

PENGARUH PENGUNGKAPAN ESG, PROFITABILITAS, LEVERAGE, DAN LIKUIDITAS TERHADAP *RETURN* SAHAM DENGAN UKURAN PERUSAHAAN DAN *PRICE TO EARNINGS RATIO* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

(Studi pada Emiten Indeks ESG *Quality* 45 IDX KEHATI Periode 2022–2024)

Farid Shobrian Candra Nurdin¹, Dadang Krisdianto², Karina Utami Anastuti³

Program Studi Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Islam

Malang Jalan MT Haryono 193 Malang, 6514, Indonesia

LPPM Universitas Islam Malang, Jalan MT. Haryono 193 Malang, 65144, Indonesia

Email: 9d.farid@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh Pengungkapan ESG, Profitabilitas (ROE), *Leverage* (DER), dan Likuiditas (CR) terhadap *Return* Saham pada emiten Indeks ESG *Quality* 45 IDX KEHATI di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2022–2024, dengan Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) dan *Price to Earnings Ratio* (PER) sebagai variabel moderasi. Populasi penelitian berjumlah 78 perusahaan, dengan sampel 22 perusahaan (66 observasi firm-year) dipilih melalui *purposive sampling*. Pengungkapan ESG diukur menggunakan analisis isi berbasis 102 indikator GRI Standards 2021 (32 *Environmental* + 40 *Social* + 30 *Governance*) dengan reliabilitas Cohen's Kappa ($\kappa = 0,84$). *Fixed Effect Model* (FEM) dipilih berdasarkan Uji Chow ($\chi^2 = 44,65$; $p = 0,002$) dan Uji Hausman ($\chi^2 = 15,77$; $p = 0,015$). Hasil parsial menunjukkan ESG *Disclosure* berpengaruh negatif signifikan ($\beta = -1,36$; $p = 0,025$), ROE berpengaruh positif signifikan ($\beta = 2,61$; $p = 0,022$), DER berpengaruh negatif signifikan ($\beta = -0,24$; $p = 0,025$), dan CR tidak berpengaruh signifikan ($p = 0,874$). Secara simultan keempat variabel tidak berpengaruh signifikan ($F = 1,543$; $p = 0,108$). Ukuran Perusahaan tidak memoderasi hubungan manapun. PER memoderasi secara signifikan hubungan ROE–*Return* Saham ($\beta = 0,18$; $p = 0,005$). Temuan ini memperkuat *Signaling Theory* dan *Stakeholder Theory* dalam konteks pasar modal berkembang yang didominasi investor ritel.

Kata Kunci: ESG; profitabilitas, leverage, likuiditas, ukuran perusahaan, price earning ratio, *Return* Saham

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of ESG Disclosure, Profitability (ROE), Leverage (DER), and Liquidity (CR) on Stock Returns of ESGQ 45 IDX KEHATI Index companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for 2022–2024, with Firm Size and Price-to-Earnings Ratio (PER) as moderating variables. The study uses purposive sampling yielding 22 companies (66 firm-year observations) from a population of 78. ESG Disclosure was measured via content analysis using 102 GRI Standards 2021 indicators with Cohen's Kappa ($\kappa = 0.84$). The Fixed Effect Model was selected via Chow Test ($\chi^2 = 44.65$; $p = 0.002$) and Hausman Test ($\chi^2 = 15.77$; $p = 0.015$). Results show ESG Disclosure has a negative significant effect ($\beta = -1.36$; $p = 0.025$), ROE positive significant ($\beta = 2.61$; $p = 0.022$), DER negative significant ($\beta = -0.24$; $p = 0.025$), and CR not significant ($p = 0.874$). Simultaneously, the four variables are not significant ($F = 1.543$; $p = 0.108$). Firm Size does not moderate any relationship. PER significantly moderates only the ROE–Return relationship ($\beta = 0.18$; $p = 0.005$).

Keywords: Environmental, Social, and Governance (ESG), Profitability, Leverage, Liquidity, Firm Size, Price Earnings Ratio (PER), Stock Return

PENDAHULUAN

Investasi berkelanjutan berbasis *Environmental, Social, and Governance* (ESG) mengalami pertumbuhan pesat di tingkat global. *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA, 2024) melaporkan total aset *Responsible and Sustainable Investment* mencapai USD 16,7 triliun pada 2024 naik 49% dalam dua tahun dengan ESG Integration mendominasi sebesar USD 13,9 triliun. Regulasi Eropa (SFDR) dan komitmen dana pensiun besar seperti GPIF Jepang (USD 1,5 T) mempercepat tren ini secara global.

Di Indonesia, jumlah investor pasar modal tumbuh dari 7,49 juta (2020) menjadi 19,67 juta pada November 2025 (KSEI, 2025). Menyikapi tren ESG global, BEI bersama KEHATI meluncurkan Indeks ESG *Quality* 45 IDX KEHATI (ESGQ 45) pada Desember 2021—benchmark pertama di Indonesia yang mengintegrasikan kriteria ESG, fundamental keuangan, dan likuiditas perdagangan minimum (33% teratas nilai transaksi BEI).

Namun, kontras dengan lonjakan RSI global USD 16,7 triliun, kinerja ESGQ 45 di Indonesia justru mengalami pembalikan dramatis. Dari +11,6% (2022), indeks ini amblas menjadi +2,58% (2023) dan -12,7% YTD pada akhir 2024, sementara IHSG hanya turun -2,7% artinya emiten ESG terbaik Indonesia underperform pasar sebesar 10 poin persentase (IDX, 2024). Emiten unggulan ESG mencatat koreksi terdalam: TLKM -31,39%, BBRI -28,73%, BBNI -19,07%, dan BBTN -22,41%. Data penelitian mengkonfirmasi tren penurunan *return*: 2022 (+13,03%) → 2023 (+2,58%) → 2024 (-3,76%).

Anomali ‘ESG Paradox’ ini membuka empat kesenjangan penelitian: (1) Teori—*Signaling Theory* memprediksikan hubungan positif ESG—*return*, namun bukti Indonesia kontradiktif; (2) Pengukuran mayoritas studi

menggunakan proksi akuntansi bukan *return* saham; (3) Moderasi kajian dual moderation (*Firm Size* dan PER) masih sangat terbatas; (4) Instrumen—pengukuran mandiri 102 indikator GRI 2021 lebih transparan dari skor komersial. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh Pengungkapan ESG, ROE, DER, dan CR terhadap *Return* Saham emiten ESGQ 45 periode 2022–2024, dengan *Firm Size* dan PER sebagai variabel moderasi.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Signaling Theory (Spence, 1973) menjelaskan bahwa manajemen menggunakan tindakan yang dapat diobservasi termasuk pengungkapan ESG berbasis GRI Standards 2021 sebagai sinyal kredibel kepada investor untuk mengurangi asimetri informasi (Brigham & Houston, 2019). Agar efektif, sinyal harus memenuhi syarat *signaling cost* yang tidak dapat ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah. Pengungkapan 102 indikator GRI adalah *signaling cost* yang substantif.

