Jurnal Riset Bisnis Vol 9 (2) (April 2026) hal: 243 – 261
e - ISSN 2598-005X p - ISSN 2581-0863
e-jurnal: http://journal.univpancasila.ac.id/index.php/jrb/

PENGARUH FAKTOR KEUANGAN TERHADAP *RETURN* SAHAM IDX ESG *LEADERS* DENGAN MODERASI PENGUNGKAPAN ESG DI ERA TRANSISI ENERGI

Nur Widia Rahmawati[1], Tri Kunawangsih P[2]

[1,2] Ilmu Ekonomi, Universitas Trisakti, Jakarta, Indonesia

E-mail: nurwidia.rahma@gmail.com

Diterima 16 Januari 2026, Disetujui 7 April 2026, Terbit 30 April 2026

Abstrak

Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, efisiensi operasi, dan likuiditas terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders* periode 2021–2024, dengan pengungkapan ESG sebagai moderasi. Sebagian besar studi menempatkan ESG sebagai variabel independen, padahal perannya dalam memperkuat atau memperlemah hubungan faktor fundamental terhadap kinerja saham masih belum banyak dieksplorasi, terutama dalam konteks transisi energi Indonesia. Penelitian menggunakan regresi data panel *Fixed Effect Model* pada 18 perusahaan konsisten terdaftar. Hasil menunjukkan efisiensi operasi berpengaruh positif signifikan terhadap *Return* saham, sementara struktur modal, kebijakan dividen, dan likuiditas tidak signifikan. Pengungkapan ESG tidak berpengaruh langsung maupun sebagai moderasi. Temuan mengindikasikan investor lebih menekankan produktivitas aset dibanding aspek pendanaan dan keberlanjutan pada fase awal transisi energi. Implikasi mencakup pentingnya peningkatan efisiensi operasional, analisis fundamental menyeluruh, dan penguatan literasi ESG.

Kata kunci: Efisiensi Operasi, Pengungkapan ESG, *Return* Saham, IDX ESG *Leaders*, Transisi Energi, Struktur Modal

Abstract

This study analyzes the effect of capital structure, dividend policy, operational efficiency, and liquidity on stock Returns of IDX ESG Leaders companies during 2021–2024, with ESG disclosure as moderation. Most studies position ESG as independent variable, while its role in strengthening or weakening fundamental factors' relationship with stock performance remains underexplored, especially in Indonesia's energy transition context. Using panel data regression with Fixed Effect Model on 18 consistently listed companies, results show operational efficiency significantly positively affects stock Returns, while capital structure, dividend policy, and liquidity are insignificant. ESG disclosure shows no direct effect nor moderation. Findings indicate investors prioritize asset productivity over financing and sustainability aspects in early energy transition phase. Implications include importance of operational efficiency improvement, comprehensive fundamental analysis, and ESG literacy enhancement.

Keywords*: Operational Efficiency, ESG Disclosure, Stock Return, IDX ESG Leaders, Energy Transition, Capital Structure*

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun belakangan ini, investasi berbasis prinsip berkelanjutan mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Perhatian investor terhadap dampak lingkungan dan sosial dari kegiatan korporasi kini semakin besar, sehingga aspek *Environmental, Social, and Governance* menjadi pertimbangan penting dalam mengambil keputusan berinvestasi. *Precedence Research* (2024) memproyeksikan bahwa nilai pasar investasi berbasis keberlanjutan akan meningkat secara signifikan dari 29,86 triliun dolar AS di tahun 2024 menjadi 167,49 triliun dolar AS pada tahun 2034, mengindikasikan transformasi dari elemen tambahan menjadi komponen inti strategi investasi global.

Indonesia menunjukkan komitmen serius melalui berbagai kebijakan progresif. Target netralitas emisi yang semula ditetapkan sebelum 2060 dipercepat menjadi sebelum 2050, mencerminkan urgensi transisi menuju ekonomi rendah karbon Reuters (2024) Otoritas Jasa Keuangan (2024) telah menerbitkan *Roadmap* Keuangan Berkelanjutan periode 2021-2025 sebagai panduan integrasi prinsip keuangan hijau di sektor jasa keuangan. Sejak dimulainya masa transisi energi pada 2021, kerangka keberlanjutan mulai diimplementasikan secara sistematis dalam praktik bisnis domestik. Namun demikian, pencapaian di lapangan masih menunjukkan gap yang cukup besar. Berdasarkan catatan IESR (I*nstitute for Essential Services Reform*) (2024) porsi energi terbarukan dalam campuran energi Indonesia tahun 2023 masih berada di angka 13,29 persen, menunjukkan kesenjangan yang cukup besar dengan target pemerintah sebesar 23 persen untuk tahun 2025. Kesenjangan ini menciptakan ketidakpastian bagi pelaku pasar dalam mengevaluasi prospek jangka panjang perusahaan yang berkomitmen pada praktik berkelanjutan.

Ketidakpastian tersebut secara khusus berdampak pada penilaian kinerja emiten dalam IDX ESG *Leaders* yang diluncurkan Bursa Efek Indonesia pada 2020. Indeks ini mengkurasi 30 emiten dengan prestasi keberlanjutan superior dan secara konseptual seharusnya menjadi pilihan optimal untuk investasi berkelanjutan. Akan tetapi, data CEIC Data (2024) menunjukkan pergerakan indeks dengan fluktuasi signifikan dimana mencapai 167.237 poin pada Agustus 2024 namun terkoreksi menjadi 162.265 poin pada Oktober 2024. Volatilitas ini memunculkan pertanyaan kritis apakah prestasi keberlanjutan selalu berkorelasi positif dengan stabilitas *Return* saham. Luo (2022) Luo menemukan bahwa kinerja keberlanjutan tidak selalu berbanding lurus dengan *Return*, bahkan menunjukkan pengaruh negatif pada saham berlikuiditas tinggi dengan premi signifikan hanya pada saham berlikuiditas rendah. Sementara Krueger et al., (2024) menekankan bahwa pengungkapan wajib dapat meningkatkan transparansi dan mempengaruhi likuiditas saham yang berimplikasi pada *Return*.

Investor perlu mempertimbangkan aspek fundamental seperti struktur modal, kebijakan dividen, efisiensi operasi, dan likuiditas perusahaan. Broadstock et al., (2021) membuktikan bahwa dalam periode ketidakpastian seperti pandemi COVID-19,

faktor fundamental tetap menjadi pertimbangan dominan meskipun prestasi keberlanjutan juga berperan penting. Pemilihan fokus pada IDX ESG *Leaders* relevan karena kelompok perusahaan ini memiliki karakteristik unik sebagai pioneer dalam implementasi praktik berkelanjutan di Indonesia, sehingga dapat memberikan gambaran lebih representatif mengenai dinamika hubungan antara faktor keberlanjutan dengan kinerja keuangan. Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang beragam dan kontradiktif. Studi Albuquerque et al., (2020) mengungkapkan bahwa ketahanan saham pada saat terjadi kejatuhan pasar hanya ditunjukkan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki performa *Environmental* dan *Social* yang superior. Shanaev & Ghimire (2022) melaporkan perubahan rating berpengaruh signifikan khususnya pada kasus upgrade rating, sejalan dengan Penelitian Engelhardt et al., (2021) yang membuktikan adanya hubungan positif di antara rating keberlanjutan dengan performa saham ketika terjadi kondisi krisis. Liu et al., (2023) menemukan prestasi superior berkaitan dengan *Return* lebih baik selama pandemi di Jepang, diperkuat oleh Ding et al., (2021) yang membuktikan perusahaan dengan praktik ESG dan CSR kuat lebih resilien selama COVID-19. Lioui & Tarelli (2022) bahkan membuktikan faktor keberlanjutan dapat memberikan risk-adjusted *Return* signifikan terutama di pasar maju, namun Yin (2023) menemukan hasil berbeda di pasar China dimana kinerja berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Return* saham.

