

Analisis Dampak Skandal ESG dan Skandal Keuangan terhadap Harga Saham Menggunakan Pendekatan *Event Study*

Enrico Fendy Sapatra¹, Wiliam Santoso², Luky Patricia Widianingsih³

Universitas Ciputra, Indonesia

Email: enricosapatra@gmail.com

Abstrak

Skandal yang melibatkan isu Environmental, Social, and Governance (ESG) serta penyimpangan keuangan dapat memengaruhi kepercayaan investor dan stabilitas pasar saham. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak skandal ESG dan keuangan terhadap pergerakan harga saham dengan menggunakan pendekatan event study. Penelitian ini mengukur abnormal return (AR), cumulative abnormal return (CAR), dan volatilitas saham jangka panjang untuk memahami reaksi pasar terhadap peristiwa tersebut. Dengan menggunakan sampel perusahaan publik yang terlibat dalam skandal ESG dan keuangan selama satu dekade terakhir, penelitian ini mengevaluasi dinamika pasar sebelum dan sesudah pengumuman skandal. Pendekatan kuantitatif digunakan dengan menerapkan uji statistik untuk menguji signifikansi perubahan harga saham dan pola volatilitas di sekitar waktu terjadinya skandal. Dalam studi ini, skandal ESG yang dipilih adalah kontroversi pencemaran lingkungan dan tata kelola yang melibatkan PT Timah Tbk, sedangkan skandal keuangan yang dianalisis adalah kasus manipulasi laporan keuangan dan penyewaan pesawat oleh PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. Kedua kasus ini dipilih karena memiliki eksposur publik yang tinggi dan dampak signifikan terhadap pasar modal Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa skandal ESG tidak menimbulkan penurunan signifikan terhadap abnormal return maupun CAR, meskipun terjadi lonjakan volatilitas sesaat. Sebaliknya, skandal keuangan berdampak negatif secara signifikan terhadap harga saham dan CAR, serta memicu peningkatan volatilitas yang bersifat persisten. Temuan ini mencerminkan bahwa investor di Indonesia lebih responsif terhadap skandal keuangan dibandingkan ESG, yang mengindikasikan keterbatasan internalisasi nilai keberlanjutan dalam mekanisme harga pasar.

Kata Kunci: Skandal ESG, skandal keuangan, event study, abnormal return, cumulative abnormal return, volatilitas saham.

Abstract

Scandals involving Environmental, Social, and Governance (ESG) issues and financial misconduct can affect investor confidence and stock market stability. This study aims to analyze the impact of ESG and financial scandals on stock price movements using an event study approach. The research measures abnormal return (AR), cumulative abnormal return (CAR), and long-term stock volatility to understand market reactions to such events. Using a sample of publicly listed companies involved in ESG and financial scandals over the past decade, this study evaluates market dynamics before and after scandal announcements. A quantitative approach is used, applying statistical tests to examine the significance of stock price changes and volatility patterns surrounding the scandal events. For this study, the selected ESG scandal is the environmental pollution and governance controversy involving PT Timah Tbk, while the chosen financial scandal is the accounting and leasing fraud case

of PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. These cases were chosen due to their significant public exposure and impact on the Indonesian capital market. The findings reveal that the ESG scandal did not result in significant changes in abnormal return or CAR, although a temporary surge in volatility was observed. In contrast, the financial scandal led to a statistically significant decline in stock price and CAR, along with a persistent increase in volatility. These results suggest that Indonesian investors are more reactive to financial scandals than ESG-related controversies, highlighting the limited integration of sustainability concerns into investment decisions in emerging markets.

Keywords: *ESG scandals, financial scandals, event study, abnormal return, cumulative abnormal return, stock volatility.*

PENDAHULUAN

Pasar modal memainkan peran krusial dalam sistem keuangan global, di mana investor mengandalkan berbagai informasi untuk menilai risiko dan potensi keuntungan dalam keputusan investasi mereka. Salah satu faktor yang semakin mendapat perhatian dalam beberapa tahun terakhir adalah Environmental, Social, and Governance (ESG), yang berkaitan dengan keberlanjutan dan tata kelola perusahaan. Isu ESG, seperti pelanggaran lingkungan, praktik ketenagakerjaan yang tidak etis, serta tata kelola yang buruk, dapat berdampak pada persepsi investor terhadap suatu perusahaan (Bruna et al., 2022; Wu et al., 2023). Namun, masih banyak perusahaan yang belum transparan dan serius dalam pelaporan serta kontrol ESG mereka, yang pada akhirnya memicu berbagai skandal ESG. Salah satu skandal yang paling *booming* di tahun 2024 adalah skandal ESG dari PT Timah Tbk. Skandal ESG PT Timah mencuat pertama kali di tanggal 19 Februari 2024 terkait dengan dampak negatif operasi tambang yang menyebabkan pencemaran lingkungan yang signifikan. Perusahaan ini terlibat dalam praktik penambangan timah yang tidak ramah lingkungan, di mana limbah industri yang dihasilkan mencemari perairan dan tanah di sekitar wilayah tambang. Selain pencemaran air dan tanah, terdapat juga masalah terkait dengan korupsi dalam pengelolaan izin tambang dan upaya-upaya manipulasi laporan lingkungan. Isu-isu ini mencerminkan ketidakpatuhan terhadap standar ESG yang seharusnya menjaga keberlanjutan dan kelestarian lingkungan, serta integritas dalam tata kelola perusahaan. Total kerugian yang ditaksir akibat skandal ini mencapai sekitar 271 triliun rupiah, yang mencakup denda lingkungan, biaya remediasi, serta kerugian reputasi yang berdampak pada hubungan perusahaan dengan stakeholder dan pasar global. Hal ini menunjukkan bahwa banyak perusahaan masih menganggap transparansi, kejujuran dan isu pengelolaan ESG sebagai aspek yang kurang krusial karena dianggap tidak secara langsung berdampak pada nilai perusahaan (Andesvi, 2024)

Selain skandal ESG, skandal keuangan juga menjadi ancaman besar bagi stabilitas perusahaan di pasar modal. Skandal keuangan, seperti manipulasi laporan keuangan, korupsi, atau penyimpangan akuntansi, sering kali memiliki dampak langsung terhadap harga saham, mengurangi kepercayaan investor serta kredibilitas perusahaan (Bruna et al., 2022). Ketika skandal keuangan terungkap, perusahaan sering kali menghadapi sanksi hukum, denda besar, dan kehilangan kepercayaan pemangku kepentingan (Wu et al.,

2023). Oleh karena itu, banyak perusahaan lebih berfokus pada profitabilitas dan arus kas, dengan mengesampingkan aspek ESG yang dianggap kurang berdampak terhadap nilai perusahaan dalam jangka pendek. Skandal keuangan di Indonesia yang paling besar dan menarik perhatian public adalah skandal laporan keuangan PT Garuda Indonesia Tbk. Skandal keuangan Garuda Indonesia ini pertama kali terungkap pada 25 April 2019, ketika laporan keuangan tahun 2018 perusahaan ini menjadi sorotan publik. Dalam laporan yang disajikan, Garuda Indonesia mencatatkan laba sebesar 5 juta dolar AS (sekitar Rp 70 miliar), yang kemudian diketahui merupakan angka yang tidak sesuai dengan realitas. Penyelidikan lebih lanjut mengungkapkan bahwa terdapat selisih sebesar 180 juta dolar AS antara pencatatan yang disetujui dan angka yang sebenarnya. Manipulasi ini dilakukan dengan mencatatkan pendapatan yang tidak terealisasi, serta menggelembungkan aset dan laba perusahaan. Pada 28 Juni 2019, PT Garuda Indonesia dinyatakan bersalah atas manipulasi laporan keuangan dan dikenakan sanksi oleh Kementerian Keuangan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan Bursa Efek Indonesia (BEI), yang mengharuskan perusahaan untuk menyajikan ulang laporan keuangan tahun 2018. Skandal ini mencerminkan pelanggaran serius terhadap prinsip transparansi dan akuntabilitas dalam pengelolaan keuangan perusahaan, serta menyoroti pentingnya pengawasan yang ketat terhadap laporan keuangan perusahaan publik.

