

PERAN *SUSTAINABILITY* PADA *GREEN BONDS*, SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

THE ROLE OF *SUSTAINABILITY* IN *GREEN BONDS*, AND ITS IMPACT ON FIRM PERFORMANCE

Christiana Fara Dharmastuti *
Sumani †
Okaria Nathalie Zefanya ‡

ABSTRAK

Isu dan praktik keberlanjutan saat ini sudah menjadi bagian penting dan tren yang menarik di seluruh dunia. Perusahaan dalam menjalankan bisnisnya dituntut tidak hanya memperhitungkan faktor ekonomis, tetapi juga harus memperhatikan praktik *sustainability*. Dalam bidang keuangan, salah satu dukungan *sustainability* adalah pendanaan melalui obligasi hijau (*green bonds*). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh praktik *sustainability* perusahaan yang ditinjau dari 3P (*Profit, Planet, People*) terhadap keputusan mengeluarkan *green bonds* beserta dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Studi dilakukan pada perusahaan-perusahaan di ASIA dengan subjek 78 perusahaan dari 10 negara. Data diperoleh dari didapatkan dari Climate Bonds Initiative, International Capital Market Association, IDX serta Yahoo Finance, dan dari situs web perusahaan. Pengujian hipotesis menggunakan aplikasi Smart PLS. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *people* berpengaruh pada keputusan *green bonds* dan kinerja perusahaan, sedangkan *profit* dan *planet* tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada *green bonds* dan kinerja perusahaan

Kata Kunci: *Sustainability, Profit, Planet, People, Green Bonds*

ABSTRACT

Sustainability issues and practices have now become an important part and an interesting trend around the world. Companies in running their business are required not only to take into account economic factors, but also to pay attention to sustainability practices. In the financial sector, one of the sustainability supports through funding through green bonds, namely green bonds. This study aims to analyze the effect of corporate sustainability practices in terms of the 3 P's (Profit, Planet, People) on the decision to issue green bonds and their impact on company performance. The study was conducted on companies in ASIA with the subject of 78 companies from 10 countries. Data was obtained from the Climate Bonds

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Indonesia, email: christiana.fara@atmajaya.ac.id

†Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Indonesia, email: sumani@atmajaya.ac.id

‡Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Indonesia, email: okarianathalie@gmail.com

Penulis korespondensi: Sumani

Sitasi: Dharmastuti, Sumani, dan Zefanya. (2024). Peran *Sustainability* Pada *Green Bonds*, Serta Dampaknya Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 18(2), halaman.

Artikel masuk: 29 Januari 2024; Artikel diterima: 06 Oktober 2024

Initiative, International Capital Market Association, IDX and Yahoo Finance and from the company's website. Hypothesis testing using the Smart PLS application. The test results show that people affect the decision of green bonds and company performance, while profit and planet have no significant effect on green bonds or company performance.

Keywords: *Sustainability, Profit, Planet, People, Green Bonds*

1. PENDAHULUAN

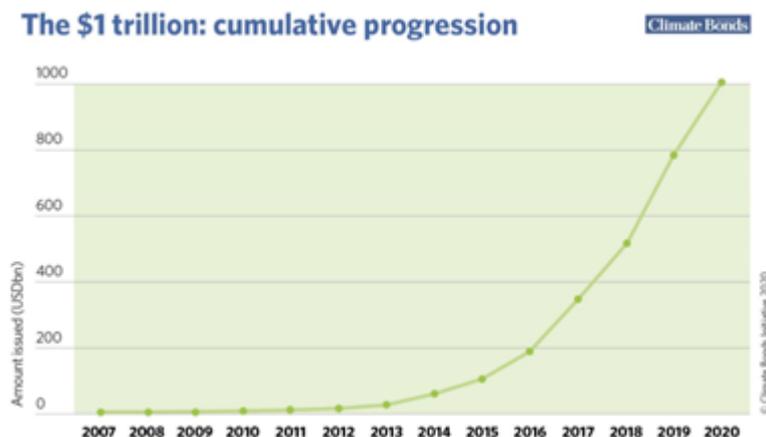
Perusahaan dalam menjalankan bisnisnya harus mempertimbangkan berbagai hal untuk dapat bertahan dan terus mempertahankan keberlanjutannya di dunia bisnis. Perkembangan era global dan industri saat ini menunjukkan semakin banyak permasalahan lingkungan yang ditimbulkan dari perubahan iklim ataupun limbah industri. Guncangan iklim dan lingkungan yang semakin mengancam kehidupan makhluk hidup telah mendesak masyarakat untuk mempercepat transisi ke pembangunan yang lebih berkelanjutan. Isu dan praktik keberlanjutan saat ini sudah menjadi tren yang menarik bagi seluruh dunia. Upaya yang dapat dilakukan untuk menjaga keberlanjutan adalah menciptakan dan memelihara kondisi bahwa manusia dan alam dapat hidup harmonis dan produktif untuk mendukung generasi sekarang dan akan datang (United States Environmental Protection Agency, 2020).

Praktik keberlanjutan dituangkan dalam laporan keberlanjutan yang berisi dampak yang diberikan perusahaan terhadap ekonomi, lingkungan, dan sosial, termasuk kontribusi positif dan negatif yang diberikan perusahaan. Berdasarkan pendekatan *triple bottom line*, yang dikemukakan oleh John Elkington pada pertengahan tahun 1990-an untuk membuat *accounting framework*, perusahaan perlu memperhatikan tiga faktor, yaitu *profit*, *people*, dan *planet*. Ketiga faktor ini berkaitan satu sama lain karena masyarakat tergantung pada ekonomi dan keuntungan perusahaan. Salas-Zapata dan Ortiz-Muñoz (2019) menyatakan bahwa keberlanjutan tergantung pada masyarakat dan lingkungan, bahkan ekosistem global. Keberlanjutan berhubungan dengan integrasi dari kriteria sosial dan ekologi yang mengarahkan tindakan manusia dan barang yang diproduksi serta untuk mencapai tujuan lingkungan, ekonomi dan sosial.

Penerapan keberlanjutan berdasarkan The Paris Agreement and the 2030 Sustainable Development Goals (SDGs) menyediakan komitmen-komitmen untuk

mengatasi tantangan lingkungan. Salah satunya terkait penerbitan instrumen keuangan bernama *green bonds*. Instrumen ini berdasarkan laporan yang dikeluarkan oleh Climate Bonds Initiative tentang ASEAN Green Finance State of the Market 2019. *Green bonds* adalah instrumen utang yang digunakan untuk membiayai proyek, aset, dan aktivitas yang mendukung adaptasi dan mitigasi perubahan iklim.

Green bonds adalah instrumen yang sudah tidak asing lagi di pasar global. Instrumen ini sudah ada sejak 2007 ketika European Investment Bank menerbitkan *green bonds* atau *climate awareness bond* senilai EUR 1 miliar. Namun, tren penerbitan *green bonds* baru mulai marak di berbagai negara maju seiring meningkatnya kesadaran investor global tentang instrumen berwawasan lingkungan.



Gambar 1. Pertumbuhan pasar green bonds di dunia

Sumber: www.climatebonds.net

Berdasarkan Gambar 1 terlihat bahwa pasar *green bonds* di dunia mengalami pertumbuhan yang luar biasa. Sejak 2007 ketika *green bonds* masuk ke pasar, tiga belas tahun kemudian mengalami pertumbuhan tahunan hampir mencapai 95%.

Namun, di negara berkembang, pasarnya masih baru dan tampaknya potensinya kurang dihargai. Banga (2019) menyatakan potensi ini karena hambatan utama di negara berkembang antara lain kurangnya pengaturan kelembagaan yang tepat untuk manajemen *green bonds*, masalah ukuran minimum, dan biaya transaksi yang tinggi terkait dengan penerbitan *green bonds*. Dalam studinya Maltais dan Nykvist (2021) menyatakan bahwa insentif keterlibatan organisasi dalam pasar *green bonds* cenderung disebabkan strategi bisnis, bukan kinerja keuangan.

Saat ini, negara-negara di ASIA mulai mendukung kesepakatan Paris Climate Goals, dengan adanya peningkatan pasokan obligasi hijau berdenominasi dolar AS Asia naik dari hanya USD 2 miliar pada 2015 menjadi USD 17,5 miliar pada 2019, dan tahun 2021 pasar obligasi hijau berdenominasi dolar Asia sekarang bernilai USD 50 miliar (Asia's Green Finance Booms | Insights | HSBC). Adapun komitmen Pemerintah Indonesia untuk mengembangkan instrumen keuangan berkelanjutan, seperti *green bonds* atau obligasi hijau, telah diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 60/POJK.14/2017 tentang Penerbitan dan Persyaratan Efek Bersifat Utang Berwawasan Lingkungan (*Green Bond*).

Sustainability dan *green bonds* merupakan dua hal yang penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan tidak hanya berfokus pada keuntungan, tetapi juga perlu aktivitas terkait dengan proyek yang berkontribusi pada keberlanjutan lingkungan, sehingga perlu kebijakan pendanaan hijau. Dari hasil studi perusahaan di Eropa, De Lucia *et al.* (2020) menemukan hubungan positif antara indikator lingkungan energi dan efisiensi air dan kinerja keuangan perusahaan. García-Amate *et al.* (2010) dalam studinya mengenai dampak sosial menunjukkan hubungan positif antara indikator kinerja lingkungan dan profitabilitas keuangan. Para pemegang saham mulai memperhatikan perusahaan yang peduli lingkungan (Aouadi & Marsat, 2018), perusahaan yang memperhatikan kinerja sosial yang lebih tinggi akan memiliki dampak terhadap nilai pasar hanya untuk perusahaan dengan perhatian tinggi akan berkinerja lebih baik dan meningkatkan reputasi nilai sosial. Para pemangku kepentingan lebih menekankan pada perusahaan yang memenuhi tujuan sosial dan keberlanjutan yang memungkinkan mereka mengakses sumber daya keuangan baru; dengan demikian menciptakan nilai pasar yang lebih besar (Nirino *et al.*, 2021). Schoenmaker dan Schramade (2018) mengatakan bahwa dalam transisi menuju ekonomi berkelanjutan, perusahaan semakin mengadopsi tujuan penciptaan nilai jangka panjang, yang mengintegrasikan nilai keuangan, sosial, dan lingkungan. Dalam praktik bisnis mulai terdapat perubahan *shareholder* teori yang bermuara pada memaksimalkan nilai pemegang saham, saat ini mulai berubah ke *stakeholder* teori, sebuah pandangan pemegang saham yang lebih baik mengakui bahwa penting untuk

memperlakukan pemangku kepentingan lainnya untuk menjaga nilai pemegang saham jangka panjang.

Dengan meningkatnya perhatian *sustainability* di dunia dan perkembangan investasi hijau di ASIA melalui *green bonds*, studi ini ingin mengkaji peran keberlanjutan perusahaan yang dianalisis dari 3P (*profit*, *planet*, dan *people*) dalam penerbitan *green bonds* serta dampaknya pada kinerja perusahaan penerbit *green bonds* di Asia. Studi ini dikembangkan dari studi-studi terdahulu yang lebih banyak menganalisis penerbitan *green bonds* terhadap kinerja perusahaan (Agliardi & Chechulin, 2020; Zhou & Cui, 2019) Studi ini berbeda dengan penelitian terdahulu karena menganalisis perusahaan di Asia yang menerbitkan *green bonds* serta melihat peranan 3P terhadap penerbitan *green bonds*.

2. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Untuk mencapai keberlanjutan, banyak hal yang harus dipersiapkan perusahaan, seperti mempunyai tujuan bisnis yang jelas, sumber daya atau dukungan lain yang memadai, sebelum perusahaan benar-benar fokus. Pada pertengahan 1990-an, John Elkington menyusun *accounting framework* yang baru bernama Triple Bottom Line . Di dalam *accounting framework* yang baru mencakup faktor *profit*, *people*, dan *planet* menggantikan *framework* tradisional yang hanya memperhitungkan *profit* dalam laporan perusahaan (Elkington, 2013)(Lungguran & Sumani, 2022) menyatakan *sustainability* terdiri atas tiga aspek yang disebut dengan *triple bottom line*, yaitu 1) pengelolaan keuntungan/kerugian tradisional; (2) pengelolaan *corporate social responsibility* perusahaan; (3) pengelolaan dari tanggung jawab lingkungan perusahaan atau dapat disebut aspek *profit*, *people*, dan *planet*.

Hitchcock dan Willard (2015) menyatakan bahwa *sustainability* memiliki beberapa tahapan. Pada tahapan terendah *compliance*, perusahaan berusaha menghindari kewajiban- kewajiban hukum ataupun regulasi yang berlaku terkait dengan penerapan keberlanjutan. Tahapan selanjutnya adalah perusahaan fokus dengan *eco- efficiencies*. Di sini perusahaan percaya bahwa penghematan penggunaan sumber daya akan berpengaruh positif pada lingkungan serta *financial bottom line* perusahaan.



Gambar 2. Tahapan Sustainability

Sumber: Hitchcock & Willard (2015)

Pada tingkatan berikutnya, perusahaan menyadari bahwa ketika perusahaan menjadi “*green firm*”, hal ini akan menarik konsumen baru dan membuat *image* yang lebih baik bagi perusahaan di komunitas sehingga perusahaan menggunakan *green marketing* sebagai pembeda dibandingkan perusahaan lainnya. Pada tahapan *sustainability*, perusahaan menyadari keinginan untuk berubah menjadi lebih baik dan memanfaatkan kesempatan yang didapatkan dari keberlanjutan. Pada tahapan terakhir, perusahaan berusaha melebihi keberlanjutan dengan menyeimbangkan penggunaan sumber daya dengan seberapa banyak sumber daya yang tersedia di alam untuk memulihkan atau membangun kembali yang sudah rusak atau dipakai secara tidak bertanggung jawab.

Banyak studi yang menemukan bahwa praktik *sustainability* dengan pendekatan ESG dan 3P telah berdampak positif bagi kinerja perusahaan. Perusahaan yang melakukan investasi kepada “*people*” dengan memperhatikan masyarakat, kesejahteraan karyawan dan pengembangan profesional dapat meningkatkan produktivitas dan mengurangi tingkat *turnover* yang akan berdampak pada peningkatan kinerja dan nilai perusahaan. Produktivitas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk menggunakan faktor input, seperti sumber daya manusia, secara efisien dan mengubahnya menjadi output yang berguna (Nguyen *et*

al., 2019). “Planet” melalui kebijakan dan inisiatif lingkungan, seperti penggunaan energi terbarukan, pengurangan emisi karbon, atau pengelolaan limbah yang efektif dapat mengurangi biaya operasional perusahaan dalam jangka panjang. Keuntungan tetap merupakan tujuan utama perusahaan, tetapi aspek *profit* dalam konteks keberlanjutan juga menekankan pentingnya pencapaian *profit* secara bertanggung jawab. Profitabilitas yang diperoleh dari praktik bisnis yang etis dan berkelanjutan dapat mengurangi risiko operasional, memperkuat basis pelanggan, dan meningkatkan loyalitas investor. Ulin Vardar dan Aydo (n.d.) dalam studinya menemukan bahwa kualitas lingkungan hidup meningkat dengan penggunaan teknologi energi terbarukan yang lebih besar dan alokasi lebih banyak keuangan hijau yang akan membawa dampak pada jejak ekologi. Adanya hubungan positif antara CSR aktivitas lingkungan dan kinerja keuangan diperkuat adanya tingkat diferensiasi produk dan investasi dari luar (Lee & Jung, n.d.).

Salah satu upaya untuk mendukung *sustainability* adalah investasi hijau. Berdasarkan laporan The Green Bond Principles yang dikeluarkan oleh International Capital Market Association (ICMA), *green bonds* adalah semua jenis instrumen obligasi yang hasilnya akan digunakan secara eksklusif untuk pembiayaan atau pembiayaan ulang, sebagian atau seluruhnya, proyek hijau baru atau yang sudah memenuhi syarat. Proyek hijau harus berkontribusi terhadap lingkungan dengan tujuan untuk mitigasi perubahan iklim, konservasi sumber daya alam, konservasi keanekaragaman hayati, serta pencegahan dan pengendalian polusi. Gianfrate dan Peri (2019) menyatakan pasar keuangan memainkan peran utama dalam perubahan disruptif bagi para praktisi, pembuat kebijakan, dan ilmuwan yang menekankan pentingnya dukungan keuangan dalam membuat perubahan transisi ke ekonomi rendah karbon. Peran *green bonds* banyak diasumsikan menjadi salah satu instrumen utama untuk memobilisasi sumber daya keuangan menuju tujuan tercapainya Perjanjian Paris.

Maltais dan Nykvist (2021), yang melakukan studi di pasar *green bonds* Swedia, menyatakan bahwa berdasarkan teori institutional, *stakeholder*, dan legitimasi saling berhubungan dalam menjamin keberlangsungan dan kesuksesan suatu organisasi. Namun, terdapat perbedaan sebagai alasan keterlibatannya berdasarkan strategi bisnis. Investasi dalam aktivitas *sustainability* akan berdampak langsung pada

kinerja keuangan perusahaan dalam jangka pendek dan menengah dibandingkan tujuan yang lebih umum, yaitu menjaga status organisasi tetap sukses di sektor sosial yang lebih luas. Lebih lanjut Maltais dan Nykvist (2021) meringkas dalam Tabel 1 yang merupakan kerangka teori yang diadopsi untuk dapat memahami motivasi penerbit dan investor di pasar *green bond* Swedia. Pertumbuhan pasar *green bonds* disebabkan oleh pencocokan insentif yang kuat antara emiten dan investor, yang dirancang menjadi instrumen keuangan yang familiar dan berisiko rendah sehingga memungkinkan investor dan penerbit untuk berkontribusi pada mandat keberlanjutan dengan biaya yang relatif rendah.

Table 1. Three categories of motivation for engagement in the green bond market.

Financial case	Business Case	Legitimacy/institutionally oriented drivers
<ul style="list-style-type: none"> • Better financial returns • Reduced financial risk • Universal Investor Incentives • Lower cost of capital • Better capital access 	<ul style="list-style-type: none"> • Branding • Operational efficiency • Creating new markets • Reduced business risks 	<ul style="list-style-type: none"> • Legitimacy seeking and the social license to operate • Accountability to identifiable stakeholders • Institutional pressures

Gambar 3. Tiga motivasi masuk dalam pasar green bond

Dalam studinya, Banga (2019) menyatakan bahwa di negara berkembang meskipun *green bonds* memiliki potensi yang besar untuk pendanaan hijau, tetapi masih banyak hambatan yang dihadapi. Hambatan institusi, keterampilan teknis untuk memantau dan menilai penggunaan dana sepanjang siklus hidup proyek. Banyak negara berkembang kekurangan keterampilan teknis yang penting untuk memastikan bahwa proyek dilaksanakan sesuai dengan Prinsip-Prinsip Obligasi Hijau. Hambatan pasar obligasi meliputi masalah ukuran minimum nilai yang dapat menarik *underwriters*, mata uang penerbitan, dan biaya transaksi yang tinggi terkait dengan penerbitan obligasi hijau. Terakhir, hambatan biaya transaksi yang mengacu pada biaya yang dikeluarkan oleh penerbit untuk mendapatkan sertifikasi label hijau dari peninjau independen dan untuk menghasilkan dokumen reguler yang menunjukkan alokasi hasil *green bonds* sepanjang siklus hidup proyek.

Flammer (2021) mendokumentasikan bahwa *return green bonds* memiliki beberapa hal sebagai berikut: i) imbal hasil pengumuman positif, ii) perbaikan nilai jangka panjang dan kinerja, iii) peningkatan kinerja lingkungan, iv) peningkatan inovasi hijau, dan v) peningkatan kepemilikan oleh investor jangka panjang dan hijau.

Secara keseluruhan, hasil studinya menunjukkan bahwa *green bonds* efektif bagi perusahaan yang mengiventasikannya dalam proyek yang berdampak terhadap lingkungan dan berkontribusi pada penciptaan nilai jangka panjang serta membantu menarik klien investor yang sensitif terhadap lingkungan.

Perusahaan dalam menjalankan bisnisnya selalu berupaya mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan bagi para pemiliknya. Nilai perusahaan sering kali tercermin dalam nilai saham perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan di mata para investor, nilai perusahaan semakin meningkat. Terdapat beberapa pendekatan menilai kinerja perusahaan untuk mewujudkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dilihat dari sudut pandang internal, yaitu dari hasil operasi perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Kinerja perusahaan dapat diartikan dan diukur dalam hal profitabilitas, pertumbuhan, *market value*, *total return on shareholder*, *economic value added*, kepuasan *customer*, dan berdasarkan ekspektasi *stakeholders* (Carroll, 2004). Menurut Fatihudin *et al.* (2018), kinerja perusahaan juga dapat diartikan sebagai ukuran kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dan pendapatan, tetapi kinerja juga dapat dipandang dari sisi eksternal atau investor. Rasio likuiditas, *solvency*, *profitabilitas*, dan *leverage* digunakan sebagai tolak ukur kinerja perusahaan.

Beberapa studi terdahulu menunjukkan hasil bagaimana *green bonds* membawa peran dalam kinerja perusahaan. Zhou dan Cui (2019) dari studinya menunjukkan bahwa penerbitan obligasi hijau berdampak positif tidak hanya pada harga saham perusahaan, profitabilitas perusahaan, dan kinerja operasional, tetapi juga kapasitas inovasi, dan dapat meningkatkan CSR perusahaan. Secara keseluruhan, penerbitan obligasi hijau memberikan dampak positif bagi perusahaan, memberikan kontribusi pada peningkatan lingkungan, mempromosikan CSR dan menciptakan nilai, serta membantu investor sampai batas tertentu.

Profitabilitas, yang merupakan hal utama untuk menentukan kinerja perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang memadai, merupakan hal penting yang dapat menentukan keberlanjutan dan kesuksesan perusahaan. Profitabilitas memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan *long-term debt*. Hasil ini mendukung *trade-off theory* dan *theory of Modigliani and Miller* (Alexander & Minnema, 2018),

dengan salah satu bentuk dari *long-term debt* ialah *bonds*. Mizen *et al.* (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas lebih besar berkemungkinan lebih besar untuk menerbitkan *bonds*. Semakin banyak profit yang dihasilkan sebuah perusahaan maka perusahaan tersebut lebih mungkin untuk menerbitkan *publicly debt* (Denis & Mihov, 2003). Untuk itu hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1 : Profit berperan dalam penerbitan *green bonds* perusahaan

Pelatihan karyawan dapat membuat karyawan mengerti mengenai kebutuhan *strategic green orientation*, dan pelatihan berpengaruh positif terhadap *sustainable development performance* (Liu *et al.*, 2014; Ji *et al.*, 2012). Menurut Zhou dan Cui (2019), *sustainable development* akan mendorong timbulnya *sustainable finance/green finance*. Oleh karena itu, diperkirakan bahwa peningkatan *sustainable development* yang berasal dari pelatihan karyawan dapat mendorong penerbitan *green bonds* sebagai *sustainable finance*. Nguyen *et al.* (2019) mengungkapkan bahwa manajer harus memperhatikan peningkatan produktivitas tenaga kerja dengan menggunakan mekanisme insentif, membangun lingkungan kerja yang baik, berinvestasi dalam teknologi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Untuk itu hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H2 : *People* berperan terhadap penerbitan *green bonds* perusahaan

Risiko yang ditimbulkan dari masalah iklim juga merupakan sumber risiko keuangan. Hal ini menunjukkan hubungan yang kuat antara perubahan lingkungan dengan *green finance* (Network for Greening Financial System Report, 2018). Untuk mengurangi risiko iklim yang juga akan berisiko pada keuangan, perusahaan dapat mengambil langkah untuk mengurangi penggunaan sumber daya serta menerbitkan *green bonds* yang merupakan produk *green finance* yang berasal dari praktik keberlanjutan yang dilakukan oleh perusahaan. *Green bonds* diterbitkan untuk membiayai proyek ramah lingkungan yang memiliki tujuan mitigasi efek perubahan iklim, penghematan sumber daya, dan pengontrol polusi (Flammer, 2021; Zhou & Cui, 2019). Untuk itu hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H3 : *Planet* berperan terhadap penerbitan *green bonds* perusahaan

Lebelle et al. (2020) meneliti reaksi pasar saham terhadap penerbitan *green bonds* dan pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sampel terdiri atas 475 *green bonds* yang diterbitkan oleh 145 perusahaan pada periode 2009--2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar saham bereaksi negatif terhadap penerbitan *green bonds* dilihat dari *cumulative abnormal returns* (CARs) yang negatif.

Berdasarkan studi literatur diketahui bahwa keberlanjutan merupakan hal yang penting dan harus dipertimbangkan perusahaan. Perusahaan tidak hanya mengejar *profit*, tetapi perlu mempertimbangkan *planet* dan *people*. Salah satu upaya untuk mendukung 3P tersebut adalah adanya dukungan organisasi melakukan investasi hijau melalui pendanaan yang saat ini sedang berkembang, yaitu *green bonds* (Agliardi & Chechulin, 2020). Strategi investasi hijau yang dilakukan perusahaan seharusnya juga dapat membawa peningkatan kinerja perusahaan di mata investor. Untuk itu hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H4 : Penerbitan *green bonds* berpengaruh pada kinerja perusahaan

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu sumber data yang berasal dari sumber-sumber yang sudah tersedia. Data yang digunakan ialah laporan keuangan tahunan perusahaan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Data diperoleh di Climate Bonds Initiative, International Capital Market Association, IDX serta Yahoo Finance dan situs *web* perusahaan.

Studi ini dilakukan pada perusahaan yang menjadi subjek penelitian, yaitu perusahaan di Asia yang mengeluarkan *green bonds* periode waktu lima tahun terakhir (2016 – 2020). Perusahaan juga memiliki data lengkap sesuai dengan tujuan penelitian dan memiliki profitabilitas yang positif.

Untuk pengujian hipotesis, digunakan proksi untuk mengukur 3P, *green bonds*, dan kinerja perusahaan sebagai berikut:

1. *Profit* => % *Sales*

Pada studi ini *profit* akan diukur melalui faktor utama yang memengaruhi *profit*, yaitu besarnya peningkatan penjualan. Hal ini dilakukan karena *profit* merupakan hasil

akhir dari usaha perusahaan setelah dikurangi biaya-biaya, termasuk biaya karyawan. Oleh karena itu, penelitian ini berfokus pada faktor utama yang memengaruhi *profit*, yaitu pertumbuhan *sales* perusahaan.

$$\text{Pertumbuhan sales} = \frac{\text{Sales 2} - \text{Sales 1}}{\text{Sales 1}}$$

2. *People*

Variabel *people* diukur dengan total biaya yang dikeluarkan perusahaan bagi kesejahteraan karyawan dibandingkan total biaya keseluruhan. Seperti yang disampaikan Nguyen *et al.* (2019) bahwa peningkatan produktivitas tenaga kerja melalui mekanisme insentif akan berdampak pada kinerja perusahaan.

$$\text{People} = \frac{\text{Biaya karyawan}}{\text{Total Biaya}}$$

3. *Planet*

Variabel *planet* diukur dari banyaknya penggunaan listrik. Konsumsi energi terbarukan salah satunya menggunakan energi listrik signifikan terhadap jejak ekologi. (Ulin Vardar & Aydo, n.d.). Tenaga listrik merupakan sumber energi utama suatu negara. Dari studi Subramaniam dan Loganathan (n.d.), di Singapore listrik berasal dari minyak yang diubah untuk menghasilkan hampir 95% tenaga listrik.

$$\text{Planet} = \text{Ln} (\text{Electricity-Energy Usage (kWh)})$$

4. *Green Bonds*

Variabel *green bonds* diukur dengan *total amount issued* untuk melihat seberapa banyak nilai atau dana atas penerbitan *green bonds* yang dilakukan perusahaan.

$$\text{Green Bonds} = \text{Ln} (\text{Total Amount Issued})$$

5. Kinerja Perusahaan

Variabel kinerja perusahaan diukur dengan *return on equity* (ROE). ROE merupakan proksi kinerja perusahaan bagi para investor karena ROE mengukur berapa nilai pengembalian investasi modal investor dari sisi eksternal perusahaan. Dalam studi ini akan digunakan data ROE yang positif.

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$$

Dalam melakukan pengolahan data, digunakan *partial least square* (PLS) karena data yang tidak normal berasal dari berbagai negara yang memiliki variasi cukup besar. *Bootstrapping* digunakan dalam menilai signifikansi statistik dari *loadings* dan koefisien *structural path* karena data yang digunakan tidak mengasumsikan harus *multivariate normal*.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang menerbitkan *green bonds* di kawasan ASEAN dari tahun 2016 hingga 2020 dan tercatat pada laporan *green bonds* yang dibuat oleh *Climate Bonds Initiative* (CBI) dan International Capital Market Association negara di Asia yang menerbitkan *green bonds*. Data penelitian diperoleh dari tujuh negara, yaitu Indonesia, Thailand, Singapura, Malaysia, Philipina, Cina, dan Jepang. Data perusahaan meliputi 146 perusahaan. Namun, karena ada beberapa perusahaan yang datanya tidak lengkap, total sampel 86 perusahaan.

