

## **BAB II**

### **TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

#### **A. Tinjauan Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang dilakukan oleh Admiral dan Raharja (2023), menunjukkan bahwa pengungkapan *social disclosure* memiliki dampak negatif terhadap *market reaction*. Pengungkapan *governance disclosure* dan *audit report lag* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *market reaction*. Sedangkan, pengungkapan *environmental disclosure* mempunyai pengaruh positif terhadap *market reaction*. Dengan demikian, tingkat pengungkapan sosial dan lingkungan perusahaan dapat memengaruhi reaksi pasar terhadap investasi, sementara pengungkapan tata kelola dan laporan audit tidak memiliki dampak yang signifikan.

Penelitian yang dilakukan Suttipun dan Yordudom (2022), pada 50 perusahaan yang terdaftar di SET (*Stock Exchange of Thailand*) menemukan bahwa faktor *environmental*, *social* dan variabel kontrol ukuran perusahaan, umur perusahaan dan tingkat profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap reaksi pasar. Sedangkan, faktor *governance* dan variabel kontrol risiko perusahaan, jenis industri tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hal ini menunjukkan bahwa investor cenderung memberikan respons positif terhadap perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap isu lingkungan dan sosial, serta memiliki kinerja keuangan yang baik.

Penelitian yang dilakukan oleh Amalia dan Kusuma (2023), terkait pengaruh pengungkapan *Environmental Social Governance* terhadap kinerja

pasar saham pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang memiliki data ESG (*Thomson Reuters Database*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja pasar saham. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki praktik ESG yang kuat cenderung mengalami reaksi pasar yang lebih baik, dengan potensi untuk menciptakan nilai jangka panjang bagi para pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Aditama (2022), menguji pengaruh dari *environmental, social, governance (ESG) score* terhadap *return* saham perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya *environmental score* yang memiliki pengaruh terhadap *return saham*. Sedangkan, *social score* dan *governance score* tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham perusahaan. *Environmental score* memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham. Untuk mengurangi dan membatasi jumlah emisi yang dihasilkan dalam operasi bisnisnya, perusahaan harus meningkatkan investasi dan aset. Hal ini akan memengaruhi profitabilitas perusahaan sehingga dapat memengaruhi keputusan investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Ardian dan Sari (2024), tentang pengaruh *Environmental Social Governance (ESG), Corporate Social Responsibility (CSR)* dan karakteristik perusahaan terhadap reaksi investor. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan ESG berhubungan negatif signifikan terhadap reaksi investor, akan tetapi CSR tidak memengaruhi. Selain itu, karakteristik perusahaan melalui umur memiliki efek positif terhadap volume perdagangan saham, sedangkan jenis industri memengaruhi secara negatif

signifikan. Hal ini menyoroti kompleksitas faktor-faktor yang memengaruhi reaksi pasar terhadap praktik keberlanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Amir dan Indriani (2020), menguji pengaruh nilai sukuk, *leverage*, likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan konvensional non-bank yang menerbitkan sukuk di Indonesia tahun 2014-2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sukuk dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar sedangkan *leverage* dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Dengan demikian, hasil penelitian ini dapat membantu investor dan perusahaan dalam mengambil keputusan yang lebih tepat dalam pengelolaan risiko dan strategi keuangan yang lebih efektif.

Penelitian yang dilakukan oleh Azis et al., (2020) menguji pengaruh likuiditas, solvabilitas, dan *Economic Value Added* (EVA) terhadap reaksi pasar pada perusahaan manufaktur tahun 2017-2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua variabel eksogen berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel endogen (EVA dan Reaksi Pasar). Hasil yang menunjukkan pengaruh positif dan signifikan dari semua variabel eksogen menunjukkan pentingnya faktor-faktor tersebut dalam menentukan respons pasar terhadap kinerja perusahaan.

Veronika dan Bagana (2023), meneliti terkait pengaruh likuiditas, profitabilitas dan *leverage* terhadap *return* saham pada perusahaan sektor

manufaktur tahun 2018-2020. Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sedangkan *leverage* berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki tingkat profitabilitas dan likuiditas yang tinggi serta *leverage* yang rendah cenderung memiliki *return* saham yang lebih baik.

