

Pengaruh Pengungkapan ESG dan Kepemilikan Institusional Terhadap Return Saham Pada Sektor Consumer Cyclical & Non-Cyclical dalam Indeks IDX SMC Composite

Virli Mutia Sofianti¹⁾, Rahma Maulidia²⁾, Nina Febriana Dosinta^{3*)}

^{1,2,3)}Universitas Tanjungpura

b1031231183@student.untan.ac.id, rahma.maulidia@ekonomi.untan.ac.id,
nina.febriana.d@ekonomi.untan.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 19 Mei 2026

Disetujui : 14 Juni 2026

Dipublikasi : 1 Oktober 2026

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure and institutional ownership on stock returns of companies listed in the IDX SMC Composite Index for the period 2021-2024, with firm size and stock liquidity as control variables. The study employs a quantitative approach using panel data regression analysis. The sample was selected through purposive sampling from 470 companies in the IDX SMC Composite Index during the observation period. ESG disclosure is measured using a disclosure index based on OJK Regulation No. 51/POJK.03/2017, institutional ownership is measured by the proportion of shares held by institutions, stock return is calculated based on annual stock price changes, firm size is proxied by the natural logarithm of total assets, and stock liquidity is measured using the turnover ratio. Model selection is conducted through the Chow Test, Hausman Test, and Lagrange Multiplier Test. The results indicate that ESG disclosure has a positive and significant effect on stock returns, but institutional ownership does not have a significant partial effect on stock returns. This research is expected to provide empirical contributions regarding the relevance of ESG disclosure and institutional ownership in the small and medium capitalization segment in Indonesia.

Keywords: ESG Disclosure, Institutional Ownership, Stock Return, IDX SMC Composite

PENDAHULUAN

Isu keberlanjutan telah mengalami transformasi fundamental dalam lanskap investasi global selama dua dekade, yakni transformasi dari pendekatan berbasis kinerja keuangan semata menuju orientasi investasi berkelanjutan yang mengintegrasikan dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan atau Environmental, Social, and Governance (ESG) (Lunawat et al., 2025; Useche et al., 2025), hal ini juga mendorong munculnya indeks-indeks pasar saham berkelanjutan, seperti IDX SMC Composite (Arbiant Givari et al., 2024). Topik ini menjadi perhatian utama bagi pemegang saham dan pemangku kepentingan lain dalam proses pengambilan keputusan investasinya (Rossalina et al., 2025) sebab Investasi saham dapat memberikan return saham yang relatif lebih menguntungkan dibandingkan jenis investasi lainnya (Valentino et al., 2023). Perusahaan yang memperhatikan aspek ESG dapat menarik minat investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut (Saripah et al., 2024). Hal ini mencerminkan komitmen perusahaan terhadap pembangunan berkelanjutan yang berhasil memikat perhatian investor, pengambil keputusan, serta pihak lain yang memanfaatkan informasi tersebut sebagai alat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan (Fardeliah et al., 2026). Fenomena ini merupakan respons terhadap meningkatnya kesadaran kolektif bahwa aktivitas ekonomi yang tidak mempertimbangkan keberlanjutan akan menimbulkan eksternalitas negatif jangka panjang bagi pemangku kepentingan secara luas (Devianti, 2025).

Di Indonesia, momentum pengungkapan ESG mendapatkan legitimasi yuridis yang kuat melalui diterbitkannya Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik (Harahap & Meiden, 2024). Regulasi ini mewajibkan emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk secara bertahap menyusun dan mempublikasikan Laporan Keberlanjutan (Sustainability Report) sebagai bagian dari kewajiban transparansi dan akuntabilitas korporasi (Dewi Ariestanto & Weli, 2024). Investasi berbasis ESG kini menjadi pembeda signifikan dalam performa pasar modal. Perusahaan dengan indeks ESG mampu menghasilkan keuntungan yang lebih besar dengan pergerakan harga saham yang jauh lebih stabil dan kompetitif dibandingkan perusahaan konvensional. Sebagai gambaran, pada 2023 terdapat selisih kinerja saham yang mencolok, yakni 49,76% untuk kelompok ESG berbanding 13,69% untuk non-ESG (Saripah et al., 2024). Namun, tantangan besar masih ada pada sisi implementasi; OJK mencatat hanya segelintir perusahaan sekitar 153 dari total 820 emiten yang telah menjalankan praktik keuangan berkelanjutan (Indonesia Stock Exchange, 2023).

Meskipun penelitian mengenai pengungkapan ESG dan return saham terus berkembang, masih terdapat beberapa kesenjangan penelitian (research gap) yang perlu mendapat perhatian. Pertama, dari sisi teoritis, belum terdapat bukti yang konsisten mengenai bagaimana pengungkapan ESG dipersepsikan sebagai sinyal positif oleh investor pada perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah (small-mid cap). Sebagian besar penelitian sebelumnya berfokus pada perusahaan besar yang memiliki tingkat eksposur pasar, sumber daya, dan kualitas pengungkapan yang lebih baik, sehingga efektivitas ESG sebagai sinyal bagi investor pada perusahaan small-mid cap masih memerlukan pembuktian empiris, mengingat Indeks IDX SMC Composite yang merepresentasikan perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah (small-mid cap) dengan rentang kapitalisasi pasar antara Rp1 triliun hingga Rp50 triliun, dengan jumlah konstituen yang jauh lebih besar, yakni lebih dari 300 saham, hal ini mencerminkan struktur pasar modal Indonesia yang sesungguhnya (Anni'Mah et al., 2021). Perusahaan-perusahaan dalam segmen ini menghadapi dinamika yang berbeda secara fundamental: keterbatasan sumber daya untuk implementasi ESG secara komprehensif, tingkat kesadaran investor yang relatif lebih rendah terhadap isu keberlanjutan, serta volatilitas harga saham yang lebih tinggi akibat likuiditas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan blue chip (Aditama, 2022).