Penelitian ini menggunakan dua teori utama sebagai landasan konseptual, yaitu Stakeholder Theory dan Efficient Market Hypothesis (EMH). Kedua teori ini saling melengkapi dalam menjelaskan bagaimana pengungkapan ESG dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Stakeholder Theory, yang dikembangkan oleh (Freeman et al., 2018), menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pemangku kepentingan (*stakeholders*) seperti karyawan, konsumen, pemasok, pemerintah, dan masyarakat. Dalam konteks ESG, teori ini menekankan pentingnya perusahaan dalam memenuhi ekspektasi sosial dan lingkungan sebagai bagian dari upaya menciptakan legitimasi sosial dan keberlanjutan jangka panjang. Pengungkapan ESG dipandang sebagai bentuk akuntabilitas terhadap berbagai kelompok kepentingan, yang pada akhirnya dapat memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan dan menciptakan nilai perusahaan yang lebih berkelanjutan.

Sementara itu, *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikemukakan oleh (Fama, 1970), menyatakan bahwa pasar modal adalah efisien dalam mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dalam bentuk semi-strong form, EMH berasumsi bahwa harga saham sudah mencerminkan seluruh informasi publik, termasuk laporan keuangan dan pengungkapan non-keuangan seperti ESG. Oleh karena itu, apabila pengungkapan ESG memberikan sinyal positif mengenai prospek dan risiko perusahaan, maka pasar akan merespons dengan menyesuaikan harga saham secara cepat dan akurat.

Dengan demikian, pengungkapan ESG yang berkualitas tidak hanya relevan dari perspektif moral atau sosial sebagaimana ditekankan dalam *Stakeholder Theory*, tetapi juga memiliki implikasi finansial nyata sebagaimana dijelaskan dalam EMH. Kedua teori ini membentuk kerangka berpikir bahwa pengungkapan ESG dapat memengaruhi nilai

perusahaan melalui peningkatan kepercayaan pemangku kepentingan serta reaksi pasar yang rasional terhadap informasi ESG.

Beberapa penelitian menunjukkan hasil yang beragam mengenai pengaruh ESG terhadap risiko perusahaan. Penelitian dari (Firmansyah et al., 2023) menemukan bahwa risiko ESG tidak berpengaruh terhadap risiko perusahaan dan tidak menjadi pertimbangan utama bagi investor dalam pengambilan keputusan di pasar modal. Sebaliknya, penelitian dari (Dorfleitner et al., 2022) dan (Nicolas et al., 2024) menunjukkan bahwa skandal ESG dapat berdampak signifikan pada nilai perusahaan dan harga sahamnya. Hal ini menjadi masalah yang perlu diklarifikasi dan ini menjadi salah satu tujuan utama dari penelitian ini. Beberapa studi lainnya menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap skandal ESG bersifat asimetris, tergantung pada jenis pelanggaran, tingkat keterlibatan media, serta tindakan mitigasi yang dilakukan perusahaan (Emma & Jennifer, 2021; Fu, 2023).

Di sisi lain, banyak penelitian menuliskan bahwa skandal keuangan sering kali lebih berdampak langsung terhadap harga saham karena mencerminkan manipulasi atau penyimpangan dalam laporan keuangan yang dapat merugikan investor secara signifikan (Adeola Olusola Ajayi-Nifise et al., 2024; Tonglei, 2021). Studi yang dilakukan oleh (Wu et al., 2023) menunjukkan bahwa skandal keuangan yang terungkap dapat menyebabkan penurunan harga saham yang tajam dan sering kali berujung pada sanksi hukum, denda besar, dan hilangnya kepercayaan pemangku kepentingan.

Meskipun banyak studi telah meneliti dampak skandal ESG dan skandal keuangan terhadap harga saham, terdapat beberapa kesenjangan penelitian yang belum terjawab. Sebagian besar penelitian hanya berfokus pada dampak jangka pendek atau abnormal return dalam beberapa hari setelah skandal keuangan terungkap, sementara dampak jangka panjang dari skandal ESG dan keuangan terhadap volatilitas saham masih jarang dibahas. Selain itu, pendekatan event study yang sering digunakan dalam penelitian sebelumnya cenderung hanya menganalisis kejadian tunggal tanpa membandingkan perbedaan dampak antara skandal ESG dan skandal keuangan di berbagai sektor industri. Oleh karena itu, masih diperlukan analisis lebih lanjut untuk memahami mana yang lebih berdampak terhadap nilai saham perusahaan: skandal ESG atau skandal keuangan.

Dengan adanya kesenjangan penelitian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan dampak skandal ESG dan skandal keuangan terhadap harga saham menggunakan pendekatan event study. Fokus utama penelitian ini adalah pengukuran abnormal return, cumulative abnormal return (CAR), serta volatilitas saham dalam jangka panjang. Dengan memahami bagaimana pasar bereaksi terhadap kedua jenis skandal ini, penelitian ini dapat memberikan wawasan bagi investor, regulator, dan perusahaan dalam merancang strategi mitigasi risiko serta kebijakan tata kelola yang lebih efektif. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menunjukkan bahwa transparansi ESG memiliki dampak yang signifikan terhadap stabilitas keuangan perusahaan. Jika terbukti bahwa skandal ESG menyebabkan penurunan harga saham dan peningkatan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan skandal keuangan, maka hal ini menegaskan bahwa

keberlanjutan bukan sekadar aspek reputasi, tetapi juga faktor fundamental yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Dengan demikian, penelitian ini dapat menjadi referensi bagi perusahaan untuk meningkatkan transparansi dan praktik ESG mereka, mengingat dampak negatif yang dapat timbul terhadap nilai saham dan kepercayaan investor jika tata kelola yang baik tidak diterapkan. Selain itu, hasil penelitian ini juga dapat menjadi masukan bagi regulator untuk memperketat kebijakan terkait pelaporan dan mitigasi risiko ESG guna melindungi kepentingan investor serta menjaga stabilitas pasar modal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan event study yang bertujuan untuk menganalisis dampak skandal terhadap pasar saham. Event study digunakan untuk mengukur reaksi investor terhadap skandal ESG dan skandal keuangan melalui perubahan harga saham dan volatilitasnya dalam periode tertentu.

Populasi penelitian ini yaitu perusahaan publik yang terdaftar di bursa saham global dan mengalami skandal ESG atau keuangan. Sedangkan sampel penelitian ini yaitu PT Timah Tbk untuk skandal ESG dan PT Garuda Indonesia Tbk untuk skandal keuangan.

Teknik Pengambilan Sampel penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling dalam hal pemilihan sampel, yaitu metode pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu (judgmental). Sampel dipilih karena dianggap paling relevan dan informatif untuk menjawab pertanyaan penelitian.

Teknik Pengumpulan Data

1. Data harga saham diperoleh dari IDX, Yahoo Finance, Bloomberg, dan Reuters.
2. Data skandal diperoleh dari berita media yang kredibel, laporan regulator (EPA, SEC), dan jurnal akademik.
3. Data keuangan perusahaan diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan kuartalan sebelum dan sesudah skandal.

Teknik Analisis Data

1. Menentukan Event dan Jendela Waktu (Event Window)
2. Menghitung Return Saham
3. Menghitung Return Pasar
4. Menghitung Expected Return
5. Menghitung Abnormal Return
6. Menghitung Cumulative Abnormal Return
7. Uji statistik untuk menguji hipotesis

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menyajikan hasil dari pengujian terhadap 7 hipotesis penelitian yang bertujuan menganalisis dampak skandal ESG dan skandal keuangan terhadap harga saham, abnormal return (AR), cumulative abnormal return (CAR), serta volatilitas saham yang diukur menggunakan model GARCH (1,1) dengan menggunakan pendekatan event

study. Untuk Hipotesis 1, dilakukan pengujian paired sample T-Test dengan software SPSS dan didapatkan hasil seperti tabel 1 dan 2.

H1: Terdapat perbedaan signifikan dalam harga saham sebelum dan setelah skandal ESG terjadi.

Tabel 1. Paired Sample Statistics Harga Saham Sebelum dan Sesudah Skandal PT Timah Persero Tbk

Item	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
<i>Tins Before Skandal</i>	586	27,36	6,11
<i>Tins After Skandal</i>	660,25	125,62	29,09

Tabel 2. Paired Sample Test Harga Saham Sebelum dan Sesudah Skandal PT Timah Persero Tbk

Elemen	Nilai
Mean difference (Before–After)	-74,25000
t-statistic	-2,307
df (derajat bebas)	19
Sig. (2-tailed) / P-value	0,032
Confidence Interval	[-141,616, -6,883]

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan oleh tabel 1 dan 2, dapat dilihat bahwa hasil menunjukkan adanya perbedaan signifikan harga saham PT Timah (TINS) sebelum dan sesudah skandal ESG. Hasil menunjukkan kenaikan harga saham PT Timah Tbk dari rata-rata 586 menjadi 660,25 setelah skandal ESG diumumkan, dengan signifikansi p sebesar 0,032. Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam harga saham sebelum dan setelah skandal ESG, terbukti benar. Berdasarkan hasil uji paired sample t-test, ditemukan bahwa harga saham PT Timah Tbk mengalami peningkatan dari rata-rata 586 menjadi 660,25 setelah skandal ESG diumumkan secara publik, dengan nilai p sebesar 0,032. Artinya, secara statistik, terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham sebelum dan sesudah kejadian tersebut, dengan demikian Hipotesis H1 dapat diterima.

Selanjutnya, untuk pengujian Hipotesis kedua, dilakukan pengujian terhadap harga saham sebelum dan sesudah skandal PT Garuda Indonesia Tbk dan didapatkan hasil *paired T test* sebagai berikut

H2: Terdapat perbedaan signifikan dalam harga saham sebelum dan setelah skandal keuangan terjadi.

Tabel 3. Paired Sample Statistics Harga Saham Sebelum dan Sesudah Skandal PT Garuda Indonesia Tbk

Item	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
<i>GIIA Before Skandal</i>	477,45	27,88	6,23
<i>GIIA After Skandal</i>	424,80	24,02	5,37

Tabel 4. Paired Sample Test Harga Saham Sebelum dan Sesudah Skandal PT Garuda Indonesia Tbk

Elemen	Nilai
<i>Mean difference (Before–After)</i>	52,65
<i>t-statistic</i>	7,526
<i>df (derajat bebas)</i>	19
<i>Sig. (2-tailed) / P-value</i>	0.000
<i>Confidence Interval</i>	[38,007, 67.292]

Hasil uji *paired sample t-test* untuk hipotesis H2 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik antara harga saham sebelum dan sesudah skandal keuangan PT Garuda Indonesia Tbk, dengan nilai $p\text{-value} = 0.000 (< 0.05)$ dan $t\text{-statistik} = 7.526$.

Rata-rata harga saham sebelum skandal adalah 477,45, sedangkan setelah skandal turun menjadi 424,80, dengan selisih rata-rata (mean difference) sebesar 52,65 poin. Ini berarti, Hipotesis H2 **diterima**, karena terbukti terdapat perbedaan signifikan dalam harga saham sebelum dan sesudah skandal keuangan terjadi. Penurunan harga saham ini mengindikasikan bahwa skandal berdampak negatif terhadap persepsi pasar terhadap nilai saham perusahaan.

Selanjutnya, untuk pengujian Hipotesis ketiga, dilakukan pengujian terhadap abnormal return sebelum dan sesudah skandal pada PT Timah Persero Tbk dan didapatkan hasil *paired T test* sebagai berikut

H3: Skandal ESG berhubungan dengan perubahan signifikan dalam abnormal return (AR) dalam jangka pendek.

Tabel 5. Paired Sample Statistics Abnormal Return sebelum dan sesudah skandal PT Timah Persero Tbk

Item	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
<i>TINS Before Skandal</i>	-0,0063	0,02023	0,00452
<i>TINS After Skandal</i>	-0,0156	0,06744	0,01508

Tabel 6. Paired Sample Test Abnormal Return sebelum dan sesudah skandal PT Timah Persero Tbk

Elemen	Nilai
<i>Mean difference (Before–After)</i>	-0,02195
<i>t-statistic</i>	-1,408
<i>df (derajat bebas)</i>	19
<i>Sig. (2-tailed) / P-value</i>	0,175
<i>Confidence Interval</i>	[-0,05460 – 0,01069]

Pengujian hipotesis H3 dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan setelah terjadinya skandal ESG pada PT Timah Tbk. Skandal tersebut terjadi pada tanggal 19 Februari 2024, yang menjadi event

date dalam penelitian ini. Uji statistik yang digunakan adalah *paired sample t-test* dengan periode estimasi dan jendela peristiwa yang telah ditentukan sebelumnya.

Hasil uji menunjukkan bahwa rata-rata abnormal return sebelum skandal adalah sebesar -0,0063, sedangkan setelah skandal menjadi -0,0156. Perbedaan rata-rata (mean difference) sebesar -0,02195 tidak signifikan secara statistik dengan nilai signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,175, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Interval kepercayaan 95% dari perbedaan rata-rata juga mencakup nilai nol, yaitu antara -0,05460 hingga 0,01069.

Dengan demikian, hipotesis H3 ditolak, yang berarti tidak terdapat perbedaan signifikan dalam abnormal return sebelum dan setelah skandal ESG terjadi pada PT Timah Tbk. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak bereaksi secara signifikan terhadap skandal ESG tersebut dalam jangka pendek, atau bahwa informasi mengenai skandal tersebut telah terdistribusi secara bertahap sehingga tidak memicu perubahan signifikan pada abnormal return di sekitar tanggal peristiwa.

Selanjutnya, untuk pengujian Hipotesis keempat, dilakukan pengujian terhadap abnormal return saham sebelum dan sesudah skandal pada PT Garuda Indonesia Tbk dan didapatkan hasil *paired T test* sebagai berikut

H4: Skandal keuangan berhubungan dengan perubahan signifikan dalam abnormal return (AR) dalam jangka pendek

Tabel 7. *Paired Sample Statistics Abnormal Return* sebelum dan sesudah skandal PT Garuda Indonesia Tbk

Item	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
<i>GIIA Before</i> Skandal	-0,0083	-0,05625	0,01258
<i>GIIA After</i> Skandal	-0,0048	-0,04000	0,00894

Tabel 8. *Paired Sample Test Abnormal Return* sebelum dan sesudah skandal PT Garuda Indonesia Tbk

Elemen	Nilai
<i>Mean</i>	-0,00347
<i>t-statistic</i>	-0,216
<i>df (derajat bebas)</i>	19
<i>Sig. (2-tailed) / P-value</i>	0,832
<i>Confidence Interval</i>	[-0,03712, -0,03019]

Hipotesis H4 bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan dalam abnormal return (AR) saham PT Garuda Indonesia Tbk sebelum dan setelah terjadinya skandal keuangan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *paired sample t-test* untuk melihat signifikansi perbedaan nilai AR dalam jangka pendek.