Di Indonesia, temuan juga menunjukkan variasi menarik. Agustin et al., (2024) menemukan dimensi sosial berpengaruh signifikan sementara dimensi lingkungan memiliki efek pada *Return* saham perusahaan Indonesia. Witanto (2024) melaporkan keberlanjutan membantu perusahaan zombie bertahan dengan *Return* lebih baik selama COVID-19 namun terbatas pada situasi krisis. Putri & Suryono (2023) pada sektor properti menemukan likuiditas dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan, sejalan dengan temuan Cahyawati (2021) mengindikasikan bahwa *leverage* dan kebijakan pembagian dividen memberikan dampak signifikan terhadap fluktuasi harga saham di sektor manufaktur. Wulandari (2024) mencatat kebijakan dividen dan kinerja keuangan berpengaruh positif pada *Return* saham sektor energi. Kesimpulan dari penelitian Prasetya dan Rakhmayani (2024) menunjukkan bahwa likuiditas dan komposisi struktur modal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap valuasi saham perusahaan-perusahaan di sektor kesehatan, sementara Prawira Negara et al. (2024) menemukan skor pengungkapan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Mujianti dan Novitasari (2025) melaporkan kinerja keberlanjutan berpengaruh positif pada *Return* saham sektor perbankan dalam IDX ESG *Leaders*. Febriani et al. (2022) menemukan pengungkapan laporan keberlanjutan dapat memperkuat hubungan tingkat pertumbuhan berkelanjutan dengan *Return* saham, menunjukkan peran sebagai variabel moderating.

Berdasarkan telaah literatur, temuan riset terkait dampak faktor-faktor fundamental pada *return* saham masih menampilkan variasi hasil

yang cukup beragam. Mayoritas studi menguji keberlanjutan sebagai variabel independen, padahal pengungkapan berpotensi sebagai moderator yang memperkuat atau melemahkan hubungan faktor fundamental dengan *Return*. Masih terbatas penelitian yang menguji beberapa faktor fundamental secara simultan khususnya di konteks IDX ESG *Leaders* yang merepresentasikan praktik berkelanjutan terbaik di Indonesia. Tujuan dari riset ini adalah untuk mengkaji bagaimana struktur modal, efisiensi operasi, likuiditas, serta kebijakan dividen memberikan pengaruh terhadap *Return* saham dengan mempertimbangkan peran moderasi pengungkapan keberlanjutan pada periode 2021-2024 selama masa transisi energi.

KAJIAN TEORI

Struktur Modal

Struktur modal menggambarkan bagaimana perusahaan mengombinasikan sumber pendanaan yang berasal dari utang dan modal sendiri dalam mendukung aktivitas operasional maupun keputusan investasi. Keputusan terkait struktur modal memegang peranan vital karena berimplikasi langsung terhadap valuasi perusahaan dan tingkat imbal hasil pemegang saham.

Modern Finance Theory (MFT) mengemukakan bahwa valuasi perusahaan tidak semata-mata ditentukan oleh dinamika pasar eksternal, melainkan juga dipengaruhi oleh keputusan strategis internal manajemen. Albuquerque et al. (2020) mendemonstrasikan bahwa entitas bisnis dengan fondasi pengelolaan keuangan kokoh menunjukkan resiliensi superior dalam menghadapi turbulensi pasar. Dalam konteks Indonesia, Agustin et al. (2024) serta Mujianti & Novitasari (2025) memberikan konfirmasi empiris bahwa elemen keuangan internal yang diintegrasikan dengan praktik keberlanjutan menghasilkan dampak positif terhadap *Return* saham.

Trade-off Theory menekankan upaya perusahaan mencapai ekuilibrium antara keuntungan penggunaan utang dengan risikonya. Lioui & Tarelli (2022) menemukan *leverage* moderat dapat mengakselerasi peningkatan nilai perusahaan, sementara *leverage* eksesif mengikis kepercayaan investor. Prasetya & Rakhmayani (2024) menemukan pengaruh signifikan struktur modal terhadap harga saham di sektor kesehatan Indonesia.

Pecking Order Theory menawarkan perspektif dengan menekankan hierarki preferensi pemilihan sumber pendanaan, didorong oleh asimetri informasi (Chen et al., 2024). Andriani & Sari (2024) memperlihatkan struktur modal yang disertai pengungkapan ESG dipersepsikan lebih positif oleh investor Indonesia.

H1: Struktur modal berpengaruh positif terhadap Return saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merepresentasikan keputusan strategis manajemen dalam mengalokasikan profit perusahaan, baik untuk dibagikan kepada pemegang saham maupun dipertahankan sebagai laba ditahan untuk keperluan reinvestasi. *Signaling Theory* menjelaskan kebijakan dividen dipersepsikan sebagai sinyal prospek perusahaan. Cahyawati (2021) menemukan kebijakan dividen memengaruhi volatilitas harga saham,

sedangkan Putri & Suryono (2023) menunjukkan pengaruh positif dividen terhadap *Return* saham.

Teori *Bird in the Hand* menjelaskan bahwa investor cenderung memberikan nilai lebih tinggi pada dividen tunai yang bersifat pasti dibanding *capital gain* yang memiliki tingkat ketidakpastian. Matuszewska-Pierzynka et al. (2023) membuktikan konsistensi pembayaran dividen menjaga stabilitas perusahaan besar dunia, sementara Aditya (2022) menemukan kebijakan dividen dengan implementasi *rating* ESG memberikan dampak positif pada return saham perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Efisiensi Operasi

Efisiensi operasi menggambarkan kapabilitas perusahaan mengelola sumber daya untuk menghasilkan output maksimal dengan biaya minimal. *Resource-Based View* (RBV) berpandangan bahwa keunggulan kompetitif perusahaan muncul dari kemampuan dalam mengelola dan memanfaatkan sumber daya internal yang bersifat unik serta sulit untuk ditiru oleh pesaing. Heizer et al. (2020) menyatakan efisiensi operasional merupakan manifestasi strategi berbasis sumber daya yang berimplikasi terhadap daya tarik perusahaan di mata investor.

Neukirchen et al. (2022) menemukan perusahaan dengan efisiensi tinggi lebih mampu bertahan saat krisis global. Gustiyah & Sihono (2023) menemukan rasio keuangan yang mencerminkan efisiensi berpengaruh signifikan terhadap *Return* saham properti, sementara Mujianti & Novitasari (2025) memperlihatkan efisiensi operasional dikombinasikan kinerja ESG meningkatkan *Return* saham perbankan.