Sektor *Consumer Cyclical*s dan *Non-Cyclical*s menjadi fokus utama dalam penelitian ini karena karakteristiknya yang sangat dekat dengan konsumen, walaupun memiliki karakteristik yang berbeda, kedua sektor tersebut masih saling terkait dengan kesejahteraan konsumen, dan ketahanan ekonomi, terlepas dari perbedaan mendasar dalam jenis produk yang mereka hasilkan dan sensitivitasnya terhadap perubahan kondisi ekonomi (Rahayu et al., 2025). Perusahaan di sektor ini menghadapi isu materialitas yang nyata, seperti limbah kemasan plastik (Lingkungan), keamanan pangan dan sertifikasi halal (Sosial), serta transparansi rantai pasok (Governance) (Handoyo & Anas, 2024; Useche et al., 2025). Karena produknya dikonsumsi masyarakat setiap hari, pengungkapan ESG di sektor ini bukan sekadar kewajiban regulasi, melainkan sinyal reputasional yang krusial bagi investor dalam menilai risiko dan prospek perusahaan (Rahayu et al., 2025). Oleh karena itu, temuan dari sektor lain belum tentu dapat digeneralisasi pada sektor consumer.

Di samping pengungkapan ESG, struktur kepemilikan saham, khususnya kepemilikan institusional, merupakan variabel yang sangat relevan dalam konteks segmen mid-small cap. Kehadiran kepemilikan institusional yang signifikan di perusahaan-perusahaan mid-small cap memberikan validasi pasar bahwa perusahaan tersebut dikelola secara profesional dan transparan, yang pada gilirannya dapat memengaruhi persepsi dan keputusan investor publik (Lestari & Kusumawati, 2024). Penelitian (Lestari & Kusumawati, 2024) serta (Maryam et al., 2025) pada perusahaan non-keuangan BEI menemukan bahwa kepemilikan institusional terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, meskipun temuan tersebut masih terbatas pada cakupan indeks umum dan belum spesifik menyoroti segmen IDX SMC Composite. Sebagian penelitian terdahulu masih berfokus pada hubungan langsung antara ESG dan return saham tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain yang berpotensi memengaruhi return saham. Penggunaan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan (firm size) dan likuiditas saham (stock liquidity) masih

relatif terbatas, padahal kedua variabel tersebut dapat memengaruhi keputusan investasi dan kinerja saham perusahaan. Dengan memasukkan variabel kontrol tersebut, penelitian ini berupaya menghasilkan estimasi yang lebih akurat mengenai pengaruh pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional terhadap return saham.

Pada tataran internasional, inkonsistensi hubungan antara pengungkapan ESG dan return saham telah terdokumentasi secara luas dalam berbagai studi lintas negara. (Escobar-Saldívar et al., 2025) menemukan bahwa ESG score berpengaruh terhadap return dan volatilitas saham di pasar Amerika Serikat, namun arah pengaruhnya bervariasi tergantung pada momentum ESG dan periode pengamatan yang digunakan. (Gavrilakis & Floros, 2023) pada pasar Eropa menemukan bahwa pengaruh ESG terhadap return saham tidak seragam antar komponen pilar Governance menunjukkan pengaruh yang lebih konsisten dibandingkan Environmental dan Social. (Ha et al., 2024) pada pasar Vietnam konteks Asia Tenggara yang paling dekat dengan Indonesia menemukan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap harga saham melalui mekanisme peningkatan transparansi, namun efek tersebut bersifat asimetris antar sektor industri. (Shrestha et al., 2025) memperkuat inkonsistensi ini dengan menemukan bahwa ESG rating tidak selalu sejalan dengan kinerja keuangan perusahaan, terutama pada perusahaan berkapitalisasi kecil di pasar berkembang. Ketidakkonsistenan temuan-temuan internasional tersebut mengindikasikan bahwa hubungan ESG–return saham sangat dipengaruhi oleh konteks pasar, segmen kapitalisasi, dan karakteristik sektor yang diteliti.

Di tingkat domestik, inkonsistensi serupa juga tampak nyata dalam penelitian-penelitian berbasis pasar modal Indonesia. Penelitian (Sagita et al., 2026) memberikan bukti bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif signifikan terhadap return saham di BEI. Namun, penelitian (Aditama, 2022) yang menggunakan sampel perusahaan IDX30 justru menemukan bahwa environmental score berpengaruh negatif, sementara social dan governance score tidak berpengaruh signifikan. Lebih lanjut, studi (Tjun et al., 2024) pada indeks SRI-KEHATI menunjukkan bahwa secara parsial tidak ditemukan pengaruh ESG terhadap return saham, meskipun secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan. (Hamdouni, 2025) memberikan perspektif teoretis yang menjembatani temuan-temuan kontradiktif ini dengan menegaskan bahwa penciptaan nilai melalui pengungkapan ESG sangat bergantung pada apakah informasi tersebut berhasil diterima dan diinterpretasikan sebagai sinyal yang kredibel oleh investor sebuah kondisi yang belum tentu terpenuhi secara merata di seluruh segmen pasar, terutama pada perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah yang memiliki keterbatasan visibilitas analisis dan cakupan media.

