



ESG Terhadap Return Saham: Perusahaan Besar Lebih Unggul

Tia Giantari^{1*}

AFILIASI:

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

*KORESPONDENSI:

tia.giantari-2023@feb.unair.ac.id

THIS ARTICLE IS AVAILABLE IN: <https://ejournal.umc.ac.id/index.php/JPK>

DOI: [10.32534/jpk.v11i3.5835](https://doi.org/10.32534/jpk.v11i3.5835)

CITATION:

Giantari, T. (2024). ESG Terhadap Return Saham: Perusahaan Besar Lebih Unggul. *Jurnal Proaksi*, 11(3), 501–516. <https://doi.org/10.32534/jpk.v11i3.5835>

Riwayat Artikel :

Artikel Masuk:

5 Juni 2024

Di Review:

16 Juni 2024

Diterima:

2 September 2024

Abstrak

Investasi yang memperhatikan aspek ESG semakin populer seiring dengan peningkatan kesadaran investor terhadap perusahaan – perusahaan yang telah mengungkapkan ESG di dalam laporan keberlanjutan dengan baik. Hal ini merupakan sinyal bagi investor yang akan mempengaruhi permintaan pada saham tersebut. Topik ESG dan *return* saham menjadikan topik yang sedang banyak diteliti dalam pasar modal. Penelitian ini mengkaji pengaruh *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap *stock return* dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan sampel penelitian yaitu perusahaan yang masuk Index Sri-Kehati periode 2019-2023. Analisis data menggunakan *moderated regression analysis*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa ESG memiliki pengaruh positif terhadap *stock return*. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya jumlah investor yang memprioritaskan investasi pada perusahaan yang mematuhi standar ESG. Lebih lanjut, penelitian ini menemukan bahwa ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara ESG dan *stock return*. Perusahaan besar umumnya memiliki sumber daya yang lebih memadai untuk mengelola risiko dan peluang terkait ESG, serta memberikan sinyal yang lebih kuat dan kredibel kepada investor mengenai komitmen mereka terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber berharga bagi para peneliti yang ingin mengeksplorasi topik yang serupa.

Kata Kunci: ESG, *Stok Return*, *Firm Size*, MRA

Abstract

ESG-conscious investing is gaining popularity as investors become more aware of companies that have well-disclosed ESG in their sustainability reports. This is a signal to investors that will affect demand for the stock. The topic of ESG and stock return is a hot topic in the capital market. This research examines the influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) on stock returns with company size as a moderating variable. This research uses a research sample of companies included in the Sri-Kehati Index for the period 2019-2023. Data analysis using moderated regression analysis. The results of the study conclude that ESG has a positive effect on stock returns. This is due to the increasing number of investors who prioritize investing in companies that comply with ESG standards. Furthermore, this study finds that company size moderates the relationship between ESG and stock returns. Large companies generally have more adequate resources to manage ESG-related risks and opportunities, and provide stronger and more credible signals to investors about their commitment to sustainable business practices. This research is expected to be a valuable source for researchers who want to explore similar topics.

Keywords: ESG, *Stock Return*, *Firm Size*, MRA

PENDAHULUAN

Perubahan iklim dan kesadaran akan dampak sosial dan tata kelola perusahaan telah memicu peningkatan perhatian terhadap faktor-faktor Environmental, Social, and Governance (ESG) dalam investasi dan pengelolaan perusahaan. ESG mengacu pada tiga kriteria sentral dalam mengukur keberlanjutan dan dampak etis dari suatu investasi di perusahaan. Kriteria ini meliputi faktor lingkungan (*environmental*) seperti emisi karbon dan penggunaan energi, faktor sosial (*social*) seperti hubungan tenaga kerja dan tanggung jawab sosial perusahaan, serta tata kelola (*governance*) yang mencakup praktik manajemen perusahaan, transparansi, dan hak-hak pemegang saham [Roestanto et al. \(2022\)](#). Masalah terbesar di dunia saat ini adalah pemanasan global. Pemanasan global adalah peningkatan suhu atmosfer, lautan, dan daratan. Penyebab pemanasan global adalah efek rumah kaca. Efek rumah kaca merupakan kondisi dimana panas matahari terperangkap di atmosfer sehingga meningkatkan suhu bumi. Hal ini disebabkan oleh penumpukan gas rumah kaca di atmosfer yang memerangkap panas matahari di atmosfer. Pemanasan global yang berkelanjutan dapat menyebabkan perubahan iklim global yang ditandai dengan mencairnya es di kutub, perubahan cuaca ekstrem, dan naiknya permukaan air laut akibat musim kemarau yang lebih panjang [Prasad & Mkumbachi \(2021\)](#). Pemanasan global tidak lepas dari gas rumah kaca. Gas rumah kaca dihasilkan dari penggunaan energi, pertanian, kehutanan, peternakan, proses industri, dan limbah. Gas rumah kaca terdiri dari karbon dioksida (CO₂), nitrogen dioksida (NO₂), metana (CH₄), dan klorofluorokarbon (CFC).

Investasi yang memperhatikan aspek ESG semakin populer seiring dengan peningkatan kesadaran investor terhadap keberlanjutan dan tanggung jawab sosial. Penelitian oleh [Friede et al. \(2015\)](#) mengungkapkan bahwa sekitar 90% dari studi yang mengamati hubungan antara ESG dan *stock return* menunjukkan bahwa praktik ESG berhubungan positif dengan *stock return* perusahaan. Dalam konteks ini, banyak investor institusional dan individual yang mulai memasukkan faktor ESG dalam analisis investasi mereka dengan harapan dapat mengurangi risiko dan meningkatkan imbal hasil jangka panjang. Selain itu, regulasi dan kebijakan pemerintah di berbagai negara juga mulai mendukung pengintegrasian faktor ESG dalam operasional bisnis ([Lo, K. Y., & Kwan, 2017](#)). Misalnya, Uni Eropa telah mengimplementasikan *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* yang mengharuskan perusahaan keuangan untuk mengungkapkan bagaimana mereka mengintegrasikan risiko ESG dalam proses pengambilan keputusan investasi mereka ([Yoshio, 2021](#)). Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga telah mendorong penerapan aspek ESG melalui pedoman pelaporan keberlanjutan bagi perusahaan terbuka. Berdasarkan data dari OJK per Desember 2020 terdapat 14 produk reksa dana dan ETF berbasis ESG dengan nilai dana kelola mencapai 3,062 triliun rupiah. Angka ini naik secara signifikan semenjak pertama kali reksa dana berbasis ESG hadir di Indonesia yaitu pada tahun 2015 dengan nilai dana kelola hanya 36 miliar rupiah. Jadi dapat disimpulkan bahwa terdapat peningkatan minat investasi di perusahaan yang mengedepankan keberlanjutan. Berdasarkan data diatas maka dapat disimpulkan bahwa peminat ESG investingsudah berkembang. Sehingga perusahaan akan terus meningkatkan kesadaran mengenai penilaian ESG pada perusahaan untuk bisa menggaet investor.