Hasil uji menunjukkan bahwa rata-rata abnormal return sebelum skandal adalah sebesar -0,0083, sedangkan setelah skandal menjadi -0,0048. Meskipun terdapat perubahan arah nilai AR, perbedaan rata-rata sebesar -0,00347 tidak signifikan secara statistik. Nilai *p*-

value sebesar 0,832, jauh di atas ambang signifikansi 0,05, serta interval kepercayaan 95% yang mencakup nilai nol (-0,03712, 0,03019) memperkuat kesimpulan tersebut. Dengan demikian, hipotesis H4 ditolak, yang berarti tidak terdapat perubahan abnormal return yang signifikan sebelum dan setelah skandal keuangan terjadi pada PT Garuda Indonesia Tbk. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak memberikan reaksi yang cukup kuat dalam jangka pendek terhadap skandal keuangan yang terjadi, atau bahwa informasi terkait telah tercermin secara bertahap dalam harga saham sebelumnya.

Selanjutnya, untuk pengujian Hipotesis kelima, dilakukan pengujian terhadap Cumulative Abnormal Return saham sebelum dan sesudah skandal pada PT Timah Persero Tbk dan PT Garuda Indonesia Tbk, lalu didapatkan hasil *paired T test* sebagai berikut

H5: Skandal ESG menyebabkan perubahan cumulative abnormal return (CAR) yang lebih signifikan dibandingkan skandal keuangan.

Tabel 9. Perbandingan *Paired Sample Statistics Cumulative Abnormal Return* sebelum dan sesudah skandal antara PT Timah Persero dan PT Garuda Indonesia Tbk

Perusahaan	Skandal	Mean CAR Sebelum (%)	Mean CAR Sesudah (%)	Mean Difference (%)	p-value (Sig. 2-tailed)	Confidence Interval 95%
TINS	ESG (Lingkungan)	-0,4635	-0,3856	-0,0779	0,141	[-0,18423, 0,02835]
GIIA	Keuangan (Korupsi)	0,3219	0,1704	0,1515	0,000	[0,11960, 0,18344]

Hipotesis H5 bertujuan untuk menguji apakah skandal ESG menyebabkan perubahan cumulative abnormal return (CAR) yang lebih signifikan dibandingkan skandal keuangan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa:

- Untuk PT Timah (TINS) yang mengalami skandal ESG, perubahan mean CAR sebelum dan sesudah skandal adalah sebesar **-0,0779** dengan *p-value* sebesar **0,141**, yang berarti **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi 5%. Interval kepercayaan juga mencakup nol ([-0,18423, 0,02835]), menandakan tidak adanya perbedaan yang bermakna.
- Sebaliknya, pada PT Garuda Indonesia (GIIA) yang mengalami skandal keuangan, terdapat penurunan CAR yang signifikan sebesar **0,1515** dengan *p-value* **0,000**. Interval kepercayaan [0,11960, 0,18344] juga mendukung signifikansi hasil tersebut karena tidak mencakup nol.

Temuan ini menunjukkan bahwa hanya skandal keuangan yang memberikan dampak signifikan terhadap cumulative abnormal return. Skandal ESG tidak menghasilkan perubahan CAR yang signifikan, mengindikasikan bahwa investor cenderung merespons lebih kuat terhadap isu keuangan seperti korupsi dibandingkan isu lingkungan. Dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 5 ditolak, dan hal ini memperkuat pandangan bahwa pasar

memandang risiko keuangan sebagai ancaman yang lebih serius terhadap nilai perusahaan dibandingkan dengan isu ESG.

Selanjutnya, untuk pengujian Hipotesis keenam, dilakukan pengujian terhadap Volatilitas Return saham sebelum dan sesudah skandal pada PT Timah Persero Tbk dan PT Garuda Indonesia Tbk, lalu didapatkan hasil *paired T test* sebagai berikut

H6: Skandal ESG menyebabkan perubahan signifikan terhadap volatilitas saham yang signifikan dalam jangka panjang

Tabel 10. Hasil Estimasi GARCH (1,1) Volatilitas Saham PT Timah (TINS) Sebelum dan Sesudah Skandal ESG

Variabel	Koefisien Sebelum	Prob.	Koefisien Sesudah	Prob.
Mean Equation				
C	0,0001411	0,9258	-0,006935	0,0000
AR(1)	-0,628113	0,0000	-0,504278	0,0000
Variance Equation				
C	4,75E-05	0.1612	0,000815	0,0270
RESID(-1) ²	0.046177	0.3739	7,838802	0,0000
GARCH(-1)	0.878543	0.0000	-6,80E-05	0,9976

Tabel 11. Nilai Alpha (α) dan Beta (β) sebelum dan sesudah skandal PT Timah Persero Tbk

Periode	Alpha (α)	Beta (β)	$\alpha + \beta$	Interpretasi
Sebelum skandal	0,0462	0,8785	0,9247	Volatilitas stabil dan punya "ingatan". Pergerakan harga masih bisa diprediksi.
Sesudah skandal	7,8388	0,0000	7,8388	Volatilitas sangat tinggi, tidak stabil, dan berubah drastis. Tidak bisa diprediksi.

Model GARCH (1,1) digunakan untuk menganalisis volatilitas return saham PT Timah Tbk (TINS) dalam dua periode: sebelum dan sesudah pengungkapan skandal ESG yang melibatkan kerusakan lingkungan serta praktik pertambangan ilegal. Model ini efektif dalam menangkap dinamika volatilitas di pasar keuangan, khususnya dalam situasi yang menghadirkan ketidakpastian mendadak seperti skandal. Pada periode sebelum skandal, hasil estimasi menunjukkan bahwa komponen ARCH atau shock jangka pendek ($\alpha = 0,0462$; $p = 0,3739$) tidak signifikan, sedangkan komponen GARCH atau volatilitas jangka panjang ($\beta = 0,8785$; $p = 0,0000$) sangat signifikan. Nilai total $\alpha + \beta$ sebesar 0,9247 mendekati 1, yang berarti volatilitas saham TINS bersifat persisten. Ini menunjukkan bahwa pasar memiliki ingatan jangka panjang atas kejutan-kejutan masa lalu, dan efek dari fluktuasi return cenderung menetap dalam waktu lama. Karakter ini mencerminkan pasar yang relatif stabil secara struktural, meskipun tidak sepenuhnya bebas dari gejolak. Sebaliknya, pada periode setelah skandal, terjadi perubahan drastis dalam struktur volatilitas. Nilai α melonjak menjadi 7,8388 dengan signifikansi tinggi ($p = 0,0000$), sementara β turun drastis dan menjadi tidak signifikan ($\beta \approx -0,00007$; $p = 0,9976$). Nilai $\alpha + \beta$ yang ekstrem ($\approx 7,84$) menunjukkan bahwa model memasuki kondisi non-stasioner dan tidak lagi stabil. Ini menandakan bahwa pasar merespons skandal ESG dengan reaksi

jangka pendek yang sangat besar terjadi lonjakan ketidakpastian dan spekulasi sesaat, namun pasar tidak menganggap peristiwa tersebut sebagai perubahan struktural jangka panjang terhadap nilai atau risiko perusahaan.

