Artinya bahwa kehidupan manusia tidak mengeksploitasi sumber daya alam sampai merusak ekologi atau keseimbangan ekologi, serta tetap menjaga keanekaragaman hayati. Proses untuk mencapai keberlanjutan harus bisa diukur, diandalkan dan direplikasi yang hasilnya harus bisa memberikan 3 cakupan waktu, yakni memperbaiki kesalahan masa lalu, mengurangi atau menghilangkan kesalahan masa kini, dan memberikan warisan bagi generasi mendatang. Keberlanjutan hanya bisa dilakukan oleh manusia, tidak dapat dilakukan oleh mesin.

2.10 Hipotesis

Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui pengaruh kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola terhadap *abnormal return* dan volatilitas *return* perusahaan selama pandemi COVID-19.

2.10.1 Pengaruh kinerja lingkungan

Perusahaan harus memperhatikan kondisi lingkungan di tempat perusahaan menjalankan aktivitas operasionalnya. Jika perusahaan memperhatikan kondisi lingkungan dan menjalankan aktivitasnya operasionalnya terhadap lingkungan sekitar dengan baik, maka kelangsungan hidup perusahaan juga akan baik, karena hal ini tidak hanya perusahaan dapatkan melalui kinerja keuangan, tetapi juga pada perhatian perusahaan pada lingkungan sekitar yang akan meningkatkan citra dan reputasi perusahaan dalam perhatiannya kepada lingkungan sekitar.

Kinerja lingkungan membawa pengaruh yang positif pada performa keuangan perusahaan, tentunya ini menjadi sinkron dengan apa yang disampaikan oleh teori *stakeholder* dan legitimasi, bahwa investor dan masyarakat serta *stakeholder* akan memberikan kepercayaan pada perusahaan sehingga investor akan mau menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.

Berdasarkan penelitian terdahulu, disebutkan bahwa perusahaan perlu memperhatikan kondisi lingkungan di mana perusahaan menjalankan aktivitas operasionalnya. Selain itu perusahaan yang meningkatkan kinerja sosial akan memiliki kinerja keuangan yang lebih baik. Di samping itu *Good Corporate Governance* atau tata kelola perusahaan yang baik merupakan salah satu aspek penting dalam perusahaan meningkatkan efisiensi ekonomi, yang meliputi hubungan antara perusahaan, dewan direksi, *stakeholders*, dan *shareholders* (Syafrullah & Muharam, 2017). Penelitian lain juga mengungkapkan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh kepada kinerja keuangan perusahaan (Husada & Handayani, 2021). Menurut (Albuquerque et al., 2020) bahwa ESG memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan, di mana perusahaan dengan rating ESG yang lebih tinggi menunjukkan terjadinya *abnormal return*.

H₁: Kinerja lingkungan, social, dan tata kelola memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal return*

2.10.2 Pengaruh Tata Kelola

Pengelolaan yang baik menjadi aspek penting dalam peningkatan efisiensi terutama dalam ekonomi, yang di dalamnya termasuk relasi antara manajemen perusahaan dengan para pemegang saham. Dengan penerapan prinsip pengelolaan yang baik, maka hal itu dapat menjadi nilai tambah suatu perusahaan bagi para pemilik saham perusahaan. Akibat dari pengelolaan yang baik dapat menjadi dorongan untuk pembentukan pola kerja yang baik. Semakin baik pengelolaan perusahaan, maka semakin meningkatnya ketaatan perusahaan dan hal ini juga dapat membantu dalam performa perusahaan. Sebaliknya, semakin buruk

pengelolaan perusahaan, maka semakin perusahaan tidak taat dan pasti akan menghasilkan kinerja yang kurang baik.

Return perusahaan juga terpengaruh dengan tata kelola perusahaan, dengan berkaca pada dua perusahaan, portofolio perusahaan dengan pengelolaan yang demokrasi dan portofolio perusahaan dengan pengelolaan yang diktator. Ternyata dua perusahaan tersebut menghasilkan *return* yang berbeda, di mana perusahaan dengan pengelolaan secara demokrasi memberikan tingkat hasil imbal balik yang lebih tinggi. Ada penelitian yang memberitahukan bahwa adanya pengaruh positif antara pengelolaan yang baik dengan *return* saham melalui profitabilitas. Perusahaan dengan pengelolaan yang baik dan memiliki tingkat pengembalian aset yang tinggi bisa menaikkan *return* saham perusahaan. Hal ini dikarenakan pengelolaan yang baik dapat memberikan berbagai manfaat, yaitu dapat meningkatkan dan menumbuhkan kepercayaan investor pada perusahaan.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, disebutkan bahwa perusahaan dengan rating ESG yang lebih tinggi memiliki volatilitas *return* yang lebih rendah (Albuquerque et al., 2020). Penelitian lainnya juga mengungkapkan bahwa hasil pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap resiko investasi perusahaan (Triyani et al., 2021). Menurut (Wiryakusuma, 2019) tata kelola perusahaan memiliki pengaruh terhadap volatilitas. Bahkan semakin baik pengelolaan perusahaan, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan.

H₂: Kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola memiliki pengaruh negatif terhadap volatilitas return.

3. Metodologi Penelitian

3.1 Data

Pada penelitian kali ini untuk mengetahui pengaruh ESG terhadap *abnormal return* dan volatilitas *return* saham selama pandemi COVID-19 dengan menggunakan data IDX ESG Leaders selama Desember 2020–Juni 2021. Data diambil secara per kuartal. Data ini diambil agar dapat melihat kejadian besar pada tahun 2020 ketika terjadi pandemi COVID-19. Sampel perusahaan yang diambil dengan menggunakan 25 saham yang terdapat di IDX ESG Leaders yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terpilih dengan kriteria-kriteria yang sesuai dengan ESG. Pengambilan sampel diperoleh dari website resmi BEI, dan Capital IQ dalam bentuk quarterly.

Tabel 1. Daftar Perusahaan IDX ESG Leaders

Kode	Nama
ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.
AKRA	AKR Corporindo Tbk.
ASII	Astra International Tbk.
BBCA	Bank Central Asia Tbk.
BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.
BBTN	Bank Tabungan Negara Tbk.
BMRI	Bank Mandiri Tbk.
BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.
CTRA	Ciputra Development Tbk.
DMAS	Puradelta Lestari Tbk.
ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.
EXCL	XL Axiata Tbk.
HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.
JSMR	Jasa Marga Tbk.
MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk.
MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.

PWON	Pakuwon Jati Tbk.
RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk.
SCMA	Surya Citra Media Tbk.
TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.
TLKM	Telkom Indonesia Tbk.
TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.
UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
WOOD	Integra Cabinet Tbk.

3.2 Model Empiris

Model empiris yang dipakai pada penelitian ini untuk mempelajari perilaku dua variable yang berbeda. Model empiris yang digunakan adalah:

$$\begin{aligned}
 \text{Abnormal Return}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 ES_{it} + \beta_2 \text{Tobins}'q_{it} + \beta_3 \text{Cash}_{it} + \beta_4 \text{Leverage}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} \\
 &+ \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{Dividend}_{it} + \beta_8 \text{Historical Volatility}_{it} \\
 &+ \beta_9 \text{Advertising}_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Di mana:

Tabel 2. Daftar Penjelasan Model Empiris

Abnormal Return _{it}	<i>Abnormal Return</i> perusahaan I pada periode t
ES _{it}	<i>Environmental and Sustainable rating</i> perusahaan I pada periode t
Tobin's Q _{it}	Nilai Tobin's Q perusahaan I pada periode t
Cash _{it}	Jumlah kas perusahaan I pada periode t
Leverage _{it}	Nilai <i>leverage</i> perusahaan I pada periode t
Size _{it}	Ukuran perusahaan I pada periode t
ROE _{it}	Nilai ROE perusahaan I pada periode t
Dividend _{it}	Dividen perusahaan I pada periode t
Historical Volatility _{it}	Volatilitas harga saham perusahaan I pada periode t
Advertising _{it}	Biaya iklan perusahaan I pada periode t
ε _{it}	<i>Error term</i>

Model empiris yang digunakan merupakan *template* di mana *abnormal return* dapat diganti menjadi *volatility return*.

3.3 Pengukuran Variabel penelitian

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, pengujian terhadap pengaruh ESG terhadap *abnormal return* dan volatilitas *return* saham. Terdapat variabel dependen dan variabel independen yang dapat dikaji sebagai berikut.

Tabel 3. Variabel Dependen

Variabel Dependen	Penjelasan	Rumus/Data
-------------------	------------	------------

<i>Abnormal Return</i>	<i>Abnormal return</i> didapat dengan cara mengurangi <i>return</i> yang terealisasi dengan <i>return</i> yang diekspektasikan	$R_i \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ $ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$ <p> <i>R_i</i> = <i>Return</i> terealisasi pada periode ke <i>i</i> <i>P_t</i> = Harga saham pada periode saat ini <i>P_{t-1}</i> = Harga saham di periode sebelumnya <i>ER_i</i> = <i>Return</i> yang diekspektasikan <i>R_f</i> = rate bebas risiko <i>β_i</i> = Beta saham <i>i</i> <i>R_m</i> = Risiko pasar </p>
Volatilitas <i>Return Saham</i>	Volatilitas didapat dengan menggunakan standar deviasi. Standar deviasi adalah nilai statistik yang digunakan untuk melihat seberapa dekat data dari suatu sampel statistik dengan rata-rata dari data tersebut	$S = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (u_i - u)^2}$ <p> <i>n</i> = jumlah titik pengamatan <i>u_i</i> = return saham <i>i</i> <i>u</i> = rata-rata <i>return</i> </p>

Tabel 4. Variabel Control

Variabel Kontrol	Penjelasan	Rumus/Data
Tobin's Q	Tobin's Q diperlukan dalam mengukur nilai perusahaan dengan klasifikasi lingkungan, sosial, dan tata kelola dan untuk melihat apakah memiliki pengaruh positif terhadap <i>abnormal return</i> dan volatilitas <i>return</i> .	$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value Of Equity} + \text{Debt}}{\text{Asset}}$ <p> Market Value Of Equity = Harga Saham Penutupan x jumlah saham yang beredar Debt = Total Kewajiban Asset = Total Aset </p>
Size	Size digunakan untuk mengetahui seberapa besar atau kecil suatu perusahaan berdasarkan ukuran nominal.	$\text{Size} = \log_{10} \text{Total Asset}$ <p> Log10 = logaritma 10 Total asset = total aset yang dimiliki perusahaan </p>
Cash	Cash adalah aktiva dalam bentuk tunai yang dimiliki oleh perusahaan.	Laporan keuangan perusahaan
Leverage	Leverage digunakan untuk mengetahui seberapa besar atau kecil aset atau sumber dana yang digunakan yang di mana aset tersebut membuat perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap yang dapat memberikan laba.	$\text{Leverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - \text{Interest}}$ <p> EBIT = laba yang dihasilkan perusahaan sebelum membayar pajak atau beban bunga Interest = beban bunga </p>
ROE	Return On Equity digunakan untuk mengetahui laba yang dihasilkan berdasarkan modal yang sudah digunakan	$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Ekuitas}}$ <p> Laba bersih setelah pajak = laba yang dihasilkan perusahaan setelah membayar pajak Ekuitas = Total modal yang disetorkan perusahaan </p>

Dividend	<i>Dividend</i> adalah laba yang diberikan oleh perusahaan kepada para pemilik perusahaan, bisa dalam bentuk tunai bisa juga dalam bentuk saham	Laporan keuangan perusahaan
Advertising	<i>Advertising</i> adalah biaya yang dibebankan kepada perusahaan yang diperuntukkan bagi promosi atau beriklan terhadap produk dan jasa milik sebuah perusahaan	Laporan keuangan perusahaan
Historical Volatility	Historical volatility adalah standar deviasi dari suatu aset dengan jangka waktu yang ditentukan dan dengan harga historis.	Data Harga perusahaan

Tabel 4. Variabel Independen

Variabel Independen	Penjelasan	Data
Lingkungan, sosial, dan tata kelola	ESG adalah lingkungan, sosial, dan tata kelola. ESG <i>risk rating</i> digunakan untuk mengetahui seberapa besar atau kecil, perusahaan yang dalam menjalankan usahanya menaruh perhatian pada faktor lingkungan, sosial, serta tata kelola yang baik.	IDX ESG Leaders

3.4 Metode Analisis data

3.4.1 Metode Analisis Data Panel

Pada penelitian ini model yang dipakai adalah model data panel. Data panel adalah penggabungan data *time series* dan data *cross section*. Data *Cross Section* adalah pengumpulan data yang mengacu pada banyak hal yang diamati, dan diamati pada dua keadaan waktu, pertama waktunya sama, kedua tanpa memperhatikan perbedaan waktu. Sedangkan data *time series* adalah data yang diatur oleh waktu, jadi pengumpulan datanya harus sesuai dengan urutan waktu. Untuk frekuensinya bisa dalam bulanan, tahunan, harian, dll. Keuntungan dari panel data adalah dapat menunjukkan informasi yang lebih lengkap, memberikan variasi yang lebih banyak, mengurangi kolinearitas antar variabel, lebih banyak derajat bebas, dan lebih efisien. Penggabungan antara data *cross section* dan data *time series* akan memberikan lebih banyak jumlah observasi. Terdapat tiga efek dalam melakukan data panel yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*.

3.4.1.1 Common effect

Pada metode ini data *cross section* dan data *time series* digabung dan digunakan OLS method untuk memberikan estimasi pada permodelan data panel tersebut. Jika dibandingkan dengan dua yang lainnya, model yang paling sederhana di permodelan panel data adalah model ini. Model ini tidak bisa melihat perbedaan dari varians pada silang tempat dan titik waktu, hal ini dikarenakan model ini mempunyai intercept tetap bukan yang bervariasi secara acak.

3.4.1.2 *Fixed effect*

Kalau untuk metode *fixed effect*, metode ini memiliki *intercept* yang berbeda-beda pada setiap subjek, tetapi untuk *slopenya* tetap atau tidak berubah bagi setiap subjek dengan berjalannya waktu. Model ini memberikan asumsi bahwa *intercept* itu yang berbeda sementara untuk *slopenya* antar subjek harus tetap sama. Di metode ini untuk membedakan antara subjek satunya dengan subjek lainnya, maka digunakannya *dummy variable*. Sehingga model ini juga dapat disebut sebagai *least square dummy variables* atau yang disingkat LSDV.

3.4.1.3 *Random Effect*

Hal ini terjadi karena variasi dalam nilai dan arah antara subjek diberikan asumsi yang random yang spesifikasinya dalam bentuk residual. Model ini memberikan estimasi data panel yang memiliki *residual variable* yang dicurigai adanya hubungan di antara waktu dan subjek. Model ini dipakai untuk menutupi kelemahan model efek tetap yang di dalam model tersebut digunakannya *dummy variable*. Namun ada persyaratan dalam penggunaan model ini yaitu data panel harus berisikan *cross section data* lebih banyak daripada jumlah variabel penelitian.

3.4.2 Cara menentukan model terbaik

Ada tiga uji yang digunakan dalam mengestimasi regresi panel data. Pertama adalah uji chow dipakai dalam pemilihan model *common effect* atau *fixed effect*. Yang kedua adalah uji hausman dipakai dalam pemilihan model *fixed effect* atau *random effect*. Yang ketiga adalah uji langrage multiplier dipakai dalam pemilihan *common effect* atau *random effect*.

3.4.2.1 Chow Test

Uji Chow digunakan dalam pemilihan *common effect* atau *fixed effect* (Widarjono, 2009). Pada pengujian ini, apabila hasil probabilitas < 0.05 , artinya terpilih *fixed effect model*. Sebaliknya apabila hasil probabilitas > 0.05 , artinya terpilih *common effect model*.

Dihasilkan hipotesis:

$H_0 = \text{Model Common Effect}$

$H_1 = \text{Model Fixed Effect}$

3.4.2.2 Hausman Test

Uji Hausman digunakan dalam pemilihan *fixed effect* atau *random effect* dalam menentukan model terbaik yang digunakan pada model regresi data panel (Gujarati, 2012). Pada pengujian ini, apabila hasil probabilitas < 0.05 , artinya terpilih *fixed effect model*. Sebaliknya apabila hasil probabilitas > 0.05 , artinya terpilih *random effect model*.

Dihasilkan hipotesis:

$H_0 = \text{Model Random Effect}$

$H_1 = \text{Model Fixed Effect}$

3.4.2.3 Langrage Multiplier Test

Uji Langrage Multiplier merupakan uji yang digunakan dalam pemilihan *common effect* atau *random effect*. Pada pengujian ini apabila hasil probabilitas < 0.05 , artinya terpilih *random effect model*. Sebaliknya apabila hasil probabilitas > 0.05 , artinya terpilih *common effect model*.

Dihasilkan hipotesis:

$H_0 = \text{Model Common Effect}$

$H_1 = \text{Model Random Effect}$

3.4.3 Pengujian Diagnostik

3.4.3.1 Uji Augmented Dicky Fueller

Suatu data dikatakan stasioner apabila proses tidak berubah seiring dengan adanya perubahan waktu. Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah pada data terdapat akar unit (*unit root*).

Hipotesis yang dihasilkan Uji ADF adalah:

H₀: Data tidak stasioner

H₁: Data stasioner

3.4.3.2 Uji Heterokedastisitas

Uji ini bertujuan supaya mengetahui pada sebuah model regresi masih terdapat heterokedastisitas atau sudah bersifat homokedastisitas. Untuk mengetahuinya, dapat dilihat dengan grafik scatterplot atau dari variabel terikatnya yaitu SRESID (nilai residual) dengan ZPRED (nilai prediksi). Apabila di dalam model tidak terdapat pola tertentu maka dapat dikatakan bahwa model tersebut adalah model yang baik (Ghozali, 2016). Selain itu dapat dilakukan dengan pengujian glejser, cara melakukan uji ini adalah dengan meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residualnya.

Dihasilkan hipotesis:

H₀ = Tidak terdapat Heterokedastisitas

H₁ = Terdapat Heterokedastisitas

3.4.3.3 Uji Multikolinearitas

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk melihat pada model regresi apakah ada hubungan antara variabel dependen dan independen. Terdapat efek dalam pengujian ini yaitu tingginya variabel pada sampel. Akibatnya standar *error* menjadi besar, sehingga ketika koefisien diuji, t-hitung menjadi lebih kecil dari t-tabel. Ini menunjukkan tidak adanya hubungan linear antara variabel independen yang terpengaruh oleh variabel dependen (Ghozali, 2016). Untuk melihat apakah terdapat atau tidak ada multikolinearitas dapat dilihat dari uji Variance Inflation Fector (VIF) yang dapat diukur dengan cara.

$$VIF = \frac{1}{Tolerance}$$

Jika nilai VIF tinggi, yaitu di atas 10, maka artinya terdapat kolinearitas yang tinggi.

3.4.3.4 Uji Pesaran CD

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk memperlihatkan konvergensi pada *probability* terhadap standar normal secara sekuensial sejalan dengan T menuju tak hingga, dan dilanjutkan dengan N menuju tak berhingga, pengertian dari T adalah dimensi *time series* dan N adalah dimensi *cross section* (Im et al., 2002).

H₀ = Tidak terdapat *Cross-sectional Dependence*

H₁ = Terdapat *Cross-sectional Dependence*

4. Hasil Dan Pembahasan

4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel, nilai minimum dari abnormal *return* sebesar -0.067093 sementara nilai maksimum sebesar 0.071858. Ini menggambarkan bahwa besarnya abnormal *return* pada 25 perusahaan indeks ESG Leaders yang menjadi sampel penelitian di antara -0.067093 sampai 0.071858 dengan rata-rata 0.001757 dengan standar deviasi 0.038184. Abnormal *return* tertinggi dihasilkan oleh perusahaan Indocement

Tunggal Prakarsa Tbk, dan *abnormal return* terendah dihasilkan oleh perusahaan Bank Negara Indonesia Tbk.

Tabel 5. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	Abnormal Return	ESG	ROE	Size	Leverage	Tobin's Q	Dividend	Advertising	Cash	Historical Volatility	Volatility Return
Mean	0.001757	23.12	3.55	13.69	1.51	1.77	20	1.74E+11	7.29E+12	156.64	-0.012020
Median	0.004587	25.73	0.050	13.53	1.19	1.20	0	2.74E+10	2.50E+12	112	-0.024084
Maximum	0.071858	28.59	24.19	15.12	3.91	5.11	151	1.28E+12	3.60E+13	483.5	0.095062
Minimum	-0.067093	11.77	-1.23	12.78	-0.03	0.88	0	0	1.52E+10	18.5	-0.104980
Std.Dev	0.038184	5.27	7.44	0.73	0.88	1.19	39.78	3.39E+11	9.39E+12	137.62	0.055358

ESG rating perusahaan didapat dari Index ESG leaders di mana di dalam indeks tersebut berisikan perusahaan yang di dalam pengelolaannya memperhatikan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola. Rata-rata rating ESG yang dihasilkan dari Indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 23.12 yang berkisar antara 11.77–28.59, di mana perusahaan yang mendapatkan rating ESG tertinggi adalah Bank Negara Indonesia Tbk dengan nilai 28.59, dan yang mendapatkan nilai terendah adalah Erajaya Swasembada Tbk dengan nilai 11.77.

Return On Equity (ROE) didapatkan dari laba bersih setelah pajak dibagi dengan ekuitas. Rata-rata ROE yang dihasilkan Indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 3.55 yang berkisar antara -1.23% – 24.19%. Perusahaan yang mendapatkan nilai ROE tertinggi adalah Erajaya Swasembada Tbk dan yang mendapatkan nilai terendah adalah Bumi Serpong Damai Tbk.

Size didapatkan dari logaritma sepuluh dari total asset perusahaan. Rata-rata *size* yang dihasilkan Indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 13.69 yang berkisar antara 12.78 – 15.12. Perusahaan yang mempunyai *size* paling besar adalah Bank Mandiri Tbk dengan nilai 34.65 dan yang mempunyai *size* paling kecil adalah Integra Indocabinet Tbk dengan nilai 29.24.

Leverage didapatkan dari laba yang dihasilkan sebelum membayar beban pajak dan bunga dibagi dengan hasil dari laba yang dihasilkan sebelum membayar beban pajak dan bunga dikurang dengan beban bunga. Rata-rata *leverage* yang dihasilkan Indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 1.51 yang berkisar antara -0.03 – 3.91. Perusahaan yang mempunyai *leverage* paling besar adalah Mitra Adiperkasa Tbk dan Media Nusantara Citra Tbk dan yang mempunyai *leverage* paling kecil adalah Bank Tabungan Negara Tbk.

Tobin's Q didapatkan dengan cara harga saham penutupan dikali dengan jumlah saham yang beredar ditambah total kewajiban dibagi dengan total asset. Rata-rata Tobin's Q yang dihasilkan indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 1.77 yang berkisar antara 0.88 – 5.11. Perusahaan yang mendapatkan nilai Tobin's Q tertinggi adalah Surya Citra Media Tbk dan yang mendapatkan nilai Tobin's Q terendah adalah Media Nusantara Citra Tbk.

Dividend didapatkan dari keuntungan perusahaan yang diberikan oleh perusahaan kepada para pemilik perusahaan. Rata-rata *dividend* yang dihasilkan indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 20 yang berkisar antara 0 – 151, di mana perusahaan yang mempunyai *dividend* tertinggi adalah Telkom Indonesia Tbk dan yang mempunyai *dividend* terendah dengan nilai 0 atau bisa diartikan perusahaan tidak membagikan *dividend* adalah Bank Tabungan Negara Tbk, Bumi Serpong Damai Tbk, Jasamarga Tbk, Mitra Adi Perkasa Tbk, Pakuwon Jati Tbk, dan Surya Citra Media Tbk.

Advertising adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam beriklan atau melakukan promosi. Rata-rata biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan pada indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 1.74E+11 yang berkisar antara 0 – 1.28E+12, di mana perusahaan yang mempunyai biaya *advertising* tertinggi adalah Handala Manjaya Sampoerna

Tbk dan yang tidak mempunyai biaya *advertising* adalah Jasamarga Tbk, Tower Bersama Infrastructure Tbk, dan Sarana Menara Nusantara Tbk.

Cash adalah kas yang dimiliki perusahaan. Rata-rata kas yang dimiliki oleh perusahaan pada indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 7.29E+12 yang berkisar antara 1.52E+10 – 3.60E+13, di mana perusahaan yang mempunyai kas paling besar adalah Pakuwon Jati Tbk dan yang mempunyai kas yang paling kecil adalah Erajaya Swasembada Tbk.

Historical Volatility didapatkan dari standar deviasi harga selama q4 2020 – q2 2021. Rata-rata *historical volatility* yang dihasilkan indeks ESG Leaders selama periode q4 2020 – q2 2021 sebesar 156.64 yang berkisar antara 18.5 – 483.5, di mana perusahaan yang menghasilkan *historical volatility* paling besar adalah Unilever Indonesia Tbk dan yang menghasilkan *historical volatility* paling kecil adalah Bumi Serpong Damai Tbk.

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel, nilai minimum dari volatilitas *return* sebesar -0.104980 sementara nilai maksimum sebesar 0.095062. Hal ini menggambarkan bahwa besarnya volatilitas *return* pada 25 perusahaan indeks ESG Leaders yang menjadi sampel penelitian di antara -0.104980 sampai 0.095062 dengan rata-rata -0.012020 dengan standar deviasi 0.055358, di mana volatilitas *return* yang tertinggi adalah Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk dan yang terendah dihasilkan oleh perusahaan Ciputra Development Tbk.

4.2 Uji ADF

Table 6. Hasil Uji ADF

Variabel	t-statistic	Prob.
ESG	-3.228235	0.0222
ROE	-9.290916	0.0000
Size	-2.364360	0.1553
Leverage	-3.699733	0.0060
Dividend	-9.513700	0.0000
Tobin's Q	-2.473656	0.1262
Advertising	-5.563864	0.0000
Cash	-3.784658	0.0046
Historical Volatility	-3.599915	0.0080
Abnormal Return	-5.234445	0.0000
Volatilitas Return	-10.84898	0.0001

Berdasarkan hasil pengujian Augmented Dicky Fueller, pada *size* dan Tobin's Q data belum stasioner, maka untuk mengatasinya dilakukan winsor dan untuk *size* digunakan Logaritma sepuluh.

Tabel 7. Hasil Uji ADF Setelah Teratasi

Variabel	t-statistic	Prob.
ESG	-3.222751	0.0225
ROE	-4.122966	0.0016
Size	-3.335846	0.0167
Leverage	-3.406759	0.0138
Dividend	-9.998624	0.0000
Tobin's Q	-4.015306	0.0023
Advertising	-5.497480	0.0000
Cash	-3.844188	0.0039

Historical Volatility	-5.551409	0.0000
Abnormal Return	-5.175010	0.0000
Volatilitas Return	-3.921416	0.0031

Berdasarkan hasil pengujian Augmented Dicky Fueller untuk mengetahui apakah data sudah atau belum stasioner, maka dapat dilihat bahwa semua variabel sudah memiliki *probability* < 0.05 yang artinya data sudah stasioner.