Dalam penelitian ini, *Signaling Theory* menjelaskan empat jalur transmisi sinyal dari perusahaan ke pasar: (1) ESG *Disclosure* sebagai sinyal kualitas manajemen risiko non-keuangan jangka panjang; (2) ROE sebagai sinyal efisiensi modal dan keunggulan kompetitif; (3) DER sebagai sinyal struktur risiko finansial dalam konteks suku bunga tinggi; dan (4) PER sebagai moderator yang merepresentasikan sensitivitas pasar terhadap sinyal-sinyal tersebut. Teori ini memprediksi bahwa perusahaan dengan kualitas ESG dan fundamental lebih baik akan menggunakan pengungkapan untuk mengirimkan sinyal yang membedakan dirinya dari perusahaan berkualitas rendah, sehingga investor dapat membuat keputusan alokasi aset yang lebih efisien (Brigham & Houston, 2019: 497).

Teori Pemangku Kepentingan (Stakeholder Theory)

Freeman (1984) menegaskan keberhasilan perusahaan bergantung pada kemampuan memenuhi kepentingan seluruh pemangku kepentingan. Pengungkapan ESG merepresentasikan tanggung jawab kepada seluruh stakeholder, memperkuat legitimasi sosial dan mengurangi risiko reputasi yang menggerus nilai jangka panjang. Kedua teori bersifat komplementer: *Signaling Theory* menjelaskan mekanisme komunikasi ESG ke pasar, sementara *Stakeholder Theory* menjelaskan relevansinya bagi valuasi.

Dalam konteks ESGQ 45, *Stakeholder Theory* memberikan justifikasi normatif untuk pengukuran ESG berbasis GRI Standards 2021. Kerangka GRI yang mencakup 102 indikator E, S, dan G merupakan operasionalisasi konkret dari prinsip triple bottom line People, Planet, Profit yang pertama kali diperkenalkan Elkington (1997). Perusahaan yang mampu melaporkan kinerja di seluruh dimensi ini secara komprehensif menunjukkan kemampuan menyeimbangkan kepentingan pemegang saham (Profit), karyawan dan komunitas (People), serta lingkungan hidup (Planet). Reputasi holistik ini pada akhirnya berkontribusi pada sustainable competitive advantage yang melindungi nilai jangka panjang dan berpotensi tercermin dalam harga saham ((Dathe *et al.*, 2024).

Pengungkapan ESG dan Return Saham

Pengungkapan ESG diukur menggunakan analisis isi berbasis 102 indikator GRI Standards 2021: 32 indikator *Environmental* (GRI 301–308: material, energi, air, keanekaragaman hayati, emisi GRK Cakupan 1/2/3, limbah, kepatuhan), 40 indikator *Social* (GRI 401–419: ketenagakerjaan, K3, pelatihan, keberagaman, HAM, komunitas, privasi pelanggan), dan 30 indikator *Governance* (GRI 2-1 s.d. 2-30: struktur organisasi, tenaga kerja, tata kelola, akuntabilitas).

Itan *et al.* (2025) menemukan pengaruh positif ESG terhadap reaksi pasar 64 emiten BEI, diperkuat kepemilikan asing. Pernamasari *et al.*, (2024) mengkonfirmasi pengaruh positif ESG terhadap *return* saham BEI 2017–2021. Namun (Afifah & Widoretno, 2026) menemukan hanya pilar *Governance* yang signifikan terhadap harga saham manufaktur Indonesia 2022–2024 menandakan respons pasar yang sangat konteks-spesifik.

Inkonsistensi temuan-temuan tersebut dapat dijelaskan oleh tiga faktor kontekstual. Pertama, komposisi investor: pasar dengan dominasi investor asing yang ESG-literate (seperti di negara maju) cenderung merespons lebih positif terhadap pengungkapan ESG dibandingkan pasar dengan dominasi investor ritel domestik (Itan *et al.*, 2025). Kedua, homogenitas sampel: penelitian pada indeks ESG eksklusif seperti ESGQ 45 menghadapi paradoks bahwa semua perusahaan sudah tersaring ESG, sehingga marginal signal dari peningkatan *Disclosure* menjadi sangat kecil. Ketiga, kondisi makroekonomi: periode suku bunga tinggi (2022–2024) mendorong investor mengalihkan fokus ke *return* absolut jangka pendek, melemahkan perhatian terhadap sinyal ESG yang berdimensi jangka panjang.

H1: Pengungkapan ESG berpengaruh signifikan terhadap return saham emiten ESGQ 45 IDX KEHATI.

Profitabilitas (ROE) dan Return Saham

Return on Equity (ROE) merupakan rasio profitabilitas terpenting dari perspektif pemegang saham, langsung mengukur efisiensi manajemen dalam menghasilkan laba dari modal yang dipercayakan (Brigham & Houston, 2019: 133). Data sampel menunjukkan ROE bervariasi 1,64%–156,74%, mencerminkan perbedaan fundamental model bisnis antar sektor.

Rakyat *et al.* (2023) mengkonfirmasi ROE berpengaruh positif

signifikan terhadap *return* saham sektor makanan-minuman BEI 2021–2023. Atthahiry *et al.* (2024) menemukan pengaruh positif ROE terhadap *return* saham di BEI melalui variabel intervening Current Ratio. Basri *et al.*, (2025) juga membuktikan bahwa kinerja keuangan yang kuat yang diproksikan melalui ROE dan ROA memiliki hubungan positif yang dikonfirmasi dengan harga saham lintas sektor BEI, dengan PER sebagai kondisi yang memperkuat hubungan tersebut.

Relevansi ROE dalam penelitian ini diperkuat oleh komposisi sampel yang mencakup sektor dengan ROE sangat tinggi seperti perbankan digital dan fast-moving consumer goods, sekaligus sektor dengan ROE lebih rendah seperti infrastruktur dan tambang. Variasi ROE yang besar (SD = 27,81%) ini memberikan variasi yang cukup untuk mendeteksi hubungan yang bermakna secara statistik, sehingga ROE menjadi variabel dengan daya penjelas tertinggi dalam model penelitian ini.

H2: Profitabilitas (ROE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham emiten ESGQ 45 IDX KEHATI.

Leverage (DER) dan Return Saham

Debt to Equity Ratio (DER) mengukur keseimbangan pendanaan eksternal (utang) versus internal (ekuitas). Subramanyam (2009: 548) mengkaraktisasikan *Leverage* sebagai pedang bermata dua: memperbesar keberhasilan sekaligus memperbesar kegagalan finansial.