Tabel 2. Daftar sampel dan negara

No	Negara	Jumlah perusahaan
1	Jepang	43
2	Cina	13
3	Sinagapura	7
4	Thailand	7
5	Philipina	8
6	Malaysia	5
7	Indonesia	3
	Total sampel	86

Sumber: Data diolah peneliti (2022)

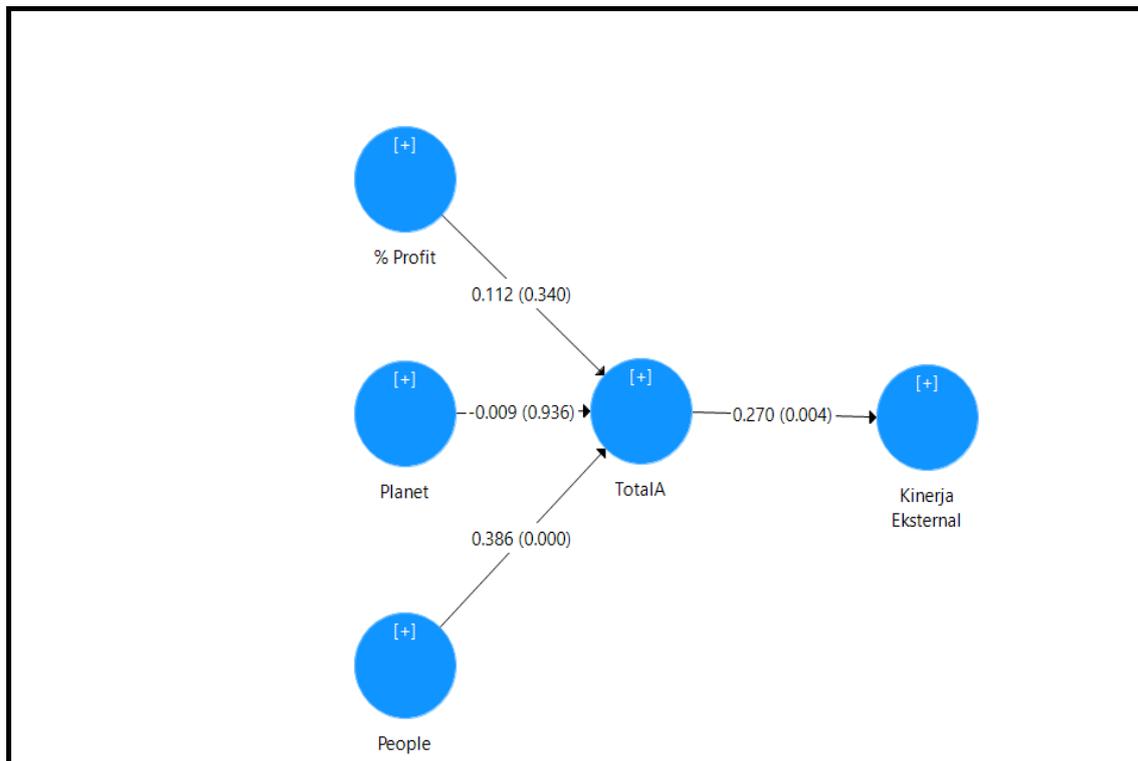
Berdasarkan Tabel 3 terlihat bahwa variansi dalam variabel nilai perusahaan yang diukur ROE dapat dijelaskan melalui *R square adjusted* sebesar 6,1 %, sedangkan untuk variabel emisi *green bonds* sebesar 11,11%.

Tabel 3. R Square

	R Square	R Square Adjusted
ROE	0.073	0.061
GB	0.145	0.111

Sumber: Data diolah peneliti (2022)

Gambar 3 berikut menjelaskan model penelitian dan hasil analisis data yang dilakukan.



Gambar 3. Hasil pengolahan data dan model penelitian

Tabel 5. Path coefficients (Direct effect and P Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values
Profit -> ROE	0.030	0.026	0.034	0.898	0.369
Profit -> GB-TotalA	0.112	0.097	0.117	0.954	0.340
People -> ROE	0.104	0.108	0.049	2.106	0.036
People -> GB-TotalA	0.386	0.388	0.106	3.643	0.000
Planet -> ROE	-0.002	-0.003	0.032	0.075	0.940

Planet -> GB-TotalA	-0.009	-0.008	0.110	0.080	0.936
TotalA -> ROE	0.270	0.274	0.092	2.933	0.004

Sumber: Data diolah peneliti (2022)

Dari hasil pengujian menggunakan PLS, terlihat bahwa di antara 3P (*profit*, *planet*, dan *people*) ternyata hanya *people* yang memiliki pengaruh langsung *p value* = 0,000 terhadap besaran emisi *green bonds* (GB). *Profit* (*p value* = 0,340) dan *planet* (*p value* = 0,936) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap besaran emisi *green bonds*. Kinerja eksternal perusahaan yang diukur melalui ROE dipengaruhi oleh besaran emisi *green bonds* dengan *p value* 0,004.

Profit yang diukur menggunakan persentase pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan penerbitan *green bonds*; demikian pula peran *green bonds* belum mampu berperan sebagai mediasi profit ke kinerja. Hasil ini mengindikasikan penerbitan *green bonds* tidak tergantung pada kinerja fundamental perusahaan. Demikian pula eksternal melihat bahwa *green bonds* belum menjadi faktor penting bagi investor. Hasil ini dimungkinkan karena pasar *green bonds* di Asia saat baru mulai berkembang dan masih sedikit perusahaan yang menerbitkan *green bonds* karena masih dianggap sebagai instrumen keuangan baru. Seperti yang disampaikan Banga (2019) bahwa di negara berkembang penerbitan *green bonds* masih banyak hambatan dan belum menjadi perhatian. Maltais dan Nykvist (2021) menyatakan bahwa insentif keterlibatan organisasi dalam pasar *green bonds* cenderung lebih disebabkan strategi bisnis dibandingkan kinerja keuangan. Berdasarkan laporan ASEAN Green Finance State of the Market 2019, *green bonds* adalah instrumen utang yang digunakan untuk membiayai proyek, aset, dan aktivitas yang mendukung adaptasi dan mitigasi perubahan iklim. Hasil yang tidak signifikan ini diduga karena investasi yang dilakukan belum fokus dan ditekankan untuk adaptasi dan mitigasi perubahan iklim.