Penelitian yang dilakukan oleh Hanike (2020), terkait pengaruh rasio keuangan meliputi rasio likuiditas, aktivitas, profitabilitas dan solvabilitas terhadap reaksi pasar pada perusahaan sektor manufaktur tahun 2016. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio profitabilitas berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Sedangkan rasio likuiditas, aktivitas dan solvabilitas berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Temuan ini mengindikasikan bahwa analisis rasio keuangan menjadi penting bagi pemegang saham dan investor untuk memahami dinamika pasar, dengan demikian membantu dalam pengambilan keputusan investasi yang lebih baik.

Penelitian yang dilakukan oleh Mardianti dan Dewi (2021), menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 - 2018. Semakin besar *current ratio* yang dihasilkan maka semakin besar jaminan modal yang dikeluarkan investor untuk dapat dibayar perusahaan. Apabila asset lancar yang dimiliki mampu dioperasikan perusahaan dengan cepat maka akan menghasilkan keuntungan yang tinggi pula. Hal ini memicu ketertarikan investor

kepada perusahaan tersebut sehingga akan membuat nilai harga saham perusahaan meningkat.

## **B. Teori dan Kajian Pustaka**

### **1. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)**

Teori sinyal merujuk pada langkah-langkah yang diambil oleh sebuah perusahaan dengan tujuan memberikan petunjuk kepada investor mengenai pandangan manajemen terhadap masa depan perusahaan. Menurut Hartono (2017), teori sinyal mengemukakan tentang pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi. Pengeluaran informasi oleh suatu perusahaan memiliki signifikansi yang besar, karena berpengaruh pada keputusan investasi yang diambil oleh pihak eksternal terhadap perusahaan. Informasi tersebut menjadi penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi merupakan menyajikan data, catatan, atau gambaran yang relevan, baik mengenai kondisi historis, saat ini maupun prospek masa depan perusahaan dan implikasinya terhadap kinerja dan kelangsungan perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Informasi yang diperlukan investor sebagai dasar analisis dalam pengambilan keputusan investasi yaitu informasi yang lengkap, relevan, dan akurat. *Signaling Theory* muncul karena adanya permasalahan asimetri informasi. Terjadinya asimetri informasi disebabkan oleh adanya ketimpangan informasi antara pihak internal dan pihak eksternal, dimana manajer sebagai pihak internal memiliki lebih banyak informasi tentang perusahaan dibandingkan pihak eksternal seperti investor dan stakeholder lainnya (Rankin et al., 2017).

Teori Sinyal adalah penyelesaian dari asimetri informasi yang perlu diminimalkan agar informasi mengenai prospek perusahaan dapat disampaikan secara transparan kepada para investor. Pada penelitian ini, *Signaling Theory* akan menunjukkan bagaimana investor atau pelaku pasar merespon sinyal publikasi yaitu pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG) dan Likuiditas perusahaan. Informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan kemudian diterima dan dianalisis oleh investor untuk menentukan apakah informasi tersebut mencerminkan sinyal positif atau negatif di masa mendatang, sehingga memengaruhi keputusan investasi yang dicerminkan pada sebuah reaksi pasar berupa pergerakan harga saham (Andrean, 2020).

## **2. Variabel Independen**

### *a. Pengungkapan Environmental Sosial Governance (ESG)*

*Environmental Social Governance* (ESG) adalah standar perusahaan dalam praktik investasinya yang mencakup tiga konsep utama yaitu *Environmental* (Lingkungan), *Social* (Sosial), dan *Governance* (Tata kelola perusahaan). Perusahaan yang mengadopsi prinsip ESG dalam aktivitas bisnis dan investasinya akan menerapkan kebijakan yang sejalan dengan keberlanjutan ketiga elemen tersebut. Kriteria lingkungan menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan untuk mencapai kinerja finansial dan operasional yang tinggi tanpa merusak alam. Hal ini mencakup aspek-aspek seperti penggunaan energi perusahaan, pengelolaan limbah, polusi, konservasi sumber daya alam, serta perlakuan terhadap flora dan fauna. Kriteria sosial berfokus pada membangun hubungan baik antara perusahaan dan masyarakat eksternal, serta di antara

pekerja, pemasok, pelanggan, komunitas, dan lain-lain. Sedangkan, kriteria tata kelola perusahaan membahas kapasitas dan legitimasi perusahaan, hubungan internal, kontrol internal, hak-hak investor, dan aspek-aspek terkait lainnya.