H2: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Likuiditas

Likuiditas mencerminkan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek sekaligus menunjukkan kemudahan saham diperdagangkan di pasar modal. Luo (2022) menunjukkan saham dengan likuiditas tinggi lebih diminati investor karena memberikan fleksibilitas dan meningkatkan potensi *Return*.

Akron & Taussig (2022) menemukan perusahaan dengan likuiditas baik cenderung memberikan imbal hasil lebih stabil. Gustiyah & Sihono (2023) memberikan bukti empiris bahwa rasio likuiditas memiliki dampak signifikan *Return* saham properti, di sisi lain Putri & Suryono (2023) menemukan likuiditas memperkuat hubungan profitabilitas dan *Return* saham di BEI.

H3: Efisiensi operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

***Return* Saham**

Return saham mencerminkan tingkat imbal hasil yang diperoleh investor dari kepemilikan saham, mencakup dividen tunai dan *capital gain.* Menurut Ding et al. (2021) besarnya *return* saham dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan seperti struktur modal dan profitabilitas, maupun faktor eksternal seperti kondisi krisis global.

Seiring dengan perkembangan pasar modal modern, imbal hasil saham dipengaruhi tidak hanya oleh faktor finansial, namun juga oleh aspek-aspek non-finansial, terutama kinerja keberlanjutan perusahaan. Liu et al. (2023)

mengungkapkan bahwa emiten yang memiliki skor ESG superior cenderung menampilkan stabilitas return yang lebih baik pada periode krisis. Temuan tersebut diperkuat oleh Agustin et al. (2024) yang menemukan adanya hubungan positif antara kinerja ESG dan *return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H4: Likuiditas berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Pengungkapan ESG sebagai Variabel Moderasi

Pengungkapan ESG semakin penting dalam keuangan modern sebagai sarana mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan transparansi. Krueger et al. (2024) menemukan kewajiban pengungkapan ESG berkontribusi pada peningkatan kepercayaan investor.

Pengungkapan ESG yang berperan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat ataupun memodifikasi arah pengaruh dari faktor keuangan terhadap *Return* saham. Sahu et al. (2025) membuktikan keterbukaan informasi ESG berperan meningkatkan likuiditas saham dengan mengurangi ketidakpastian risiko iklim. Sutrisno & Aprilia (2023) menemukan pengungkapan ESG berhubungan positif dengan *Return* saham sektor perbankan Indonesia.

Tyas dan Prastiwi (2025) mengonfirmasi bahwa kinerja ESG mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, sementara Sahidal (2026) menemukan pengungkapan ESG memoderasi pengaruh pelaporan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan melalui jalur efisiensi investasi. Kedua temuan ini memperkuat argumen bahwa ESG berpotensi sebagai moderasi yang signifikan, meskipun relevansinya sangat bergantung pada konteks variabel dependen dan karakteristik sampel yang digunakan.

H5: Pengungkapan ESG memoderasi pengaruh factor keuangan terhadap *return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Transparansi ESG memberikan konteks tambahan bagi investor dalam menilai struktur modal perusahaan. Ketika perusahaan terbuka mengenai praktik ESG-nya, investor memperoleh gambaran lebih lengkap tentang bagaimana perusahaan mengelola risiko dan peluang jangka panjang. (Witanto, 2024) mengungkapkan bahwa ESG dapat berperan sebagai pelindung bagi perusahaan yang menghadapi tekanan finansial, sehingga pengungkapan ESG yang baik dapat membuat investor lebih toleran terhadap struktur modal yang lebih agresif.

H5: Pengungkapan ESG memoderasi pengaruh struktur modal terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Perusahaan yang menerapkan praktik ESG yang baik cenderung mengadopsi pandangan jangka panjang dalam kebijakan dividennya. Matuszewska-Pierzynka et al., (2023) menemukan bahwa perusahaan yang peduli terhadap ESG lebih berhati-hati dalam menyeimbangkan pembagian dividen dengan kebutuhan investasi keberlanjutan. Aditya (2022) juga memberikan bukti empiris dari konteks Indonesia bahwa pengungkapan ESG dapat mempengaruhi cara pasar merespons kebijakan dividen perusahaan.

H6: Pengungkapan ESG memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Efisiensi operasi dalam era keberlanjutan tidak hanya berarti minimalisasi biaya, tetapi juga bagaimana perusahaan mengoptimalkan penggunaan sumber daya dengan mempertimbangkan dampak lingkungan dan sosial. Pengungkapan ESG memberikan informasi penting tentang hal ini kepada investor. Broadstock et al., (2021) mengobservasi bahwa selama masa krisis, perusahaan dengan kinerja ESG yang solid terbukti lebih mampu mempertahankan efisiensi operasionalnya, menunjukkan bahwa ESG dan efisiensi operasi memiliki hubungan yang saling menguatkan.

H7: Pengungkapan ESG memoderasi pengaruh efisiensi operasi terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Aspek likuiditas dalam konteks ESG menjadi semakin kompleks karena perusahaan dengan komitmen keberlanjutan yang kuat biasanya membutuhkan arus kas yang stabil untuk mendukung investasi jangka panjang. Sahu et al., (2025) menemukan adanya hubungan antara pengungkapan ESG dengan likuiditas saham dan eksposur terhadap risiko iklim. Perusahaan dengan pengungkapan ESG yang baik seringkali memiliki akses lebih mudah ke pembiayaan hijau, yang pada akhirnya dapat memengaruhi posisi likuiditas dan respons pasar terhadap sahamnya.

H8: Pengungkapan ESG memoderasi pengaruh likuiditas terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders*

Applied Theory

Applied Theory dalam penelitian ini berfokus pada perusahaan IDX ESG *Leaders*, yaitu emiten terpilih berdasarkan skor ESG tinggi, fundamental keuangan solid, dan likuiditas baik (Bursa Efek Indonesia, 2020). IESR (2024) menegaskan transisi energi bersih menuntut kontribusi nyata dunia usaha, sehingga keterbukaan ESG menjadi instrumen strategis daya saing.

Broadstock et al. (2021) menunjukkan kinerja ESG memperkuat ketahanan saham saat krisis, sementara Liu et al. (2023) menemukan perusahaan Jepang dengan kinerja ESG tinggi memiliki *Return* lebih stabil. Precedence Research (2024) memproyeksikan pertumbuhan pesat pasar investasi berbasis ESG. Dengan demikian, penelitian ini menempatkan pengungkapan ESG sebagai sebagai variabel moderasi yang vital dalam relasi faktor keuangan terhadap *Return* saham perusahaan IDX ESG *Leaders* di tengah transisi energi Indonesia.

METODE

Riset ini menerapkan pendekatan kuantitatif berjenis eksplanatif guna menganalisis dampak dari struktur modal, efisiensi operasional, tingkat likuiditas, serta kebijakan dividen terhadap return saham. Dalam model penelitian, pengungkapan ESG berperan sebagai variabel pemoderasi yang memengaruhi hubungan antarvariabel tersebut. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang konsisten terdaftar di indeks IDX ESG Leaders sepanjang tahun 2021–2024, di mana data yang digunakan merupakan data

panel yang mengombinasikan dimensi waktu (*time series*) dengan dimensi antarperusahaan (*cross-sectional*).