Penelitian ini menjadi penting untuk gambaran perusahaan dalam melihat efek dari kebijakan ESG yang akan diterapkan perusahaan terhadap harga saham perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga bisa digunakan sebagai acuan oleh investor sebelum melakukan investasi saham. Menurut [Feng et al. \(2021\)](#) terdapat pengaruh negatif antara ESG rating dengan jatuhnya harga saham di bursa china. Penelitian dari [Alsahlawi et al. \(2021\)](#) menjelaskan bahwa semakin tinggi ESG maka semakin rendah risiko jatuhnya harga saham. Penelitian dari [Kerber dan Simon \(2021\)](#) menyimpulkan bahwa ada hubungan antara ESG skor yang baik dengan Tingkat pengembalian saham yang tinggi. Namun penelitian [Halbritter dan Dorfleitner \(2015\)](#) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara nilai ESG dengan return saham.

Beberapa studi menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi cenderung memiliki performa yang lebih baik di pasar saham dibandingkan dengan perusahaan dengan skor ESG rendah,

terutama dalam jangka panjang [Safriani dan Utomo \(2020\)](#). Misalnya, penelitian yang dilakukan oleh [Khan et al. \(2015\)](#) menemukan bahwa perusahaan yang unggul dalam aspek materialitas ESG secara signifikan mengungguli perusahaan yang kurang memperhatikan aspek tersebut dalam hal return saham.

Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel moderasi antara ESG dan nilai perusahaan, serta dapat langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini karena ukuran perusahaan mencerminkan pertumbuhan perusahaan yang akan mendapat respons positif dari pemegang saham dan investor sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian [Hirdinis \(2019\)](#), [Husna dan Satria \(2019\)](#) dan [Estiasih et al. \(2019\)](#) menyebutkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Meskipun demikian, ada pula penelitian yang menunjukkan hasil yang tidak konsisten atau bahkan negatif antara ESG dan stock return, yang menunjukkan bahwa dampak ESG terhadap kinerja pasar saham bisa sangat bervariasi tergantung pada konteks industri dan regional. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki lebih lanjut bagaimana faktor-faktor ESG mempengaruhi *stock return*, dengan fokus khusus pada pasar saham di Indonesia. Penelitian ini akan menggunakan data panel dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode tertentu, serta menganalisis pengaruh masing-masing komponen ESG terhadap *return* saham. Penelitian ini menambahkan ukuran perusahaan untuk moderasi yang akan menjadi *gap* penelitian ini.

KAJIAN PUSTAKA

Signaling Theory

Teori Signalling dalam konteks pasar saham menjelaskan bagaimana perusahaan menggunakan informasi untuk menyampaikan sinyal kepada investor tentang prospek dan nilai mereka ([Friske et al., 2023](#)). Sinyal ini dapat berupa tindakan, pengungkapan, atau kebijakan yang diambil oleh perusahaan ([Naidu & Ranjeeni, 2024](#)). Perusahaan yang ingin menarik investor dan meningkatkan nilai sahamnya perlu memberikan sinyal positif tentang masa depannya. Contohnya, perusahaan dapat mengumumkan peningkatan laba, meluncurkan produk baru, atau melakukan akuisisi strategis. Tindakan ini menunjukkan kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang cerah dan layak untuk diinvestasikan ([DesJardine et al., 2020](#)). Sebaliknya, perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan atau terlibat dalam skandal mungkin akan memberikan sinyal negatif. Hal ini dapat menyebabkan penurunan harga saham karena investor menjadi ragu terhadap prospek perusahaan.

Investor kemudian menggunakan sinyal ini untuk menilai risiko dan potensi return investasi mereka di perusahaan tersebut. Tentu, ada beberapa hal yang berhubungan dalam return saham yakni persepsi investor terhadap praktik ESG dan juga ukuran perusahaan yang dituju ([Kromidha & Li, 2019](#)). Tindakan-tindakan yang diambil oleh perusahaan dalam hal lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan dapat menjadi sinyal bagi pasar terkait kinerja jangka panjang perusahaan tersebut. Dalam konteks ini, ESG bukan hanya tentang mematuhi peraturan atau kepatuhan terhadap standar tertentu, tetapi juga tentang bagaimana perusahaan memandang tanggung jawab mereka terhadap lingkungan, masyarakat, dan tata kelola yang baik ([Busch et al., 2023](#)).

Investor yang cermat memahami bahwa perusahaan dengan praktik ESG yang baik umumnya memiliki tingkat *risk* yang rendah dan potensi return yang lebih tinggi. Hal ini karena perusahaan tersebut cenderung lebih stabil, memiliki reputasi yang baik, dan mampu menarik dan mempertahankan talenta terbaik.

Perusahaan besar dengan sumber daya yang memadai umumnya memiliki kemampuan yang lebih baik untuk menerapkan praktik ESG yang efektif. Hal ini memberikan sinyal yang lebih kuat

kepada investor tentang komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan mendorong mereka untuk berinvestasi (Karr et al., 2023). Perusahaan besar yang memiliki dampak ekonomi yang lebih besar cenderung menarik perhatian investor institusional besar yang semakin memperhatikan faktor-faktor ESG (Gavin et al., 2022). Sebagai hasilnya, sinyal ESG dari perusahaan besar mungkin memiliki pengaruh yang lebih besar pada harga saham dan persepsi pasar. Dalam hal ini, ukuran perusahaan dapat memoderasi bagaimana sinyal ESG memengaruhi perilaku dan praktik bisnis di seluruh industri.