4.3 Hasil Pengujian Abnormal Return

4.3.1 Chow Test

Hasil Chow Test adalah:

Table 8. Hasil Uji Chow

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.418585	(24,41)	0.5212
Cross-section Chi-square	45.339718	24	0.0900

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut angka yang dihasilkan pada *cross section* > 0.05 artinya terpilih *Common Effect Model* (CEM).

4.3.2 Hausman Test

Hasil Hausman Test adalah:

Tabel 9. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq Statistic	Chi-Sq d.f.	Prob.
Cross-section random	28.556255	9	0.0366

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut angka yang dihasilkan pada *cross section* < 0.05 artinya terpilih *Fixed Effect Model* (FEM).

4.3.3 Langrage Multiplier Test

Hasil Langrage Multiplier Test adalah:

Tabel 10. Hasil Langrage Multiplier Test

	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	7.521158	59.02824	66.54940
	(0.0061)	(0.0000)	(0.0000)

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut angka yang dihasilkan pada *cross section* < 0.05 artinya terpilih *Random Effect Model* (REM).

4.3.4 Uji Heterokedastisitas

Tabel 11. Hasil Uji Heterokedastisitas

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	531.6059	300	0.0000

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa probability < 0.05 artinya data di dalam penelitian terdapat heterokedastisitas.

Untuk mengatasi terjadinya gejala heterokedastisitas, maka dilakukan RESABS dan dilakukan dengan pengujian metode gletser.

Tabel 12. Hasil Uji Heterokedastistas dengan metode gletser

Variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob
C	0.036344	0.052375	0.693910	0.4902
ESG	0.000421	0.000513	0.820769	0.4148
ROE	-0.000195	0.000306	-0.637031	0.5263
Size	-0.001637	0.003985	-0.410874	0.6825
Leverage	0.003533	0.002559	1.380622	0.1721
Advertising	-4.45E-15	8.26E-15	-0.538940	0.5918
Cash	-3.65E-16	2.93E-16	-1.244018	0.2180
Tobin's Q	0.000208	0.002378	0.087349	0.9307
Dividend	-2.19E-05	6.94E-05	-0.316267	0.7528
Historical Volatility	2.57E-05	1.87E-05	1.369885	0.1754

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa probability seluruh variable masing-masing > 0.05 artinya data di dalam penelitian tidak terdapat heterokedastisitas.

4.3.5 Uji Multikolineoritas

Hasil Uji Multikolineoritas adalah:

Tabel 13. Hasil Uji Multikolineoritas

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
C	0.012762	NA
ESG	9.70E-07	1.545161
ROE	3.55E-07	1.125412
Dividend	1.74E-08	1.581003
Tobin's Q	2.18E-05	1.786701
Size	7.32E-05	2.247990
Leverage	2.50E-05	1.112809
Advertising	2.57E-28	1.687923
Cash	3.33E-31	1.678832
Historical Volatility	1.39E-09	1.511894

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* setiap variabel masing-masing < 10 artinya data di dalam penelitian tidak terdapat multikolineoritas.

4.3.6 Uji Pesaran

Hasil Uji Pesaran adalah:

Table 14. Hasil Uji Pesaran

Test	Statistic	Prob.
Pesaran CD	10.11731	0.0000

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* yang dihasilkan < 0.05 artinya bahwa data di dalam penelitian ini terdapat *cross-sectional dependence*.

Untuk mengatasi terdapatnya *cross-section dependence* pada data, maka dilakukan RESABS.

Tabel 15. Hasil Uji Pesaran setelah teratasi

Test	Statistic	Prob.
Pesaran CD	-0.917706	0.3588

Setelah dilakukan RESABS, maka seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* yang dihasilkan > 0.05 artinya pada penelitian ini datanya sudah tidak terdapat *cross-sectional dependence*.

4.4 Hasil Pengujian Volatilitas Return

4.4.1 Chow Test

Hasil Chow Test adalah:

Tabel 16. Hasil Uji Chow

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.823831	(24,41)	0.6888
Cross-section Chi-square	29.516700	24	0.2013

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut angka yang dihasilkan pada *cross section* > 0.05 artinya terpilih *Common Effect Model* (CEM).

4.4.2 Hausman Test

Hasil Hausman Test adalah:

Tabel 17. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-sq. Statistic	Chi-sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.936268	9	0.3557

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut bahwa nilai *probability* yang dihasilkan > 0.05 artinya terpilih *Random Effect Model* (REM).

4.4.3 Langrage Multiplier Test

Hasil Uji Langrage Multiplier:

Tabel 18. Hasil Uji Langrage Multiplier

	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.888994	5.291603	8.180597
	(0.0892)	(0.0214)	(0.0042)

Seperti dapat terlihat pada tabel berikut bahwa nilai *probability* yang dihasilkan > 0.05 artinya terpilih *Common Effect Model* (CEM).

4.4.4 Uji Heterokedastisitas

Hasil Uji Heterokedastisitas adalah:

Tabel 19. Hasil Uji Heterokedastisitas

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breush-Pagan LM	523.0821	300	0.0000

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* < 0.05 artinya data pada penelitian terdapat heterokedastisitas.

Untuk mengatasi terjadinya gejala heterokedastisitas, maka dilakukan RESABS dan dilakukan dengan pengujian metode gletser.

Tabel 20. Hasil Uji Heterokedastisitas metode Gletser

Variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob
C	0.108343	0.085236	1.271086	0.2082
ESG	0.001005	0.000835	1.204584	0.2327
ROE	0.000183	0.000499	0.367760	0.7142
Size	-0.007531	0.006485	-1.161264	0.2498
Leverage	0.007232	0.004165	1.736351	0.0872
Tobin's Q	-0.001468	0.003870	-0.379256	0.7057
Dividend	-0.000156	0.000113	-1.379779	0.1724
Advertising	2.92E-15	1.34E-14	0.217028	0.8289
Cash	-4.65E-16	4.77E-16	-0.975271	0.3330
Historical Volatility	4.78E-05	3.05E-05	1.567668	0.1218

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* setiap variabel masing-masing > 0.05 artinya pada penelitian ini datanya sudah tidak terdapat heterokedastisitas.

4.4.5 Uji Multikolineritas

Hasil Uji Multikolineritas adalah:

Tabel 21. Hasil Uji Multikolineritas

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
C	0.026245	NA
ESG	1.99E-06	1.545161
ROE	7.30E-07	1.125412
Dividend	3.59E-08	1.581003
Tobin's Q	4.49E-05	1.786701
Size	0.000151	2.247990
Leverage	5.14E-05	1.112809
Advertising	5.29E-28	1.687923
Cash	6.84E-31	1.678832
Historical Volatility	2.87E-09	1.511894

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* setiap variabel masing-masing < 10 artinya data pada penelitian tidak terdapat multikolineritas.