Populasi penelitian mencakup seluruh emiten yang terdaftar dalam IDX ESG *Leaders* selama periode observasi. Teknik pengambilan sampel secara *purposive* diterapkan dengan ketentuan:

(1) perusahaan konsisten terdaftar dalam indeks IDX ESG Leaders selama periode 2021-2024, dan

(2) mempublikasikan laporan keuangan serta laporan keberlanjutan secara lengkap sepanjang periode penelitian.

Variabel Penelitian dan Pengukuran

Return saham merepresentasikan imbalan yang diperoleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang mereka ambil dalam berinvestasi (Bodie et al., 2021). Perhitungan menggunakan konsep holding period *Return* berdasarkan perubahan harga penutupan saham antar periode. Formula yang digunakan:

$$Return\ saham = \frac{(\text{Harga Saham t} - \text{Harga Saham t} - 1)}{\text{Harga Saham t} - 1}$$

di mana Harga Saham *t* merupakan harga penutupan pada periode yang diamati, sementara Harga Saham *t-1* adalah harga penutupan pada periode sebelumnya (Agustin et al., 2024).

Struktur modal diproksi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) yang mencerminkan komposisi pembiayaan antara modal sendiri dan hutang (Brigham & Ehrhardt, 2022). Pengukuran ini mengacu pada penelitian Andriani & Sari (2024) yang menemukan pengaruh struktur modal terhadap kinerja saham. Formula perhitungan:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Kebijakan dividen diproksi menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yakni rasio yang menunjukkan proporsi laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai (Permana & Wijaya, 2023). Tingkat DPR yang relatif konsisten dipandang sebagai sinyal yang baik bagi pasar karena mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang stabil (Cahyawati, 2021). Rumus perhitungan yang digunakan adalah:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per Saham}}{\text{Laba per Saham}}$$

Efisiensi operasional diproksi melalui *Total Asset Turnover* (TATO), yang menggambarkan kapabilitas perusahaan dalam memaksimalkan aset yang dimilikinya guna menghasilkan pendapatan penjualan (Brigham & Ehrhardt, 2022). TATO yang tinggi mengindikasikan efisiensi operasional yang baik (Prasetya & Rakhmayani, 2024). Formula perhitungan:

$$TATO = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Likuiditas diproksi menggunakan *Current Ratio* (CR), yakni rasio yang menggambarkan kapasitas aset lancar perusahaan untuk melunasi liabilitas jangka pendeknya (Putri & Suryono, 2023). CR yang optimal menunjukkan keseimbangan antara likuiditas operasional dengan efisiensi penggunaan dana (Bodie et al., 2021). Formula yang digunakan:

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Pengungkapan ESG dievaluasi berdasarkan kerangka kerja GRI Standards yang menjadi standar internasional dalam pelaporan keberlanjutan (Krueger et al., 2024). Penilaian dilakukan melalui *content analysis* terhadap laporan keberlanjutan dan laporan tahunan perusahaan. Setiap indikator diberikan skor 1 untuk pengungkapan lengkap dan skor 0 jika tidak ada pengungkapan (Agustin et al., 2024). Formula perhitungan:

$$Skor\ ESG = \frac{\sum Skor\ Item}{\text{Jumlah yang relevan}}$$

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Keseluruhan data dalam riset ini bersifat sekunder yang dihimpun menggunakan metode dokumentasi. Informasi mengenai harga saham dan dividen diperoleh dari basis data Bursa Efek Indonesia serta *Yahoo Finance*. Adapun laporan keuangan perusahaan yang mencakup laporan laba rugi, neraca, serta laporan arus kas diperoleh melalui platform IDX dan situs resmi masing-masing Perusahaan. Sedangkan data mengenai disclosure ESG diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan yang dipublikasikan secara resmi.

Proses pengumpulan data dimulai dengan identifikasi perusahaan sampel berdasarkan konsistensi kehadiran dalam indeks IDX ESG *Leaders*. Selanjutnya, dokumen-dokumen relevan diunduh dan data keuangan diekstraksi secara sistematis ke dalam template pengolahan yang telah disiapkan. Untuk pengukuran ESG, dilakukan *content analysis* dengan memberikan skor pada setiap item pengungkapan sesuai standar GRI, kemudian disusun menjadi indeks pengungkapan ESG.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan metode regresi data panel melalui beberapa tahap analisis. Pertama, penyajian statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data yang mencakup nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, serta nilai maksimum dari setiap variabel penelitian (Sakti, 2017). Kedua, penentuan model regresi data panel yang paling sesuai dilakukan melalui serangkaian uji, yakni Uji Chow untuk membedakan *Common Effect Model* dengan *Fixed Effect Model*, Uji Hausman untuk menentukan model yang lebih tepat antara *Fixed Effect Model* dengan *Random Effect Model*, dan Uji Lagrange Multiplier untuk membandingkan *Common Effect Model* dengan *Random Effect Model* (Baltagi, 2021).

Ketiga, pengujian asumsi klasik yang bertujuan memverifikasi bahwa model regresi yang diterapkan telah memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Uji normalitas menerapkan statistik Jarque-Bera untuk mengetahui distribusi residual. Uji heteroskedastisitas dengan metode Glejser untuk mendeteksi konsistensi varians residual. Uji multikolinearitas melalui matriks korelasi antar variabel independen dengan batas toleransi 0,80. Uji autokorelasi menggunakan statistik Durbin-Watson untuk mengidentifikasi korelasi residual antar periode pengamatan (Baltagi, 2021).

Keempat, pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t untuk mengidentifikasi pengaruh tiap variabel independen secara parsial, uji F untuk menilai pengaruh variabel independen

secara simultan, dan koefisien determinasi (R^2) untuk mengevaluasi seberapa besar model mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Uji statistik dalam riset ini menerapkan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0,05$).

Kelima, untuk menguji efek moderasi pengungkapan ESG, diterapkan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dalam dua tahap. Tahap pertama menguji pengaruh langsung variabel independen terhadap *Return* saham tanpa melibatkan interaksi. Tahap kedua memasukkan variabel interaksi antara setiap variabel independen dengan pengungkapan ESG (Sakti, 2017). Sebelum membentuk variabel interaksi, dilakukan *centering* pada variabel independen dan moderator untuk mengurangi potensi multikolinearitas. Model persamaan yang digunakan:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 TATO_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 ESG_{it} + \beta_6 (DER*ESG)it + \beta_7 (DPR*ESG)_{it} + \beta_8 (TATO*ESG)_{it} + \beta_9 (CR*ESG)_{it} + \varepsilon_{it}$$

dimana RET*it* adalah *Return* saham perusahaan i pada periode *t, DERit* adalah D*ebt to Equity Ratio*, DPR*it* adalah *Dividend Payout Ratio, TATO*it adalah *Total Asset Turnover*, CR*it* adalah *Current Ratio, ESG*it adalah skor pengungkapan ESG, variabel yang berada dalam kurung merupakan variabel interaksi, α_0 menunjukkan konstanta, β_1-β9 adalah koefisien regresi, serta *εit* menggambarkan *error term*. Koefisien interaksi yang signifikan mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG memoderasi hubungan antara variabel independen dengan *Return* saham. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan software ekonometrika untuk memastikan akurasi hasil analisis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Riset ini menggunakan data panel yang bersumber dari laporan tahunan keuangan dan laporan keberlanjutan perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders selama periode 2021–2024. Melalui penerapan kriteria purposive sampling, terpilih 18 perusahaan yang memenuhi seluruh ketentuan penelitian, sehingga total data observasi yang digunakan berjumlah 72. Unit analisis dalam riset ini adalah perusahaan dengan cakupan berbagai sektor industri, meliputi perbankan, infrastruktur, properti, telekomunikasi, media, serta sektor perdagangan dan barang konsumsi.

Tabel 1. Sampel Penelitian

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor Industri
1	BBCA	PT Bank Central Asia Tbk	Perbankan
2	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	Perbankan
3	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	Perbankan
4	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	Perbankan
5	BSDE	PT Bumi Serpong Damai Tbk	Properti
6	CTRA	PT Ciputra Development Tbk	Properti
7	PWON	PT Pakuwon Jati Tbk	Properti
8	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	Infrastruktur

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor Industri
9	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi
10	TOWR	PT Sarana Menara Nusantara Tbk	Infrastruktur Telekomunikasi
11	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk	Telekomunikasi
12	MNCN	PT Media Nusantara Citra Tbk	Media
13	SCMA	PT Surya Citra Media Tbk	Media
14	ACES	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Perdagangan Ritel
15	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk	Perdagangan dan Distribusi
16	ERAA	PT Erajaya Swasembada Tbk	Ritel Elektronik
17	MAPI	PT Mitra Adiperkasa Tbk	Ritel dan Gaya Hidup
18	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk	Barang Konsumsi

Sumber: Data diolah penulis, 2025

Komposisi sampel perusahaan disajikan pada Tabel 1, yang menunjukkan bahwa sektor perbankan mendominasi sampel penelitian. Kondisi ini mencerminkan peran strategis sektor keuangan dalam implementasi prinsip keberlanjutan dan tata kelola perusahaan yang baik. Keberagaman sektor diharapkan mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif terkait hubungan antara kinerja keuangan, pengungkapan ESG, dan *Return* saham.

Gambaran awal karakteristik data ditunjukkan melalui statistik deskriptif yang disajikan pada Tabel 2. *Return* saham memiliki nilai rata-rata negatif, yang mengindikasikan bahwa selama periode pengamatan perusahaan sampel secara umum mengalami tekanan kinerja saham. Rentang nilai *Return* yang cukup lebar mencerminkan perbedaan kinerja antar perusahaan dan antar periode. Variabel struktur modal, kebijakan dividen, efisiensi operasi, dan likuiditas menunjukkan variasi yang relatif tinggi, sedangkan variabel pengungkapan ESG memiliki tingkat variasi yang lebih rendah, menandakan homogenitas praktik pengungkapan ESG pada perusahaan IDX ESG *Leaders*.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Max	Min	Std. Dev
RS	-0,0626	-0,0563	0,7106	-0,9480	0,2984
DER	0,0000	-1,0821	4,4176	-2,1202	2,1027
DPR	0,0000	-0,0592	0,9011	-0,4398	0,3643
TATO	0,0000	-0,4494	3,1661	-0,5990	0,8441
CR	0,0000	-0,8255	6,1673	-1,8232	2,1610
ESG	0,0000	-0,0101	0,3967	-0,2898	0,1419

Sumber: Data diolah Penulis, 2025

Penentuan model estimasi yang paling sesuai dilakukan dengan menerapkan Uji Hausman dan Uji Chow. Pada Uji Chow, diperoleh nilai probabilitas *Cross-section* F

sebesar 0,2243 yang melebihi tingkat signifikansi 5 persen, sehingga mengindikasikan *Common Effect Model* lebih tepat dibandingkan *Fixed Effect Model*. Akan tetapi, hasil Uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas 0,0399 yang berada di bawah 0,05, menandakan bahwa *Fixed Effect Model* merupakan pilihan yang lebih apropriasi mengingat terdapat korelasi di antara efek individual dengan variabel independen.

Uji asumsi klasik dilakukan guna memverifikasi validitas model regresi. Melalui uji normalitas residual dengan statistik Jarque-Bera, diperoleh nilai 1,1440 dengan probabilitas 0,5644 yang mengindikasikan distribusi residual bersifat normal. Pada uji heteroskedastisitas menggunakan metode Glejser, keseluruhan variabel menampilkan nilai probabilitas melebihi 0,05 sehingga mengkonfirmasi absennya masalah heteroskedastisitas. Hasil uji multikolinearitas memperlihatkan korelasi paling tinggi di antara DER dengan CR adalah sebesar -0,594 yang masih berada di bawah batasan toleransi 0,80. Sementara itu, uji autokorelasi memperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 2,217 yang terletak pada rentang dU < DW < 4-dU, menandakan tidak ditemukannya masalah autokorelasi dalam model.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Kesimpulan
Konstanta	-0,063	0,034	-1,867	0,068	-
DER	0,077	0,047	1,628	0,110	Tidak Signifikan
DPR	0,069	0,210	0,326	0,746	Tidak Signifikan
TATO	0,773	0,307	2,521	0,015	Signifikan
CR	-0,095	0,066	-1,424	0,161	Tidak Signifikan
ESG	0,200	0,379	0,526	0,601	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2025

Merujuk pada Tabel 3, variabel TATO merupakan satu-satunya variabel yang memperlihatkan dampak signifikan pada Return saham dengan koefisien bertanda positif sebesar 0,773 dan probabilitas 0,015. Temuan ini mengindikasikan bahwa efisiensi operasional menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai perusahaan ESG *Leaders*. Dalam kondisi ceteris paribus, kenaikan satu satuan pada TATO akan mengakibatkan peningkatan Return saham sebesar 0,773 satuan. Temuan ini konsisten dengan perspektif *Resource-Based View* yang menggarisbawahi pentingnya kapabilitas perusahaan dalam mengelola sumber daya internal secara efisien guna menciptakan keunggulan kompetitif.

Variabel DER menunjukkan koefisien positif 0,077 namun tidak mencapai tingkat signifikansi dengan nilai probabilitas 0,110. Temuan ini menandakan bahwa tingkat *leverage* bukan menjadi pertimbangan utama investor pada perusahaan ESG *Leaders*. Karakteristik perusahaan dalam indeks ini yang umumnya memiliki tata kelola baik dan stabilitas keuangan relatif tinggi membuat variasi struktur modal tidak menjadi sinyal yang cukup kuat. Hasil

penelitian ini sejalan dengan riset Aditya (2022) yang mengidentifikasi bahwa struktur modal tidak memberikan pengaruh signifikan pada *Return* saham perusahaan-perusahaan dalam IDX ESG *Leaders* , namun berbeda dengan Prasetya & Rakhmayani (2024) yang menunjukkan pengaruh signifikan pada sektor kesehatan.

Kebijakan dividen (DPR) juga tidak menunjukkan pengaruh signifikan dengan koefisien 0,069 dan probabilitas 0,746. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen tidak dipersepsikan sebagai sinyal utama oleh investor. Dalam konteks perusahaan ESG *Leaders*, sebagian perusahaan diduga memilih menahan laba untuk menjaga fleksibilitas pendanaan, termasuk untuk mendukung investasi jangka panjang terkait keberlanjutan. Hasil ini selaras dengan Wulandari (2024) pada sektor energi, namun berbeda dengan Putri & Suryono (2023) yang menemukan pengaruh signifikan pada sektor properti, yang dapat dijelaskan oleh perbedaan karakteristik industri.

Likuiditas (CR) menampilkan koefisien negatif -0,095 namun tidak signifikan (p=0,161). Hubungan negatif ini mengindikasikan bahwa likuiditas yang terlalu tinggi berpotensi dipersepsikan sebagai kurang optimalnya pemanfaatan aset lancar. Investor mungkin menilai bahwa dana yang mengendap dalam aset lancar seharusnya dapat dialokasikan ke investasi yang lebih produktif. Variasi CR yang sangat tinggi dalam sampel dengan standar deviasi sebesar 2,161 menunjukkan heterogenitas kondisi keuangan perusahaan.

Pengungkapan ESG menunjukkan koefisien positif 0,200 namun tidak signifikan dengan probabilitas 0,601. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG pada perusahaan IDX ESG *Leaders* bersifat relatif homogen, sehingga belum menjadi faktor diferensiasi yang mempengaruhi *Return* saham secara langsung. Standar deviasi ESG yang rendah (0,1419) memperkuat argumentasi bahwa kurangnya variasi informasi membuat ESG tidak menjadi faktor pembeda. Hasil ini konsisten dengan Aditya (2022), namun berbeda dengan Mujianti & Novitasari (2025) yang menemukan pengaruh positif kinerja ESG pada sektor perbankan.

Uji F menghasilkan nilai F-statistic 1,324 dengan probabilitas 0,205, menunjukkan bahwa secara simultan kelima variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return* saham. Nilai *R-squared* sebesar 0,373 mengindikasikan bahwa 37,3 persen variasi *Return* saham dapat dijelaskan oleh variabel dalam model, sedangkan sisanya dipengaruhi faktor lain seperti kondisi makroekonomi dan sentimen pasar. Nilai *Adjusted R-squared* yang relatif rendah yaitu 0,091 menunjukkan bahwa tidak seluruh variabel memberikan kontribusi optimal.

Tabel 4. Hasil Uji Moderasi

Hipotesis	Variabel Interaksi	Koefisien	t-Statistic	Prob.	Kesimpulan
H_6	DER*ESG	-0,021	-0,114	0,910	Tidak Memoderasi
H_7	DPR*ESG	-2,070	-1,625	0,110	Tidak Memoderasi
H_8	TATO*ESG	-0,608	-0,747	0,459	Tidak Memoderasi

Hipotesis	Variabel Interaksi	Koefisien	t-Statistic	Prob.	Kesimpulan
H_9	CR*ESG	0,169	0,642	0,524	Tidak Memoderasi

Sumber: Data diolah, 2025

Data pada Tabel 4 menunjukkan bahwa pengungkapan ESG belum efektif sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi hubungan antara faktor-faktor fundamental keuangan dengan *Return* saham. Seluruh variabel interaksi menunjukkan nilai probabilitas di atas 0,05, mengindikasikan tidak adanya efek moderasi yang signifikan. Interaksi DER*ESG memiliki koefisien -0,021 dengan probabilitas 0,910, menunjukkan bahwa ESG tidak memoderasi hubungan struktur modal dan *Return* saham. Hal ini dapat dipahami mengingat struktur modal pada model utama juga tidak berpengaruh signifikan.

Interaksi DPR*ESG menghasilkan koefisien negatif -2,070 dengan probabilitas 0,110. Meskipun nilai koefisien relatif besar, tingkat signifikansinya tidak memenuhi batas kepercayaan 95 persen. Arah koefisien yang negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG, hubungan positif antara kebijakan dividen dan *Return* saham cenderung melemah, meskipun efek tersebut belum cukup kuat secara statistik. Temuan pada interaksi TATO*ESG menunjukkan koefisien -0,608 dengan probabilitas 0,459, mengindikasikan tidak adanya efek moderasi meskipun TATO merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan pada model utama.

Hasil berbeda dengan Rahayu & Budiman (2024) yang membuktikan bahwa pengungkapan ESG berperan memoderasi hubungan di antara likuiditas dan struktur modal terhadap valuasi perusahaan sektor manufaktur. Muhammad (2025) pada perusahaan sektor energi juga menemukan bahwa pengungkapan ESG memoderasi pengaruhnya terhadap nilai perusahaan melalui jalur keunggulan kompetitif. Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh variabel dependen yang berbeda yaitu nilai perusahaan dan serta karakteristik sampel yaitu perusahaan manufaktur. Ketiadaan peran moderasi ESG mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia belum sepenuhnya mengintegrasikan informasi ESG dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Pembahasan

Temuan bahwa hanya efisiensi operasional (TATO) yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham merupakan temuan yang secara kritis perlu diinterpretasikan dalam konteks karakteristik unik perusahaan IDX ESG *Leaders*. Koefisien TATO yang positif dan signifikan (0,773; p=0,015) konsisten dengan perspektif *Resource-Based View* yang menegaskan bahwa kemampuan mengelola aset secara produktif merupakan sumber keunggulan kompetitif yang sulit ditiru (Heizer et al., 2020). Secara kritis, hal ini mengindikasikan bahwa meskipun perusahaan telah berkomitmen pada praktik berkelanjutan, pasar tetap menilai kualitas

manajemen dari sisi produktivitas riil. Efisiensi aset bukan sekadar cerminan kinerja finansial, melainkan juga sinyal tentang kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan sumber daya secara bertanggung jawab selama masa transisi energi, sebagaimana dikonfirmasi oleh Neukirchen et al. (2022) yang menunjukkan perusahaan efisien lebih resilien terhadap tekanan eksternal.

Ketidaksignifikanan struktur modal (DER; p=0,110) secara kritis menunjukkan fenomena "homogenisasi sinyal" pada perusahaan ESG *Leaders*. Perusahaan dalam indeks ini umumnya telah melewati seleksi ketat berbasis tata kelola dan stabilitas keuangan, sehingga variasi *leverage* tidak lagi memberikan informasi marginal yang bermakna bagi investor. Ini berbeda dengan temuan Prasetya dan Rakhmayani, (2024) pada sektor kesehatan yang heterogen; perbedaan ini mempertegas bahwa pengaruh struktur modal sangat bergantung pada konteks industri dan komposisi sampel. Dalam perspektif *Pecking Order Theory*, hal ini juga dapat diartikan bahwa investor sudah mempercayai kualitas pengungkapan informasi perusahaan ESG *Leaders*, sehingga asimetri informasi terkait pendanaan sudah relatif tereduksi.