Sekarang, investor dan pemangku kepentingan lainnya semakin memperhatikan inisiatif ESG dari perusahaan. Jika perusahaan mengadopsi praktik ESG yang kuat, hal ini dapat mendorong investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut (Twyford & Massini, 2023). Hal ini juga sebagai strategi berkelanjutan perusahaan untuk menjaga keberlangsungan bisnisnya. Artikel yang ditulis oleh Alghifani (2024) menunjukkan bahwa ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* perusahaan. Penelitian lain juga menunjukkan hasil yang sama, Aditama (2022) menuliskan bahwa ESG berpengaruh signifikan terhadap *stock return*.

Perusahaan dengan ukuran besar umumnya mempunyai sumber daya keuangan yang besar untuk diinvestasikan dalam inisiatif ESG (Zou et al., 2020). Hal ini memungkinkan mereka untuk menerapkan program ESG yang lebih komprehensif dan canggih, yang dapat berdampak lebih signifikan pada kinerja dan return saham mereka. Dewi dan Sudiartha (2019) memberikan hasil bahwa ukuran perusahaan dapat mempengaruhi *stock return* perusahaan. Nursita (2021) menemukan hal yang sama, *stock return* dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan.

Return Saham

Return saham, juga dikenal sebagai "hasil investasi saham", merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari investasi mereka dalam saham (Nurhayati et al., 2021). Return saham dihitung dengan membandingkan harga jual saham dengan harga belinya, ditambah dengan dividen yang diterima selama periode kepemilikan (Simorangkir, 2019). Return saham dapat positif atau negatif. Return saham positif menunjukkan keuntungan, sedangkan return saham negatif menunjukkan kerugian. Return saham dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti performa keuangan perusahaan, kondisi ekonomi makro, dan sentimen pasar. Di dalam konteks investasi saham, return saham menjadi salah satu konsep fundamental yang wajib dibahas secara mendalam. Return saham merupakan indikator krusial bagi investor untuk mengukur tingkat keberhasilan dan profitabilitas investasi mereka di pasar saham.

ESG

ESG (*Environmental, Social, and Governance*) adalah sebuah kerangka kerja yang menilai kinerja perusahaan berdasarkan tiga faktor utama: Lingkungan (*Environmental*), Sosial (*Social*), dan Tata Kelola (*Governance*) (Jeanice & Kim, 2023). ESG berfokus pada bagaimana perusahaan mengelola dampaknya terhadap lingkungan dan masyarakat, serta bagaimana mereka menjalankan praktik bisnis yang beretika dan transparan. Konsep ESG semakin populer di kalangan investor karena kesadaran akan keberlanjutan dan dampak investasi terhadap lingkungan dan sosial semakin meningkat. Investor kini tak hanya mementingkan profit perusahaan, namun juga mempertimbangkan praktik-praktik yang dijalankan perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan indikator yang digunakan untuk menunjukkan skala operasi dan kompleksitas suatu perusahaan (Yangihardi et al., 2024). Perusahaan besar memiliki skala ekonomi yang lebih besar, sehingga mereka mampu mengoperasikan bisnis dengan lebih efisien.

Perusahaan besar juga memiliki reputasi yang lebih baik dan dipercaya oleh investor. Hal ini dapat menarik lebih banyak investor untuk membeli saham perusahaan, sehingga meningkatkan permintaan dan harga saham, dan berujung pada return saham yang lebih tinggi.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh ESG terhadap *Stock Return*

Menurut [Hidayat \(2023\)](#), ESG mengacu pada tiga faktor utama yang digunakan untuk menilai kinerja berkelanjutan dan tanggung jawab sosial perusahaan yaitu *Environmental*, *Social*, dan *Governance*. Pada bagian *environmental* mencakup bagaimana perusahaan mempengaruhi lingkungan alam sekitarnya. Pada bagian *social* mencakup bagaimana perusahaan memengaruhi masyarakat dan orang-orang di sekitarnya. Terakhir, *governance* mencakup struktur dan praktik tata kelola perusahaan ([Xie et al., 2019](#)). Berdasarkan teori signaling maka, perusahaan dengan catatan ESG yang baik mungkin lebih mudah mendapatkan akses ke modal karena investor yang semakin mempertimbangkan faktor-faktor ESG dalam keputusan investasi mereka. Ini dapat memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan tersebut dianggap lebih berkelanjutan dan memiliki prospek jangka panjang yang lebih baik ([Lenz et al., 2017](#)). Beberapa bukti pendukung, penelitian dari [Gunawan., & Priska, \(2018\)](#) menunjukkan bahwa ESG berpengaruh terhadap *stock return*.

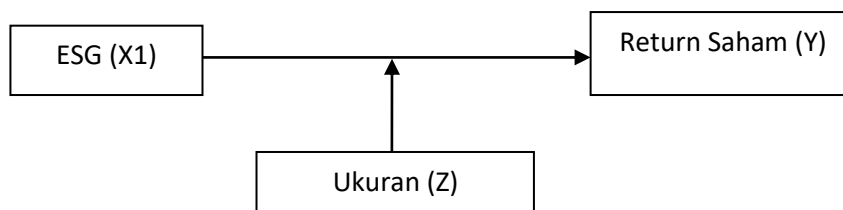
H1 : ESG berpengaruh terhadap *stock return*

Pengaruh ESG terhadap *Stock Return* dengan moderasi oleh ukuran perusahaan

Penggunaan teori sinyal terhadap ESG yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan mengacu pada gagasan bahwa dampak sinyal yang dikirim oleh praktik ESG dapat berbeda tergantung pada ukuran perusahaan tersebut ([Woodroof et al., 2019](#)). Perusahaan besar memiliki lebih banyak sumber daya untuk mengimplementasikan praktik ESG yang lebih luas dan mendalam. Oleh karena itu, sinyal yang mereka kirimkan mungkin lebih kuat dan meyakinkan bagi pasar daripada perusahaan kecil yang memiliki keterbatasan sumber daya ([Sorescu et al., 2017](#)). Perusahaan besar mungkin memiliki reputasi yang lebih kuat dan lebih banyak perhatian dari media dan masyarakat umum. Oleh karena itu, praktik ESG yang diadopsi oleh perusahaan besar dapat memiliki dampak yang lebih besar pada persepsi publik tentang tanggung jawab sosial dan lingkungan. Pada penelitian [Syahrani \(2022\)](#) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan memoderasi ESG terhadap *stock return*. Hal yang sama juga terjadi di penelitian [Adhi & Cahyonowati \(2023\)](#) yang memberikan hasil bahwa ukuran perusahaan dapat dijadikan moderasi untuk menghubungkan variabel independen terhadap dependen.