Dalam studi ini, aspek *people* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan besarnya *green bonds* dan kinerja perusahaan. Karyawan perusahaan sejatinya selalu berharap agar perusahaan dapat berjalan secara *sustain*, sehingga mereka akan berupaya untuk melakukan yang terbaik demi keberlanjutan perusahaan. Seperti yang disampaikan dalam ESG Guide (PwC, 2020), keberadaan pelanggan,

karyawan, komunitas, dan pemasok suatu perusahaan memiliki suara yang signifikan yang akan mendorong manajemen untuk penciptaan nilai sekaligus menyeimbangkan kewajiban yang lebih luas yang berdampak. Melalui pelatihan, karyawan juga dapat mengerti kebutuhan *strategic green orientation* serta pelatihan juga berpengaruh positif pada *sustainable development performance* (Liu *et al.*, 2014; Ji *et al.*, 2012). Para karyawan yang dilatih dapat meningkatkan pendidikan tentang isu-isu yang berkaitan dengan etika bisnis atau lingkungan dan tanggung jawab sosial perusahaan. Selain itu, penelitian juga menunjukkan bahwa pelatihan karyawan juga membantu meningkatkan kepemimpinan dan pembelajaran karyawan yang pada gilirannya akan mengarah pada implementasi yang lebih efektif dari keputusan manajerial atau strategi untuk pembangunan berkelanjutan (Ji *et al.*, 2012).

Aspek *planet*, yang diukur menggunakan proksi besaran penggunaan listrik di perusahaan, dari hasil studi ditemukan bahwa penggunaan listrik tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap besaran *green bonds* dan kinerja perusahaan. Meskipun saat ini penggunaan *green bonds* semakin meningkat, diduga perusahaan cenderung terlibat karena keikutsertaan saja. Fatica dan Panzica (2021) dalam studinya menemukan bahwa perusahaan hanya memiliki implikasi dan efektivitas yang sangat sedikit terhadap lingkungan hidup. Penurunan emisi dalam asetnya ternyata signifikan lebih besar dampaknya ketika mengeluarkan *green bonds* dan lebih menggunakan obligasi konvensional.

Berdasarkan hasil studi di atas, aktivitas perusahaan dalam 3P ternyata belum memberikan pengaruh yang sama terhadap kebijakan dalam penentuan emisi *green bonds* meskipun *green bonds* mampu memberikan pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Peningkatan penerbitan *green bonds* akan menambah *media exposure* perusahaan yang akan menarik perhatian investor dan hal ini menyebabkan peningkatan permintaan saham dan memperluas basis investor (Tang & Zhang, 2020). Dari studi di Lithuania tentang tantangan dan benefit penerbitan *green bonds*, diketahui bahwa reputasi, peringkat kredit yang baik, dan skor aktivitas lingkungan, sosial, dan tata kelola penerbit merupakan pertimbangan utama dalam keberhasilan penerbitan obligasi hijau (Zumente & Bistrova, 2021).

Seperti yang disampaikan dalam Report Sustainable Finance ASEAN, *Jakarta Post* (2020), *green bonds* merupakan instrumen keuangan yang baru berkembang, sehingga belum banyak perusahaan dan negara yang menerbitkan instrumen tersebut. *Sustainable finance* tidak dapat berkembang jika pihak atau *stakeholder* yang berkepentingan tidak memiliki kompetensi dan apresiasi yang sesuai dengan situasi yang ada. *Awareness* dan edukasi dapat dilakukan melalui *partnerships* antara sektor publik dan privat untuk semua kalangan usia dan sosial. Contohnya di ASEAN pada tahun 2020 baru ditemukan 46 perusahaan yang menerbitkan *green bonds*. Sepanjang 2018--2021, Indonesia juga baru menerbitkan \$6.3 *billion green bonds* (CBI,2021). Pangsa pasar global *green bond* relatif rendah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Pasar *green bond* menyumbang sekitar 0,8% dari total pasar obligasi yang beredar. Lebih lanjut ditekankan bahwa penerbitan obligasi hijau yang potensial memiliki ketergantungan pada kondisi ekonomi dan masyarakat (Torvanger *et al.*, 2021). Salah satu faktor penghambat penerbitan *green bond* adalah harga yang relatif lebih tinggi, sedangkan *green bond* menawarkan imbal hasil yang lebih rendah kepada investor (Agliardi & Chechulin, 2020). Dampak *green bonds* akan lebih baik jika dilihat secara jangka panjang dibandingkan jangka pendek. Ditambahkan bahwa tidak semua negara ASEAN memiliki kebijakan nasional terkait *green finance* sehingga situasi ideal belum terpenuhi. Investor masih meragukan hal terkait transparansi, yaitu perusahaan diharapkan mengeluarkan laporan penggunaan dana dari *green bonds*, sedangkan hingga saat ini belum ada standar atau *framework* yang resmi untuk dapat digunakan oleh seluruh negara ASEAN.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Hasil studi menunjukkan bahwa dari *triple P* (*profit*, *planet*, dan *people*) hanya *people* yang memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap penerbitan *green bonds* dan nilai perusahaan. *Profit* dan *planet* tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Penerbitan *green bonds* juga memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil studi ini memiliki implikasi manajerial bahwa *people* memberi peran terhadap keputusan besarnya emisi *green bonds*. Untuk itu penting bagi pimpinan perusahaan memberikan pelatihan dan pembekalan kepada karyawan mengenai kebijakan dan

aktivitas perusahaan terkait *sustainability*. Belum berperannya *profit* dan *planet* terhadap keputusan *green bonds* dan nilai perusahaan menunjukkan belum banyak perusahaan yang mengimplikasikan kebijakan *sustainability* menjadi suatu hal yang penting dan strategis bagi perusahaan. Untuk itu perusahaan perlu mengkaji kembali langkah-langkah strategis untuk turut mengambil aksi kebijakan *sustainability*, dan menggunakan kesempatan pendanaan melalui *green bonds* untuk kegiatan investasi perusahaan yang mendukung *sustainability*.