Perbedaan antara struktur volatilitas sebelum dan sesudah skandal mengindikasikan bahwa investor bersikap impulsif pasca-skandal, bereaksi kuat terhadap berita negatif yang bersifat reputasional, tetapi tidak mengubah pandangan mereka terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Hal ini sejalan dengan temuan (Wong & Zhang, 2022), yang menyebut bahwa kontroversi ESG meningkatkan risiko crash jangka pendek, namun tidak selalu berujung pada volatilitas jangka panjang jika perusahaan tidak mengalami kerugian finansial langsung. Di sisi lain, (Fatemi et al., 2018) menegaskan bahwa pasar negara berkembang seperti Indonesia cenderung merespons isu ESG secara terbatas karena belum menjadi fokus utama dalam strategi investasi jangka panjang. Dengan demikian, hasil model GARCH (1,1) pada saham TINS menunjukkan bahwa skandal ESG menciptakan tekanan volatilitas temporer yang kuat, namun tidak cukup untuk mengubah persepsi risiko struktural investor. Ini membedakan skandal ESG dari skandal keuangan, yang umumnya berdampak lebih luas dan menetap terhadap dinamika risiko perusahaan.

Berdasarkan hasil estimasi model GARCH (1,1), meskipun terdapat lonjakan volatilitas jangka pendek yang signifikan pasca skandal ESG (terlihat dari kenaikan tajam koefisien α), volatilitas tersebut tidak bersifat persisten. Koefisien β justru negatif dan tidak signifikan secara statistik, yang berarti pasar tidak menyimpan memori dari volatilitas masa lalu. Oleh karena itu, hipotesis H6 yang menyatakan bahwa skandal ESG menyebabkan perubahan signifikan terhadap volatilitas saham dalam jangka panjang ditolak. Pasar tampak bereaksi keras sesaat terhadap skandal, tetapi efeknya tidak berlanjut dalam jangka panjang.

H7: Skandal keuangan menyebabkan perubahan signifikan terhadap volatilitas saham yang signifikan dalam jangka panjang.

Tabel 12. Hasil Estimasi GARCH (1,1) Volatilitas Saham PT Garuda (GIIA) Sebelum dan Sesudah Skandal ESG

Variabel	Koefisien Sebelum	Prob.	Koefisien Sesudah	Prob.
Mean Equation				
C	0,001262	0,7340	-0,002657	0,3181
AR(1)	-0,442362	0,0000	-0,374637	0,0001
Variance Equation				
C	0,001738	0,3754	0,000438	0,0455
RESID(-1) ²	0,167047	0,3077	0,628004	0,0070
GARCH(-1)	0,273368	0,6944	0,302455	0,0389

Tabel 13. Nilai Alpha (α) dan Beta (β) sebelum dan sesudah skandal PT Garuda Indonesia Tbk

Periode	α (RESID(-1) ²)	β (GARCH(-1))	$\alpha + \beta$	Interpretasi
Sebelum skandal	0,1670	0,2734	0,4404	Volatilitas rendah, tidak persisten
Sesudah skandal	0,6280	0,3025	0,9305	Volatilitas tinggi dan persisten

Hasil estimasi model GARCH(1,1) menunjukkan bahwa skandal keuangan yang melibatkan PT Garuda Indonesia Tbk menyebabkan perubahan signifikan terhadap volatilitas saham dalam jangka panjang. Pada periode sebelum skandal, nilai α (respon terhadap kejutan pasar) dan β (persistensi volatilitas) masing-masing sebesar 0,1670 dan 0,2734, dengan nilai gabungan $\alpha + \beta$ sebesar 0,4404. Kedua parameter ini tidak signifikan secara statistik, yang mencerminkan bahwa volatilitas saham relatif rendah dan tidak persisten. Hal ini menunjukkan bahwa pasar dalam kondisi stabil dan tidak terlalu responsif terhadap guncangan, mencerminkan kepercayaan investor terhadap fundamental perusahaan sebelum skandal.

Namun, setelah skandal keuangan mencuat, terjadi perubahan signifikan. Nilai α meningkat menjadi 0,6280 ($p = 0,0070$) dan β menjadi 0,3025 ($p = 0,0389$), dengan nilai gabungan $\alpha + \beta$ sebesar 0,9305. Kedua parameter ini signifikan secara statistik dan mencerminkan peningkatan tajam dalam sensitivitas pasar terhadap kejutan serta meningkatnya persistensi volatilitas. Hal ini menunjukkan bahwa pasar menjadi lebih waspada, dan efek guncangan terhadap harga saham cenderung bertahan dalam jangka panjang.

Dengan demikian, skandal keuangan terbukti memicu perubahan struktural dalam perilaku volatilitas saham GIIA, memperkuat bukti bahwa skandal berdampak signifikan terhadap persepsi risiko investor. Berdasarkan temuan ini, hipotesis H7 diterima.

Hasil ini mendukung literatur seperti (Dyck et al., 2010) dan (Karpoff et al., 2007), yang menunjukkan bahwa skandal keuangan berdampak lebih besar pada stabilitas pasar karena langsung menyerang aspek fundamental: integritas keuangan, kelangsungan usaha, dan kepercayaan terhadap sistem manajerial.

Pembahasan

Dampak Skandal ESG terhadap Harga Saham, Return Abnormal, dan Volatilitas

Analisis terhadap skandal ESG pada PT Timah Tbk menunjukkan adanya perubahan harga saham yang signifikan secara statistik, dari rata-rata 586 menjadi 660,25 ($p = 0,032$). Menariknya, hasil peningkatan harga saham dari rata-rata 586 menjadi 660,25 ($p = 0,032$) justru tidak sesuai dengan ekspektasi awal yang umumnya memperkirakan bahwa skandal, terutama yang terkait dengan ESG (lingkungan, sosial, dan tata kelola), akan menimbulkan tekanan negatif terhadap harga saham akibat berkurangnya kepercayaan investor. Dalam banyak studi sebelumnya, seperti (Krüger, 2015) dan (Aouadi & Marsat, 2018), pelanggaran ESG sering diasosiasikan dengan