H2 : ESG yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *stock return*

Kerangka Berpikir



Sumber: Penulis, 2024

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergabung dalam indeks Sri Kehati yang aktif dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan jumlah 25 perusahaan. Index ini adalah sebuah indeks saham yang mengukur kinerja dari 25 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menerapkan prinsip *Sustainable and Responsible Investment* (SRI) serta prinsip lingkungan, sosial dan tata kelola (ESG). Indeks ini diluncurkan pada tanggal 8 Juni 2009 oleh Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (KEHATI) bekerja sama dengan BEI.

. Penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling. Teknik purposive sampling ini dilakukan karena beberapa pertimbangan seperti pengambilan sampel didasarkan atas ciri-ciri, kriteria, dan karakteristik tertentu. Dari 25 perusahaan yang tergabung dalam indeks Sri Kehati yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2019-2023, hanya diambil 20 sampel perusahaan. Karena beberapa perusahaan tidak memenuhi kriteria penentuan sampel yaitu kriteria memiliki laporan keberlanjutan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2019-2023. Sehingga diperoleh data sebanyak 100 data.

Penelitian ini memanfaatkan data dari berbagai sumber untuk mengkaji hubungan antara ESG, ukuran perusahaan, dan return saham. Data keuangan diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan di IDX dan situs web resmi perusahaan. Skor ESG dihitung berdasarkan data historis IDX yang diolah oleh Morningstar Sustainalytics.

Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA), yang merupakan teknik statistik yang digunakan untuk menguji apakah hubungan antara dua variabel (variabel independen dan dependen) dimoderasi oleh variabel lain (variabel moderator). MRA memungkinkan peneliti untuk memahami bagaimana variabel moderator memengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen untuk menyelidiki pengaruh antara variabel independen (ESG) dan variabel dependen (*stock return*) dipengaruhi oleh variabel moderasi (ukuran perusahaan). Berikut adalah rumus MRA yang digunakan:

$$SR = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 SIZE + \beta_3 ESG * SIZE + \varepsilon$$

SR : *Stock Return* (variabel dependen)

ESG : Skor ESG (variabel independen)

SIZE : Ukuran perusahaan (variabel moderasi)

β_0 : Konstanta

β_1 : Koefisien untuk variabel ESG

β_2 : Koefisien untuk variabel ukuran perusahaan

β_3 : Koefisien interaksi antara variabel ESG dan ukuran perusahaan

ε : Kesalahan

Interpretasi Koefisien:

β_1 : Menunjukkan pengaruh langsung ESG terhadap return saham. Nilai positif menunjukkan bahwa return saham meningkat dengan peningkatan skor ESG, sedangkan nilai negatif menunjukkan sebaliknya.

β_2 : Menunjukkan pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap return saham. Nilai positif menunjukkan bahwa return saham meningkat dengan peningkatan ukuran perusahaan, sedangkan nilai negatif menunjukkan sebaliknya.

β_3 : Menunjukkan efek moderasi ukuran perusahaan terhadap hubungan antara ESG dan return saham. Nilai positif menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan return saham diperkuat oleh ukuran perusahaan, sedangkan nilai negatif menunjukkan sebaliknya.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

No.	Variabel	Pengukuran	Sumber
1.	ESG	ESG Score	Ramadhan et al. (2024)
2.	Ukuran Perusahaan	Ln Asset	(Siahaan et al., 2022)
3.	Stock Return	$\frac{[(\text{Harga Jual} - \text{Harga Beli}) + \text{Dividen}]}{\text{Harga Beli}}$	(Simorangkir, 2019)

Sumber: Ramadhan et al. (2024); Siahaan et al. (2022); Simorangkir (2019)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas Data

Uji Kolmogorov-Smirnov (KS) merupakan salah satu metode statistik yang umum digunakan untuk menguji apakah suatu data berdistribusi normal atau tidak. Uji ini membandingkan distribusi kumulatif data sampel dengan distribusi kumulatif teoritis, dalam hal ini distribusi normal. Nilai Asymp. Sig. pada tabel 2 yaitu 0,200 diatas 0,05 menunjukkan data telah berdistribusi normal.

Tabel 2. Normalitas Data

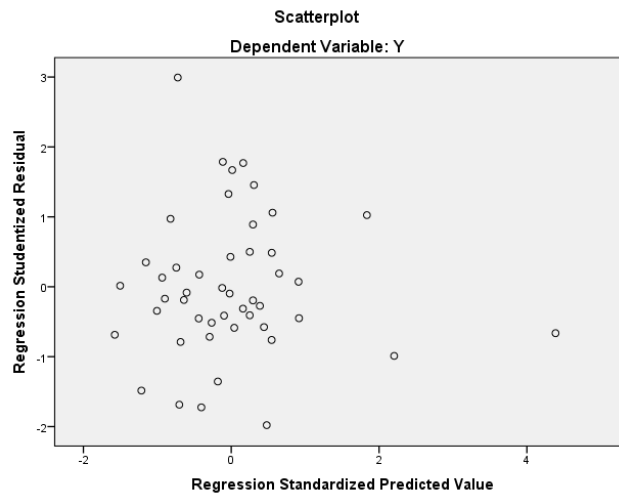
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		47
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	2.36331879
Most Extreme Differences	Absolute	.105
	Positive	.105
	Negative	-.086
Test Statistic		.105
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.
c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: Output SPSS, 2024

Uji Heteroskedastisitas

Dalam analisis regresi, heteroskedastisitas merupakan kondisi di mana varian residual tidak konstan untuk setiap nilai variabel independen. Hal ini dapat menyebabkan kesalahan estimasi dan pengujian hipotesis yang tidak valid. Scatterplot dapat digunakan sebagai alat visual untuk menguji heteroskedastisitas. Terlihat pada grafik 1. bahwa data tidak berpola dan data menyebar di sekitar angka 0, maka data tidak terkena gejala heteroskedastisitas.