*Environmental Social Governance* (ESG) merupakan suatu kerangka kerja strategi yang digunakan untuk mendefinisikan, mengevaluasi, dan memenuhi tujuan serta tindakan perusahaan. Kerangka kerja ini meliputi dampak lingkungan dan dedikasi perusahaan terhadap keberlanjutan, budaya tempat kerja dan komitmen terhadap keragaman dan inklusi, serta etos praktik dan risiko perusahaan secara keseluruhan (White, 2022). Dalam implementasinya, ESG tidak hanya memperhitungkan keadaan saat ini dan masa lampau, tetapi juga memperhatikan proyeksi ke depan sehingga setiap keputusan dan kebijakan yang diambil bersifat keberlanjutan.

Pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG) merupakan penilaian yang dilakukan menggunakan informasi data terkait kinerja ESG dan diukur melalui indeks GRI 2021 dengan menghitung rata-rata masing-masing komponen ESG (Husada dan Handayani, 2021). Pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG) bertujuan untuk memberikan gambaran yang jelas kepada semua pemangku kepentingan bahwa perusahaan telah berperilaku etis (Alareeni dan Hamdan, 2020). Perusahaan dapat mengintegrasikan informasi ESG dan laporan keuangan ke dalam satu laporan tahunan atau memutuskan untuk menerbitkan laporan keberlanjutan yang terpisah.

Bagi investor, tingkat pengungkapan informasi dari suatu perusahaan dapat memengaruhi penilaian investor. Tingkat pengungkapan yang tinggi dapat

meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan karena investor dapat mengetahui bagaimana perusahaan tersebut beroperasi. Sebaliknya, tingkat pengungkapan yang rendah akan menggambarkan perusahaan yang tidak transparan, dan menimbulkan kecurigaan bahwa perusahaan berkontribusi pada perilaku tidak etis yang dapat menurunkan integritas dan kepercayaan terhadap perusahaan.

*b. Likuiditas*

Menurut Brigham & Houston (2010), likuiditas adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan lainya dengan kewajiban lancarnya. Dapat diartikan dengan kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya ketika utang tersebut jatuh tempo. Menurut Fahmi (2019), likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan yang digunakan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya atau melunasi hutangnya kepada kreditur. Semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan menandakan perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi biasanya memiliki lebih banyak kesempatan untuk mendapatkan pinjaman dana baik dari lembaga keuangan, kreditur, maupun investor.

Sukamulja (2019) menyatakan bahwa likuiditas mencerminkan kemampuan suatu perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya atau seberapa efisien perusahaan dalam mengubah asetnya menjadi kas. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung dianggap lebih stabil dan dapat dipercaya oleh investor, sehingga dapat mengalami reaksi pasar yang positif, seperti peningkatan harga saham (Kristin dan Nugraeni, 2023). Untuk



mengetahui posisi likuiditas suatu perusahaan, digunakan beberapa angka perbandingan rasio antara lain:

1) *Current Ratio* (Rasio Lancar)

Menurut Sutrisno (2010) *Current Ratio* adalah perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar. Hasil dari perbandingan ini menunjukkan seberapa jauh tuntutan kreditor jangka pendek dapat dipenuhi oleh harta perusahaan yang diperkirakan dapat menjadi tunai dalam periode yang sama dengan jatuh tempo hutang. Rumus untuk menghitung *current ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

2) *Cash Ratio*

*Cash ratio* merupakan kemampuan untuk membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan kas yang tersedia dalam perusahaan dan efek yang segera diuangkan dimana telah diketahui bahwa kas merupakan elemen harta lancar yang paling tinggi likuiditasnya karena semakin banyak uang kas yang tersedia dalam perusahaan semakin baik, sebab disamping keperluan jangka pendek dapat pula berguna untuk menjaga keperluan yang mendesak. Rumus untuk menghitung *cash ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash or Cash Equivalent}}{\text{Current Liabilities}}$$

### 3. Variabel Dependen

#### a. Reaksi Pasar

Reaksi pasar (*Earning Response*) merupakan suatu reaksi yang ditimbulkan oleh pasar (investor) berdasarkan informasi yang diterima. Investor sering memantau pergerakan harga saham dan melakukan transaksi dengan harapan mendapatkan keuntungan. Durasi investasi serta reaksi investor terhadap informasi yang diterima bervariasi. Informasi tersebut dapat berupa berita yang dipublikasikan atau rekomendasi dari lembaga investasi. Reaksi investor terhadap informasi ini mengacu pada kondisi fundamental perusahaan. Jika fundamental perusahaan menunjukkan nilai yang tinggi dan berpotensi berkembang, maka hal ini dianggap sebagai berita baik (*good news*) dan reaksi pasar akan signifikan. Sebaliknya, jika fundamental perusahaan menunjukkan nilai yang rendah dan tidak berpotensi berkembang, maka hal ini dianggap sebagai berita buruk (*bad news*) dan reaksi pasar akan rendah.