Relevansi DER sangat tinggi dalam konteks 2022–2024 karena Federal Reserve menaikkan *Fed Funds Rate* ke 5,25–5,50% kenaikan paling agresif dalam 40 tahun (Franston & Amna, 2025). Hal ini mendongkrak beban bunga 7 bank dalam sampel (BBCA, BBNI, BBRI, BBTN, BJBR, BMRI, BTPS) yang mendominasi 31,8% observasi. Koreksi BBRI (–28,73%) dan BBNI (–19,07%) pada 2024 merupakan manifestasi konkret *Leverage* risk ini. Basri *et al.*, (2025) mengkonfirmasi

pengaruh negatif DER terhadap harga saham lintas sektor BEI.

Dalam lingkungan suku bunga tinggi, biaya marginal utang melonjak sehingga titik optimal DER bergeser ke bawah—perusahaan dengan DER sudah tinggi berada di zona biaya financial distress yang menggerus nilai. Data penelitian menunjukkan DER rata-rata 314,19% dengan SD sangat tinggi (370,52%), mencerminkan heterogenitas ekstrem antar sektor: bank sistemik (DER > 800%) vs. perusahaan non-keuangan (DER < 200%). Perbedaan ini menjadi kontrol penting yang ditangani oleh company fixed effects dalam FEM.

H3: Leverage (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham emiten ESGQ 45 IDX KEHATI.

Likuiditas (CR) dan Return Saham

Current Ratio (CR) mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek (Kasmir, 2019:134) CR yang tinggi mencerminkan kondisi keuangan aman, namun paradoks likuiditas (Subramanyam, 2009) menunjukkan CR terlalu tinggi dapat menandakan idle capital yang mengurangi efisiensi modal. Keterbatasan proksi CR untuk perbankan yang menggunakan LDR dan paradoks tersebut membuat arah pengaruh CR ambigu. IJEBEF (2025) menemukan CR tidak signifikan pada sektor pertambangan BEI.

Penelitian ini menghadapi tantangan metodologis dalam penggunaan CR secara seragam untuk seluruh sektor. Data menunjukkan CR sangat bervariasi: minimum 7,47% hingga maksimum 565,48%. Nilai CR yang sangat rendah pada perbankan bukan berarti risiko likuiditas tinggi karena bank menggunakan metrik yang berbeda (LDR, CAR, NSFR), sementara nilai CR sangat tinggi pada perusahaan manufaktur/semu bisa mencerminkan strategi manajemen modal kerja yang konservatif. Heterogenitas sektoral ini menciptakan noise dalam

regresi yang dapat melemahkan daya penjelas CR secara keseluruhan, dan menjadi salah satu limitasi penelitian yang perlu diakui.

H4: Likuiditas (CR) berpengaruh signifikan terhadap return saham emiten ESGQ 45 IDX KEHATI.

H5: ESG, ROE, DER, dan CR secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Peran Moderasi Ukuran Perusahaan (Firm Size)

Ukuran Perusahaan diukur menggunakan $Firm\ Size = \ln(\text{Total Aset})$ untuk menormalkan distribusi (Brigham & Houston, 2019). Perusahaan besar memiliki kapasitas lebih untuk mengimplementasikan dan melaporkan ESG secara komprehensif Padang & Hernawati (2024) namun *political costs hypothesis* Subramanyam (2009) berargumen bahwa ekspektasi investor lebih tinggi pada perusahaan besar mengoffset manfaat skala tersebut. *Variance restriction* problem ESGQ 45 hanya memuat large-cap ($SD=2,73$) juga berpotensi memengaruhi efektivitas moderasi.

H6: Ukuran Perusahaan memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap return saham.

H7: Ukuran Perusahaan memoderasi pengaruh ROE terhadap return saham.

H8: Ukuran Perusahaan memoderasi pengaruh DER terhadap return saham.

H9: Ukuran Perusahaan memoderasi pengaruh CR terhadap return saham.

Peran Moderasi Price to Earnings Ratio (PER)

Price to Earnings Ratio (PER) merepresentasikan ekspektasi pasar tentang kualitas dan prospek pertumbuhan laba (Tandelilin, 2014:320). (Subramanyam & Wild, 2009:42) memandang PER sebagai indikator kapitalisasi laba: laba berkualitas tinggi dihargai dengan multipel lebih tinggi karena discount rate yang lebih rendah.

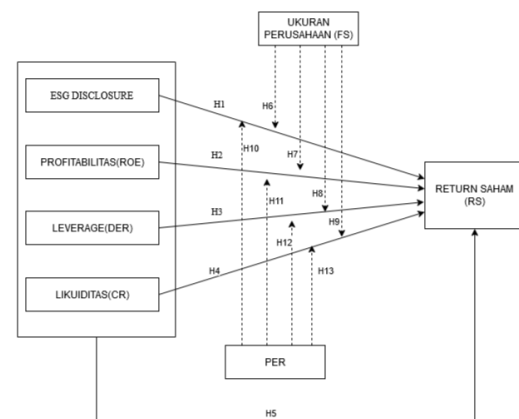
Ketika PER tinggi, pasar optimis (*risk-on*) dan merespons sinyal profitabilitas dengan premium yang jauh lebih besar mekanisme yang disebut *earnings signal resonance*. Basri et al.(2025) mengkonfirmasi PER memperkuat hubungan ROE–harga saham lintas sektor BEI.

H10: PER memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap return saham.

H11: PER memoderasi pengaruh ROE terhadap return saham.

H12: PER memoderasi pengaruh DER terhadap return saham.

H13: PER memoderasi pengaruh CR terhadap return saham.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian
Sumber: Data Diolah(2026)

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan data panel seimbang. Populasi adalah 78 perusahaan yang pernah menjadi konstituen Indeks ESGQ 45 IDX KEHATI. Sampel dipilih melalui *purposive sampling* dengan tiga kriteria: (1) terdaftar konsisten dalam ESGQ 45 periode 2022–2024; (2) menerbitkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan secara lengkap; (3) data seluruh variabel dapat diperoleh dan diverifikasi. Dari 78 perusahaan populasi, diperoleh 22 perusahaan sampel dari 11 sektor industri yang mencakup Keuangan-Perbankan (BBCA, BBNI, BBRI, BBTN, BJBR, BMRI, BTPS), Konsumer (ICBP, INDF, KLBF, UNVR), Pertambangan

(ANTM, DSNG, INCO), Infrastruktur (JSMR, TLKM), dan lainnya (AKRA, ASII, INTP, JPFA, SMGR, UNTR). Total data panel: 66 observasi firm-year (22 perusahaan $\times$ 3 tahun, balanced panel).

Sumber data penelitian ini mencakup: (1) laporan tahunan (annual report) dan laporan keberlanjutan (sustainability report) masing-masing emiten yang dipublikasikan di situs resmi BEI (www.idx.co.id) untuk data Pengungkapan ESG, ROE, DER, CR, dan *Firm Size*; (2) data harga saham historis dan dividen dari Yahoo Finance (finance.yahoo.com) untuk perhitungan *Return Saham*; (3) data earnings per share dari laporan keuangan konsolidasian audited untuk perhitungan PER. Seluruh data merupakan data sekunder yang dapat diakses secara publik, sehingga penelitian ini memiliki tingkat replikabilitas yang tinggi.