Grafik 1. Scatterplot

Sumber: Output SPSS, 2024

Uji Multikolinearitas

Dalam analisis regresi, multikolinearitas adalah kondisi di mana terdapat korelasi tinggi antar variabel independen. Uji VIF (Variance Inflation Factor) merupakan salah satu metode yang umum digunakan untuk menguji multikolinearitas. Nilai VIF dihitung untuk setiap variabel independen. Kriteria uji VIF adalah nilai tolerance > 0,100 dan VIF <10,00 maka tidak terjadi gejala multikolinearitas. Pada tabel 3, terlihat bahwa ESG dan Size memenuhi kriteria tersebut sehingga tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 3. Uji Multikolinearitas

Model		Coefficients ^a	
		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ESG	.991	1.009
	Size	.991	1.009

a. Dependent Variable: Y

Sumber: Output SPSS, 2024

Uji Runs Test

Uji Runs Test adalah salah satu metode statistik yang digunakan untuk menguji adanya autokorelasi dalam data. Autokorelasi adalah kondisi di mana nilai-nilai data yang berurutan saling berhubungan satu sama lain. Angka pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai asymp sig 2 tailed > 0,05 yaitu 0.700 maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 4. Uji Runs Test

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.40372
Cases < Test Value	23
Cases >= Test Value	24
Total Cases	47
Number of Runs	23
Z	-.292
Asymp. Sig. (2-tailed)	.770
a. Median	

Sumber: Output SPSS, 2024

Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik, dapat dilanjutkan dengan analisis Regresi Moderasi (MRA) dalam penelitian ini. Langkah ini penting untuk mengevaluasi signifikansi koefisien regresi dan membantu dalam menjawab hipotesis yang diajukan. Hasil analisis MRA sebagaimana ada pada tabel 5.

Tabel 5. Tabel Koefisien Regresi

Model	Coefficients^a					
		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	3.055	1.453		2.102	.000
	ESG	.185	.096	.770	1.922	.021
	SIZE	1.024	.036	.101	.681	.001
	ESG_SIZE	.005	.003	.718	1.791	.034

a. Dependent Variable: Y

Sumber: Output SPSS, 2024

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$SR = 3.055 + 0.185 \text{ ESG} + 1.024 \text{ SIZE} + 0.005 \text{ ESG} * \text{SIZE} + \epsilon$$

Berdasarkan persamaan di atas dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1. Konstanta yaitu 3.055 menunjukkan jika ESG, ukuran perusahaan, interaksi variabel ESG dan ukuran perusahaan di asumsikan tetap atau 0, maka *stock return* naik sebesar 3.055.
2. Koefisien ESG yaitu 0.185 menunjukkan jika setiap kenaikan atau penurunan satu satuan variabel ESG menyebabkan *stock return* meningkat sebesar 0.185 dengan asumsi variabel lain sama dengan nol. Hasil dari uji t di atas menunjukkan bahwa signifikansi $0.021 < 0.05$ maka hipotesis 1 diterima, ada pengaruh ESG terhadap *stock return*.

3. Koefisien ukuran perusahaan yaitu 1.024 menunjukkan jika setiap kenaikan atau penurunan 1 satuan variabel ukuran perusahaan mengakibatkan *stock return* naik sebesar 1.024 dengan asumsi variabel lain sama dengan nol.
4. Koefisien interaksi ESG dan ukuran perusahaan yaitu 0.005 menunjukkan jika setiap kenaikan atau penurunan 1 satuan, interaksi variabel ESG dan ukuran perusahaan menyebabkan hubungan ESG dengan *stock return* naik sebesar 0.005 dengan asumsi variabel lainnya sama dengan nol. Hasil uji t pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai signifikansi $0.034 < 0.05$ maka, hipotesis 2 diterima yakni ukuran perusahaan memoderasi hubungan ESG terhadap *stock return*.

Kelayakan Model (Uji F)

Tabel 6. Tabel Anova

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21.763	3	10.882	1.847	.000 ^b
	Residual	259.277	44	5.893		
	Total	281.040	46			

a. Dependent Variable: Y

b. Predictors: (Constant), ESG_SIZE, ESG, SIZE

Sumber: Output SPSS, 2024

Hasil dari Uji F yang terdapat pada tabel 6. memperoleh koefisien dengan nilai signifikan 0,000. Dimana Sig 0,000 < 0,05 dan bermakna bahwa model regresi dapat digunakan di penelitian ini. Hal ini memberikan gambaran model regresi yang digunakan di penelitian valid dan dapat digunakan untuk menginterpretasikan antara variabel dependen (*return* saham) dengan variabel independen (ESG) dan variabel moderasi (ukuran perusahaan).

Koefisien Determinasi (R²)

Hasil dari koefisien determinasi adalah sebagai berikut:

Tabel 7. Koefisien Determinasi

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.978 ^a	.877	.836	1.42748

a. Predictors: (Constant), ESG_SIZE, ESG, SIZE

b. Dependent Variable: Y

Sumber: Output SPSS, 2024

Pada tabel 7 di atas dapat terlihat bahwa R Square untuk variabel ESG, SIZE, serta interaksi ESG dan SIZE menunjukkan angka 0.877. Hal ini menunjukkan bahwa 87.7% dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model tersebut, sedangkan sisanya sebesar 12.3% dijelaskan oleh variabel lain.

PEMBAHASAN

Pengaruh ESG terhadap *Stock Return*

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, dapat disebutkan bahwa ESG berpengaruh signifikan terhadap *stock return*. Menurut [Setyaningrum \(2023\)](#), ESG berpengaruh positif dikarenakan oleh peningkatan jumlah investor yang mengutamakan investasi pada perusahaan yang mematuhi standar ESG. Permintaan yang tinggi terhadap saham-saham ini cenderung meningkatkan nilai saham dan memberikan return yang lebih baik. Permintaan yang tinggi terhadap saham-saham ini terbukti dari berbagai studi yang menunjukkan peningkatan aliran dana ke dalam reksa dana ESG dan portofolio investasi yang berfokus pada keberlanjutan. Selain itu, data dari indeks saham yang berfokus pada ESG, seperti MSCI ESG Leaders Index, menunjukkan kinerja yang kuat dibandingkan dengan indeks konvensional. Penelitian dari [Eccles et al. \(2014\)](#) *corporate sustainability* merupakan kunci dari performa perusahaan. Maka, permintaan tinggi ini menjadi *signaling* dari tren preferensi investor dalam menginvestasikan sahamnya.