Ketidaksignifikanan kebijakan dividen (DPR; p=0,746) mengundang interpretasi kritis yang menarik. Meskipun *Signaling Theory* memprediksi dividen sebagai sinyal prospek perusahaan, temuan ini menunjukkan bahwa investor ESG *Leaders* cenderung berorientasi jangka panjang dan lebih menghargai reinvestasi untuk pertumbuhan berkelanjutan dibanding pembagian laba jangka pendek. Variasi DPR yang tinggi dalam sampel juga mengindikasikan adanya perbedaan strategi perusahaan dalam merespons tekanan pandemi Covid-19, di mana sebagian memilih menahan laba demi fleksibilitas pendanaan. Secara kritis, temuan ini menggeser relevansi dividen sebagai sinyal dalam konteks perusahaan yang sudah dikenal publik atas komitmen keberlanjutannya, sehingga investor tidak lagi membutuhkan sinyal dividen karena kualitas perusahaan sudah terkomunikasikan melalui skor ESG dan reputasi indeks itu sendiri.

Likuiditas yang menunjukkan arah negatif meskipun tidak signifikan (CR; -0,095; p=0,161) memberikan sinyal kritis bahwa likuiditas berlebih justru dapat diinterpretasikan pasar sebagai inefisiensi alokasi modal. Investor yang rasional menilai bahwa dana yang "menganggur" dalam aset lancar seharusnya dikonversi menjadi investasi produktif, terutama di tengah tekanan transisi energi yang menuntut reinvestasi besar-besaran ke aset hijau. Temuan ini berbeda dengan penelitian pada sektor properti (Putri & Suryono, 2023) yang karakteristik siklus bisnisnya memang membutuhkan cadangan likuiditas tinggi, memperkuat argumen bahwa efek likuiditas bersifat sektoral dan tidak universal.

Hasil yang paling kritis untuk diinterpretasikan adalah tidak signifikannya pengungkapan ESG, baik sebagai variabel independen (p=0,601) maupun sebagai moderasi. Standar deviasi ESG yang rendah (0,1419) menunjukkan bahwa seluruh perusahaan sampel memiliki tingkat pengungkapan yang relatif seragam, sehingga

kondisi ini menciptakan "efek langit-langit" (*ceiling effect*) di mana variasi informasi yang minim membuat ESG kehilangan daya differensiasi di mata pasar. Secara kritis, ini bukan berarti ESG tidak relevan, melainkan bahwa dalam sampel yang sudah tersaring sebagai "terbaik", diperlukan dimensi pengukuran ESG yang lebih granular untuk menangkap perbedaan yang bermakna. Temuan ini selaras dengan Aditya (2022) namun kontras dengan Mujianti dan Novitasari (2025), suatu perbedaan yang mungkin mencerminkan bahwa kinerja ESG (bukan sekadar pengungkapan) yang diukur secara sektoral lebih mampu menangkap variasi yang relevan bagi investor. Lebih jauh, ketiadaan peran moderasi ESG mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia masih dalam proses internalisasi informasi keberlanjutan, dan literasi investasi berbasis ESG perlu terus diperkuat. Yansyah (2026) menegaskan bahwa pengungkapan ESG bersama variabel tata kelola lainnya berpengaruh terhadap kualitas pelaporan dan keberlangsungan usaha perusahaan, mengindikasikan bahwa peran ESG sesungguhnya lebih luas dari sekadar pengaruh terhadap return saham jangka pendek.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian terhadap perusahaan IDX ESG *Leaders* tahun 2021-2024 menghasilkan beberapa temuan menarik. Pertama, efisiensi operasional yang diukur melalui perputaran aset menjadi satu-satunya faktor yang benar-benar diperhitungkan investor dalam menentukan imbal hasil saham. Ini menandakan bahwa pasar lebih menghargai kemampuan riil perusahaan mengelola sumber daya dibanding sekadar angka-angka keuangan formal.

Kedua, variabel konvensional seperti struktur pendanaan, pembagian dividen, dan tingkat likuiditas ternyata tidak memberikan pengaruh berarti. Hal ini mengisyaratkan bahwa investor di segmen berkelanjutan memiliki cara pandang berbeda, investor tidak terlalu mempersoalkan bagaimana perusahaan mendanai operasinya atau seberapa rutin membagi laba, selama produktivitas tetap terjaga.

Ketiga, informasi ESG belum sepenuhnya diserap pasar sebagai pertimbangan investasi. Pengungkapan ESG tidak mempengaruhi *Return* secara langsung, juga tidak memperkuat hubungan antara kinerja keuangan dengan imbal hasil. Ini menunjukkan bahwa kesadaran dan literasi mengenai nilai keberlanjutan masih dalam tahap pengembangan di pasar modal Indonesia.

Secara keseluruhan, studi ini menegaskan bahwa dalam fase awal transisi menuju ekonomi berkelanjutan, produktivitas aset masih menjadi ukuran utama, sementara dimensi ESG masih berperan sebagai pelengkap. Model yang digunakan juga belum mampu menjelaskan keseluruhan variasi *Return*, mengindikasikan adanya faktor-faktor lain yang perlu dieksplorasi lebih lanjut.

Saran

Beberapa hal dapat menjadi pertimbangan untuk riset selanjutnya. Pertama, perluasan sampel dengan kriteria

yang lebih fleksibelmisalnya memasukkan perusahaan yang pernah masuk indeks meski tidak konsistenakan memberikan gambaran lebih representatif. Perbandingan dengan indeks konvensional juga dapat mengungkap perbedaan karakteristik investasi berkelanjutan.

Kedua, periode pengamatan yang lebih panjang sangat dianjurkan. Mengingat manfaat keberlanjutan cenderung terakumulasi dalam jangka panjang, observasi tujuh hingga sepuluh tahun akan lebih mampu menangkap dinamika sesungguhnya. Terlebih ketika praktik ESG sudah lebih matang dan terinternalisasi dalam keputusan investasi.

Ketiga, penambahan variabel penelitian perlu dipertimbangkan. Profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, hingga rasio valuasi dapat meningkatkan daya prediksi model. Faktor makroekonomi seperti inflasi dan suku bunga juga layak dimasukkan sebagai kontrol untuk menangkap pengaruh lingkungan eksternal.

Keempat, analisis berbasis sektor akan memberikan wawasan lebih mendalam. Karakteristik industri yang berbeda berpotensi menghasilkan pola hubungan yang bervariasi antara efisiensi, ESG, dan *Return* saham. Pendekatan sub-sampel dapat menjawab pertanyaan apakah determinan *Return* saham berbeda antar sektor.

Terakhir, kombinasi metode kuantitatif dengan pendekatan kualitatifseperti wawancara dengan manajer investasi atau analisis konten laporan keberlanjutandapat memperkaya pemahaman tentang bagaimana informasi ESG benar-benar digunakan dalam praktik. Dengan demikian, studi mendatang dapat memberikan gambaran lebih utuh mengenai dinamika investasi berkelanjutan di pasar berkembang.

DAFTAR PUSTAKA

Aditya, M. (2022). Implementasi rating ESG dan kebijakan dividen terhadap return saham. *Keizai: Jurnal Kajian Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, *3*(1), 48–56. https://doi.org/10.56589/keizai.v3i1.273

Agustin, D., Anggraini, T., & Fitria, R. (2024). ESG performance and Indonesia stock return. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, *12*(2), 919–932. https://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK/article/view/71539

Akron, S., & Taussig, R. D. (2022). Income statement leverage and expected stock returns. *Finance Research Letters*, *47*, 102766. https://doi.org/10.1016/J.FRL.2022.102766

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *Review of Corporate Finance Studies*, *9*(3), 593–621. https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011

Andriani, L., & Sari, D. (2024). Pengungkapan ESG, Struktur Modal dan Kinerja Saham Perusahaan IDX30. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*.

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data* (6th ed.). Springer.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12th ed.). McGraw-Hill Education.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2022). *Financial Management: Theory \& Practice* (17th ed.). Cengage Learning.

Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, *38*, 101716. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716

Bursa Efek Indonesia. (2020). *Peluncuran indeks IDX ESG Leaders*.

Cahyawati, R. P. (2021). Pengaruh volatilitas laba, kebijakan dividen, dan leverage terhadap volatilitas harga saham. *Jurnal Riset*

Akuntansi Dan Keuangan, *9*(3), 201–215. https://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK/article/view/44213

CEIC Data. (2024). *Indonesia Stock Exchange: Index: IDX ESG Leaders*.

Chen, X., Li, W., Torsin, W., & Tsang, A. (2024). Dividend policy under mandatory ESG reporting. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *93*, 101986. https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2024.101986

Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, *141*(2), 802–830. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005

Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. (2021). ESG Ratings and Stock Performance during the COVID-19 Crisis. *Sustainability*, *13*(13), 7133. https://doi.org/10.3390/su13137133

Febriani, N., Hayat, A., Sadikin, A., & Juwita, R. (2022). Sustainable growth rate dalam mempengaruhi return saham dengan sustainability report sebagai variabel moderasi. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, *10*(2), 145–158. https://ejournal.upi.edu/index.php/JRAK/article/view/88537

Gustiyah, S., & Sihono, A. (2023). Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan, Dan Return Saham Perusahaan Real Estate \& Property. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, *11*(2), 138–157. http://ejournal.unikama.ac.id/index.php/jrma/article/view/9032

Heizer, J., Render, B., & Munson, C. (2020). *Operations Management: Sustainability and Supply Chain Management* (13th ed.). Pearson.

IESR (Institute for Essential Services Reform). (2024). *Indonesia energy transition outlook 2024*.

Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y., & Zhong, R. (2024). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World. *Journal of Accounting Research*. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12548

Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Chasing the ESG factor. *Journal of Banking and Finance*, *139*, 106498. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106498

Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). The Effect of ESG Performance on the Stock Market during the COVID-19 Pandemic — Evidence from Japan. *Economic Analysis and Policy*, *79*, 702–712. https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.06.038

Luo, D. (2022). ESG, liquidity, and stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *78*, 101526. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101526

Matuszewska-Pierzynka, A., Mrzygłód, U., & Pieloch-Babiarz, A. (2023). ESG performance and dividend stability of the world's largest enterprises. In *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation* (Vol. 19, Issue 4). https://doi.org/10.7341/20231946

Muhammad, C. F. (2025). *Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap Nilai Perusahaan dengan Keunggulan Kompetitif sebagai Variabel Moderasi*.

Mujianti, R., & Novitasari. (2025). Pengaruh Kinerja ESG, nilai perusahaan, dan return saham perbankan IDX ESG Leaders. *Jurnal Akutansi Keuangan Dan Perbankan*, *8*(1), 112–128. https://doi.org/10.32722/account.v12i1.7510

Neukirchen, D., Engelen, P.-J., & Kolb, A. (2022). Operational efficiency and stock market performance during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, *46*, 102487. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102487

Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Peta jalan keuangan berkelanjutan 2021--2025*.

Permana, I., & Wijaya, C. (2023). Dampak Kinerja Keuangan dan Kebijakan Dividen terhadap Volatilitas Harga Saham Consumer Goods. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*.

Prasetya, F. D., & Rakhmayani, A. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor Pelayanan Kesehatan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022. *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, *13*(1), 156–172. https://doi.org/10.14710/jiab.2024.41157

Prawira Negara, N. G. P., Gos, I., & Priambodo, R. E. A. (2024). The impact of ESG disclosure score on firm value: Empirical evidence from ESG listed companies in Indonesia Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, *9*(2), 2064. https://doi.org/10.24018/ejbmr.2024.9.2.2064

Precedence Research. (2024). *ESG Investing Market Size to Surpass USD 167.49 Trillion by 2034*.

Putri, H. A., & Suryono, B. (2023). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, solvabilitas dan kebijakan dividen terhadap return saham pada perusahaan properti. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, *12*(1), 112–126. https://ejournal.upi.edu/index.php/fineteach/article/download/83056/31510

Rahayu, S., & Budiman, A. (2024). Analisis Struktur Modal, Likuiditas, Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*.

Reuters. (2024). *Indonesia aims for net zero emissions before 2050*.

Sahidal, B. I. N. (2026). *Analisis Pengaruh Environmental, Social and Governance (ESG) Reporting terhadap Nilai Perusahaan dengan Efisiensi Investasi sebagai Variabel Moderasi*. UIN Raden Intan Lampung.

Sahu, A. K., Dash, S., & Tripathy, N. (2025). Firm-level climate risk exposure, ESG disclosure and stock liquidity. *China Accounting and Finance Review*, *27*(3), 1–28. https://doi.org/10.1108/CAFR-05-2024-0055

Sakti, A. (2017). *Metodologi Penelitian Kuantitatif: Analisis Regresi dan Aplikasinya*. Pustaka Pelajar.

Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, *46*, 102302. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302

Sutrisno, B., & Aprilia, F. (2023). Pengaruh Pengungkapan ESG, Profitabilitas terhadap Return Saham Sektor Perbankan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*.

Tyas, C. D. N., & Prastiwi, A. (2025). Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan ESG Performance sebagai Variabel Moderasi. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, *9*(2), 946–954.

Witanto, R. F. (2024). Can ESG save zombie companies during the Covid-19? *Jurnal ASET (Akuntansi Riset)*, *16*(1), 45–60. https://ejournal.upi.edu/index.php/aset/article/view/59323

Wulandari, S. (2024). Pengaruh kinerja keuangan, kebijakan dividen, dan risiko sistematis terhadap return saham sektor energi di IDX. *E-Journal Manajemen Fakultas Ekonomi UNTAN*, *13*(1), 112–126. https://jurnal.untan.ac.id/index.php/ejmfe/article/view/88339

Yansyah, I. A. (2026). *Pengaruh Dewan Direksi dan Pengungkapan ESG terhadap Opini Audit Going Concern dengan Umur Perusahaan sebagai Pemoderasi pada Perusahaan Energi yang Terdaftar di BEI Tahun 2020-2024*.

Yin, X. N. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, *9*(12), e16320. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320