Penelitian ini memberikan beberapa kontribusi terhadap pengembangan literatur ESG di Indonesia. Pertama, penelitian ini berfokus pada perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah yang tergabung dalam Indeks IDX SMC Composite, yang masih relatif jarang diteliti dibandingkan perusahaan berkapitalisasi besar. Kedua, penelitian ini menguji secara simultan pengaruh pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional terhadap return saham dalam satu model penelitian yang komprehensif. Ketiga, penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan dan likuiditas saham sebagai variabel kontrol untuk mengurangi potensi bias estimasi dan memperoleh hasil yang lebih robust. Keempat, penelitian ini secara spesifik berfokus pada sektor Consumer Cyclical dan Consumer Non-Cyclical yang memiliki karakteristik ESG yang berbeda dibandingkan sektor lainnya. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris dan memperkaya literatur mengenai ESG, kepemilikan institusional, dan return saham pada perusahaan small-mid cap di Indonesia.

STUDI LITERATUR

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal pertama kali dikemukakan oleh Spence (1973) yang menjelaskan bahwa perusahaan (sebagai pihak internal) memiliki informasi yang lebih banyak dan lebih akurat mengenai prospek perusahaan dibandingkan dengan investor (sebagai pihak eksternal). Ketidakseimbangan informasi ini menciptakan kondisi asimetri informasi. Untuk mengurangi asimetri tersebut, manajemen berusaha memberikan sinyal berupa informasi positif mengenai kinerja perusahaan kepada pasar. Dalam konteks penelitian ini, pengungkapan *Environmental*,

Social, and Governance (ESG) dipandang sebagai sinyal non-finansial yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan. Perusahaan yang bersedia mempublikasikan laporan ESG secara transparan memberikan sinyal bahwa mereka memiliki manajemen risiko yang baik dan prospek jangka panjang yang stabil. Investor merespon sinyal positif ini dengan meningkatkan kepercayaan mereka, yang pada gilirannya akan meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan dan berdampak pada kenaikan *return* saham. Selain pengungkapan ESG, informasi mengenai ukuran perusahaan dan likuiditas saham juga dapat dipandang sebagai sinyal yang digunakan investor dalam proses pengambilan keputusan investasi. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya memiliki sumber daya yang lebih memadai, tingkat stabilitas operasional yang lebih baik, serta kemampuan yang lebih tinggi dalam menghadapi risiko bisnis. Oleh karena itu, ukuran perusahaan dapat menjadi sinyal positif mengenai prospek dan keberlanjutan usaha perusahaan di masa mendatang. Di sisi lain, likuiditas saham mencerminkan tingkat kemudahan suatu saham untuk diperjualbelikan di pasar (Hamdouni, 2025; Warokka et al., 2025). Saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi memberikan sinyal bahwa saham tersebut memiliki aktivitas perdagangan yang baik, diminati investor, serta memiliki risiko transaksi yang lebih rendah.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) mendeskripsikan hubungan kontrak antara prinsipal (pemilik perusahaan) dan agen (manajer). Masalah keagenan muncul ketika agen cenderung bertindak demi kepentingan pribadinya daripada kepentingan maksimalisasi kekayaan prinsipal. Di pasar modal, investor institusional memiliki peran krusial sebagai pihak yang mampu melakukan pengawasan profesional untuk memitigasi konflik keagenan tersebut. Kepemilikan institusional dianggap memiliki insentif yang kuat dan sumber daya yang memadai untuk memantau kebijakan manajemen, termasuk memastikan bahwa investasi pada praktik ESG benar-benar bertujuan untuk menciptakan nilai perusahaan, bukan sekadar pemborosan aset oleh manajer. Pengawasan yang efektif dari institusi akan memberikan rasa aman bagi investor publik, sehingga respon pasar terhadap kinerja perusahaan menjadi lebih positif. Dalam perspektif *Agency Theory*, kepemilikan institusional tidak hanya berperan sebagai mekanisme pengawasan terhadap tindakan manajemen, tetapi juga dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan kualitas tata kelola dan transparansi informasi. Investor institusional umumnya memiliki sumber daya, pengalaman, dan kemampuan analisis yang lebih baik dibandingkan investor individu sehingga mampu melakukan monitoring yang lebih efektif terhadap kebijakan perusahaan. Pengawasan tersebut dapat mendorong perusahaan untuk mengimplementasikan praktik ESG secara lebih baik, khususnya pada aspek tata kelola (*governance*), sehingga mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Dengan demikian, hubungan antara kepemilikan institusional dan pengungkapan ESG dapat dijelaskan melalui peran monitoring yang dilakukan investor institusional dalam mengawasi tindakan manajemen.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan (*firm size*) digunakan sebagai variabel kontrol karena perusahaan yang lebih besar umumnya memiliki sumber daya yang lebih memadai, tingkat pengungkapan informasi yang lebih tinggi, serta akses pendanaan yang lebih luas dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Perusahaan dengan total aset yang besar juga cenderung memiliki tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi sehingga berpotensi memengaruhi *return* saham. Oleh karena itu, ukuran perusahaan perlu dikendalikan agar pengaruh pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional terhadap *return* saham dapat diamati secara lebih akurat tanpa dipengaruhi oleh perbedaan skala perusahaan.

Likuiditas Saham

Likuiditas saham digunakan sebagai variabel kontrol karena tingkat likuiditas mencerminkan kemudahan suatu saham untuk diperjualbelikan di pasar tanpa menimbulkan perubahan harga yang signifikan. Saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi umumnya lebih

diminati investor karena memiliki biaya transaksi yang lebih rendah dan risiko yang lebih kecil. Tingkat likuiditas yang berbeda antar perusahaan dapat memengaruhi return saham sehingga perlu dikendalikan dalam model penelitian agar hubungan antara pengungkapan ESG, kepemilikan institusional, dan return saham dapat diukur secara lebih objektif.

Pengungkapan ESG Terhadap Return Saham

Dalam kondisi asimetri informasi antara manajemen dan investor, pengungkapan ESG berperan sebagai instrumen komunikasi non-keuangan yang mampu mengurangi kesenjangan informasi di pasar modal. Berdasarkan *Signalling Theory*, perusahaan yang secara konsisten mengungkapkan informasi terkait dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola memberikan sinyal kredibel kepada pasar mengenai kualitas manajemen, komitmen keberlanjutan bisnis, serta kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang secara bertanggung jawab. Investor yang rasional akan menginterpretasikan luasnya pengungkapan ESG sebagai indikator bahwa perusahaan memiliki profil risiko yang lebih rendah, sehingga mendorong peningkatan permintaan terhadap saham perusahaan bersangkutan. Sejumlah penelitian empiris mendukung argumentasi ini. (Saripah et al., 2024) menemukan bahwa pengungkapan sosial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan syariah di BEI, mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia mulai merespons informasi ESG secara positif. (Tjun et al., 2024) yang meneliti perusahaan dalam indeks SRI-KEHATI juga menemukan bahwa secara simultan variabel ESG berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan argumentasi teoritis dan bukti empiris tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Pengungkapan ESG berpengaruh terhadap return saham.

Kepemilikan Institusional Terhadap Return Saham

Berdasarkan *Agency Theory*, konflik kepentingan antara prinsipal dan agen merupakan sumber ketidakefisienan yang dapat merugikan nilai perusahaan apabila tidak dikelola dengan mekanisme pengawasan yang memadai. Kepemilikan institusional hadir sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang efektif karena investor institusional memiliki kapasitas analitis yang superior, kekuatan *voting* yang signifikan dalam RUPS, serta insentif yang kuat untuk memantau dan memengaruhi keputusan strategis manajemen. Pengawasan intensif ini akan menekan perilaku oportunistik manajer, mendorong alokasi sumber daya yang lebih efisien, dan pada akhirnya memberikan dampak positif terhadap kinerja serta *return* saham perusahaan. Selain dimensi pengawasan, kehadiran kepemilikan institusional yang dominan juga memberikan sinyal validasi kepada investor publik bahwa perusahaan telah mendapatkan kepercayaan dari pihak yang memiliki informasi dan keahlian superior. Secara empiris, (Lestari & Kusumawati, 2024) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan non-keuangan BEI periode 2021–2023. Temuan serupa dikonfirmasi oleh (Maryam et al., 2025) yang membuktikan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan institusional, semakin tinggi kepercayaan investor yang tercermin dalam *return* saham. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap return saham.

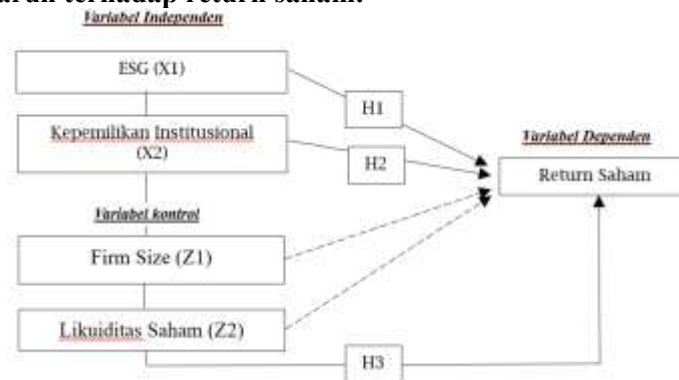
Pengaruh Simultan Pengungkapan ESG, Kepemilikan Institusional, Firm Size, dan Likuiditas Saham terhadap return saham

Secara teoritis, pengungkapan ESG, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan likuiditas saham bukan merupakan variabel-variabel yang berdiri secara independen, melainkan elemen-elemen yang saling berinteraksi dan memperkuat satu sama lain dalam membentuk persepsi investor terhadap kualitas dan prospek perusahaan. Berdasarkan *Signalling Theory*, keempat variabel tersebut secara kolektif membentuk ekosistem informasi yang komprehensif bagi investor. Pengungkapan ESG mengomunikasikan komitmen keberlanjutan perusahaan, kepemilikan institusional memvalidasi kredibilitas sinyal tersebut, ukuran perusahaan memberikan sinyal mengenai stabilitas dan kapasitas sumber daya, sementara likuiditas saham mencerminkan tingkat kepercayaan dan minat pasar terhadap saham perusahaan. Ketika keempat sinyal ini bekerja secara simultan, investor publik menghadapi jauh lebih sedikit ketidakpastian dalam menilai kualitas

perusahaan sehingga bersedia memberikan premium harga yang lebih tinggi yang tercermin pada return saham yang lebih baik.