Menurut Hartono (2010), *return* merupakan imbal hasil yang didapat dari investasi yang dilakukan. Menurut Eduardus Tandelin (2017), menyatakan bahwa *return* saham adalah “*one of the factors that motivates investors to invest is also in return for the courage they have to endure investment.*” Jadi, *return* saham dapat memotivasi para investor untuk menginvestasikan modalnya dan dapat disebut sebagai imbalan atas keberaniannya untuk menanggung risiko atas investasi yang telah dilakukannya.

Dalam konteks perhitungan reaksi pasar, *return* saham digunakan sebagai indikator utama untuk menilai respons pasar terhadap peristiwa atau informasi

baru yang berkaitan dengan perusahaan. Menurut Rizka Ayu Kusuma dan Topowijono (2018), keuntungan atau pengembalian dari saham berasal dari kenaikan dana awal investasi yang disebut sebagai *return* saham. *Return* yang diharapkan oleh para investor adalah *capital gain*. *Capital gain* merupakan laba atau keuntungan yang diperoleh investor dari hasil penjualan surat berharga yang melebihi harga pembelian.

Reaksi pasar mengacu pada bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu peristiwa. Menurut Hartono (2010), studi peristiwa (*event study*) merupakan *study* yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*even*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman yang digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk kuat. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi pasar terhadap suatu peristiwa diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga saham.

Perhitungan *return* saham menurut Para Ahli secara sistematis dirumuskan sebagai berikut:

1) *Return* saham menurut Hartono

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

2) *Return* saham menurut Brigham dan Houston

$$\text{Return Saham} = \frac{P_1 - P_0}{D_t}$$

Keterangan:

$P_t$  atau  $P_1$  = *Price*, yaitu harga saham untuk waktu  $t$   
 $P_{t-1}$  atau  $P_0$  = *Price*, yaitu harga saham untuk waktu sebelumnya  
 $D_t$  = Dividen Periodik

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat diketahui kegunaan dari *return* yang dapat membantu investor untuk mengetahui dan mengukur kinerja sebuah perusahaan, serta menjadi tolak ukur terhadap perhitungan hasil investasi di masa yang akan datang.

### C. Perumusan Hipotesis

#### 1. Pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG)

*Environmental Social Governance* (ESG) merupakan suatu kerangka kerja strategi yang digunakan untuk mendefinisikan, mengevaluasi, dan memenuhi tujuan serta tindakan perusahaan. Kerangka kerja ini meliputi dampak lingkungan dan dedikasi perusahaan terhadap keberlanjutan, budaya tempat kerja dan komitmen terhadap keragaman dan inklusi, serta etos praktik dan risiko perusahaan secara keseluruhan (White, 2022). Fenomena tren investasi berkelanjutan dan perubahan perilaku konsumen menunjukkan bahwa saat ini para investor telah mempertimbangkan isu berkelanjutan dalam setiap pengambilan keputusan baik untuk investasi maupun kebutuhan hidup. Adanya tuntutan untuk menjalankan operasional perusahaan secara berkelanjutan juga

dipicu oleh masalah lingkungan yang berkembang, yang membawa sejumlah ancaman termasuk dampaknya pada aspek ekonomi. Perusahaan yang peduli terhadap lingkungan dan memiliki praktik tata kelola yang baik dapat mengurangi risiko yang memengaruhi kinerja keuangan perusahaan dalam jangka panjang.

Transparansi dalam pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG) dapat mengurangi terjadinya asimetri informasi antara manajer sebagai pihak internal dan investor sebagai pihak eksternal. Manajer sebagai pihak yang mempunyai lebih banyak informasi akan mengirimkan sinyal berupa informasi terkait implementasi ESG di perusahaan kepada pihak luar yaitu investor. Investor yang menangkap sinyal tersebut akan menilai apakah sinyal tersebut merupakan berita baik atau buruk, sehingga memengaruhi keputusan investasi yang dicerminkan pada sebuah reaksi pasar berupa pergerakan harga saham (Andrean, 2020).