Berdasarkan teori *signaling*, fenomena ini dapat dijelaskan bahwa ketika perusahaan berinvestasi dalam praktik ESG, mereka mengirimkan sinyal positif ke pasar bahwa mereka berkomitmen terhadap keberlanjutan dan tanggung jawab sosial. Investor yang menerima sinyal positif ini lebih cenderung untuk membeli saham perusahaan tersebut, karena mereka percaya bahwa perusahaan dengan praktik ESG yang baik lebih mungkin untuk bertahan dan berkembang di masa depan. Hal ini meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan tersebut. Penelitian yang beranggapan bahwa ESG dapat menurunkan tingkat risiko dalam investasi dengan ESG rating yang rendah maka risiko investasi juga rendah ([Wang, 2024](#)). Hasil yang sama juga diperoleh [Shanaev & Ghimire \(2022\)](#) yang menunjukkan ESG Rating berpengaruh terhadap *stock return*.

Fenomena dari preferensi investor yang meningkat terhadap indeks ESG juga menyebabkan kenaikan harga saham tersebut. Kenaikan harga ini menjadi sinyal tambahan yang memperkuat persepsi bahwa perusahaan tersebut adalah investasi yang baik. Investor lain yang melihat kenaikan harga saham ini juga akan tertarik untuk berinvestasi, menciptakan efek bola salju di mana semakin banyak investor yang tertarik pada saham perusahaan dengan praktik ESG yang baik, lebih lanjut meningkatkan harga saham dan *stock return*. Penelitian yang membahas mengenai ESG oleh [Li \(2024\)](#) membuktikan bahwa ESG berpengaruh positif terhadap valuasi perusahaan. Hasil yang sama menunjukkan bahwa ESG berpengaruh terhadap firm value diperoleh dari penelitian [Atan et al. \(2018\)](#). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh [Aditama \(2022\)](#) yang menunjukkan bahwa ESG berpengaruh terhadap *stock return*. Penelitian yang dilakukan oleh [Alghifani \(2024\)](#) juga membuktikan hal yang serupa. Maka, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mengindikasikan bahwa ESG mempunyai pengaruh signifikan terhadap *stock return*.

Pengaruh ESG terhadap *Stock Return* dengan moderasi oleh ukuran perusahaan

Berdasarkan dari hasil pengujian menggunakan *moderated regression analysis* maka dapat dijelaskan bahwa ukuran perusahaan memoderasi hubungan ESG terhadap *stock return*. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar aset yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula sumber daya yang tersedia untuk melakukan pengungkapan lingkungan. Pengungkapan ini dapat membantu mencapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan reputasi perusahaan untuk menarik kepercayaan investor.

Seiring dengan peningkatan kepercayaan investor maka permintaan terhadap saham perusahaan tersebut juga meningkat. Permintaan yang tinggi ini mendorong harga saham naik. Kenaikan kepercayaan investor ini disebabkan oleh beberapa faktor seperti pengungkapan lingkungan yang baik sering kali terkait dengan praktik bisnis yang efisien dan bertanggung jawab.

Perusahaan - perusahaan yang pengungkapan lingkungan baik dianggap mempunyai risiko yang rendah terkait dengan isu-isu lingkungan dan sosial. Risiko yang lebih rendah ini membuat saham perusahaan lebih menarik bagi investor, sehingga mendorong harga saham naik.

Penjelasan tersebut di atas sejalan dengan teori signaling yang mengatakan bahwa perusahaan mengirimkan sinyal ke pasar melalui tindakan dan informasi yang mereka ungkapkan. Perusahaan besar biasanya dianggap lebih stabil dan mempunyai sumber daya yang cenderung lebih besar dalam mengelola risiko dan peluang terkait ESG. Ketika perusahaan besar mengungkapkan informasi ESG, ini memberikan sinyal kuat kepada investor tentang komitmen dan kapasitas perusahaan untuk mempertahankan praktik bisnis yang berkelanjutan.

Berdasarkan [Dihardjo dan Hersugondo \(2023\)](#) menunjukkan bahwa efek moderasi dari ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *firm value*. Investor cenderung lebih mempercayai dan menghargai pengungkapan ESG dari perusahaan besar karena mereka percaya bahwa perusahaan ini memiliki kemampuan finansial dan operasional untuk benar-benar mengimplementasikan inisiatif ESG. Pengungkapan ESG dari perusahaan besar dianggap lebih kredibel dan berpengaruh dibandingkan dengan perusahaan kecil. [Zaiane & Ellouze \(2022\)](#), [Bolibok \(2024\)](#) dan [Pulino et al. \(2022\)](#) memberikan hasil bahwa semakin besar perusahaan maka akan semakin bahwa faktor kepedulian terhadap lingkungan.

Penelitian yang dilakukan oleh [Adhi & Cahyonowati \(2023\)](#) mendukung hasil penelitian ini, yaitu ukuran perusahaan memoderasi hubungan ESG terhadap *stock return*. [Cahyani dan Maryanti \(2024\)](#) menyebutkan bahwa ukuran perusahaan berhasil memoderasi hubungan ESG terhadap *firm value*. Selanjutnya, ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang dapat memoderasi hubungan CSR dan *financial performance* ([Sánchez et al., 2020](#)).