reputational damage dan potensi litigasi, yang seharusnya menurunkan valuasi pasar. Namun, pada konteks kasus PT Timah Tbk, justru terjadi anomali positif dalam pergerakan harga saham, di mana pasar bereaksi dengan kenaikan harga. Terdapat beberapa kemungkinan faktor penyebab dari anomali ini. Pertama, skandal ESG yang terjadi mungkin tidak dianggap cukup material secara finansial oleh pasar. Hal ini sejalan dengan temuan (Serafeim & Yoon, 2022), yang menekankan bahwa hanya ESG news yang benar-benar material secara ekonomi yang memicu reaksi pasar signifikan. Dalam kasus PT Timah, skandal yang mencuat terkait pencemaran lingkungan atau kerusakan ekologi bisa saja dipersepsikan sebagai risiko jangka panjang yang tidak langsung memengaruhi kinerja keuangan dalam waktu dekat. Kedua, minimnya literasi ESG dan rendahnya sensitivitas investor terhadap isu keberlanjutan di pasar negara berkembang seperti Indonesia dapat menyebabkan *underreaction* atau bahkan *mispricing* terhadap informasi ESG. Hal ini diperkuat dengan penelitian dari (Mu & Shi, 2023) yang menunjukkan bahwa di pasar negara berkembang, investor ritel cenderung memprioritaskan sinyal keuangan jangka pendek dibandingkan pertimbangan ESG. Ketiga, adanya aksi spekulatif juga tidak dapat dikesampingkan. Kenaikan harga saham setelah pengumuman skandal bisa jadi merupakan hasil dari strategi investor oportunistik yang memanfaatkan penurunan harga pada saat rumor awal beredar untuk masuk ke saham tersebut ketika harga sedang rendah (*buy the dip*), yang kemudian mendorong harga naik dalam jangka sangat pendek. Hal ini sejalan dengan karakteristik pasar Indonesia yang masih rentan terhadap herding behavior dan pengaruh sentimen jangka pendek, sebagaimana dijelaskan oleh (Putra et al., 2017). Keempat, perusahaan mungkin telah memberikan klarifikasi cepat atau *defensif disclosure* yang meyakinkan pasar bahwa skandal tersebut tidak akan berdampak besar terhadap operasional perusahaan. Dalam perspektif Stakeholder Theory (Freeman et al., 2018), kepercayaan dari regulator atau hubungan dengan pemerintah dapat meredam persepsi negatif publik. Bila perusahaan dianggap tetap memperoleh dukungan dari pemangku kepentingan utama seperti pemerintah atau kontraktor utama, maka pasar cenderung tidak menjatuhkan penalti yang berat. Dengan mempertimbangkan keempat faktor di atas, dapat disimpulkan bahwa kenaikan harga saham pasca skandal ESG bukanlah cerminan dari penguatan fundamental, melainkan respons pasar yang bersifat reaktif, spekulatif, dan kemungkinan bias informasi, yang menjadi karakteristik khas pasar berkembang. Peningkatan yang terjadi pada harga saham ini mencerminkan bahwa pasar tidak memandang skandal ESG tersebut sebagai ancaman terhadap kinerja fundamental perusahaan. Namun, hasil ini tidak diikuti oleh perubahan signifikan dalam return abnormal (AR) maupun cumulative abnormal return (CAR), yang masing-masing menunjukkan $p = 0,175$ dan $p = 0,141$. Dengan kata lain, meskipun terdapat kenaikan harga saham secara absolut, pasar tidak merespons skandal ESG sebagai kejutan informasi yang mengubah ekspektasi return melebihi benchmark normal.

Ketiadaan reaksi yang signifikan pada abnormal return (AR) maupun cumulative abnormal return (CAR) pasca pengumuman skandal ESG mengindikasikan bahwa pasar tidak menganggap peristiwa tersebut sebagai informasi baru yang bernilai ekonomis

untuk mengubah ekspektasi keuntungan jangka pendek. Dalam kerangka Efficient Market Hypothesis (EMH) semi-strong form (Fama, 1970), kondisi ini dapat diinterpretasikan sebagai cerminan efisiensi pasar terhadap informasi publik. Menurut semi-strong form EMH, harga saham telah mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia, termasuk laporan media, siaran pers, pengungkapan perusahaan, dan bahkan rumor yang cukup kredibel. Oleh karena itu, jika pasar telah mengantisipasi atau menduga adanya permasalahan ESG sebelumnya, melalui, misalnya, penurunan kualitas lingkungan yang telah banyak diberitakan atau sinyal dari laporan keberlanjutan perusahaan, maka ketika skandal ESG diumumkan secara resmi, tidak terjadi penyesuaian harga yang ekstrem karena informasi tersebut sudah “diinternalisasi” oleh pelaku pasar sebelumnya. Namun, perlu dicatat bahwa penerapan semi-strong form EMH di pasar berkembang seperti Indonesia tidak selalu ideal. Meskipun secara teori pasar dianggap efisien, dalam praktiknya sering terdapat ketimpangan informasi (information asymmetry), literasi keuangan yang bervariasi, dan keterbatasan cakupan analisis ESG oleh investor lokal, yang dapat menyebabkan underreaction atau bahkan non-reaction terhadap isu-isu keberlanjutan. Dengan demikian, meskipun hasil ini tampak mendukung asumsi semi-strong form EMH secara formal, terdapat indikasi bahwa pasar tidak benar-benar memproses informasi ESG secara mendalam sebagaimana halnya informasi keuangan. Lebih lanjut, tidak adanya abnormal return signifikan ini juga menunjukkan bahwa pasar belum memperlakukan skandal ESG sebagai risiko sistemik yang berdampak langsung terhadap valuasi. Hal ini memperkuat argumen bahwa ESG disclosure di pasar Indonesia belum sepenuhnya dianggap sebagai sinyal fundamental dalam pengambilan keputusan investasi, dan lebih sering dipandang sebagai faktor reputasi atau sosial yang tidak serta merta memengaruhi arus kas masa depan perusahaan. Dengan demikian, meskipun secara statistik pasar terlihat “efisien” dalam tidak bereaksi secara berlebihan terhadap skandal ESG, kondisi tersebut justru dapat mencerminkan kelemahan dalam internalisasi nilai ESG dalam pricing saham. Oleh karenanya, interpretasi terhadap semi-strong form EMH dalam konteks ini perlu mempertimbangkan kompleksitas perilaku pasar di negara berkembang, yang memungkinkan terjadinya deviasi antara efisiensi informasi secara teori dengan penerapannya dalam praktik investasi.

Selain itu, dalam perspektif Stakeholder Theory (Freeman et al., 2018), skandal ESG tidak selalu menimbulkan kerugian langsung apabila perusahaan masih mempertahankan legitimasi sosial di mata pemangku kepentingan utama seperti regulator atau konsumen. Temuan ini konsisten dengan studi (Mu & Shi, 2023) dan (Le Tran & Coqueret, 2023), yang menemukan bahwa reaksi pasar terhadap skandal ESG cenderung terjadi secara emosional namun bersifat jangka pendek, dan tidak selalu terwujud dalam abnormal return yang signifikan. Begitu pula, studi oleh (Nicolas et al., 2024) menunjukkan bahwa reaksi negatif pasar terhadap ESG controversy cenderung terfokus pada perusahaan dengan eksposur reputasi tinggi, dan tidak universal. (Mu & Shi, 2023) menambahkan bahwa kapitalisasi dan lokasi geografis turut menentukan kekuatan reaksi

pasar terhadap skandal ESG, yang menjelaskan mengapa skandal ESG di Indonesia mungkin belum dianggap sistemik oleh investor domestik.

Analisis volatilitas melalui model GARCH (1,1) menunjukkan lonjakan drastis dalam parameter ARCH (alpha) pasca-skandal, dari 0,0462 menjadi 7,8388 ($p < 0,001$), sementara parameter GARCH (beta) turun menjadi nilai yang tidak signifikan secara statistik. Nilai total $\alpha + \beta$ sebesar 7,8388 menunjukkan adanya ketidakstabilan volatilitas yang bersifat sementara. Hasil ini memperkuat studi oleh (Serafeim & Yoon, 2022), yang menyatakan bahwa berita ESG negatif dapat memicu peningkatan volatilitas pasar secara sesaat, tanpa mengubah ekspektasi jangka panjang investor. Hal ini menunjukkan keterbatasan internalisasi nilai ESG dalam keputusan investasi di pasar berkembang seperti Indonesia, di mana informasi ESG belum sepenuhnya dianggap sebagai sinyal keuangan yang kuat (Albuquerque et al., 2019; Krüger, 2015)