Dari perspektif Agency Theory, kombinasi simultan keempat variabel ini menciptakan mekanisme pengawasan dan transparansi yang saling melengkapi. Pengungkapan ESG yang komprehensif mencerminkan rendahnya agency cost karena manajemen bersedia mengungkapkan informasi secara transparan. Kepemilikan institusional memastikan komitmen transparansi ini dipertahankan melalui tekanan pengawasan yang berkelanjutan. Firm size yang lebih besar mengindikasikan kapasitas perusahaan dalam mengimplementasikan praktik tata kelola yang lebih baik. Sementara likuiditas saham yang tinggi mencerminkan kepercayaan pasar yang termanifestasi dalam aktivitas perdagangan yang aktif. Kombinasi keempat elemen ini secara simultan menciptakan lingkaran penguatan positif yang berdampak pada peningkatan return saham. Hal ini sejalan dengan temuan (Tjun et al., 2024) yang menemukan bahwa meskipun secara parsial tidak semua variabel ESG signifikan, secara simultan hubungannya dengan return saham terbukti kuat di pasar modal Indonesia. (Warokka et al., 2025) juga membuktikan bahwa ESG disclosure dan mekanisme tata kelola saling berinteraksi dalam membentuk respons pasar pada perusahaan ASEAN. Berdasarkan argumentasi teoritis tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H3: Pengungkapan ESG, Kepemilikan Institusional, Firm Size, dan Likuiditas Saham secara simultan berpengaruh terhadap return saham.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE

Pendekatan penelitian dalam penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian kuantitatif yaitu suatu metode ilmiah dimana data berupa angka atau bilangan yang dapat diolah dan dianalisis menggunakan perhitungan matematika atau statistika (Saripah et al., 2024). Pendekatan empiris ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional terhadap return saham pada perusahaan sektor *Consumer Cyclicals dan Non-Cyclicals* dalam Indeks IDX SMC Composite. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa data panel yang menggabungkan data lintas perusahaan (*cross-section*) dan data runtun waktu (*time-series*) selama periode 2021–2024.

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Sumber Referensi
Return Saham (Y)	Tingkat keuntungan yang diperoleh investor dari investasi saham dalam suatu periode tertentu	$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Tjun et al. (2024)
Pengungkapan ESG (X1)	Tingkat pengungkapan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan berdasarkan indikator ESG	$ESGI = \frac{\sum X_i}{N}$	POJK No.51/POJK.03/2017

Kepemilikan Institusional (X2)	Persentase saham yang dimiliki oleh institusi	$KI = \sum KI_i$	Giordino et al. (2025)
Firm Size (Kontrol)	Ukuran perusahaan yang mencerminkan besarnya sumber daya perusahaan	$SIZE = \ln(Total\ Aset)$	Pernamasari et al. (2024)
Likuiditas Saham (Kontrol)	Tingkat kemudahan saham diperdagangkan di pasar	$TOR = \frac{Volume\ Perdagangan\ Saham}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$	(Aditama, 2022).

Sumber : Data diolah (2026)

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Indeks IDX SMC Composite di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2024. Berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, terdapat 470 perusahaan yang pernah masuk dalam konstituen Indeks IDX SMC Composite selama periode pengamatan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang disesuaikan dengan kebutuhan penelitian. Adapun kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

- Perusahaan yang terdaftar secara konsisten dalam indeks IDX SMC Composite selama periode 2021–2024
- Perusahaan yang termasuk dalam sektor consumer cyclicals & non-cyclicals
- Perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan (annual report) yang memuat data pengungkapan ESG dan struktur kepemilikan saham secara lengkap selama periode pengamatan
- Perusahaan yang memiliki data harga saham yang tersedia selama periode penelitian

Tabel 2. Proses Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Total perusahaan dalam IDX SMC Composite 2021–2024	470
Perusahaan konsisten (populasi awal)	326
Perusahaan sektor Consumer Cyclicals & Non-Cyclicals	49
Data Annual Report & ESG & Data Harga Saham Lengkap	38
Total Sampel Final	38
Periode Penelitian (tahun)	4
Total Observasi	38 x 4 = 152

Sumber : Data diolah (2026)

Kinerja Environmental, Social, Governance (ESG) dalam penelitian ini diukur menggunakan skor ESG yang disusun berdasarkan pedoman Otoritas Jasa Keuangan tahun 2017, POJK 51/2017 (Br Hutasoit & Situmorang, 2026). Instrumen penelitian dikembangkan berdasarkan 35 indikator pengungkapan ESG, yang terdiri dari 10 indikator lingkungan, 12 indikator sosial, dan 13 indikator tata kelola. Setiap indikator dinilai secara dikotomis: skor 1 diberikan jika informasi yang relevan diungkapkan, dan skor 0 jika tidak (Br Hutasoit & Situmorang, 2026). Data harga saham dan volume perdagangan diperoleh dari Yahoo (finance.yahoo.com), sedangkan data lainnya seperti saham beredar, kepemilikan institusional, dan total aset diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang dipublikasikan melalui Bursa Efek Indonesia. Sumber data lain yang digunakan adalah dari Laporan Tahunan Perusahaan yang terdaftar secara konsisten dalam indeks IDX SMC Composite.

Model Penelitian

Model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel yang menggabungkan data lintas perusahaan (cross-section) dan data runtut waktu (time series). Estimasi model dilakukan melalui pemilihan model panel menggunakan Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier untuk menentukan model yang paling sesuai di antara Common Effect Model

(CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM). Persamaan umum model regresi data panel yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$RETURN_{it} = \alpha + \beta 1 ESG_{it} + \beta 2 KI_{it} + \beta 3 SIZE_{it} + \beta 4 LIQ_{it} + \epsilon_{it}$$

Dimana $RETURN_{it}$, yaitu return saham perusahaan i pada tahun t . Variabel independen yang digunakan terdiri dari ESG Score (ESG_{it}), kepemilikan institusional (KI_{it}), ukuran perusahaan ($SIZE_{it}$), likuiditas saham (LIQ_{it}), α merupakan konstanta, sedangkan $\beta 1, \beta 2, \beta 3, \beta 4$ merupakan koefisien regresi yang menunjukkan arah dan besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap return saham. Sementara itu, ϵ_{it} merupakan error term atau variabel pengganggu di luar model penelitian. Notasi i menunjukkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian dan t menunjukkan periode waktu atau tahun observasi penelitian

Teknik Analisis Data

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. Uji Chow digunakan untuk memilih model terbaik antara Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM). Selanjutnya, apabila hasil Uji Chow menunjukkan bahwa FEM lebih baik dibandingkan CEM, maka dilanjutkan dengan Uji Hausman untuk membandingkan Fixed Effect Model (FEM) dengan Random Effect Model (REM) (Gujarati et al., 2012). Apabila hasil Uji Hausman menunjukkan bahwa Random Effect Model (REM) lebih sesuai dibandingkan Fixed Effect Model (FEM), maka dilakukan Uji Lagrange Multiplier (LM) untuk menentukan model terbaik antara Random Effect Model (REM) dan Common Effect Model (CEM) (Aditama, 2022).

Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik, uji asumsi klasik merupakan serangkaian pengujian yang harus dipenuhi dalam model regresi yang menggunakan metode Ordinary Least Square (OLS) agar model yang dihasilkan memiliki estimasi yang tidak bias, konsisten, dan efisien, atau dikenal dengan istilah Best Linear Unbiased Estimator (BLUE) (Aditama, 2022) yang terdiri dari uji normalitas, 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 (uji T). Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05). Jika nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, maka variabel independen dinyatakan berpengaruh secara parsial terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikansi, maka variabel independen dinyatakan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Seluruh analisis dilakukan menggunakan software Eviews 12.

HASIL

Analisis Deskriptif

Tabel 3 menampilkan observasi seluruh variabel studi dari tahun 2021 hingga 2024. Dari total 152 pengamatan studi, variabel ESG, Kepemilikan institusional, Firm Size, Likuiditas Saham, dan Return Saham diambil sebagai data.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Standar Deviasi
Return Saham (Y)	152	-0,678700	1,972893	0,082429	0,427701
ESG Score (X1)	152	0,414000	0,971000	0,820487	0,151682
Kep. Institusional (X2)	152	0,050000	0,990000	0,687500	0,230910
Ln Total Aset (Z1)	152	21,83524	31,01626	27,91053	2,420172
Turnover Ratio (Z2)	152	0,000100	0,895900	0,162138	0,211389

Sumber : Data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 3, variabel return saham (Y) memiliki nilai minimum sebesar -0,678700 dan nilai maksimum sebesar 1,972893, dengan rata-rata sebesar 0,082429 serta standar deviasi sebesar 0,427701. Nilai rata-rata yang positif menunjukkan bahwa secara umum perusahaan sampel memperoleh return saham yang cenderung positif selama periode penelitian. Namun, nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan rata-rata menunjukkan bahwa return saham memiliki tingkat variasi yang cukup tinggi antar perusahaan dan periode pengamatan.

Variabel ESG Score (X1) memiliki nilai minimum sebesar 0,414000 dan nilai maksimum sebesar 0,971000, dengan rata-rata sebesar 0,820487 dan standar deviasi sebesar 0,151682. Nilai rata-rata yang cukup tinggi menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan sampel memiliki tingkat pengungkapan ESG yang relatif baik. Selain itu, standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata menunjukkan bahwa data ESG Score cenderung homogen atau tidak terlalu bervariasi antar perusahaan. Variabel kepemilikan institusional (X2) memiliki nilai minimum sebesar 0,050000 dan nilai maksimum sebesar 0,990000, dengan rata-rata sebesar 0,687500 dan standar deviasi sebesar 0,230910. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar saham perusahaan sampel dimiliki oleh institusi. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata mengindikasikan bahwa tingkat kepemilikan institusional antar perusahaan relatif seragam.

Pada sisi variabel kontrol, terlihat bahwa variabel ukuran perusahaan (Z1) yang diproksikan dengan Ln Total Aset memiliki nilai minimum sebesar 21,83524 dan nilai maksimum sebesar 31,01626, dengan rata-rata sebesar 27,91053 dan standar deviasi sebesar 2,420172. Nilai tersebut menunjukkan adanya perbedaan ukuran perusahaan dalam sampel penelitian, namun variasinya masih tergolong moderat karena standar deviasi lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya. Sementara itu variabel likuiditas saham (Z2) yang diproksikan menggunakan turnover ratio memiliki nilai minimum sebesar 0,000100 dan nilai maksimum sebesar 0,895900, dengan rata-rata sebesar 0,162138 serta standar deviasi sebesar 0,211389. Nilai ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas saham perusahaan dalam sampel cukup bervariasi. Standar deviasi yang lebih besar dibandingkan rata-rata mengindikasikan adanya perbedaan tingkat aktivitas perdagangan saham yang cukup tinggi antar perusahaan selama periode penelitian.

Tabel 4. Tabel Korelasi

Variabel	Y	X1	X2	Z1	Z2
<i>Return Saham (Y)</i>	1,0000				
<i>ESG Score (X1)</i>	0,3083	1,0000			
<i>Kep. Institusional (X2)</i>	0,04690	0,0926	1,0000		
<i>Ln Total Aset (Z1)</i>	0,0954	0,2434	0,1439	1,0000	
<i>Turnover Ratio (Z2)</i>	0,4440	0,2538	-0,0425	-0,0953	1,0000

Sumber : Data diolah (2026)

Sebelum dilakukan estimasi regresi, matriks korelasi Pearson antar variabel penelitian disajikan pada tabel 4 untuk mengidentifikasi arah hubungan bivariat awal serta mendeteksi potensi multikolinieritas. Berdasarkan hasil korelasi dengan 152 observasi periode 2021–2024, terdapat beberapa temuan. Pertama, ESG Score (X1) memiliki korelasi positif dan signifikan dengan return saham ($r = 0,308370$; prob. = 0,0001), yang secara tentatif mendukung arah hipotesis H1 bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap return saham. Kedua, Kepemilikan Institusional (X2) memiliki korelasi positif namun lemah dan tidak signifikan dengan return saham ($r = 0,046909$; prob. = 0,5661), yang mengindikasikan secara awal bahwa variabel ini tidak memiliki hubungan linear yang kuat dengan return saham konsisten dengan temuan akhir bahwa H2 tidak didukung. Ketiga, Firm Size (Z1) menunjukkan korelasi positif namun tidak signifikan dengan return saham ($r = 0,095487$; prob. = 0,2419), mengindikasikan bahwa skala aset perusahaan secara bivariat tidak cukup kuat membedakan return saham antar perusahaan dalam segmen IDX SMC Composite. Keempat, Likuiditas Saham (Z2) menunjukkan korelasi positif dan sangat signifikan dengan return saham ($r = 0,444087$; prob. = 0,0000), mengkonfirmasi peran dominan variabel

kontrol ini dalam model konsisten dengan temuan regresi bahwa likuiditas merupakan variabel paling berpengaruh. Kelima, tidak ada pasangan variabel yang memiliki korelasi melebihi 0,85 nilai korelasi tertinggi antar variabel independen dan kontrol adalah antara ESG Score (X1) dan Likuiditas (Z2) sebesar 0,253838 sehingga dapat dikonfirmasi bahwa model bebas dari masalah multikolinieritas.

Uji Model

Tabel 5. Hasil Uji Model

Uji Model	Chi-Sq Statistic	P-Value	Model yang terpilih
Chow Test	1,245342	0,0413	FEM
<i>Hausman Test</i>	5,481837	0,2413	REM
<i>Lagrange Multiplier</i>	0,050000	0,5835	CEM

Sumber : Data diolah (2026)

Hasil uji menunjukkan nilai Chi-Square sebesar 1,245342 dengan probabilitas sebesar 0,0413, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Karena nilai probabilitas $< 0,05$, H_0 yang menyatakan bahwa CEM lebih baik ditolak, dan Fixed Effect Model (FEM) terpilih sebagai model yang lebih sesuai dibandingkan CEM. Hasil uji Hausman menunjukkan nilai statistik sebesar 5,4818 dengan probabilitas sebesar 0,2413 ($> \alpha = 0,05$). H_0 yang menyatakan bahwa Random Effect Model lebih efisien dan konsisten tidak dapat ditolak, sehingga REM terpilih pada tahap ini. Terakhir, uji Lagrange Multiplier (LM) untuk memilih antara REM dan CEM, hasil uji LM menunjukkan nilai statistik sebesar 0,0500 dengan probabilitas sebesar 0,5835, yang jauh di atas $\alpha = 0,05$. H_0 yang menyatakan tidak ada efek individu tidak dapat ditolak, sehingga Common Effect Model (CEM) terpilih sebagai model estimasi akhir.

Berdasarkan hasil pengujian, Uji Chow menunjukkan bahwa Fixed Effect Model (FEM) lebih baik dibandingkan Common Effect Model (CEM). Selanjutnya, hasil Uji Hausman menunjukkan bahwa Random Effect Model (REM) lebih tepat digunakan dibandingkan Fixed Effect Model (FEM). Oleh karena itu, dilakukan Uji Lagrange Multiplier (LM) untuk membandingkan Random Effect Model (REM) dengan Common Effect Model (CEM). Hasil Uji Lagrange Multiplier menunjukkan bahwa Common Effect Model (CEM) merupakan model yang paling sesuai digunakan dalam penelitian ini. Pemilihan CEM mengimplikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan karakteristik individu yang signifikan antar perusahaan sampel yang perlu dimodelkan secara terpisah, sehingga regresi dengan intersep tunggal sudah memadai. Dengan demikian, analisis regresi data panel dilakukan menggunakan Common Effect Model (CEM) dengan pendekatan Pooled Ordinary Least Square (Pooled OLS).