Untuk penelitian lebih lanjut, perlu dipertimbangkan proksi lain yang lebih tepat untuk mengukur *profit* dari sudut pandang lain, misalnya ketersediaan *cash flows*, dan *planet* melalui ukuran penggunaan energi lainnya, seperti pengurangan emisi karbon. Pada studi ini *green bonds* diukur dari jumlah dana yang diperoleh dari *green bonds*. Untuk studi lebih lanjut dapat digunakan *rating green bonds* atau sumber pendanaan lain yang mendukung investasi hijau serta memperluas jangkauan subjek penelitian.

DAFTAR RUJUKAN

- Agliardi, E., & Chechulin, V. (2020). Green bonds vs regular bonds: Debt level and corporate performance. *Journal of Corporate Finance Research*, 14(2), 83–99. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.14.2.2020.83-99>
- Alexander, A., & Minnema, J. (2018). The relationship between leverage and profitability: A quantitative study of consulting firms in Sweden. *Sweden: Umea School of Business, Economics and Statistics*, 1–83.
- 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>
- Banga, J. (2019). The green bond market: A potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance and Investment*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
- Carroll, A. B. (2004). Managing ethically with global stakeholders: A present and future challenge. *Academy of Management Executive*, 18(2), 114–120. <https://doi.org/10.5465/AME.2004.13836269>
- De Lucia, C., Paziienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does good esg lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe. *Sustainability 2020*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/SU12135317>
- Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: Evidence from new corporate borrowings.

- Journal of Financial Economics*, 70(1), 3–28.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00140-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00140-5)
- Elkington, J. (2013). Enter the triple bottom line. In *The Triple Bottom Line: Does it All Add Up*. <https://doi.org/10.4324/9781849773348>
- Fatica, S., & Panzica, R. (2021). Green bonds as a tool against climate change? *Business Strategy and the Environment*, 30(5), 2688–2701.
<https://doi.org/10.1002/BSE.2771>
- Fatihudin, D., Jusni, & Mochklas, M. (2018). How measuring financial performance. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(6), 553–557.
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2021.01.010>
- García-Amate, A., Ramírez-Orellana, A., Rojo-Ramírez, A. A., & Pilar Casado-Belmonte, M. (2010). Do ESG controversies moderate the relationship between CSR and corporate financial performance in oil and gas firms? <https://doi.org/10.1057/s41599-023-02256-y>
- Gianfrate, G., & Peri, M. (2019). The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of Cleaner Production*, 219, 127–135. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2019.02.022>
- Hitchcock, D., & Willard, M. (2015). The business guide to sustainability: Practical strategies and tools for organizations. *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations*, 1–290. <https://doi.org/10.4324/9781315767390/BUSINESS-GUIDE-SUSTAINABILITY-MARSHA-WILLARD-DARCY-HITCHCOCK/ACCESSIBILITY-INFORMATION>
- Ji, L., Huang, J., Liu, Z., Zhu, H., & Cai, Z. (2012). The effects of employee training on the relationship between environmental attitude and firms' performance in sustainable development. *International Journal of Human Resource Management*, 23(14), 2995–3008.
<https://doi.org/10.1080/09585192.2011.637072>
- Lebelle, M., Lajili Jarjir, S., & Sassi, S. (2020). Corporate green bond issuances: An international evidence. *Journal of Risk and Financial Management*. <https://doi.org/10.3390/jrfm13020025>
- Lee, S., & Jung, H. (n.d.). *The effects of corporate social responsibility on profitability The moderating roles of differentiation and outside investment*. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2015-0268>
- Liu, Z., Li, J., Zhu, H., Cai, Z., & Wang, L. (2014). Chinese firms' sustainable development-The role of future orientation, environmental commitment, and employee training. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(1), 195–213.
<https://doi.org/10.1007/s10490-012-9291-y>

- Lungguran, U. K., & Sumani. (2022). Pengaruh implementasi sustainability (profit, people, planet) terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam indeks Sri-Kehati. *Jurnal Akuntansi*, 16(1), 88–120. [https://doi.org/pengaruh implementasi sustainability \(profit, people, planet\) terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam indeks sri-kehati](https://doi.org/pengaruh%20implementasi%20sustainability%20(profit,%20people,%20planet)%20terhadap%20kinerja%20keuangan%20perusahaan%20dalam%20indeks%20sri-kehati)
- Maltais, A., & Nykvist, B. (2021). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 11(3), 233–252. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>
- Mizen, P., Tsoukalas, J. D., & Tsoukas, S. (2011). How does reputation influence a firm's decision to issue corporate bonds? New evidence from initial and seasoned public debt offerings. *SSRN Electronic Journal*, January 2021. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1108532>
- Nguyen, P. A., Nguyen, A. H., Ngo, T. P., & Nguyen, P. V. (2019). The relationship between productivity and firm's performance: Evidence from listed firms in Vietnam stock exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 131–140. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2019.VOL6.NO3.131>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- PwC. (2020). *ESG oversight : The corporate director ' s guide*. November, 1–18. <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/esg-guidebook-layout-final.pdf>
- Salas-Zapata, W. A., & Ortiz-Muñoz, S. M. (2019). Analysis of meanings of the concept of sustainability. *Sustainable Development*. <https://doi.org/10.1002/sd.1885>
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2018). *Principles of sustainable finance*. <https://papers.ssrn.com/abstract=3282699>
- Subramaniam, Y., & Loganathan, N. (n.d.). *Does green finance affect renewable energy development in Singapore?* <https://doi.org/10.1108/JABES-02-2023-0052>
- Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2020). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of Corporate Finance*, 61. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2018.12.001>
- Ulin Vardar, G., & Aydo, B. (n.d.). *Investigating the ecological footprint and green finance: Evidence from emerging economies*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-05-2023-0124>
- Zhou, X., & Cui, Y. (2019). Green bonds, corporate performance, and corporate social responsibility. *Sustainability*, 11(23). <https://doi.org/10.3390/su11236881>

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG Importance for long-term shareholder value creation: literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity* 2021, 7(2), 127.
<https://doi.org/10.3390/JOITMC7020127>

<https://www.epa.gov/climate-change>

Climate Bonds Initiative. Explaining green bonds.
<https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>

Climate Bonds Initiative. (2019). ASEAN green finance state of the market.
https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_asean_sotm_2019_final.pdf