Dampak Skandal Keuangan terhadap Harga Saham, Return Abnormal, dan Volatilitas

Skandal keuangan yang terjadi pada PT Garuda Indonesia Tbk menunjukkan dampak yang jauh lebih substansial terhadap kinerja pasar saham. Harga saham mengalami penurunan signifikan dari rata-rata 477,45 menjadi 424,80 ($p = 0,000$), mencerminkan respons pasar terhadap pelanggaran prinsip tata kelola dan integritas informasi keuangan. Tidak adanya perubahan signifikan dalam AR ($p = 0,832$) mengindikasikan bahwa pasar tidak bereaksi secara ekstrem dalam jangka pendek, kemungkinan karena sebagian informasi telah diketahui sebelumnya atau karena ekspektasi pasar telah mengantisipasi potensi masalah. Namun demikian, CAR menunjukkan penurunan yang signifikan, dari 0,3219 menjadi 0,1704 ($p = 0,000$), mencerminkan koreksi kumulatif nilai akibat erosi kepercayaan investor. Temuan ini selaras dengan penelitian (Karpoff et al., 2007) dan (Dyck et al., 2010), yang menunjukkan bahwa skandal keuangan berdampak langsung pada penurunan valuasi dan reputasi perusahaan, serta menimbulkan risiko jangka panjang yang lebih besar daripada kerugian keuangan jangka pendek. Studi kasus seperti Enron dan WorldCom mendukung bahwa koreksi harga saham pasca-skandal keuangan sangat tajam dan disertai lonjakan volatilitas yang bertahan lama.

Penurunan harga saham mencerminkan penyesuaian valuasi akibat hilangnya kredibilitas informasi keuangan. Ketika laporan keuangan dipertanyakan validitasnya, investor merevisi ekspektasi terhadap arus kas masa depan dan menilai ulang risiko yang melekat pada perusahaan. Dalam kerangka Efficient Market Hypothesis (EMH) semi-strong form, reaksi pasar terhadap skandal keuangan Garuda menunjukkan bahwa informasi negatif yang bersifat publik seperti temuan audit, pelaporan media, atau rilis regulator, akan langsung tercermin dalam harga saham. Penurunan signifikan harga dan CAR menunjukkan bahwa pasar merespons dengan cepat dan efisien terhadap informasi yang dianggap kredibel dan berdampak material terhadap ekspektasi arus kas masa depan. Ketika kredibilitas laporan keuangan terganggu, investor akan melakukan repricing terhadap risiko yang melekat pada perusahaan. Artinya, pasar tidak hanya

memproses informasi sebagai berita, tetapi juga menyesuaikan valuasi terhadap potensi risiko hukum, penurunan kepercayaan pemodal, pembiayaan yang lebih mahal, serta kemungkinan restrukturisasi manajemen. Respon yang kuat ini menunjukkan bahwa informasi skandal keuangan memiliki muatan ekonomis yang tinggi, dan oleh karena itu sangat relevan dengan asumsi pasar efisien dalam menyerap informasi fundamental.

Lebih lanjut, hasil ini menunjukkan bahwa pasar tidak hanya mengalami reaksi harga jangka pendek, tetapi juga mengembangkan ekspektasi negatif yang berkelanjutan. Model GARCH (1,1) mendukung interpretasi ini. Setelah skandal, nilai alpha meningkat dari 0,1670 menjadi 0,6280 ($p < 0,01$), dan beta dari 0,2734 menjadi 0,3025 ($p < 0,05$), menghasilkan $\alpha + \beta$ sebesar 0,9305. Nilai yang mendekati satu menunjukkan bahwa volatilitas bersifat persisten dan membentuk pola ketidakpastian yang berkelanjutan. Temuan ini diperkuat oleh studi Libor dan Volkswagen emission scandal yang menunjukkan bahwa skandal keuangan dan tata kelola menciptakan guncangan pasar yang tidak hanya akut tetapi juga berkelanjutan. Dalam perspektif Stakeholder Theory, skandal keuangan menandakan kegagalan dalam memenuhi akuntabilitas terhadap pemangku kepentingan utama, khususnya pemodal, kreditor, dan regulator yang pada gilirannya merusak legitimasi korporat dan meningkatkan risiko jangka panjang.

Perbandingan Dampak dan Respons Pasar terhadap Skandal ESG dan Keuangan

Perbandingan antara skandal ESG dan skandal keuangan menunjukkan perbedaan mendasar dalam respons pasar. Pada skandal ESG, terjadi peningkatan harga saham yang signifikan, namun tidak didukung oleh return abnormal maupun CAR yang signifikan. Volatilitas meningkat secara drastis tetapi tidak persisten. Hal ini menunjukkan bahwa pasar merespons skandal ESG secara emosional, namun tidak memaknainya sebagai ancaman terhadap fundamental perusahaan. Reaksi investor lebih bersifat spekulatif dan berumur pendek, serta mencerminkan keterbatasan penerapan Stakeholder Theory dalam keputusan investasi pasar Indonesia.

Sebaliknya, skandal keuangan menyebabkan penurunan harga saham yang signifikan, penurunan CAR yang nyata, dan peningkatan volatilitas yang bersifat persisten. Reaksi pasar mencerminkan koreksi terhadap penilaian risiko dan revisi terhadap ekspektasi keuntungan jangka panjang. Dalam kerangka teori EMH, pasar menilai skandal keuangan sebagai informasi publik yang kredibel dan relevan secara fundamental, sehingga menyesuaikan valuasi saham dengan cepat dan permanen. Dalam kerangka Stakeholder Theory, pelanggaran tata kelola menyebabkan hilangnya legitimasi yang tidak mudah dipulihkan tanpa tindakan perbaikan yang konkret.

Temuan ini konsisten dengan studi oleh (Aouadi & Marsat, 2018) dan (Serafeim & Yoon, 2022), yang menemukan bahwa pasar lebih responsif terhadap informasi keuangan negatif daripada isu ESG, terutama di pasar negara berkembang. Penelitian (Krüger, 2015) juga menunjukkan bahwa meskipun skandal ESG dapat menimbulkan

reaksi negatif di pasar maju, pasar berkembang cenderung menunjukkan toleransi yang lebih tinggi, kecuali jika isu ESG tersebut telah terinternalisasi oleh pelaku institusional.

Dari sisi perilaku investor, hasil ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia lebih responsif terhadap skandal yang menyangkut keuangan dan tata kelola dibandingkan isu keberlanjutan. Skandal ESG belum dipersepsikan sebagai risiko fundamental, sehingga tidak mendorong reaksi yang kuat terhadap return atau struktur volatilitas jangka panjang. Temuan ini memperkuat pentingnya peningkatan literasi ESG dan regulasi yang lebih ketat dalam mendorong pasar Indonesia menjadi lebih responsif terhadap isu keberlanjutan, seperti yang telah terjadi di pasar maju (Albuquerque et al., 2019).

Kontribusi Ilmiah dan Implikasi

Penelitian ini memberikan kontribusi empiris dan teoritis dalam literatur keuangan dan tata kelola dengan membandingkan secara langsung dua jenis skandal yang berbeda secara sifat dan dampaknya yakni skandal ESG dan skandal keuangan menggunakan pendekatan event study dan analisis volatilitas GARCH(1,1). Studi ini merupakan salah satu yang pertama dalam konteks pasar Indonesia yang menempatkan dua kasus skandal berbeda dalam satu kerangka analisis untuk mengevaluasi perbedaan reaksi pasar.

Kontribusi ini menutup celah dalam literatur yang selama ini cenderung menganalisis skandal secara terpisah dan tidak membandingkan sensitivitas investor terhadap isu keberlanjutan dan keuangan dalam satu desain empiris. Dengan demikian, temuan penelitian ini tidak hanya memperkuat pemahaman terhadap mekanisme harga dalam pasar berkembang, tetapi juga memberikan implikasi penting bagi pembuat kebijakan, pelaku pasar, dan manajer korporat mengenai prioritas pengelolaan risiko non-keuangan dan keuangan.