Berbeda dengan penelitian Admiral dan Raharja (2023) yang menyatakan bahwa investor yang berfokus pada kinerja jangka pendek dan laba perusahaan, memandang pengungkapan ESG sebagai sinyal negatif. Pengungkapan negatif ESG memberi sinyal bahwa perusahaan memiliki kewajiban atau biaya potensial yang signifikan di masa depan, seperti biaya litigasi atau denda regulasi. Hal ini dapat menurunkan ekspektasi investor mengenai prospek keuangan perusahaan. Oleh karena itu, meskipun pengungkapan ESG dimaksudkan untuk menunjukkan komitmen perusahaan terhadap tanggung jawab sosial dan keberlanjutan, bagi beberapa investor dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan kurang fokus pada

tujuan utamanya untuk menghasilkan keuntungan. Berdasarkan uraian tersebut memunculkan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Pengungkapan *Environmental Social Governance* (ESG) berpengaruh positif terhadap Reaksi Pasar

## 2. Likuiditas

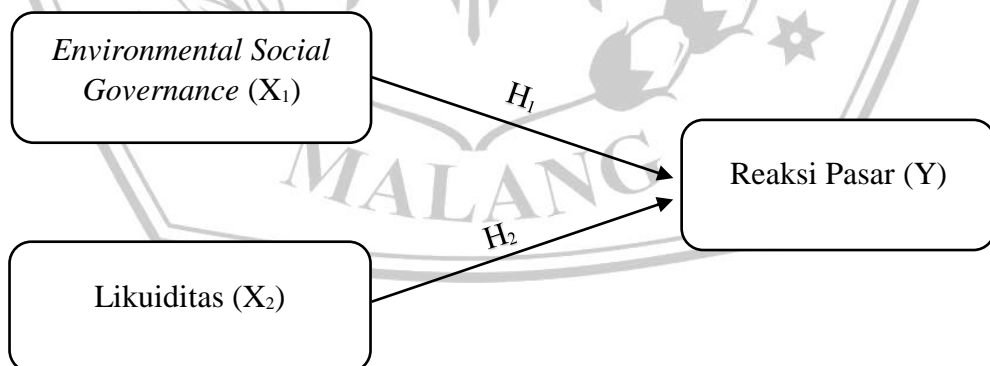
Menurut Fahmi (2019), likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan yang digunakan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya atau melunasi hutangnya kepada kreditur. Semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan menandakan perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung dianggap lebih stabil dan dapat dipercaya oleh investor, sehingga dapat mengalami reaksi pasar yang positif, seperti peningkatan harga saham (Kristin dan Nugraeni, 2023).

Likuiditas pada penelitian ini diukur dengan *Current Ratio* (CR). Veronika dan Bagana (2023) berpendapat bahwa hubungan antara teori sinyal dengan CR yaitu apabila nilai dari CR meningkat, maka perusahaan mampu mengatasi kewajiban jangka pendeknya dengan baik. Dengan demikian, dapat dijadikan sinyal bagi pihak manajemen perusahaan untuk menarik minat para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Semakin cepat kewajiban jangka pendek dapat dipenuhi oleh perusahaan maka kondisi keuangan perusahaan juga akan semakin baik. Hal ini akan berdampak pada kenaikan harga saham karena para investor tertarik dengan kondisi keuangan perusahaan tersebut (Latifah & Suryani, 2020).

Namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanike (2020), menyatakan bahwa semakin tinggi *current ratio* perusahaan akan menyebabkan harga saham akan menurun. Tingginya *current ratio* perusahaan menimbulkan respon negatif dari masyarakat terutama bagi investor karena menunjukkan ketidakmampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset lancarnya secara efisien. Hal ini berarti bahwa perusahaan hanya menggunakan aset lancarnya untuk membayar kewajiban lancarnya, bukan untuk meningkatkan kegiatan operasional perusahaan guna menghasilkan laba perusahaan. Dengan demikian, perusahaan harus mempertahankan *current ratio* (CR) yang optimal untuk menjaga kinerja perusahaan sehingga dapat memengaruhi reaksi pasar. Berdasarkan uraian tersebut memunculkan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Likuiditas berpengaruh positif terhadap Reaksi Pasar

#### D. Kerangka Pemikiran



**Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran**