

Hubungan *Environmental Social and Governance (ESG) Performance* terhadap *Return Saham*

Ni Luh Ade Meina Rossalina¹

P. D'Yan Yaniartha Sukartha²

Ni Ketut Rasmini³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Indonesia

*Correspondences: ademeinarossa@gmail.com

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan menguji hubungan *ESG performance* dan masing-masing pilarnya (*environmental, social, and governance*) terhadap *return saham* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan publik, dengan sampel 3.952 observasi yang dipilih melalui *purposive sampling*. Data diperoleh dari Refinitiv Eikon dan laporan keuangan perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ESG performance* serta pilar *environmental, social, and governance* berhubungan negatif terhadap *return saham*.

Keywords: *Stock Return; ESG Performance; Signalling Theory*

Hubungan Environmental Social and Governance (ESG) Performance terhadap Return Saham

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji hubungan *ESG performance* dan masing-masing pilarnya (*environmental, social, and governance*) terhadap *return saham* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan publik, dengan sampel 3.952 observasi yang dipilih melalui *purposive sampling*. Data diperoleh dari Refinitiv Eikon dan laporan keuangan perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ESG performance* serta pilar *environmental, social, and governance* berhubungan negatif terhadap *return saham*.

Kata Kunci: *Return Saham; ESG Performance; Teori Sinyal*

Artikel dapat diakses : <https://ejournal1.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



e-ISSN 2302-8556

Vol. 35 No. 10

Denpasar, 31 Oktober 2025

Hal. 2041-2058

DOI:

10.24843/EJA.2025.v35.i10.p01

PENGUTIPAN:

Rossalina, N. L. A. M., Sukartha, P. D. Y., & Rasmini, N. K. (2025). Hubungan *Environmental Social and Governance (ESG) performance* terhadap *Return Saham*. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(10), 2041-2058

RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:

10 Maret 2025

Artikel Diterima:

16 Juni 2025

INTRODUCTION

Saham (*stocks*) merupakan instrumen keuangan yang menjadi bukti kepemilikan atas sebagian modal suatu perusahaan (Dewi & Suaryana, 2016; Handini & Astawinetu, 2020). Investor memiliki berbagai motivasi dalam berinvestasi, salah satunya adalah membeli saham perusahaan dengan harapan memperoleh keuntungan (Setyawati & Irwanto, 2020). Investor mengharapkan imbal hasil (*return*) yang sebanding dengan jumlah modal yang ditanamkan (Khan, 2019). Menurut Jogyanto (2016), *return* saham atau imbal hasil saham mengacu pada keuntungan yang didapatkan investor dari aktivitas investasi saham. Kajian Teori Sinyal menyatakan bahwa investor menggunakan data yang terkait dengan informasi keuangan sebagai sinyal untuk dasar pengambilan keputusan, baik sinyal positif maupun negatif dapat memicu reaksi yang memengaruhi kondisi pasar (Estuti & Hendrayanti, 2020). Salah satu sinyal yang dapat memicu reaksi pasar adalah pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) *performance*. Pelaporan ESG memuat informasi kinerja perusahaan yang memengaruhi *return* saham yang sesuai dengan ekspektasi berdasarkan informasi yang terkandung dalam pengumuman seperti inisiatif ESG, pengungkapan ESG, atau pelaporan keberlanjutan.

ESG *performance* yang kuat dipahami investor sebagai sinyal kredibel atas kualitas korporat dan keberlanjutan jangka panjang (Vu et al., 2025). ESG *performance* telah menjadi acuan dalam mengevaluasi tanggung jawab dan keberlanjutan perusahaan di tengah transformasi orientasi investasi global (Du & Li, 2024). Investor kini menempatkan nilai lebih pada investasi yang tidak lagi terbatas pada aspek keuangan semata, tetapi juga mencakup elemen-elemen non-finansial seperti isu lingkungan, kewajiban sosial, serta praktik tata kelola korporasi (Shakil, 2022). Fenomena ini semakin menguat di Indonesia seiring peningkatan kesadaran publik dan regulasi yang mendorong transparansi perusahaan dalam aspek ESG (Kartika et al., 2023).

Return saham menjadi indikator yang mencerminkan respon pasar terhadap informasi perusahaan, termasuk pengungkapan ESG di tengah dinamika pasar modal (Giantari, 2024). ESG menjadi sorotan utama di Indonesia setelah pemerintah secara resmi berkomitmen mencapai *Sustainable Development Goals* PBB, yang tercermin dalam kebijakan ekonomi nasional (Kartika et al., 2023). Peraturan OJK No.51/POJK.03/2017 yang memandatkan institusi keuangan dan perusahaan publik mengintegrasikan prinsip *financial sustainability* merupakan wujud komitmen pemerintah dalam mencapai target *Sustainable Development Goals*. Fenomena ini teramati di pasar Indonesia, berdasarkan data historis IDX SRI-KEHATI, kinerja saham-saham yang mengedepankan aspek ESG menunjukkan *return* jangka panjang yang kompetitif dibanding indeks pasar Jakarta Composite Index (JCI) maupun indeks saham likuid (LQ45).



Sumber: Indonesia Stock Exchange (2022)

Berdasarkan grafik *historical performance*, hingga Desember 2023, IDX SRI-KEHATI membukukan total *return* sebesar 87,15% sejak 2013, lebih tinggi dibanding indeks JCI yang mencatat 70,16%, dan LQ45 yang mencatat 36,48% (Indonesia Stock Exchange, 2022). Temuan ini memberikan dasar bahwa praktik ESG tidak hanya bermanfaat secara sosial dan lingkungan, tetapi juga berpotensi meningkatkan *return* saham dalam jangka panjang.

Perusahaan yang menerapkan prinsip ESG secara konsisten dan mendapat penilaian positif dari pasar cenderung menarik minat investor, yang berdampak pada harga dan *return* saham (Qodary & Tambun, 2021). Perusahaan besar umumnya memiliki tata kelola yang lebih kompleks dan sumber daya yang lebih besar sehingga mampu mengelola isu ESG dengan lebih baik (Li et al., 2022). Tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan ketergantungan terhadap utang dan dapat meningkatkan risiko perusahaan, termasuk risiko ESG (Dewi & Suaryana, 2016). Sementara itu, profitabilitas menunjukkan kemampuan menghasilkan laba dan menjadi indikator prospek keberlanjutan perusahaan (Jihadi et al., 2021). Ketiga variabel ini digunakan sebagai kontrol agar hubungan ESG terhadap *return* saham dapat diukur secara lebih akurat dan objektif.

Engelhardt et al. (2021) dan Avramov et al. (2022) mengungkapkan bahwa ESG dianggap sebagai sinyal kualitas manajemen dan pengelolaan risiko jangka panjang. Berita ESG memuat informasi kinerja perusahaan yang memengaruhi *return* saham berdasarkan informasi yang terkandung dalam pengumuman seperti inisiatif ESG, pengungkapan ESG, atau pelaporan keberlanjutan (Vu et al., 2024). Gunawan & Priska (2018) mengungkapkan bahwa meninjau ESG *performance* perusahaan akan melibatkan transaksi di pasar modal, yang dapat berdampak positif pada *return* saham jika diimplementasikan secara bersamaan. Investor berasumsi bahwa semakin baik skor ESG suatu perusahaan, semakin baik pula kinerjanya di pasar saham (Agustin & Suryati, 2022; Zhang et al., 2022).

Hubungan ESG *performance* terhadap *return* saham telah banyak diteliti dengan hasil yang beragam. Studi oleh Luo (2022) yang meneliti kinerja portofolio ESG pada sekuritas di Inggris dari tahun 2003 hingga 2020 menemukan bahwa skor gabungan ESG memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Torre et al. (2020) menyimpulkan hubungan indeks ESG keseluruhan secara umum memiliki hubungan positif signifikan secara statistik terhadap *return* pada perusahaan yang teregistrasi di *Eurostoxx50 Index*. Penelitian lain oleh Chen et al. (2022) pada industri penerbangan juga menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi mampu meredam dampak krisis, sehingga menghasilkan

return yang lebih tinggi. Giantari (2024) membuktikan bahwa perusahaan dalam Indeks Sri Kehati dengan adopsi ESG yang kuat menghasilkan *return* saham lebih tinggi. Faktor ESG yang diintegrasikan ke dalam portofolio investasi dapat menghasilkan tingkat *return* saham yang lebih tinggi (Li et al., 2022; Luo, 2022).

Beberapa penelitian terdahulu menghasilkan kesimpulan berbeda. Ruan & Liu (2021) menemukan hubungan negatif signifikan ESG *performance* terhadap *return* saham di China's A-shares list. Hubungan negatif tersebut juga ditemukan dalam penelitian Aditama (2022) yang mengungkapkan bahwa ESG tidak berhubungan signifikan karena belum menjadi prioritas utama perusahaan di Indonesia. Demers et al. (2021) dan Halbritter & Dorfleitner (2015) juga menyatakan tidak terdapat hubungan signifikan nilai ESG terhadap *return* saham. Perbedaan hasil tersebut menegaskan adanya inkonsistensi empiris serta perlunya kajian lebih lanjut mengenai praktik investasi berkelanjutan masih dalam tahap perkembangan.

Penelitian ini berupaya mengisi celah literatur dengan menelaah hubungan ESG *performance* terhadap *return* saham pada emiten yang teregistrasi di BEI, dengan kondisi pasar investasi berbasis ESG domestik masih dalam tahap pertumbuhan dan regulasi yang berlaku semakin diperketat. Fokus kajian difokuskan pada konteks lokal Indonesia, di mana praktik investasi berkelanjutan belum seluas tren global, sehingga temuan ini diharapkan dapat mengisi celah literatur yang masih terbatas. Penelitian memiliki kebaruan dengan menguji bagaimana hubungan masing-masing pilar ESG *performance* (pilar *environmental performance*, *social performance*, dan pilar *governance performance*) terhadap *return* saham di berbagai sektor industri di Indonesia.

Berdasarkan teori sinyal, penelitian ini memandang pengungkapan ESG sebagai instrumen yang digunakan perusahaan untuk menyampaikan informasi positif kepada investor mengenai kualitas manajemen dan prospek keberlanjutan. ESG score yang tinggi dianggap sebagai sinyal komitmen terhadap efisiensi operasional, mitigasi risiko, dan keberlanjutan jangka panjang. Beberapa penelitian menunjukkan perusahaan dengan ESG *performance* yang tinggi secara konsisten menghasilkan kinerja saham yang lebih baik (Ashwin et al., 2016; Engelhardt et al., 2021; Lins et al., 2017; Yin et al., 2023). Penelitian Giese et al. (2019) dan Asimakopoulos et al. (2023) menunjukkan bahwa praktik ESG yang baik menurunkan risiko keuangan dan meningkatkan akses pendanaan. Hal ini memperkuat validitas teori sinyal dalam konteks ESG. Berdasarkan kerangka Teori Sinyal dan bukti empiris, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.
 H_1 : ESG *performance* berhubungan positif terhadap *return* saham.

Environmental performance mencerminkan bagaimana perusahaan meminimalkan dampak negatif terhadap lingkungan, misalnya melalui efisiensi energi, pengelolaan limbah, dan pengurangan emisi. Praktik ini menjadi sinyal positif bagi investor mengenai efisiensi operasional dan kesadaran jangka panjang perusahaan. Penelitian Yadav et al. (2016) dan Ma et al. (2024) menunjukkan hubungan positif antara *environmental performance* terhadap *return* saham. Khan et al. (2015) menegaskan bahwa hubungan tersebut signifikan pada industri yang rawan terhadap risiko lingkungan. Annisawanti et al. (2024) juga menambahkan bahwa strategi ramah lingkungan meningkatkan reputasi perusahaan dan

mendorong loyalitas investor. Berdasarkan landasan teoretis dan empiris tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

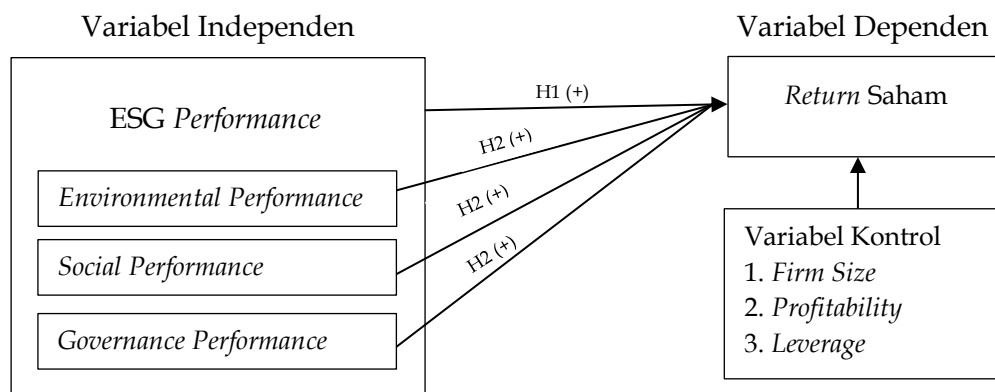
H_{2a} : *Environmental performance* berhubungan positif terhadap *return* saham.

Social performance mengacu pada upaya perusahaan dalam menjalin hubungan baik dengan karyawan, komunitas, dan pemangku kepentingan lainnya. Perusahaan dengan praktik sosial yang baik menunjukkan kepedulian terhadap hak asasi manusia, kesejahteraan pekerja, dan keterlibatan komunitas, yang mengirim sinyal positif kepada pasar. Cheng et al. (2014) membuktikan bahwa faktor sosial berperan penting dalam meningkatkan nilai pemegang saham dan *return* saham. Analisis lanjutan oleh Feng et al. (2022) terhadap 684 perusahaan terbuka di Tiongkok (2011-2020) mengonfirmasi bahwa implementasi program tanggung jawab sosial perusahaan secara signifikan meningkatkan *return* saham. Penelitian dari Hafidzi & Qomariah (2022) yang menunjukkan hubungan positif langsung antara tingkat sosial responsibility dengan imbal hasil saham yang sesuai. Temuan kolektif ini mengindikasikan bahwa program *social responsibility* yang komprehensif berkontribusi signifikan terhadap pembangunan reputasi korporat dan peningkatan valuasi perusahaan, yang terefleksi dalam peningkatan *return* saham. Mengacu pada penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

H_{2b} : *Social performance* berhubungan positif terhadap *return* saham.

Menurut Teori Sinyal, perusahaan yang mempunyai kualitas baik cenderung memberikan sinyal kepada pasar agar dapat dibedakan dari perusahaan yang berkualitas berbeda (Kurniati, 2019). Suatu sinyal akan efektif apabila dapat ditangkap dan diinterpretasikan dengan tepat oleh pasar (Ryu et al., 2017). Kualitas perusahaan yang baik tercermin melalui praktik tata kelola perusahaan yang sehat (Kurniati, 2019). Sejumlah penelitian menemukan bahwa *governance performance* berhubungan positif dengan *return* saham. Riset oleh Fuenzalida et al. (2013) menunjukkan bahwa emiten yang memiliki kinerja tata kelola baik menghasilkan *return* lebih tinggi. Peran *governance* dalam menjaga stabilitas harga saham saat krisis. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa tata kelola yang kuat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan harga saham (Jiao, 2011; Rani et al., 2013). Berdasarkan Teori Sinyal dan penelitian terdahulu, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

H_{2c} : *Governance performance* berhubungan positif terhadap *return* saham



Gambar 1. Model Penelitian

Sumber: Data Penelitian, 2025

Gambar 1 menggambarkan hubungan ESG *performance* dan masing-masing pilar ESG tersebut terhadap *return* saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menguji hubungan ESG *performance* terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* periode 2019–2023, yang menghasilkan total 3.952 observasi perusahaan. Data sekunder dihimpun dengan menerapkan metode observasi non-partisipan dari basis data Refinitiv Eikon dan situs web resmi BEI. Seluruh analisis dilakukan menggunakan software Stata. Hasil pemilihan sampel dalam penelitian ini, disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2 Sampel Penelitian

Kriteria	2023	2022	2021	2020	2019	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2019 – 2023.	973	914	911	896	861	4555
Perusahaan yang termasuk sektor keuangan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.	(105)	(106)	(106)	(94)	(91)	(502)
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan dan/laporan keuangan yang telah diaudit periode 2019-2023.	(35)	(20)	(19)	(11)	(16)	(101)
Total observasi						3952

Sumber: Data Penelitian, 2025

Menurut Jogiyanto (2016), *return* saham dapat dihitung dengan membandingkan selisih harga saham pada sebelumnya dengan periode saat ini. Perhitungan *return* saham menggunakan rumus berikut:

$$\text{Stock return} = \frac{\text{Price per Share}_{it} - \text{Price per Share}_{it-1}}{\text{Price per Share}_{it-1}} \times 100$$

Keterangan:

$\text{Price per Share}_{it}$ = harga penutupan saham akhir tahun

$\text{Price per Share}_{it-1}$ = harga penutupan saham akhir tahun pada periode sebelumnya

Pengukuran terhadap ESG *performance* dan indikator setiap pilar ESG (*environmental score*, *social score*, *governance score*) didapatkan dari skor Refinitiv Eikon (Refinitiv Eikon Datastream, 2020). Skor tersebut dinyatakan dalam skala persentase 0 hingga 100.

Rentang skor ESG dari Refinitiv dirangkum dalam Tabel 3.1

Tabel 3.1 Rentang Skor ESG menurut Refinitiv Eikon

Rentang Skor	Deskripsi
0 – 25	Merepresentasikan ESG <i>performance</i> yang rendah dan keterbukaan informasi ESG yang sangat terbatas kepada publik.
>25 – 50	Merepresentasikan ESG <i>performance</i> yang cukup serta tingkat pelaporan ESG yang berada pada level sedang.
>50 – 75	Merepresentasikan ESG <i>performance</i> yang tergolong baik dengan tingkat keterbukaan informasi di atas rata-rata.

>75 – 100 Merepresentasikan ESG *performance* yang sangat baik disertai dengan tingkat transparansi pelaporan ESG yang tinggi.

Sumber: Refinitiv Eikon Datastream, 2020

Variabel kontrol, yaitu *firm size* pada seberapa besar atau kecil suatu perusahaan berdasarkan total aktiva yang dimiliki perusahaan, diukur dengan logaritma natural total aset (Shakil, 2021). *Profitability* merepresentasikan kapasitas suatu entitas bisnis dalam menghasilkan laba bersih (*net earnings*) pada suatu periode tertentu yang diproksikan dengan ROA diukur menggunakan laba bersih dibagi total aset (Ahmed et al., 2023; Suryani & Suaryana, 2024). *Leverage* merupakan parameter finansial yang merefleksikan strategi pendanaan perusahaan melalui instrumen utang sebagai sumber pembiayaan aset operasional diukur dengan rasio total utang terhadap total aset (Shakil, 2021).

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini diawali dengan analisis statistik deskriptif, pemilihan model regresi melalui *chow test*, *hausman test*, dan *lagrange multiplier test*. Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik melalui uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Selanjutnya, dilakukan regresi linier berganda dengan melakukan beberapa pengujian meliputi uji kelayakan model (uji F), uji koefisien determinasi (R^2), dan uji hipotesis. Seluruh analisis dilakukan menggunakan software Stata versi 16.

Penelitian ini menggunakan pendekatan multi-model agar tujuan penelitian terjawab secara komprehensif. Gujarati & Porter (2012) menekankan bahwa penggunaan variabel komposit bersama komponennya dalam satu model dapat menghasilkan estimasi tidak valid, standar error tinggi, dan inferensi yang keliru. Oleh karena itu, penelitian ini menerapkan empat model regresi terpisah, sebagaimana dilakukan oleh peneliti terdahulu (Cek & Eyupoglu, 2020; Melinda & Wardhani, 2020; Nugraha et al., 2025). Setiap model diformulasikan khusus untuk menguji hipotesis penelitian, dengan model persamaan regresi berikut.

$$RS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

$$RS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Env_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

$$RS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Soc_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

$$RS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Gov_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan:

α = Konstanta;

$\beta_1 \dots \beta_5$ = Koefisien regresi

RS_{it} = *Return Saham*

ESG_{it} = *ESG performance*

ENV_{it} = *Environmental Performance*

SOC_{it} = *Social Performance*

GOV_{it} = *Governance Performance*

$Size_{it}$ = *Firm Size*

ROA_{it} = *Profitability*

LEV_{it} = *Leverage*

ϵ_{it} = *Error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data panel perusahaan selama tahun 2019–2023 yang telah diolah dan diringkaskan melalui analisis statistik deskriptif. Variabel *return* saham memiliki nilai rata-rata sebesar 6,1% dengan standar deviasi 57,7%, menunjukkan variasi yang tinggi antarperusahaan, mulai dari penurunan tajam hingga kenaikan signifikan. Nilai pilar-pilar ESG (*environmental, social, governance*) menunjukkan perbedaan antara rata-rata dan standar deviasi pada ketiga pilar ESG tersebut masih sangat lebar dan belum merata. Variabel kontrol *firm size* memiliki rata-rata 27,92 miliar dengan rentang 17,98–33,79 miliar, mencerminkan variasi ukuran perusahaan dalam sampel. *Profitability* rata-ratanya 4,1% dengan variasi tinggi (SD 18,60%), yang memiliki nilai antara -224,4% hingga 468,2%. Hal ini mencerminkan perbedaan kinerja keuangan yang signifikan, di mana sebagian perusahaan mengalami kerugian besar, sementara perusahaan lain mampu mencapai profitabilitas tinggi. Variabel *leverage* memiliki rata-rata sebesar 50,4% dengan sebaran hasil cukup lebar menunjukkan perbedaan struktur pendanaan yang signifikan antarperusahaan. Hasil pengujian statistik deskriptif dimuat pada Tabel 3.

Tabel 3 Uji Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Return</i> saham	3952	0,061	0,577	-0,815	3,233
ESGcomb	3952	3,462	13,487	0	88,858
Envscore	3952	3,137	12,76	0	88,92
Socscore	3952	3,772	14,693	0	96,757
Govscore	3952	3,333	13,516	0	94,058
Firmsize	3952	27,924	2,027	17,983	33,79
ROA	3952	0,041	0,186	-2,244	4,682
LEV	3952	0,504	0,432	0,004	4,756

Sumber: Data Penelitian, 2025

Berdasarkan uji *Chow* ($\text{Prob} > F = 0,9990$), uji *Hausman* ($\text{Prob} > \chi^2 > 0,05$), dan uji *Lagrange Multiplier* ($\text{Prob} > \chi^2 = 1,000$), seluruh hasil menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan antar individu maupun varians acak. Dengan demikian, model regresi panel yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Common Effect Model* (CEM). Hasil uji *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk semua variabel memiliki nilai di bawah 1,25, dengan rata-rata VIF masing-masing model berkisar antara 1,14 hingga 1,16, sehingga tidak ditemukan gejala multikolinearitas. Uji autokorelasi menggunakan *Wooldridge* menghasilkan nilai $\text{Prob} > F$ berkisar antara 0,2647 hingga 0,2728. Nilai tersebut $> 0,05$, yang berarti terbebas dari autokorelasi. Sementara itu, hasil uji heteroskedastisitas *Breusch-Pagan* menghasilkan nilai $\text{Prob} > \chi^2$ antara 0,0094 hingga 0,0147, yang menandakan terdapat gejala heteroskedastisitas. Regresi dengan *robust standard error* digunakan untuk mengatasi tidak terpenuhinya asumsi homokedastisitas agar hasil penelitian tetap valid. Hasil pengujian regresi linear berganda disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Uji Regresi Linier Berganda

Variabel Dependent	Arah Hubungan Hipotesis (+/-)	Return Saham			
		(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	+	-0,001** (0,041)			
ENV	+		-0,002** (0,033)		
SOC	+			-0,001** (0,034)	
GOV	+				-0,001** (0,049)
Variabel Kontrol					
Firmsize		0,003 (0,618)	0,003 (0,612)	0,003 (0,590)	0,002 (0,698)
ROA		0,321*** (0,001)	0,322*** (0,001)	0,321*** (0,001)	0,321*** (0,001)
LEV		0,004 (0,991)	0,004 (1,000)	0,004 (0,988)	0,004 (0,988)
Konstanta		-0,023	-0,023	-0,029	-0,006
Statistik Model					
N Observasi		3,952	3,952	3,952	3,952
Prob > F		0,004	0,004	0,003	0,003
R-squared		0,011	0,011	0,011	0,011

Sumber: Data Penelitian, 2025

Setiap kolom model menguji variabel utama yang spesifik. Model (1) untuk skor gabungan *ESG performance* (*ESGcomb*), model (2) untuk skor pilar *environmental performance* (*Envscore*), model (3) untuk skor pilar *social performance* (*Socscore*), dan model (4) untuk skor pilar *governance performance* (*Govscore*). Persamaan regresi yang terbentuk dari hasil analisis pada Tabel 4 adalah sebagai berikut.

$$RS_{it} = -0,023 - 0,001 ESG_{it} + 0,003 Size_{it} + 0,321 ROA_{it} + 0,004 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RS_{it} = -0,023 - 0,002 ENV_{it} + 0,003 Size_{it} + 0,322 ROA_{it} + 0,004 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RS_{it} = -0,029 - 0,001 SOC_{it} + 0,003 Size_{it} + 0,321 ROA_{it} + 0,004 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RS_{it} = -0,006 - 0,001 GOV_{it} + 0,002 Size_{it} + 0,321 ROA_{it} + 0,004 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

Hasil uji regresi linier berganda menunjukkan nilai konstanta pada keempat model bernilai negatif, yaitu pada model (1) nilai konstantanya adalah -0,023, model (2) memiliki nilai konstanta sebesar -0,023, model (3) memiliki konstanta sebesar -0,029, dan pada model (4) nilai konstantanya adalah -0,006.

Nilai koefisien pada model (1) sebesar -0,001 dengan *p-value* 0,041, menunjukkan bahwa kenaikan skor ESG berasosiasi dengan penurunan *return* saham sebesar 0,1%. Hubungan negatif ini juga terlihat pada pilar-pilarnya secara individual. Koefisien pada model (2) sebesar -0,002 dengan *p-value* 0,033, koefisien pada model (3) sebesar -0,001 dengan *p-value* 0,034, dan koefisien pada model (4) sebesar -0,001 dengan nilai *p-value* 0,049. Semua variabel utama ini menunjukkan hubungan negatif dan signifikan pada tingkat 5% ($p < 0,05$). Variabel *firm size* sebagai variabel kontrol memiliki koefisien positif namun tidak signifikan menunjukkan bahwa *firm size* tidak memiliki berhubungan signifikan terhadap *return* saham. Variabel kontrol *profitability* pada seluruh model memiliki koefisien positif dan hasil signifikan pada tingkat 1%. Hal ini bermakna peningkatan *profitability* meningkatkan *return* saham. Variabel kontrol *leverage* memiliki koefisien positif pada seluruh model dan tidak signifikan menandakan bahwa dalam penelitian ini rasio utang tidak memiliki hubungan terhadap *return* saham.

Uji kelayakan model nilai Prob > F (*p-value*) untuk model 1 sebesar 0,004, model 2 sebesar 0,004, model 3 sebesar 0,003, dan model 4 sebesar 0,003. Semua nilai *p-value* pada seluruh model menghasilkan nilai lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,05), yang menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam masing-masing model memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham. Hasil regresi menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0,011 untuk keempat model. Hal ini berarti bahwa hanya 1,1% variasi pada *return* saham dapat dijelaskan oleh kombinasi ESG *performance*, pilar-pilar ESG, dan variabel kontrol (*firm size*, *profitability*, dan *leverage*) dalam penelitian ini. Hal ini menandakan bahwa terdapat banyak faktor lain di luar model ini, seperti sentimen pasar dan kondisi makroekonomi, yang secara dominan memengaruhi tingkat *return* saham (Kalam, 2020).

Hasil regresi menunjukkan bahwa ESG *performance* berhubungan negatif terhadap *return* saham, dengan koefisien sebesar -0,001 pada tingkat signifikansi $p = 0,041 < \alpha = 0,05$. Dengan demikian, Hipotesis 1 (H_1) ditolak. Perspektif Teori Sinyal menjelaskan bahwa efektivitas sebuah sinyal bergantung pada bagaimana sinyal tersebut diinterpretasikan oleh penerimanya (Melinda & Wardhani, 2020). Dalam konteks pasar yang lebih memprioritaskan kinerja keuangan jangka pendek, sinyal ESG *performance* yang tinggi dapat diinterpretasikan secara berbeda (Friske et al., 2023). Alih-alih sebagai sinyal kualitas manajemen, sinyal ini dapat dianggap sebagai sinyal adanya biaya tinggi (*costly signal*) (Friske et al., 2023). Sinyal tersebut mengindikasikan adanya pengalihan sumber daya dan arus kas perusahaan dari aktivitas yang dapat memberikan keuntungan langsung ke proyek keberlanjutan jangka panjang yang hasilnya belum dapat diprediksi (DesJardine et al., 2021). Implementasi praktik ESG yang komprehensif menuntut investasi awal yang signifikan yang dapat menekan profitabilitas jangka pendek, sehingga investor merespons sinyal biaya ini secara lebih dominan daripada sinyal keberlanjutan jangka panjang (Huang, 2022). Hasil penelitian ini sejalan dengan studi di pasar berkembang seperti Ruan & Liu (2021) dan Aditama (2022), yang menemukan bahwa ESG belum menjadi prioritas dalam pengambilan keputusan investor. Dalam kerangka *costly signal*, ESG dapat dimaknai sebagai sinyal alokasi biaya tinggi, terutama ketika belum disertai dengan hasil jangka pendek yang konkret (DesJardine et al., 2021; Friske et al., 2023). Hal ini menyebabkan sinyal

keberlanjutan dinilai belum memiliki hubungan yang kuat dari ekspektasi keuntungan jangka pendek investor lokal.

Pilar *environmental performance* menunjukkan hubungan negatif terhadap *return* saham, dengan koefisien -0,002 serta tingkat signifikansi $p = 0,033 < \alpha = 0,05$ sehingga Hipotesis 2a (H_{2a}) tidak diterima. Temuan ini konsisten dengan Pandey et al. (2024) dan Benlemlih et al. (2018), yang menemukan pengeluaran lingkungan tidak selalu menghasilkan nilai tambah finansial jangka pendek. Investasi lingkungan sering kali membutuhkan modal besar (Brogi & Lagasio, 2019). Menurut teori sinyal, *environmental performance* yang unggul merupakan sinyal mengenai adanya alokasi modal yang besar untuk keberlanjutan lingkungan (Huang, 2022). Bagi investor yang menganalisis perusahaan berdasarkan metrik keuangan kuartalan, sinyal ini ditafsirkan sebagai pengalihan daya dari aktivitas yang dapat menghasilkan keuntungan lebih cepat, seperti ekspansi pasar atau pengembangan produk baru ke aktivitas yang memerlukan biaya yang besar sehingga menurunkan *return* saham (Melinda & Wardhani, 2020).

Pilar *social performance* memiliki hubungan negatif terhadap *return* saham dengan nilai koefisien sebesar -0,001 dan tingkat signifikansi $p = 0,034 < \alpha = 0,05$ sehingga Hipotesis 2b (H_{2b}) tidak diterima berdasarkan hasil regresi. Temuan ini menegaskan bahwa biaya untuk program sosial belum dianggap investor sebagai sinyal positif yang relevan terhadap peningkatan *return* saham. Hasil ini menunjukkan kesamaan dengan penelitian Feng et al. (2022) dan Nugraha et al. (2025), yang menyoroti lemahnya hubungan pilar *social performance* terhadap *return* saham. Dalam kerangka teori sinyal, pengeluaran untuk program sosial seperti pengembangan masyarakat, donasi, atau peningkatan kesejahteraan karyawan di atas standar dapat diinterpretasikan oleh pasar sebagai sinyal adanya biaya diskresioner (Huang, 2022). Dalam konteks Indonesia, investor domestik masih lebih fokus pada kinerja keuangan jangka pendek, sehingga sinyal sosial belum cukup kuat untuk memengaruhi persepsi risiko atau tingkat *return* saham (Rusmana & Puspitasari, 2021). Sinyal komitmen sosial yang kuat alih-alih meningkatkan kepercayaan, justru menimbulkan kekhawatiran akan adanya pengalihan sumber daya ke aktivitas *non-profitable* (Huang, 2022). Beban biaya ini dianggap lebih nyata dan langsung dibandingkan manfaat reputasi jangka panjangnya, yang pada akhirnya terefleksi dalam *return* saham yang lebih rendah (Cek & Eyupoglu, 2020; Kristiani & Werastuti, 2020).

Pilar *governance performance* memiliki hubungan negatif terhadap *return* saham, dengan koefisien -0,001 dan tingkat signifikansi $p = 0,049 < \alpha = 0,05$ sehingga Hipotesis 2c (H_{2c}) tidak diterima berdasarkan hasil regresi. Hasil penelitian yang menunjukkan hubungan yang negatif mengindikasikan bahwa sinyal tersebut diterima sebagai sinyal kuat yang mengurangi risiko (*risk-reducing signal*). Pasar yang efisien akan segera merefleksikan informasi ini ke dalam harga saham, sebuah proses yang dikenal sebagai *pricing-in* (Kulal et al., 2023). Artinya, semua informasi positif mengenai tata kelola yang baik sudah terkandung dalam harga saham saat ini (Asimakopoulou et al., 2023). Dalam kerangka *risk-return tradeoff*, penurunan risiko berarti *return* yang diperoleh juga lebih rendah (Bannier et al., 2023). Fenomena ini telah banyak dibuktikan oleh penelitian sebelumnya. Low et al. (2011) mengidentifikasi adanya hubungan negatif signifikan antara *return* saham dengan indikator *corporate governance* global di 48 negara. Ryu et al.

(2017) juga menunjukkan bahwa pada perusahaan di pasar saham Korea dengan persaingan industri tinggi, peningkatan kualitas tata kelola justru menurunkan *return* saham. Sejalan dengan itu, Byun et al. (2012) mengonfirmasi bahwa tata kelola yang lebih baik dalam industri kompetitif dapat mengurangi fleksibilitas strategis, sehingga berimplikasi pada *return* saham yang lebih rendah. Dengan demikian, hasil penelitian ini memperkuat bukti empiris bahwa peningkatan kualitas tata kelola perusahaan tidak selalu diapresiasi pasar melalui kenaikan *return* saham.

SIMPULAN

Merujuk pada analisis yang telah dilakukan, penelitian ini menyimpulkan bahwa ESG *performance* serta masing-masing pilarnya (*environmental performance*, *social performance*, dan *governance performance*) menunjukkan hubungan negatif dan signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI dalam rentang penelitian 2019-2023. Menurut kerangka teori sinyal, temuan ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia menginterpretasikan ESG *performance*, pilar *environmental performance* dan pilar *social performance* sebagai sinyal biaya (*costly signal*) yang menekan profitabilitas jangka pendek, sementara kinerja tata kelola yang baik dipandang sebagai sinyal penurunan risiko (*risk-reducing signal*) yang berujung pada realisasi *return* yang lebih rendah. Hal ini mengimplikasikan bahwa semakin tinggi kinerja lingkungan dan sosial, berarti semakin besar persepsi pasar terhadap biaya yang dikeluarkan sehingga *return* saham cenderung lebih rendah. Sementara itu, pilar *governance performance* menunjukkan bahwa semakin baik kinerja tata kelola, berarti semakin rendah profil risiko perusahaan yang berujung pada realisasi *return* yang lebih rendah. Dengan demikian, hasil penelitian ini memperkuat bukti empiris bahwa peningkatan kualitas tata kelola perusahaan tidak selalu diapresiasi pasar melalui kenaikan *return* saham.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang membuka peluang untuk pengembangan lebih lanjut. Nilai koefisien determinasi (*R-squared*) yang relatif rendah menunjukkan bahwa variabel ESG dan variabel kontrol yang digunakan hanya mampu menjelaskan sebagian kecil variasi *return* saham. Artinya, masih banyak faktor eksternal lain seperti sentimen pasar dan kondisi makroekonomi yang turut berperan dalam tingkat *return* saham (Kalam, 2020; Mirayanti & Wirama, 2017). Selain itu, periode pengamatan yang terbatas pada tahun 2019–2023 membuat hasil penelitian dipengaruhi oleh kondisi khusus pandemi COVID-19 dan fase pemulihan ekonomi, sehingga generalisasi temuan ke periode yang lebih stabil perlu dilakukan dengan hati-hati. Penelitian ini tidak membedakan karakteristik perusahaan berdasarkan sektor industri, dimana setiap industri memiliki profil risiko dan sensitivitas ESG yang berbeda. Ketiadaan pemisahan ini berpotensi mengaburkan efek spesifik yang mungkin hanya berlaku pada industri tertentu. Terakhir, model penelitian belum memasukkan variabel kontrol tambahan seperti *dummy* tahun pandemi, sehingga dampak volatilitas ekstrem akibat COVID-19 tidak sepenuhnya terukur.

REFERENSI

- Aditama, F. (2022). Analisis Pengaruh Environment, Social, Governance (ESG) Score terhadap Return Saham yang Terdaftar di Index IDX30. *Contemporary Studies in Economic, Finance and Banking*, 1(4), 592–602. <https://doi.org/10.21776/csefb.2022.01.4.05>
- Agustin, I. N., & Suryati. (2022). Pengaruh Covid-19 Terhadap Pengembalian Saham LQ45 di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(1), 95–103.
- Ahmed, A. M., Sharif, N. A., Ali, M. N., & Hågen, I. (2023). Effect of Firm Size on the Association between Capital Structure and Profitability. *Sustainability (Switzerland)*, 15(14). <https://doi.org/10.3390/su151411196>
- Ashwin, K. N. C., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P., & Tavares, R. (2016). ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 6(4), 292–300. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1234909>
- Asimakopoulous, P., Asimakopoulous, S., & Li, X. (2023). The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. *Journal of Corporate Finance*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102488>
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642–664. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2021.09.009>
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and Social Disclosures and Firm Risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613–626. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3285-5>
- Brogi, M., & Lagasio, V. (2019). Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 576–587. <https://doi.org/10.1002/csr.1704>
- Byun, H. S., Lee, J. H., & Park, K. S. (2012). How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(4), 377–423. <https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2012.01077.x>
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance? *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1165–1184. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12725>
- Chen, C. Da, Su, C. H. (Joan), & Chen, M. H. (2022). Understanding how ESG-focused airlines reduce the impact of the COVID-19 pandemic on stock returns. *Journal of Air Transport Management*, 102. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2022.102229>
- Cheng, B., Loannou, I., & Serafiem, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <http://www.jstor.org/stable/24037207>
- DesJardine, M. R., Marti, E., & Durand, R. (2021). Why Activist Hedge Funds Target Socially Responsible Firms: The Reaction Costs of Signaling

- Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Journal*, 64(3), 851–872. <https://doi.org/10.5465/amj.2019.0238>
- Dewi, N. M. A. K. D., & Suaryana, I. G. N. A. (2016). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Leverage, dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 17, 1112–1140.
- Du, M., & Li, Y. (2024). Tax avoidance, CSR performance and financial impacts: evidence from BRICS economies. *International Journal of Emerging Markets*, 19(10), 3303–3328.
- Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. (2021). Esg ratings and stock performance during the covid-19 crisis. *Sustainability (Switzerland)*, 13(13). <https://doi.org/10.3390/su13137133>
- Estuti, E. P., & Hendrayanti, S. (2020, November). Dampak Volume Perdagangan Saham, Profitabilitas dan Deviden Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Proceeding Seminar Nasional & Call For Papers*.
- Feng, G., Long, H., Wang, H., & Chang, C. (2022). Environmental, social and governance, corporate social responsibility, and stock returns: What are the short- and long-Run relationships? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1884–1895. <https://doi.org/10.1002/csr.2334>
- Friske, W., Hoelscher, S. A., & Nikolov, A. N. (2023). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signaling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 51(2), 372–392. <https://doi.org/10.1007/s11747-022-00879-2>
- Fuenzalida, D., Mongrut, S., Arteaga, J. R., & Erausquin, A. (2013). Good corporate governance: Does it pay in Peru? *Journal of Business Research*, 66(10), 1759–1770. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.008>
- Giantari, T. (2024). Menavigasi Dunia Investasi Hijau: Memilih Saham dengan ESG dan Ukuran Perusahaan. *Jurnal Proaksi*, 11(3), 501–516. <https://doi.org/10.32534/jpk.v11i3.5835>
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2012). *Dasar-Dasar Ekonometrika* (5th ed.). Salemba Empat.
- Gunawan, R. A., & Priska, V. (2018). Analisis Pengaruh Sustainability Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Industri Pertambangan dan Batu Bara. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 4(2), 1. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1978>
- Hafidzi, A. H., & Qomariah, N. (2022). The Role of Return on Asset Mediation in Influencing Corporate Social Responsibility on Stock Returns in Manufacturing Companies. *Quality - Access to Success*, 23(186), 230–236. <https://doi.org/10.47750/QAS/23.186.30>

- Handini, S., & Astawinetu, E. D. (2020). *Teori Portofolio dan Pasar Modal Indonesia* (Pertama). Scopindo Media Pustaka.
- Huang, D. Z. X. (2022). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance*, 62(S1), 1983–2010. <https://doi.org/10.1111/acfi.12849>
- Indonesia Stock Exchange. (2022). *IDX SRI-KEHATI Fact Sheet - Desember 2022*. https://www.idx.co.id/media/12386/fact-sheet-idx-sri-kehati_des-2022.pdf
- Jiao, Y. (2011). Corporate Disclosure, Market Valuation, and Firm Performance. *Financial Management*, 40(3), 647–676. <http://www.jstor.org/stable/41237920>
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423>
- Jogiyanto, H. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Kesepuluh). BPFE.
- Kalam, K. (2020). The Effects of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: Evidence from Malaysia's Stock Market Return Performance. In *Journal of World Business* (Vol. 55). <https://www.researchgate.net/publication/344158504>
- Kartika, F., Dermawan, A., & Hudaya, F. (2023). Pengungkapan environmental, social, governance (ESG) dalam meningkatkan nilai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ilmu Sosial Dan Humaniora*, 9(1), 29–39. <https://doi.org/10.30738/sosio.v9i1.14014>
- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103–123. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1654299>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2015). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2575912>
- Kristiani, L. A., & Werastuti, D. N. S. (2020). Pengaruh Kinerja Lingkungan dan Kinerja Sosial Terhadap Keuangan dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi Universitas Pendidikan Ganesha*, 11(3).
- Kulal, A., Abhishek N, Dinesh, S., & M.S., D. (2023). Impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors on Stock Prices and Investment Performance. *Macro Management & Public Policies*, 5(2), 14–26. <https://doi.org/10.30564/mmpp.v5i2.5659>
- Kurniati, S. (2019). Stock returns and financial performance as mediation variables in the influence of good corporate governance on corporate value. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), 1289–1309. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2018-0308>

- Li, Zhang, X., & Zhao, Y. (2022). ESG and Firm's Default Risk. *Finance Research Letters*, 47, 102713. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102713>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Low, S.-W., Kew, S.-R., & Tee, L.-T. (2011). International Evidence on the Link between Quality of Governance and Stock Market Performance. *Global Economic Review*, 40(3), 361–384. <https://doi.org/10.1080/1226508X.2011.601646>
- Luo, D. (2022). ESG, liquidity, and stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101526>
- Ma, D., Zhai, P., Zhang, D., & Ji, Q. (2024). Excess stock returns and corporate environmental performance in China. *Financial Innovation*, 10(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00569-0>
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). The Effect of Environmental Social Governance and Controversies on Firms Value: Evidence from Asia. In *International Symposia in Economic Theory and Econometrics* (Vol. 27, pp. 147–173). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620200000027011>
- Mirayanti, N. M., & Wirama, D. G. (2017). *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro pada Return Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia* (Vol. 21).
- Nugraha, D. A., Asimakopoulous, S., & Sudrajat, O. Y. (2025). The Impact of ESG Ratings on Stock Price and Volatility: Evidence from LQ45, FTSE KLCI, and FTSE STI. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 6(2). <https://doi.org/10.38035/dijefa.v6i2>
- Pandey, D. K., Kumar, R., & Kumari, V. (2024). Glasgow climate pact and the global clean energy index constituent stocks. *International Journal of Emerging Markets*, 19(10), 2907–2927. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2022-0815>
- Qodary, H. F., & Tambun, S. (2021). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) dan Retention Ratio Terhadap Return Saham Dengan Nilai Perusahaan Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Riset Ekonomi*, 1(2), 159–172.
- Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2013). Market Response to the Announcement of Mergers and Acquisitions: An Empirical Study from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 17(1), 1–16. <https://doi.org/10.1177/0972262912469558>
- Refinitiv Eikon Datastream. (2020). *Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/e%0An_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf.

- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 13(2), 1–16. <https://doi.org/10.3390/su13020767>
- Rusmana, Y., & Puspitasari, E. (2021). Corporate social responsibility (CSR) disclosure and financial performance: Evidence from energy sector companies in Indonesia. . *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(1), 79–86.
- Ryu, D., Ryu, D., & Hwang, J. H. (2017). Corporate governance, product-market competition, and stock returns: evidence from the Korean market. *Asian Business & Management*, 16(1–2), 50–91. <https://doi.org/10.1057/s41291-017-0014-6>
- Setyawati, E. P., & Irwanto, A. (2020). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Airlangga*, 30(2), 100–113. <https://doi.org/10.20473/jeba.v30i22020.100-113>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Shakil, M. H. (2022). Environmental, social and governance performance and stock price volatility: A moderating role of firm size. *Journal of Public Affairs*, 22(3). <https://doi.org/10.1002/pa.2574>
- Suryani, I. G. A. S., & Suaryana, I. G. N. A. (2024). Karakteristik Perusahaan, Profitabilitas dan Pelaporan Keberlanjutan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI 2018-2020. *E-Jurnal Akuntansi*, 34(4), 1005–1016.
- Torre, M. La, Mango, F., Cafaro, A., & Leo, S. (2020). Does the ESG index affect stock return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability (Switzerland)*, 12(16). <https://doi.org/10.3390/SU12166387>
- Vu, T. N., Junttila, J. P., & Lehtonen, H. (2024). ESG news and long-run stock returns. *Finance Research Letters*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104915>
- Vu, T. N., Lehtonen, H., Junttila, J. P., & Lucey, B. (2025). ESG investment performance and global attention to sustainability. *North American Journal of Economics and Finance*, 75. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102287>
- Yadav, P. L., Han, S. H., & Rho, J. J. (2016). Impact of Environmental Performance on Firm Value for Sustainable Investment: Evidence from Large US Firms. *Business Strategy and the Environment*, 25(6), 402–420. <https://doi.org/10.1002/bse.1883>
- Yin, X. N., Li, J. P., & Su, C. W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, 9(5). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320>

Zhang, X., Xuankai, Z., & and He, Y. (2022). Does It Pay to Be Responsible? The Performance of ESG Investing in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(11), 3048–3075. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2026768>