4.4.6 Uji Pesaran

Hasil Uji Pesaran adalah:

Tabel 22. Hasil Uji Pesaran

Test	Statistic	Prob.
Pesaran CD	1.925609	0.0542

Seperti dapat terlihat pada tabel bahwa *probability* yang dihasilkan > 0.05 artinya pada penelitian ini datanya tidak terdapat *cross-sectional dependence*.

4.5 Hasil dan Interpretasi Empiris *Abnormal Return*

Tabel 23. Hasil Empiris *Abnormal Return*

	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
C	0.108017	0.104710	1.031586	0.3061
ESG	-0.000807	0.001025	-0.786777	0.4343
ROE	0.001924	0.000613	3.141559	0.0025
Size	-0.007937	0.007967	-0.996175	0.3229
Leverage	0.003855	0.005117	0.753437	0.4539
Dividend	-6.35E-05	0.000139	-0.458160	0.6484
Tobin's Q	-0.001132	0.004754	-0.238143	0.8125
Advertising	1.89E-15	1.65E-14	0.114660	0.9091
Cash	4.12E-16	5.86E-16	0.703370	0.4843
Historical Volatility	5.55E-05	3.74E-05	1.482800	0.1430
Adjusted R Squared				0.085097

Nilai Adjusted R-Squared sebesar 0.085097 artinya variable ESG, ROE, *Size*, *Leverage*, *Dividend*, Tobin's Q, *Advertising*, *Cash*, dan *Historical Volatility* hanya bisa menjelaskan 8,5% dari *Abnormal Return* sedangkan 91,5% dapat dijelaskan oleh faktor lainnya.

Nilai *probability* ESG lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Albuquerque et al., 2020). Penyebab terjadinya hasil penelitian ini berbeda adalah perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat penelitian di mana penelitian tersebut dilakukan di Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia. Selain itu hal ini juga karena di Indonesia masih belum banyak investor yang memandang ESG sebagai salah satu faktor penting di dalam keputusan investasinya berbeda dengan di Amerika yang sudah memandang ESG sebagai salah satu faktor penting dalam keputusan investasinya. Sehingga menyebabkan pergerakan harga saham menjadi stabil dan tidak menyebabkan terjadinya *abnormal return*. Sehingga setiap perusahaan juga harus terus meningkatkan faktor ESG di dalam pengelolaannya agar membuat semakin banyak investor yang sadar akan pentingnya ESG di dalam suatu pengelolaan perusahaan. Oleh karena itu hipotesis pertama di dalam penelitian ini yaitu ESG memiliki pengaruh positif terhadap *Abnormal Return* ditolak.

Nilai *probability* ROE lebih kecil dari 0.05, artinya variabel ini berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Krisdiyanti et al. (2021) dengan judul "Peran *Corporate Social Responsibility (CSR)* dan *Return On Equity (ROE)* dalam Mempengaruhi *Abnormal Return*". Hal ini karena perusahaan yang memiliki laba

tinggi umumnya akan membagikan laba tersebut kepada para pemegang saham, sehingga para investor tertarik untuk membeli saham ini dan mengakibatkan harga menjadi bergerak dan menyebabkan terjadinya *abnormal return*. Sehingga perusahaan harus rutin membagikan labanya pada para pemegang saham agar membuat para investor tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut karena para investor akan mendapatkan laba yang dibagikan dari perusahaan.

Nilai *probability* Tobin's Q lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020). Penyebab terjadinya hasil penelitian ini berbeda adalah perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat penelitian dimana penelitian tersebut dilakukan di Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia. Selain itu hal ini karena nilai Tobin's Q dipengaruhi oleh harga saham, sehingga harga saham yang stabil akan membuat nilai Tobin's Q juga stabil. Dan harga saham yang stabil tidak menimbulkan terjadinya *abnormal return*.

Nilai *probability* Dividend lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini karena tidak semua perusahaan membagikan dividennya dan perusahaan yang membagikan dividend tidak selalu membagi dividend setiap tahunnya. Juga biasanya dividend bukan menjadi alasan utama bagi investor dalam membeli saham perusahaan, sehingga dividend tidak selalu membuat investor membeli saham perusahaan tersebut. Sehingga harga menjadi cenderung stabil dan tidak terjadi *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020).

Nilai *probability* Size lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini berarti dengan *size* yang besar maka total aset perusahaan juga besar. Dengan total aset perusahaan yang besar perusahaan harus bisa mengelola aset dengan baik sehingga terjadinya efisiensi dan perputaran aset menjadi cepat. Ketika perusahaan tidak bisa memanfaatkan aset dengan efisien, maka malah akan meningkatkan beban pada perusahaan, sehingga membuat pendapatan perusahaan menjadi berkurang. Dengan pendapatan yang menurun, maka investor menjadi tidak tertarik dan membuat harga tidak bergerak sehingga tidak terjadi *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mujiani et al. (2020).

Nilai *probability* Leverage lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini karena leverage digunakan untuk mengetahui seberapa besar atau kecil aset atau sumber dana yang digunakan oleh perusahaan yang mengeluarkan biaya tetap untuk meningkatkan keuntungan. Artinya semakin besar *leverage* maka keuntungan semakin meningkat, dengan keuntungan yang semakin meningkat akan meningkatkan pendapatan bagi perusahaan. Dan perusahaan yang pendapatannya semakin meningkat, akan menarik minat investor untuk berinvestasi pada saham tersebut, dan harga saham akan mengalami kenaikan sehingga memunculkan terjadinya *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Felicia dan Susanto Salim (2019) berjudul "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Informasi Laba, Kebijakan Dividen dan *Leverage* Terhadap *Abnormal Return*."

Nilai *probability* Advertising lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini karena dengan beriklan, produk perusahaan akan semakin dikenal, dan dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Dengan pendapatan yang meningkat membuat investor tertarik untuk membeli saham tersebut dan membuat terjadinya pergerakan harga sehingga terjadinya *abnormal return*. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020). Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan oleh perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat

penelitian di mana penelitian tersebut dilakukan di Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia.

Nilai *probability* Cash lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini karena dengan kas yang banyak, membuat investor berharap agar perusahaan dapat membagikan dividend atau menggunakannya untuk investasi strategis perusahaan. Sehingga investor menjadi tertarik untuk membeli saham perusahaan dan membuat terjadinya *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020).

Nilai *probability* Historical Volatility lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020). Penyebab terjadinya hasil penelitian ini berbeda adalah perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat penelitian di mana penelitian tersebut dilakukan di Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia. Selain itu hal ini karena dengan adanya volatilitas harga berarti terjadinya pergerakan pada harga saham, dan ketika terjadi pergerakan harga saham maka akan menyebabkan terjadinya *abnormal return*.