Dengan demikian, ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara ESG dan stock return dengan memperkuat sinyal yang dikirimkan oleh pengungkapan ESG. Artinya, efek positif ESG terhadap stock return lebih kuat pada perusahaan besar dibandingkan pada perusahaan kecil, karena sinyal yang diberikan oleh perusahaan besar lebih kuat dan lebih kredibel di pandangan investor.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang disampaikan, kesimpulan yang dapat ditarik bahwa ESG memiliki pengaruh terhadap *stock return*. Penelitian ini membuktikan ESG berpengaruh positif terhadap stock return karena peningkatan jumlah investor yang mengutamakan investasi pada perusahaan yang mematuhi standar ESG. Permintaan tinggi ini menjadi sinyal dari tren preferensi investor dalam menginvestasikan sahamnya. Investor yang menerima sinyal positif ini lebih cenderung untuk membeli saham perusahaan tersebut karena mereka percaya bahwa perusahaan dengan praktik ESG yang baik lebih mungkin untuk bertahan dan berkembang di masa depan. Lebih lanjut, penelitian ini memberikan bukti bahwa peran moderasi ukuran perusahaan dalam hubungan ESG terhadap *stock return* dapat memperkuat pengaruh. Perusahaan besar mempunyai sumber daya yang besar dalam mengelola risiko dan peluang terkait ESG serta memberikan sinyal yang lebih kuat dan kredibel kepada investor tentang komitmen mereka terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan. Karena sinyal dari perusahaan besar lebih kuat, pengungkapan ESG dari perusahaan besar cenderung memiliki dampak yang lebih signifikan terhadap stock return. Permintaan yang meningkat terhadap saham perusahaan besar dengan praktik ESG yang baik menyebabkan kenaikan harga saham yang lebih besar.

SARAN

Saran penelitian ini terbagi menjadi:

1. Saran praktis

Perusahaan dapat memperhatikan skor ESG untuk menarik investor yang fokus dengan aspek keberlanjutan dan meningkatkan profitabilitas jangka panjang. Perusahaan dapat

melakukan beberapa strategi yang komprehensif seperti meningkatkan transparansi kegiatan ESG di dalam laporan sehingga dapat menarik perhatian investor.

2. Saran teoritis

Penelitian lebih lanjut diperlukan untuk menguji hipotesis dalam kerangka berpikir ini dengan menggunakan data empiris dari berbagai bidang industri untuk meningkatkan pemahaman tentang ESG dan perannya dalam menciptakan nilai bagi perusahaan dan pemangku kepentingan lainnya.

REFERENCE

- Adhi, R. E. & Cahyonowati, N. (2023). *PENGARUH ENVIRONMENTAL , SOCIAL , AND GOVERNANCE DISCLOSURE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Empiris Perusahaan Non-K keuangan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2021)*. *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(3), 1-12. Retrieved from <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/40165>
- Aditama, W. 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. Retrieved from <https://csefb.ub.ac.id/index.php/csefb/article/view/83/55>
- Alghifani, G. (2024). *Pengaruh Profitabilitas dan Pengungkapan ESG terhadap Return Saham*. (Skripsi Sarjana, Universitas Islam Indonesia). Retrieved from <https://dspace.uii.ac.id/handle/123456789/dspace.uii.ac.id/123456789/49341>
- Alsahlawi, A. M., Chebbi, K., & Ammer, M. A. (2021). The impact of environmental sustainability disclosure on stock return of Saudi listed firms: The moderating role of financial constraints. *International Journal of Financial Studies*, 9(1), 1–17. <https://doi.org/10.3390/ijfs9010004>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Bolibok, P. M. (2024). Does Firm Size Matter for ESG Risk? Cross-Sectional Evidence from the Banking Industry. *Sustainability (Switzerland)*, 16(2), 679. <https://doi.org/10.3390/su16020679>
- Busch, T., Scheitza, L., Bauckloh, T., & Klein, C. (2023). ESG and Firm Value Effects of Shareholder Proposals. *Academy of Management Proceedings*, 2023(1), 10182. <https://doi.org/10.5465/AMPROC.2023.105bp>
- Cahyani, A. N., & Maryanti, E. (2024). *Environmental, Social & Governance (ESG), Cash Holding and Retention Ratio on Firm Value with Firm Size as a Moderating Variable [Environmental, Social & Governance (ESG), Cash Holding dan Retention Ratio Terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan*. 1–15. <http://dx.doi.org/10.21070/ups.4511>
- DesJardine, M., Marti, E., & Durand, R. (2020). Why Activist Hedge Funds Target Socially Responsible Firms: The Reaction Costs of Signaling Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Journal*, 64(3), . <https://doi.org/10.5465/amj.2019.0238>
- Dewi, N. L. P. S. U., & Sudiarta, I. G. M. (2019). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap return saham pada perusahaan food and beverage. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(2), <https://dx.doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i02.p13>
- Dihardjo, J. F., & Hersugondo, H. (2023). Exploring the Impact of Esg Disclosure, Dividend Payout Ratio, and Institutional Ownership on Firm Value: a Moderated Analysis of Firm Size. *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 12(2), 184-207. <https://doi.org/10.26418/jebik.v12i2.64129>

- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, *60*(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Estiasih, S. P., Yuniarsih, N., & Wajdi, M. B. N. (2019). The Influence of Corporate Social Responsibility Disclosure, Managerial Ownership and Firm Size on Firm Value in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. Retrieved from <http://repositori.ukdc.ac.id/id/eprint/841>
- Feng, J., Goodell, J. W., & Shen, D. (2021). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, *46*(B), 1024. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102476>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, *5*(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- 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>
- Gavin, M., Coelho, M. T. P., McGlinch, J., & Henisz, W. J. (2022). Pathways To Materiality: Environmental, Social & Governance (ESG) Factors And Financial Performance. *Academy of Management Proceedings*, *2022*(1), 16003. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2022.16003abstract>
- Gunawan, R. A., & Priska, V. (2018). Sustainability pada Return Saham Perusahaan Sektor Industri Pertambangan Batu Bara. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi*, *4*(2), 1–10. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1978>
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, *26*, 25–35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Hidayat, T. (2023). The Influence Of Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosures On Financial Performance. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Perbankan*, *9*(3), 225–240. <https://doi.org/10.35384/jemp.v9i3.454>
- Hirdinis, M. (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, *7*(1), 174–191. Retrieved from <https://www.um.edu.mt/library/oar//handle/123456789/43966>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). *Effects of Return on Asset , Debt to Asset Ratio , Current Ratio , Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value*. *9*(5), 50–54. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/8595>
- Jeanice, J., & Kim, S. S. (2023). Pengaruh Penerapan ESG Terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia. *Owner*, *7*(2), 1646–1653. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1338>
- KARR, A., Kim, J., & Kim, J. (2023). Gaming The System: Firm Strategic Responses To ESG Ratings. *Academy of Management Proceedings*, *2023*(1), 11384. <https://doi.org/10.5465/AMPROC.2023.11384abstract>
- Kerber, R., & Simon, J. (2021). *Analysis: How 2021 became the year of ESG investing*. Retrieved from <https://www.reuters.com/markets/us/how-2021-became-year-esg-investing-2021-12-23/>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability : First Evidence on Corporate Sustainability : First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*. *91*(6), 1697-1724. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575912>
- Kromidha, E., & Li, M. C. (2019). Determinants of leadership in online social trading: A signaling theory perspective. *Journal of Business Research*, *97*, 184–197. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.004>
- Lenz, I., Wetzel, H. A., & Hammerschmidt, M. (2017). Can doing good lead to doing poorly? Firm value implications of CSR in the face of CSI. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *45*(5), 677–697. <https://doi.org/10.1007/s11747-016-0510-9>