Return Saham (RS) merupakan variabel dependen dalam penelitian ini yang diukur sebagai *return* realisasi tahunan yang mencakup komponen capital gain dan dividen tunai (Tandelilin, 2014:53). Berikut rumusnya:

$$R_{it} = \frac{Dividen + (P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Pengungkapan ESG (ESG Disclosure) adalah variabel independen utama yang diukur secara mandiri menggunakan metode analisis isi (content analysis) terhadap laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Instrumen pengukuran menggunakan checklist 102 indikator biner berbasis GRI Standards 2021 (32 *Environmental* + 40 *Social* + 30 *Governance*). Reliabilitas antarpengkode divalidasi dengan Cohen's Kappa ($\kappa = 0,84 \geq 0,80$), mengkonfirmasi kesepakatan substansial (Husada & Handayani, 2021). Berikut rumusnya:

$$ESG = \frac{\text{Nilai Pengungkapan ESG}}{\text{Total pengungkapan maksimal}} \times 100\%$$

Profitabilitas (ROE) ialah kemampuan perusahaan dalam

menghasilkan laba dari total modal sendiri. Dalam penelitian ini variabel profitabilitas diukur menggunakan *Return on Equity* (ROE) (Rudianto, 2021:114). Berikut rumusnya:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Leverage (DER) ialah proporsi penggunaan utang dalam mendanai investasi perusahaan. Dalam penelitian ini *Leverage* diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) (Rudianto, 2021:202). Berikut rumusnya:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Likuiditas (CR) ialah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang tersedia. Dalam penelitian ini likuiditas diukur menggunakan Current Ratio (CR) (Rudianto, 2021:184). Berikut rumusnya:

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan (Firm Size) mengacu pada besar maupun kecilnya suatu perusahaan. Dalam penelitian ini variabel ukuran perusahaan diproses menggunakan logaritma natural total aset (Egariska Sari & Sri Rahayu, 2024). Transformasi logaritma natural bertujuan menormalkan distribusi data yang sangat right-skewed. Berikut rumusnya:

$$Firm Size = \ln(\text{Total Aset})$$

Price to Earnings Ratio (PER) merepresentasikan ekspektasi pasar tentang kualitas dan prospek pertumbuhan laba perusahaan. PER diukur dengan membandingkan harga pasar saham terhadap laba per saham yang dihasilkan perusahaan (Tandelilin, 2014:320). Berikut rumusnya:

$$PER = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Earnings per Share (EPS)}}$$

Model Penelitian

Analisis data menggunakan regresi data panel *Fixed Effect Model* (FEM) dengan EViews 12. Pemilihan model mengikuti

protokol hierarkis: Uji Chow (FEM vs CEM) dilanjutkan Uji Hausman (FEM vs REM). Uji asumsi klasik mencakup multikolinearitas (matriks korelasi, $|r| < 0,80$) dan heteroskedastisitas ($p > 0,05$). Uji normalitas dihilangkan berdasarkan Central Limit Theorem (Gujarati & Porter, 2009) Uji autokorelasi dihilangkan karena FEM mengendalikan efek individu sebagai sumber utama autokorelasi panel (Baltagi, 2021:88). Teknik analisis data dilakukan melalui beberapa tahap, yaitu uji statistik deskriptif, analisis model regresi data panel dan Uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) Teknik ini digunakan untuk mengetahui pengaruh Skor ESG, Profitabilitas, *Leverage* dan likuiditas terhadap *Return Saham* dengan *Firm Size* dan *Price to Earnings Ratio* (PER) sebagai variabel moderasi (Ghozali, 2021:257). Adapun rumus model persamaan dalam regresi data panel ini sebagai berikut

1. Model Regresi Dasar (Tanpa Moderasi)

$$RS = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 DER + \beta_4 CR + \varepsilon$$

2. Model Regresi Dengan Variabel Moderasi

$$RS = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 DER + \beta_4 CR + \beta_5 FS + \beta_6 PER + \varepsilon$$

3. Model Regresi Moderasi (*Interaction Term* / MRA)

- 1) Moderasi *Firm Size*

$$RS = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 DER + \beta_4 CR + \beta_5 FS + \beta_6 (ESG \times FS) + \beta_7 (ROE \times FS) + \beta_8 (DER \times FS) + \beta_9 (CR \times FS) + \varepsilon$$

- 2) Moderasi PER

$$RS = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 DER + \beta_5 PER + \beta_6 (ESG \times PER) + \beta_7 (ROE \times PER) + \beta_8 (DER \times PER) + \beta_9 (CR \times PER) + \varepsilon$$

Keterangan :

RS : *Return Saham*

α : Konstanta

ESG : Skor ESG

ROE : Profitabilitas

DER : *Leverage*

CR : Likuiditas

FS : *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

PER : *Price to Earning Ratio* (x)

e : Error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif 66 observasi firm-year. *Return Saham* rata-rata 3,95% dengan median -1,38% mengindikasikan distribusi positively skewed. Tren *return* tahunan menurun progresif: 2022 (+13,03%) → 2023 (+2,58%) → 2024 (-3,76%). ESG *Disclosure* rata-rata 69,98% dari 102 indikator GRI. DER rata-rata 314,19% dengan median 143,34% mencerminkan dominasi sektor perbankan ber *Leverage* tinggi. PER memiliki outlier ekstrem dari BTPS sehingga median (10,93 kali) lebih representatif dari mean (17.609 kali).

Tabel 1. Statistik Deskriptif (n = 66)

Variabel	Min	Maks	Mean	Med.	SD
<i>Return Saham</i> (%)	-47,27	75,43	3,95	-1,38	27,27
ESG <i>Disclosure</i> (%)	42,71	94,79	69,98	70,94	12,44
ROE (%)	1,64	156,74	20,42	14,62	27,81
DER (%)	12,88	1452,14	314,19	143,34	370,52
CR (%)	7,47	565,48	134,71	118,64	134,96
<i>Firm Size</i> (Ln)	21,70	35,43	32,04	32,44	2,73
PER (kali)*	3,99	646.429	17.609	10,93	91.954

Sumber: Data Diolah Eviews(2026).