4.6 Hasil dan Interpretasi Empiris *Volatility Return*

Tabel 24. Hasil Empiris Volatilitas return

	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
C	0.071390	0.149182	0.478540	0.6339
ESG	-0.000271	0.001461	-0.185536	0.8534
ROE	0.002192	0.000873	2.511892	0.0145
Size	-0.008875	0.011351	-0.781859	0.4371
Leverage	0.013017	0.007290	1.785745	0.0788
Dividend	0.000177	0.000198	0.898008	0.3725
Tobin's Q	0.000141	0.006773	0.020891	0.9834
Advertising	-3.09E-15	2.35E-14	-0.131186	0.8960
Cash	3.53E-16	8.35E-16	0.423054	0.6737
Historical Volatility	7.31E-05	5.33E-05	1.370927	0.1751
Adjusted R Squared				0.106316

Nilai Adjusted R-Squared sebesar 0.1063 artinya variabel ESG, ROE, Size, Leverage, Dividend, Tobin's Q, Advertising, Cash, dan Historical Volatility hanya bisa menjelaskan 10,63% dari *Volatilitas Return* sedangkan 89,37% dapat dijelaskan oleh faktor lainnya.

Nilai *probability* ESG lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020) bahwa perusahaan dengan ESG rating memiliki *return* yang lebih stabil. Hal ini karena perusahaan dengan ESG rating yang baik harganya cenderung stabil dan lebih aman dan biasanya tergolong ke dalam perusahaan bluechip namun secara return dan risiko lebih kecil sehingga volatilitas *return* menjadi lebih kecil. Sehingga perusahaan dengan pengelolaan berbasis ESG dan sudah baik serta sudah diapresiasi oleh para investor harus bisa mempertahankan pengelolaan yang baik tersebut. Sehingga hipotesis kedua di dalam penelitian ini yaitu ESG memiliki pengaruh negatif terhadap volatilitas *return* ditolak.

Nilai *probability* ROE lebih kecil dari 0.05, artinya variabel ini berpengaruh positif terhadap volatilitas *return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Fortuneysa dan Prasetyo (2019). Hal ini terjadi karena terdapat perbedaan pada sampel penelitian, karakteristik penelitian, serta periode waktu penelitian. Hal yang menyebabkan ROE

berpengaruh positif dan signifikan karena semakin tinggi ROE maka artinya perusahaan menghasilkan pendapatan yang semakin tinggi, sehingga dengan pendapatan yang semakin tinggi maka laba juga semakin meningkat. Dengan laba yang meningkat menarik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sehingga terjadilah pergerakan harga dan menyebabkan terjadinya volatilitas *return*. Sehingga perusahaan harus bisa terus mempertahankan *return* yang tinggi agar menghasilkan ROE yang semakin tinggi dan semakin menarik banyak minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

Nilai *probability* Tobin's Q lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena nilai Tobin's Q dipengaruhi oleh harga saham, dan harga saham bergerak membuat *return* menjadi bergerak, sehingga dengan *return* yang bergerak menyebabkan terjadi volatilitas *return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020). Penyebab terjadinya hasil penelitian ini berbeda adalah perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat penelitian di mana penelitian tersebut dilakukan di Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia.

Nilai *probability* dividend lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena dividend menjadi salah satu hal yang ditunggu oleh investor saham, sehingga ketika perusahaan membagikan dividend dengan jumlah yang besar maka investor menjadi mau berinvestasi pada perusahaan tersebut dan membuat terjadinya pergerakan harga yang membuat pergerakan *return*. Maka dengan *return* yang bergerak menyebabkan terjadi volatilitas *return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Selpiana dan Badjra (2018).

Nilai *probability* Size lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena size perusahaan dipengaruhi oleh total aset perusahaan, semakin besar aset perusahaan maka perusahaan harus bisa mengelola secara efektif dan efisien aset tersebut. Namun dengan aset yang besar dan tidak bisa dikelola dengan baik malah membawa hal negatif bagi operasional perusahaan sehingga para investor menjadi tidak mau investasi di perusahaan tersebut. Membuat harga cenderung bergerak stabil dan tidak terjadi volatilitas *return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Selpiana dan Badjra (2018).

Nilai *probability* Leverage lebih kecil dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena tidak banyak investor yang menjadikan leverage sebagai salah satu faktor pertimbangan di dalam keputusan investasinya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Selpiana dan Badjra (2018).

Nilai *probability* Advertising lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena dengan advertising yang besar artinya perusahaan semakin gencar untuk mengiklankan produknya sehingga semakin dikenal oleh masyarakat. Dengan produk yang semakin dikenal harapannya akan membuat banyak orang menggunakan produk tersebut dan meningkatkan pendapatan perusahaan. Namun tidak selalu dengan produk yang semakin dikenal akan membuat penjualan produk meningkat dan meningkatkan pendapatan perusahaan. Karena bisa saja dengan iklan yang semakin banyak namun dari penjualan tidak bergerak secara beriringan. Sehingga malah akan meningkatkan beban pada perusahaan dan mengurangi pendapatan perusahaan. Dengan pendapatan yang berkurang investor menjadi tidak tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut dan membuat harga menjadi stabil sehingga tidak terjadi volatilitas *return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020).

Nilai *probability* cash lebih besar dari 0.05, yang artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020). Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan oleh perbedaan jumlah sampel penelitian, periode penelitian, serta tempat penelitian di mana penelitian tersebut dilakukan di

Amerika dan penelitian ini dilakukan di Indonesia. Selain itu hal ini juga karena dengan cash yang besar investor akan berekspektasi perusahaan untuk membagikan dividend atau melakukan suatu akuisisi atau melakukan suatu inovasi yang dapat membawa pendapatan yang besar bagi perusahaan. Sehingga investor akan membeli perusahaan tersebut dan membuat terjadinya pergerakan harga yang membuat pergerakan *return* sehingga terjadinya volatilitas *return*. Namun tidak selalu investor melihat perusahaan dengan cash besar dan berekspektasi untuk perusahaan melakukan sesuatu sehingga membeli saham tersebut.

Nilai *probability* Historical Volatility lebih besar dari 0.05, artinya variabel ini tidak berpengaruh terhadap volatilitas *return*. Hal ini karena dengan adanya historical volatility maka artinya ada pergerakan di harga saham, dan ketika harga saham mengalami pergerakan membuat terjadi volatilitas *return*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Albuquerque et al. (2020).

5. Kesimpulan dan Saran

5.1 Kesimpulan

Perusahaan yang memiliki tanggung jawab pasti akan menaruh faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola yang baik di dalam operasional perusahaannya. Namun ketika pandemi COVID-19 muncul, hal ini menjadi pukulan bagi banyak pasar saham, sehingga dapat terlihat perusahaan-perusahaan yang kinerjanya tetap baik dan tidak terpengaruh terjadinya pandemi. Di Indonesia mulai banyak perusahaan yang menerapkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola di dalam bisnis maupun aktivitas investasinya. Juga banyak manajer investasi yang mengelola reksadana keuangan dengan berbasis ESG.