- Li, M. (2024). A Study of the Relationship Between ESG Performance and Firm Valuation. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 74(1), 260–268. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/74/20241564>
- Lo, K. Y., & Kwan, C. L. (2017). The Effect of Environmental, Social, Governance and Sustainability Initiatives on Stock Value – Examining Market Response to Initiatives Undertaken by Listed Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 606–619. <https://doi.org/10.1002/csr.1431>
- Naidu, D., & Ranjeeni, K. (2024). Is Customers' Financial Reporting Quality Associated with Suppliers' Decision to Contract?. *The Accounting Review*, 1–26. <https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0652>
- Nurhayati, E., Hamzah, A., & Nugraha, H. (2021). Stock return determinants in Indonesia. *Indonesia Accounting Journal*, 3(1), 45–56. <https://doi.org/10.32400/iaj.32196>
- Nursita, M. (2021). PENGARUH LABA AKUNTANSI, ARUS KAS OPERASI, ARUS KAS INVESTASI, ARUS KAS PENDANAAN, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM Meta Nursita. 16(1), 1–15. <https://doi.org/10.32400/gc.16.1.32435.2021>
- Prasad, R. R., & Mkumbachi, R. L. (2021). University students' perceptions of climate change: the case study of the University of the South Pacific-Fiji Islands. *International Journal of Climate Change Strategies and Management*, 13(4–5), 416–434. <https://doi.org/10.1108/IJCCSM-12-2020-0126>
- Pulino, S. C., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability (Switzerland)*, 14(13), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Ramadhan, B., Rosdini, D., & Yuliafitri, I. (2024). Analysis of the Impact of Sustainable Growth Rate and ESG Risk Score on the Valuation of Listed Companies on Indonesia Stock Exchange. *Quantitative Economics and Management Studies*, 5(1), 190–196. <https://doi.org/10.35877/454ri.qems2371>
- Roestanto, A., Vivianita, A., & Nurkomalasari, N. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Jenis Industri, Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure. *Jurnal Akuntansi STIE Muhammadiyah Palopo*, 8(1), 1–18. <http://dx.doi.org/10.35906/jurakun.v8i1.958>
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3), 1–11. Retrieved from <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Sánchez-Infante Hernández, J. P., Yañez-Araque, B., & Moreno-García, J. (2020). Moderating effect of firm size on the influence of corporate social responsibility in the economic performance of micro-, small- and medium-sized enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 151(October 2019), 119774. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.119774>
- Setyaningrum, A. (2023). Pengaruh Kinerja Environmental, Social, Governance Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks Indonesian Stock Exchange Esg Leader. Skripsi thesis, Universitas Islam Indonesia. Retrieved from <http://dspace.uui.ac.id/123456789/42839>
- Shanaev, S., & Ghimire, B. (2022). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46(A), 102302. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102302>
- Siahaan, R., Yuli Artha Sinaga, L., & Nawir Purba, M. (2022). Pengaruh Likuiditas, Liabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Pertambangan Batubara Yang Terdapat Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016–2020. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 3(2), 731–746. Retrieved from <http://journal.yrpiaku.com/index.php/msej>
- Simorangkir, R. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 21(2), 155–164. <https://doi.org/10.34208/jba.v21i2.616>

- Sorescu, A., Warren, N. L., & Ertekin, L. (2017). Event study methodology in the marketing literature: an overview. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(2), 186–207. <https://doi.org/10.1007/s11747-017-0516-y>
- Syahrani, H. F. (2022). *Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Beta Saham Dan ESG Terhadap Perubahan Harga Saham Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi (Studi Kasus: Perusahaan Sektor Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2016-2020)*. Retrieved from <http://repository.its.ac.id/id/eprint/92800>
- Twyford, J. C., & Massini, S. (2023). Tackling ESG Performance in the Renewable Energy Sector: Are Strategic Alliances the Answer? *Academy of Management Proceedings*, 2023(1), 17501. <https://doi.org/10.5465/AMPROC.2023.17501abstract>
- Wang, H. (2024). ESG investment preference and fund vulnerability. *International Review of Financial Analysis*, 91(August 2023), 103002. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103002>
- Woodroof, P. J., Deitz, G. D., Howie, K. M., & Evans, R. D. (2019). The effect of cause-related marketing on firm value: a look at Fortune’s most admired all-stars. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 47(5), 899–918. <https://doi.org/10.1007/s11747-019-00660-y>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yangihardi, O., Maeve, J., Sitanggang, T. N., & Lubis, N. (2024). The Effect Of Firm Size, Leverage, Profitability, And Capital Structure On Properties And Real Estate Firm Value. *Jurnal Ipteks Terapan*, 18(1), 37-45. <https://doi.org/10.22216/jit.v18i1.2706>
- Yoshio, A. (2021). *Tren Menanjak Investasi ESG di Indonesia*. Katadata.Co.Id. Retrieved from <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2021/06/04/tren-menanjak-investasi-esg-di-indonesia>
- Zaiane, S., & Ellouze, D. (2022). Corporate social responsibility and firm financial performance: the moderating effects of size and industry sensitivity. *Journal of Management and Governance*, 27. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09636-7>
- Zou, P., Wang, Q., Xie, J., & Zhou, C. (2020). Does doing good lead to doing better in emerging markets? Stock market responses to the SRI index announcements in Brazil, China, and South Africa. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(5), 966–986. <https://doi.org/10.1007/s11747-019-00651-z>