Tabel 2. Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

Pengujian	Statistik	d.f.	Prob.	Keputusan
PEMILIHAN MODEL				
Uji Chow (Cross-section F)	1,750025	(21,38)	0,0655	—
Uji Chow (Cross-section χ^2)	44,653622	21	0,0019	FEM Dipilih
Uji Hausman (χ^2)	15,773127	6	0,0150	FEM Dikonfirmasi
MULTIKOLINEARITAS				

Pengujian	Statistik	d.f.	Prob.	Keputusan
CR – <i>Firm Size</i> (tertinggi)	-0,663			< 0,80 ✓ OK
ESG – <i>Firm Size</i>	-0,497			< 0,80 ✓ OK
HETEROSKEDASTISITAS (ABS_RESID)				
ESG ($\beta = -0,0005$)	—	—	0,998	Tidak Heterosk.
ROE ($\beta = 0,3244$)	—	—	0,492	Tidak Heterosk.
DER ($\beta = 0,0154$)	—	—	0,691	Tidak Heterosk.
CR ($\beta = 0,0690$)	—	—	0,203	Tidak Heterosk.

Sumber: Data Diolah Eviews (2026)

Hasil Uji Chow menunjukkan Cross-section Chi-square = 44,654 ($p = 0,002 < 0,05$) sehingga FEM dipilih. Uji Hausman mengkonfirmasi FEM (Chi-square = 15,773; $p = 0,015 < 0,05$), menandakan efek individu berkorelasi dengan regressor. Multikolinearitas tidak ada (korelasi tertinggi CR-FS = 0,663 < 0,80). Heteroskedastisitas tidak ada (semua Prob. > 0,05).

Tabel 3. Model 1: Pengaruh Langsung (H1–H5)

Variabel	B	t-Stat	Prob.	Keterangan
Konstanta	1,2465	2,155	0,037	—
ESG <i>Disclosure</i>	-1,3591	-2,336	0,025	H1: Diterima (–)
ROE	2,6054	2,374	0,022	H2: Diterima (+)
DER	-0,2422	-2,331	0,025	H3: Diterima (–)
CR	-0,0201	-0,160	0,874	H4: Ditolak
F=1,543 ($p=0,108$) R ² =0,491 Adj.R ² =0,173				H5: Ditolak

Sumber: Data Diolah Eviews(2026)

Model 1: $RS = 1,2465 - 1,3591(ESG) + 2,6054(ROE) - 0,2422(DER) - 0,0201(CR) + \varepsilon$. R² = 0,491 menunjukkan model menjelaskan 49,1% variasi *return* saham. Tiga variabel berpengaruh signifikan secara parsial (ESG, ROE, DER), sementara CR dan pengujian simultan (F = 1,543; $p = 0,108$)

tidak signifikan karena dominasi company fixed effects.

Tabel 4. Model 2: Tambahan *Firm Size* dan PER

Variabel	β	t-Stat	Prob.	Ket.
ESG <i>Disclosure</i>	-1,3981	-2,287	0,028	Sig.
ROE	3,7300	2,991	0,005	Sig.
DER	-0,2266	-2,205	0,034	Sig.
CR	0,1037	0,731	0,469	n.s.
<i>Firm Size</i> (FS)	0,5395	1,078	0,288	n.s.
PER	0,0182	1,706	0,096	n.s.
R ² =0,532 Adj.R ² =0,200 DW=2,264 F=1,601 ($p=0,089$)				

Sumber: Data Diolah Eviews(2026)

Model 2 menambahkan *Firm Size* dan PER sebagai variabel bebas tanpa interaksi. R² meningkat menjadi 0,532. Temuan penting: (1) Pengaruh ESG tetap negatif signifikan ($\beta=-1,398$; $p=0,028$), mengkonfirmasi robustness temuan Model 1; (2) ROE menguat signifikan menjadi $\beta=3,730$ setelah *Firm Size* dan PER dikendalikan menunjukkan profitabilitas semakin presisi menjelaskan *return* saham; (3) PER berpengaruh positif langsung marginal ($\beta=0,018$; $p=0,096$ pada $\alpha=10\%$), mengindikasikan valuasi pasar turut berkontribusi langsung pada *return*. *Firm Size* tidak berpengaruh signifikan secara langsung ($p=0,288$), namun perannya akan diuji sebagai moderator pada Model 3.

Tabel 5. Model 3: Moderasi Ukuran Perusahaan (H6–H9)

Variabel / Interaksi	B	t-Stat	Prob.	H
Variabel Utama				
ESG <i>Disclosure</i>	13,9916	1,308	0,199	—
ROE	3,0857	2,648	0,012	Sig.
DER	0,0220	0,008	0,993	—
CR	0,3925	0,449	0,656	—

Variabel / Interaksi	B	t-Stat	Prob.	H
<i>Firm Size</i> (FS)	0,5725	0,997	0,326	—
Interaction Terms ($Z_1 \times X$)				
Z1X1: ESG $\times$ FS	-0,4455	-1,403	0,169	H6: Ditolak
Z1X2: ROE $\times$ FS	0,1328	1,804	0,080	H7: Ditolak
Z1X3: DER $\times$ FS	-0,0003	-0,004	0,997	H8: Ditolak
Z1X4: CR $\times$ FS	-0,0158	-0,510	0,613	H9: Ditolak
R²=0,626 Adj.R²=0,305 DW=2,891 F=1,952 (p=0,029)				

Sumber: Data Diolah Eviews(2026)

Model 3 menguji apakah *Firm Size* memoderasi hubungan keempat variabel independen terhadap *return* saham. R² meningkat ke 0,626 dan F-model keseluruhan signifikan (F=1,952; p=0,029), namun seluruh empat interaction term (Z1X1–Z1X4) tidak signifikan secara parsial (semua p>0,05), sehingga H6, H7, H8, dan H9 seluruhnya ditolak. Artinya, Ukuran Perusahaan tidak terbukti memoderasi pengaruh variabel independen manapun terhadap *return* saham. Menariknya, ROE tetap signifikan sebagai variabel utama (β =3,086; p=0,012) bahkan setelah interaction terms dimasukkan, mengkonfirmasi konsistensi pengaruh profitabilitas.

Kegagalan moderasi *Firm Size* disebabkan dua mekanisme yang saling memperkuat. Pertama, variance restriction problem (Baltagi, 2021): seleksi ESGQ 45 yang mensyaratkan konstituen masuk 33% teratas nilai transaksi BEI menghasilkan sampel yang homogen secara ukuran (*Firm Size* berkisar 21,70–35,43; SD=2,73). Ketika seluruh sampel adalah large-cap, *Firm Size* menjadi kondisi konstan, bukan variabel moderator aktif yang bervariasi. Kedua, *political costs hypothesis* (Subramanyam, 2009): perusahaan besar mendapat sorotan intensif dari investor,

analisis, media, dan regulator sehingga ekspektasi ESG yang lebih tinggi mengoffset manfaat skalanya dalam mengimplementasikan ESG menghasilkan efek moderasi neto mendekati nol. Temuan ini memberikan kontribusi metodologis: penelitian moderasi *Firm Size* sebaiknya menghindari sampel dari indeks ESG eksklusif yang secara inheren hanya memuat *large-cap*.

Tabel 6. Model 4: Moderasi *Price to Earnings Ratio* (H10–H13)

Variabel / Interaksi	B	t-Stat	Prob.	H
Variabel Utama				
ESG Disclosure	-0,7734	-0,730	0,470	—
ROE	3,6339	3,166	0,003	Sig.
DER	-0,0489	-0,310	0,758	—
CR	-0,1623	-0,995	0,327	—
PER	-0,0824	-1,083	0,286	—
Interaction Terms ($Z_2 \times X$)				
Z2X1: ESG $\times$ PER	0,0587	0,724	0,474	H10: Ditolak
Z2X2: ROE $\times$ PER	0,1835	2,967	0,005	H11: Diterima(+)
Z2X3: DER $\times$ PER	0,0121	1,353	0,185	H12: Ditolak
Z2X4: CR $\times$ PER	0,0116	1,814	0,078	H13: Ditolak
R²=0,633 Adj.R²=0,319 DW=2,328 F=2,015 (p=0,024)				

Sumber: Data Diolah Eviews (2026)

Model 4 menguji apakah PER memoderasi hubungan keempat variabel independen terhadap *return* saham. R²=0,633 dan F-model signifikan (F=2,015; p=0,024). Dari empat interaction term PER, hanya Z2X2 (ROE $\times$ PER) signifikan dengan β =0,1835, t=2,967, dan p=0,005 ini adalah temuan paling penting dalam penelitian ini, sehingga hanya H11 yang diterima. Koefisien positif 0,1835 berarti: ketika PER meningkat 1 unit, pengaruh positif ROE terhadap *return* saham menguat sebesar 0,18 poin persentase. Ketiga interaction term lainnya (Z2X1, Z2X3, Z2X4) tidak signifikan, sehingga H10, H12, dan H13 ditolak.

Mekanisme moderasi PER–ROE bekerja melalui confirmatory signaling (Basri et al., 2025): ketika PER tinggi, pasar berada dalam kondisi optimis (risk-on) dan

investor telah membentuk ekspektasi pertumbuhan laba yang tinggi. Ketika ROE yang tinggi kemudian terealisasi, ia mengkonfirmasi ekspektasi tersebut mendorong investor merespons dengan premium harga yang berlipat ganda dibandingkan kondisi PER rendah (risk-off). Spesifisitas moderasi hanya pada ROE bukan ESG, DER, atau CR memiliki landasan konseptual kuat: PER (Price/Earnings) dan ROE (*Return on Equity*) keduanya merupakan metrik yang secara fundamental berbasis laba, menciptakan earnings signal resonance yang tidak terjadi pada variabel non-laba. Temuan H11 ini memberikan insight bagi praktisi: strategi investasi momentum yang mengkombinasikan PER tinggi dengan ROE tinggi berpotensi menghasilkan risk-adjusted *return* superior di pasar modal Indonesia.

Tabel 7. Rekapitulasi Pengujian Hipotesis H1–H13

H	Variabel / Interaksi	β	Prob.	Hasil
MODEL 1 (Parsial & Simultan)				
H1	ESG $\rightarrow$ <i>Return Saham</i>	-1,3591	0,025	Diterima (-)
H2	ROE $\rightarrow$ <i>Return Saham</i>	2,6054	0,022	Diterima (+)
H3	DER $\rightarrow$ <i>Return Saham</i>	-0,2422	0,025	Diterima (-)
H4	CR $\rightarrow$ <i>Return Saham</i>	-0,0201	0,874	Ditolak
H5	Simultan (Uji F)	F=1,543	0,108	Ditolak
MODEL 3 (Moderasi Firm Size)				
H6	ESG $\times$ FS $\rightarrow$ RS	-0,4455	0,169	Ditolak
H7	ROE $\times$ FS $\rightarrow$ RS	0,1328	0,080	Ditolak
H8	DER $\times$ FS $\rightarrow$ RS	-0,0003	0,997	Ditolak
H9	CR $\times$ FS $\rightarrow$ RS	-0,0158	0,613	Ditolak
MODEL 4 (Moderasi PER)				
H10	ESG $\times$ PER $\rightarrow$ RS	0,0587	0,474	Ditolak
H11	ROE $\times$ PER $\rightarrow$ RS	0,1835	0,005	Diterima (+)

H	Variabel / Interaksi	β	Prob.	Hasil
H12	DER $\times$ PER $\rightarrow$ RS	0,0121	0,185	Ditolak
H13	CR $\times$ PER $\rightarrow$ RS	0,0116	0,078	Ditolak

Sumber: Data Diolah Eviews (2026)

Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap *Return Saham* (H1 Diterima). ESG berpengaruh negatif signifikan ($\beta=-1,3591$; $p=0,025$), menolak ekspektasi positif *Signaling Theory* namun konsisten dengan (Afifah & Widoretno, 2026). Tiga mekanisme menjelaskan: (1) persepsi *cost-burden* dari 18,57 juta investor ritel (KSEI, 2025); (2) *global risk-off* akibat kenaikan *Fed Funds Rate* 2022–2024; (3) paradoks homogenitas indeks—semua konstituen sudah tersaring ESG sehingga sinyal diferensial hilang.

Temuan negatif ini tidak berarti ESG tidak penting, melainkan mencerminkan bahwa konteks pasar modal Indonesia masih dalam fase transisi menuju kedewasaan ESG. GSIA (2024) mencatat bahwa di negara-negara dengan investor institusional yang mendominasi seperti Eropa (SFDR, EU Taxonomy) dan Amerika Serikat ESG secara konsisten berkorelasi positif dengan kinerja saham karena investor tersebut mengintegrasikan ESG dalam model penilaian risiko mereka. Di Indonesia, di mana 94,5% investor adalah ritel dengan rata-rata aset investasi yang relatif kecil (KSEI, 2025), sinyal ESG belum terinternalisasi dalam keputusan investasi. Implikasi kebijakan: OJK dan BEI perlu mempercepat program literasi ESG untuk investor ritel agar mekanisme reward-punishment ESG dapat berfungsi efektif.

Pengaruh ROE terhadap *Return Saham* (H2 Diterima). ROE berpengaruh positif signifikan ($\beta=2,6054$; $p=0,022$) dan semakin menguat dalam Model 2 ($\beta=3,730$; $p=0,005$), mengkonfirmasi profitabilitas sebagai pendorong *return* paling universal konsisten dengan *Signaling Theory*. Kenaikan 1% ROE

meningkatkan *return* saham sebesar 2,61% (*ceteris paribus*). Konsisten dengan Rakyat *et al.*, (2023) dan Atthahiry *et al.*, (2024).

Penguatan koefisien ROE dari 2,6054 (Model 1) menjadi 3,730 (Model 2) ketika *Firm Size* dan PER dikendalikan memiliki implikasi penting: tanpa kontrol variabel valuasi dan ukuran, pengaruh ROE terhadap *return* saham sedikit terdistorsi oleh korelasi parsial antara profitabilitas dan karakteristik perusahaan. Setelah dikontrol, setiap unit kenaikan ROE menghasilkan dampak pada *return* yang lebih besar (3,73%), menunjukkan bahwa investor sebenarnya merespons profitabilitas dengan sangat kuat ketika faktor ukuran dan valuasi sudah diperhitungkan. Temuan ini konsisten dengan *Efficient Market Hypothesis semi-strong*: informasi profitabilitas yang dipublikasikan dalam laporan keuangan segera diserap ke dalam harga saham.

Pengaruh DER terhadap *Return Saham* (H3 Diterima). DER berpengaruh negatif signifikan ($\beta = -0,2422$; $p = 0,025$). Setiap kenaikan 1% DER menurunkan *return* saham sebesar 0,24% *ceteris paribus*. Siklus pengetatan *The fed* 2022–2024 menggerus margin bank-bank besar dalam sampel. Koreksi BBRI (–28,73%) dan BBNI (–19,07%) pada 2024 membuktikan investor mendiskon saham ber*Leverage* tinggi terlepas kualitas ESG. Konsisten dengan Basri *et al.* (2025).

Temuan ini menunjukkan bahwa dalam lingkungan suku bunga tinggi, investor secara sistematis melakukan risk repricing terhadap saham ber*Leverage* tinggi. Mekanismenya bekerja melalui dua jalur: pertama, jalur langsung (*cost of debt*) beban bunga yang meningkat menggerus laba bersih, menurunkan ROE, dan menekan harga saham; kedua, jalur ekspektasi (*credit risk premium*) investor meminta premium risiko yang lebih tinggi untuk memegang saham perusahaan ber*Leverage* besar, yang setara dengan mendiskon valuasi mereka. Kedua jalur ini secara bersamaan memperbesar pengaruh

negatif DER terhadap *return* saham selama periode 2022–2024.

Pengaruh CR terhadap *Return Saham* (H4 Ditolak) dan Simultan (H5 Ditolak). CR tidak signifikan ($p = 0,874$) akibat paradoks likuiditas (Subramanyam, 2009) dan ketidaktepatan proksi CR untuk perbankan yang menggunakan LDR sebagai metrik likuiditas operasionalnya. Uji F simultan ($F = 1,543$; $p = 0,108$) tidak signifikan karena dominasi company fixed effects dalam FEM menyerap sebagian besar variasi *return*, meninggalkan proporsi yang lebih kecil untuk dijelaskan oleh variabel independen secara kolektif. Hasil ini tidak berarti keempat variabel tidak relevan secara individual tiga dari empat signifikan secara parsial melainkan mencerminkan karakteristik teknis FEM dengan banyak cross-section dummy.

Moderasi Ukuran Perusahaan (H6–H9 Ditolak). Seluruh interaction term *Firm Size* tidak signifikan (semua $p > 0,05$). Dua mekanisme saling memperkuat menjelaskan kegagalan moderasi ini. Pertama, variance restriction problem (Baltagi, 2021): persyaratan konstituen ESGQ 45 yang hanya memuat perusahaan dalam 33% teratas nilai transaksi BEI secara efektif menghasilkan sampel yang homogen secara ukuran (*Firm Size*: 21,70–35,43; $SD = 2,73$), sehingga variasi *Firm Size* tidak mencukupi untuk mendeteksi efek moderasi yang bermakna. Kedua, *political costs hypothesis*: perusahaan besar menghadapi sorotan jauh lebih intensif dari investor, analis, media, dan regulator, sehingga manfaat skala dalam implementasi ESG dioffset oleh ekspektasi yang lebih tinggi—menghasilkan efek moderasi neto mendekati nol.

Moderasi PER–ROE (H11 Diterima, H10/H12/H13 Ditolak). Hanya $ROE \times PER$ signifikan ($\beta = 0,1835$; $p = 0,005$). Koefisien positif berarti ketika PER meningkat 1 unit, pengaruh positif ROE terhadap *return* saham diperkuat sebesar 0,1835 unit. PER mengamplifikasi sinyal ROE melalui confirmatory signaling: pasar

optimis (PER tinggi) merespons ROE tinggi dengan premium berlipat ganda mekanisme yang disebut *earnings signal resonance* (Basri et al., 2025).

Spesifisitas moderasi PER hanya pada ROE adalah temuan yang memiliki landasan konseptual kuat. PER (P/E) dan ROE keduanya merupakan metrik yang secara fundamental berbasis laba perusahaan: PER mengukur berapa banyak investor bersedia membayar per unit laba, sementara ROE mengukur seberapa efisien laba tersebut dihasilkan dari ekuitas. Keduanya berbagi 'bahasa laba' yang sama, sehingga interaksinya menghasilkan resonansi yang kuat. Sebaliknya, ESG (pengungkapan non-keuangan), DER (rasio utang), dan CR (rasio likuiditas) tidak berbasis laba secara langsung, sehingga tidak beresonansi dengan PER dan interaction term-nya tidak signifikan. Temuan ini memberikan insight penting: PER efektif sebagai moderator hanya ketika variabel yang dimoderasi juga berbasis laba.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis *Fixed Effect Model* pada 22 emiten ESGQ 45 IDX KEHATI periode 2022–2024 (66 observasi), penelitian ini menghasilkan tujuh simpulan utama. Pertama, Pengungkapan ESG berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham ($\beta = -1,3591$; $p = 0,025$). Meskipun berlawanan dengan ekspektasi *Signaling Theory*, temuan ini konsisten dengan Afifah & Widoretno, (2026) dan mencerminkan tiga faktor kontekstual: dominasi investor ritel dengan orientasi jangka pendek (18,57 juta dari 19,67 juta total investor; KSEI,

Implikasi teoritis penelitian ini adalah mengkonfirmasi bahwa *Signaling Theory* dan *Stakeholder Theory* memiliki *boundary conditions* yang penting ketika diterapkan pada pasar berkembang: efektivitas sinyal ESG bergantung pada tingkat literasi ESG investor, komposisi

2025), kondisi *global risk-off* akibat kenaikan agresif *Fed Funds Rate* ke 5,25–5,50% sepanjang 2022–2024 (Franston & Amna, 2025) dan paradoks homogenitas indeks ESGQ 45 yang menghilangkan differentiating power sinyal ESG.

Kedua, Profitabilitas (ROE) berpengaruh positif signifikan ($\beta = 2,6054$; $p = 0,022$) dan semakin menguat dalam Model 2 ($\beta = 3,730$; $p = 0,005$) setelah *Firm Size* dan PER dikendalikan, mengkonfirmasi bahwa profitabilitas tetap menjadi bahasa investasi paling universal di pasar modal Indonesia. Ketiga, *Leverage* (DER) berpengaruh negatif signifikan ($\beta = -0,2422$; $p = 0,025$), diperparah oleh siklus pengetatan moneter *The fed* yang mendongkrak beban bunga emiten ber*Leverage* tinggi, khususnya 7 bank yang mendominasi 31,8% sampel.

Keempat, Likuiditas (CR) tidak berpengaruh signifikan ($p = 0,874$) akibat paradoks likuiditas dan misalignment proksi untuk perbankan. Kelima, keempat variabel secara simultan tidak berpengaruh signifikan ($F = 1,543$; $p = 0,108$). Keenam, Ukuran Perusahaan tidak memoderasi hubungan manapun (H6–H9 seluruhnya ditolak) akibat variance restriction problem inherent dalam sampel large-cap ESGQ 45 dan *political costs hypothesis*. Ketujuh, PER secara eksklusif dan signifikan memoderasi hubungan ROE–*return* saham ($\beta = 0,1835$; $p = 0,005$) melalui mekanisme earnings signal resonance: pasar dengan valuasi optimis (PER tinggi) merespons profitabilitas tinggi (ROE) dengan premium berlipat ganda (Basri et al., 2025). Tiga interaction term PER lainnya (H10, H12, H13) tidak signifikan karena ESG, DER, dan CR bukan metrik berbasis laba.

kepemilikan, dan kondisi makroekonomi. Temuan ini memperluas teori dengan menambahkan dimensi kontekstual yang selama ini kurang diperhatikan dalam literatur ESG–*return* di negara maju.

Implikasi praktis berbeda untuk setiap kelompok pemangku kepentingan.

Bagi investor individu dan institusional, fundamental keuangan (ROE tinggi, DER terkendali) tetap menjadi kriteria seleksi yang lebih reliabel dibandingkan skor ESG dalam kondisi pasar Indonesia saat ini terutama dalam lingkungan suku bunga tinggi. Namun PER perlu diperhatikan sebagai moderator: pada saham dengan PER tinggi, sinyal profitabilitas (ROE) memiliki dampak yang jauh lebih besar terhadap *return*, sehingga strategi momentum berbasis PER dan ROE dapat menghasilkan alpha yang signifikan.

Saran

Bagi manajemen perusahaan, temuan ini menegaskan perlunya mengintegrasikan strategi ESG dengan peningkatan profitabilitas bukan mengorbankan salah satunya. Bagi regulator OJK dan BEI, program literasi ESG yang terstruktur dan terukur untuk investor ritel sangat mendesak agar mekanisme *reward-punishment* ESG yang sudah terbukti efektif di pasar maju dapat mulai berfungsi di Indonesia.

Saran untuk penelitian selanjutnya: (1) disagregasi pilar E, S, G secara individual mengingat *ceiling effect* pilar G; (2) terapkan Winsorization pada outlier PER BTPS; (3) tambahkan variabel kontrol makroekonomi (BI Rate, inflasi, nilai tukar Rupiah); (4) gunakan matched-pairs design membandingkan emiten ESGQ 45 vs non-ESG screened untuk bukti kausal yang lebih kuat; (5) perluas periode ke 2019–2024 untuk menangkap efek pre-, during-, dan post-pandemi.

DAFTAR PUSTAKA

- (KSEI), K. S. E. I. (2025). Statistik Pasar Modal Indonesia: November 2025. KSEI. <https://www.ksei.co.id/publications/statistics>
- Afifah, A. C., & Widoretno, A. A. (2026). ESG Disclosure on Stock Prices: The Moderating Role of Profitability in Manufacturing Companies. *Jurnal Akuntansi Indonesia*. <https://jurnal.unissula.ac.id/index.php/jai/article/view/50543>
- Alliance, G. S. I. (2024). Global Sustainable Investment Review 2024 – Data Annex. GSIA. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2024/07/GSIR2024.pdf>
- Atthahiry, M. F., Yuliani, Y., Malinda, S., & Muthia, F. (2024). Influence Current Ratio and Total Assets Turnover on Stock Returns with Return on Equity as Intervening on the Indonesian Stock Exchange. *Financial Engineering*, 3, 43–50.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data* (Springer Texts in Business and Economics) - Sixth Edition. In Springer.
- Basri, Irnandas, & Herianti. (2025). Financial Performance and Stock Prices: How Price Earning Ratio Shapes Cross-Sector Relationships in the Stock Exchange. *Journal of Finance and Business Studies*, 12(1), 33–45.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning.
- Dathe, T., Helhold, M., Dathe, R., & Dathe, I. (2024). Responsible leadership and sustainable management. Springer Nature Switzerland AG. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-52734-0>
- Egariska Sari, & Sri Rahayu. (2024). Peran Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi pada Pengaruh Good Corporate Governance dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Ekonomi, Akuntansi, Dan Pajak*,

- 1(3), 360–377.
<https://doi.org/10.61132/jieap.v1i3.465>
- Exchange, I. S. (2024). IDX ESGQ KEHATI Index Factsheet (December 2024). Bursa Efek Indonesia.
<https://www.idx.co.id/en-us/products/index/>
- Franston, F., & Amna, L. S. (2025). Analysis of the Difference in Average Abnormal Returns of Big Banks Stocks Before and After the Federal Reserve's Interest Rate Changes. *Journal of Applied Finance*, 8(3), 203–218.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Husada, E. V., & Handayani, S. (2021). Pengaruh Pengungkapan Esg Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bei Periode 2017-2019). *Jurnal Bina Akuntansi*, 8(2), 122–144.
<https://doi.org/10.52859/jba.v8i2.173>
- Itan, I., Ahmad, Z., Setiana, J., & Karjantoro, H. (2025). The Influence of ESG Disclosures on Market Reaction: Evidence from Indonesia. *Discover Sustainability*.
<https://doi.org/10.1007/s43621-025-01085-0>
- Kasmir. (2019). *Analisis laporan keuangan*. Rajawali Pers.
- Padang, R. D., & Hernawati, R. I. (2024). Proceeding of the International Conference on Management , Determinants of ESG Disclosure in the Energy Sector: The Influence of Foreign Ownership , ROA , and Firm Size.
- Pernamasari, R., Bintara, R., & Rosdiana, Y. (2024). The Impact of Environment Social Governance (ESG) Performance on Stock Returns in Indonesian Companies. *VIII(2454)*, 2868–2876.
<https://doi.org/10.47772/IJRISS>
- Rakyat, D. U., Yuniati, T., & Prayogo, B. (2023). Pengaruh ROA, ROE, DER dan PER terhadap Return Saham Perusahaan Makanan-Minuman BEI 2021--2023. *Prosiding Seminar Nasional Penelitian Dan Kajian (SNPK) USAHID*.
- Rudianto. (2021). *Analisis laporan keuangan: Alat perencanaan dan pengendalian manajemen*. Penerbit Erlangga.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009). *Financial statement analysis*. McGraw-Hill/Irwin.
- Tandelilin, E. (2014). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (cetakan ke-5). Penerbit Kanisius.