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, maka kesimpulan yang dapat dijabarkan adalah bahwa ESG tidak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* dan volatilitas *return*. Hal ini dapat terjadi karena di Indonesia belum banyak investor yang menaruh perhatian pada ESG atas pertimbangan untuk keputusan investasinya. Padahal ESG merupakan faktor yang penting bagi perusahaan di dalam pengelolaannya untuk membuat keberlanjutan lingkungan dan juga di dalam lingkungan sosial perusahaan di mana hubungan perusahaan dengan karyawan harus terjaga dengan baik. Oleh sebab itu perusahaan harus memperhatikan faktor ESG di dalam pengelolaannya untuk membawa keberlanjutan bagi perusahaan beserta seluruh pihak yang terlibat dengan perusahaan.

Selain itu hal ini karena perusahaan dengan ESG yang baik jarang mendapat sorotan dari media maupun para investor yang dapat meningkatkan kesadaran akan pentingnya ESG dalam pengelolaan perusahaan. Padahal dengan ESG bisa membawa keberlanjutan bagi perusahaan maupun pihak yang berhubungan dengan perusahaan. Sehingga perusahaan harus mempertimbangkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola yang ke depannya akan menjadi salah satu aspek penting dalam investor mempertimbangkan aspek investasinya. Dan juga para investor perlu untuk mencari tahu terkait faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola suatu perusahaan. Informasi ini bisa didapatkan dari *sustainability report* yang diberikan oleh perusahaan. Sehingga dapat menjadi pertimbangan bagi para investor dalam mempertimbangkan keputusan investasinya.

5.2 Saran

Berdasarkan analisis yang sudah dilakukan terdapat beberapa saran yang dapat dipertimbangkan untuk penelitian selanjutnya.

- Pada penelitian ini data yang tersedia hanya sedikit dikarenakan indeks ESG Leaders yang baru diluncurkan pada bulan Desember tahun 2020 dan data yang diberikan dalam kuartalan sehingga hanya terdapat data selama 3 kuartal. Sehingga diharapkan kepada

peneliti selanjutnya dapat melakukan pengolahan data dalam kerangka waktu yang lebih banyak.

- Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas sampel penelitian tidak hanya pada perusahaan yang terdapat di indeks ESG Leaders, juga menggunakan perusahaan yang terdapat pada indeks lain yang juga memiliki basis pada lingkungan, sosial, dan tata kelola sehingga dapat memberikan perbandingan *return* antar indeks.
- Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melihat faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai 3 faktor yang berbeda, sehingga dapat melihat faktor manakah yang lebih berpengaruh pada *abnormal return* dan volatilitas *return* perusahaan.

REFERENSI

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Anwar, S., Singh, S., & Jain, P. K. (2015). Cash dividend announcements and stock return volatility: Evidence from India. *Procedia Economics and Finance*, 30, 38–49. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01253-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01253-8)
- Chen, J. (2021, April 12). *Guide to socially responsible investment (SRI)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/sri.asp>
- Felicia, & Salim, S. (2019). Pengaruh ukuran perusahaan, informasi laba, kebijakan dividen dan leverage terhadap abnormal return. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 1(2), 372–380. <http://dx.doi.org/10.24912/jpa.v1i2.5005>
- Fortuneysa, A., & Prasetyo, A. B. (2019). Pengaruh efektivitas praktik pengungkapan risiko terhadap volatilitas return saham dan nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 8(3), 1–12. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/25556/0>
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariete dengan program IBM SPSS 23* (8th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Chariri, A. (2007). *Teori akuntansi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N. (2012). *Dasar-dasar ekonometrika*. Salemba.
- Hadi, N. (2011). *Corporate social responsibility*. Graha Ilmu.
- Husada, E. V., & Handayani, S. (2021). Pengaruh pengungkapan ESG terhadap kinerja keuangan perusahaan (Studi empiris pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di BEI periode 2017-2019). *Jurnal Bina Akuntansi*, 8(2), 122–144. <https://doi.org/10.52859/jba.v8i2.173>
- Hussainey, K., Oscar Mgbame, C., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(1), 57–68. <https://doi.org/10.1108/15265941111100076>

- Hartono, J. (2000). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta BPFE.
- Im, S. K., Pesaran, M.H., & Shin, Y. (2002). *Testing for unit roots in heterogenous panels*. DAE Working Paper No. 9526, University of Cambridge.
- Krisdiyanti R., Destriyanto, E., Setiawan, F. (2021). Peran corporate social responsibility (CSR) dan return on equity (ROE) dalam mempengaruhi abnormal return. *Asset: Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Bisnis*, 4(1), 23–34. <http://journal.umpo.ac.id/index.php/ASSET/article/view/3889/1833>
- Maulida, K. A., & Adam, H. (2012). Faktor-faktor yang mempengaruhi pengungkapan sustainability performance (Studi pada website perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 1(2). <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/449>
- Mujiani, S., Soraya, E., & Yulawati, S. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi abnormal return saham pada perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Indonesia (JABISI)*, 1(1), 1–11. <https://doi.org/10.55122/jabisi.v1i1.31>
- Putri, V. K. M. (2011, March 17). *Isi aturan tentang lingkungan hidup, UU No 32 Tahun 2009*. Kompas.com. <https://www.kompas.com/skola/read/2021/03/17/142637069/isi-aturan-tentang-lingkungan-hidup-uu-no-32-tahun-2009>
- Novirianti, K. (2020, December 29). *ESG: Definisi, contoh, dan hubungannya dengan perusahaan*. CESGS. <https://www.cesgs.or.id/id/2020/12/29/apa-itu-esg/>
- Rahardjo, S. (2006). *Kiat membangun aset kekayaan: Panduan investasi saham dari A sampai Z*. Elex Media Komputindo.
- Sadiq, M., Ahmad, S., Anjum, M. J., Suliman, M., Abrar, S. U., & Khan, S. (2013). Stock price volatility in relation to dividend policy; A case study of Karachi Stock Market. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 13(3), 426–431.
- Samsul, M. (2006). *Pasar modal dan manajemen portofolio*. Erlangga.
- Selpiana, K. R., & Badjra, I. B. (2018). Pengaruh kebijakan dividen, nilai tukar, leverage, dan firm size terhadap volatilitas harga saham. *E-Jurnal Manajemen*, 7(3), 1682–1712. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i03.p20>
- Syafrullah, S., & Muharam, H. (2017). 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). *Diponegoro Journal of Management*, 6(2), 222–235. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/17499>
- Triyani, A., Setyahuni, S. W., & Makwuna, F. D. (2021). Pengaruh kinerja non keuangan (environmental, social, governance) terhadap resiko investasi perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi*, 7(2), 155–165. <https://doi.org/10.31289/jab.v7i2.5602>

Widarjono, A. (2009). *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya*. Ekonosia.

Widoatmodjo, S. (2005). *Cara sehat investasi di pasar modal: Pengantar menjadi investor profesional*. Elex Media Komputindo.

Wiryakusuma, I. G. B. (2019). Pengaruh corporate governance terhadap volatilitas harga saham. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 1–10.
<https://doi.org/10.21460/jrak.2019.151.319>