Implikasi praktis dari hasil ini menegaskan pentingnya penguatan sistem pengendalian internal, integritas pelaporan keuangan, dan pengelolaan risiko reputasi. Perusahaan perlu membangun kredibilitas tidak hanya melalui kinerja finansial, tetapi juga melalui tata kelola yang kuat dan pengungkapan yang transparan. Di sisi lain, pembuat kebijakan dan regulator perlu mendorong integrasi isu ESG dalam pengambilan keputusan investasi agar pasar lebih sensitif terhadap peristiwa yang berdampak pada keberlanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan dampak skandal ESG dan skandal keuangan terhadap harga saham, return abnormal (AR), cumulative abnormal return (CAR), serta volatilitas jangka panjang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, menggunakan pendekatan event study dan model GARCH(1,1). Hasil yang diperoleh menunjukkan perbedaan yang substansial antara respons pasar terhadap kedua jenis skandal tersebut.

Pertama, skandal ESG yang terjadi pada PT Timah Tbk menunjukkan peningkatan harga saham yang signifikan, namun tidak diikuti oleh perubahan signifikan pada AR dan CAR. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak mempersepsikan skandal ESG sebagai informasi baru yang mengubah ekspektasi return secara signifikan. Volatilitas jangka pendek meningkat secara drastis pasca-skandal, tetapi tidak bersifat persisten. Hasil ini mencerminkan respons pasar yang bersifat spekulatif dan emosional dalam jangka pendek, serta menggambarkan keterbatasan internalisasi isu ESG dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor di pasar berkembang seperti Indonesia. Temuan ini konsisten dengan Stakeholder Theory, di mana legitimasi sosial perusahaan yang masih terjaga dapat menekan dampak negatif dari kontroversi ESG.

Kedua, skandal keuangan pada PT Garuda Indonesia Tbk berdampak lebih mendalam dan struktural. Harga saham mengalami penurunan signifikan, disertai dengan penurunan CAR yang signifikan dan volatilitas yang meningkat secara persisten. Hal ini menunjukkan bahwa investor memandang pelanggaran tata kelola dan integritas laporan keuangan sebagai ancaman fundamental terhadap kelangsungan bisnis perusahaan. Dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH), pasar bereaksi cepat terhadap informasi keuangan negatif yang bersifat publik, dengan melakukan penyesuaian valuasi secara permanen. Selain itu, perspektif Stakeholder Theory juga mendukung bahwa kegagalan dalam akuntabilitas terhadap pemangku kepentingan inti, seperti kreditor dan regulator, akan menggerus legitimasi dan meningkatkan risiko sistemik perusahaan.

Ketiga, perbandingan antara kedua kasus menunjukkan bahwa pasar Indonesia lebih sensitif terhadap skandal yang berkaitan dengan tata kelola dan pelaporan keuangan dibandingkan isu keberlanjutan (ESG). Reaksi terhadap skandal ESG lebih bersifat sesaat, sementara reaksi terhadap skandal keuangan mencerminkan koreksi risiko jangka panjang. Hasil ini menunjukkan bahwa isu ESG belum dianggap sebagai sinyal keuangan yang material oleh sebagian besar investor di pasar domestik. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa meskipun ESG semakin menjadi perhatian global, di pasar negara berkembang penerapannya masih terbatas pada level simbolik dan belum sepenuhnya terintegrasi dalam sistem penilaian risiko investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Adeola Olusola Ajayi-Nifise, Odeyemi Olubusola, Titilola Falaiye, Noluthando Zamanjomane Mhlongo, & Andrew Ifesinachi Daraojimba. (2024). a Review of U.S. Financial Reporting Scandals and Their Economic Repercussions: Investigating Their Broader Impact and Preventative Measures. *Finance & Accounting Research Journal*, 6(2), 183–201. <https://doi.org/10.51594/farj.v6i2.787>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/MNSC.2018.3043>
- Andesvi, F. (Universitas B. (2024). *Pengaruh Environmental Social Governance Disclosure Terhadap Nilai Perusahaan*.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence

- from International Data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027–1047. <https://doi.org/10.1007/S10551-016-3213-8>
- Bruna, M. G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B., & Ruppo, D. (2022). Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47(PA), 102828. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102828>
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C., & Sparrer, C. (2022). To sin in secret is no sin at all: On the linkage of policy, society, culture, and firm characteristics with corporate scandals. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 202, 762–784. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.08.027>
- Dyck, A., Morse, A., & Zingales, L. (2010). Who blows the whistle on corporate fraud? *Journal of Finance*, 65(6), 2213–2253. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.2010.01614.X;PAGE:STRING:ARTICLE/CHAPTER>
- Emma, G. M., & Jennifer, M. F. (2021). Is SDG reporting substantial or symbolic? An examination of controversial and environmentally sensitive industries. *Journal of Cleaner Production*, 298, 126781. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126781>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2). <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Firmansyah, A., Kharisma, A. N., & Amalia, R. (2023). Apakah Risiko ESG Berkaitan dengan Risiko Perusahaan? *ABIS: Accounting and Business Information Systems Journal*, 11(4). <https://doi.org/10.22146/abis.v11i4.87641>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Zyglidopoulos, S. (2018). Stakeholder Theory- Concepts and Strategies. *Elements in Organization Theory*.
- Fu, L. (2023). Why Bad News Can Be Good News: The Signaling Feedback Effect of Negative Media Coverage of Corporate Irresponsibility. *Organization and Environment*, 36(1), 98–125. <https://doi.org/10.1177/10860266221108704>
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., Martin, G. S., Arlen, J., Armour, J., Anderson, C., Bethel, J., Buell, S., Krigman, L., & Miller, G. (2007). *The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation Forthcoming Journal of Financial Economics The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation*.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2014.09.008>
- Le Tran, V., & Coqueret, G. (2023). ESG news spillovers across the value chain. *Financial Management*, 52(4), 677–710. <https://doi.org/10.1111/FIMA.12431;WGROU:STRING:PUBLICATION>
- Mu, X., & Shi, Y. (2023). *An Event Study of the Impact of Negative ESG News on Stock Returns* (Vol. 1). Atlantis Press International BV. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-198-2_145
- Nicolas, M. L. D., Desroziers, A., Caccioli, F., & Aste, T. (2024). ESG reputation risk matters: An event study based on social media data. *Finance Research Letters*, 59,

- 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104712>
- Putra, A. A., Rizkianto, E., & Chalid, D. A. (2017). *The Analysis of Herding Behavior in Indonesia and Singapore Stock Market*. 36(Icbmr), 197–206. <https://doi.org/10.2991/icbmr-17.2017.19>
- Serafeim, G., & Yoon, A. (2022). Which Corporate ESG News Does the Market React To? *Financial Analysts Journal*, 78(1), 59–78. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1973879>
- Tonglei, Z. (2021). Investigating the Financial Crisis in 2008 from the Perspective of Banking Systems. *Journal of Finance Research*, 5(2), 67. <https://doi.org/10.26549/jfr.v5i2.7814>
- Wong, J. B., & Zhang, Q. (2022). Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels. *British Accounting Review*, 54(1). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101045>
- Wu, Z., Lin, S., Chen, T., Luo, C., & Xu, H. (2023). Does effective corporate governance mitigate the negative effect of ESG controversies on firm value? *Economic Analysis and Policy*, 80(September), 1772–1793. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.11.018>