Uji Asumsi Klasik

Tabel 6. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik	Metode	Hasil	Kriteria	Kesimpulan
Normalitas	Jarque-Bera Test	0,0000	$n = 152 > 30$ (CLT)	Residual tidak normal, inferensi statistik tetap digunakan dengan pertimbangan CLT ($n = 152$)
Multikolinearitas	Correlation Matrix	Semua korelasi $< 0,85$	Korelasi $< 0,85$	Bebas Multikolinearitas
Heteroskedastisitas	Heteroskedasticity Test	LR = 18,9784;	Prob. $> 0,05$	Bebas Heteroskedastisitas

		Prob. = 0,9958		
Autokorelasi	Durbin-Watson	1,617618	$dU < DW < 4 - dU$	Bebas Autokorelasi

Sumber : Data diolah (2026)

Uji normalitas dilakukan menggunakan Jarque-Bera Test untuk menguji apakah residual model berdistribusi normal. Hasil uji menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000, yang secara statistik berarti distribusi residual menyimpang dari normal ($p < 0,05$). Namun demikian, penelitian ini menerapkan Central Limit Theorem (CLT) sebagai dasar pengecualian asumsi normalitas (Pranadipta & Natsir, 2023). Berdasarkan CLT, ketika jumlah observasi cukup besar ($n > 30$), distribusi sampling dari rata-rata akan mendekati normal secara asimtotik tanpa bergantung pada distribusi residual asal. Dengan jumlah observasi $n = 152$, yang jauh melebihi batas minimal 30, asumsi normalitas dinyatakan terpenuhi melalui justifikasi CLT (Pranadipta & Natsir, 2023). Uji multikolinearitas dilakukan menggunakan matriks korelasi (Correlation Matrix) antar variabel independen. Hasil menunjukkan bahwa semua nilai korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,85, sehingga model dinyatakan bebas dari masalah multikolinearitas dan estimasi koefisien regresi dapat diandalkan serta diinterpretasikan secara individual. Uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan Panel Heteroskedasticity LR Test. Hasil Cross-Section Test menunjukkan nilai Likelihood Ratio sebesar 140,1682 dengan probabilitas 0,0000 ($< 0,05$), membuktikan terdapat heteroskedastisitas antar perusahaan (cross-section). Sementara Period Test menunjukkan probabilitas 0,9958 ($> 0,05$), sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas antar periode waktu. Untuk mengatasi heteroskedastisitas cross-section, estimasi model CEM dilakukan menggunakan Cross-Section SUR (Panel Corrected Standard Errors/PCSE), yang menghasilkan standard error yang lebih efisien dan robust tanpa mengubah nilai koefisien regresi (Greene, 2012). Dengan demikian, varian residual dinyatakan bersifat konstan dan model bebas dari masalah heteroskedastisitas. Uji autokorelasi menggunakan statistik Durbin-Watson (DW) menghasilkan nilai sebesar 1,617618. Karena nilai DW berada dalam rentang $dU < DW < 4 - dU$, dapat disimpulkan bahwa model bebas dari masalah autokorelasi, baik positif maupun negatif.

Regresi Linear Berganda dan Uji t (Parsial)

Berdasarkan hasil estimasi menggunakan Common Effect Model (CEM) dengan software Eviews 12, diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$Y = -0,9352 + 0,5099 X_1 + 0,0653 X_2 + 0,0151 X_3 + 0,8251 X_4$$

Tabel 7. Hasil Regresi Data Panel Common Effect Model (CEM)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.	Keterangan
C (Konstanta)	-0,9352	0,367452	2,545134	0,0120	-
ESG Score (X1)	0,5099	0,2186	2,3327	0,0206	Signifikan
Kep. Institusional (X2)	0,0653	0,1357	0,4812	0,6278	Tidak Signifikan
Ln Total Aset / SIZE (Z1)	0,0151	0,0133	1,1302	0,2597	Tidak Signifikan
Turnover Ratio / LIQ (Z2)	0,8251	0,1487	5,5490	0,0000	Signifikan

Sumber : Data diolah (2026)

Tabel 7 menampilkan hasil dari analisis regresi linear berganda, dimana variabel bebas bersama dengan variabel kontrol dimasukkan dalam regresi terhadap variabel terikat. Temuan dari studi ini mengungkapkan bahwa Apabila seluruh variabel independen bernilai nol, maka return saham diprediksikan sebesar -0,9352. Nilai konstanta negatif mencerminkan bahwa tanpa kontribusi dari pengungkapan ESG, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, maupun likuiditas saham, perusahaan secara rata-rata akan mengalami return negatif, dimana setiap peningkatan satu satuan ESG Score akan meningkatkan return saham sebesar 0,5099. Pada variabel kepemilikan institusional, setiap peningkatan satu satuan nya akan meningkatkan return saham sebesar 0,0653. Meskipun

arahnya positif, variabel ini tidak signifikan secara statistik. Variable firm size, setiap kenaikan satu satuan nya Ln Total Aset akan meningkatkan return saham sebesar 0,0151. pada variable control likuiditas saham, setiap peningkatan satu satuan nya akan meningkatkan return saham sebesar 0,8251. variabel ini merupakan yang terbesar dan paling signifikan dalam model.

Temuan hipotesis pertama, yaitu variabel ESG Score menghasilkan nilai t-statistik sebesar 2,3327 dengan probabilitas sebesar 0,0206 ($\alpha = 0,05$). Karena probabilitas $< 0,05$, maka H_1 diterima: pengungkapan ESG terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham secara parsial. Temuan ini mendukung Signalling Theory bahwa perusahaan yang secara aktif mengungkapkan kinerja ESG-nya mengirimkan sinyal positif kepada investor, sehingga mampu mendorong peningkatan return saham. Hasil ini juga searah dengan penelitian (Sagita et al., 2026; Tjun et al., 2024) yang menemukan pengaruh positif signifikan ESG terhadap return saham di BEI.

Temuan hipotesis kedua, yaitu variabel kepemilikan institusional menghasilkan nilai t-statistik sebesar 0,4812 dengan probabilitas sebesar 0,6278 ($\alpha = 0,05$). Karena probabilitas $> 0,05$, maka H_2 ditolak: kepemilikan institusional tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap return saham secara parsial. Meskipun arah koefisien positif (0,0653), hasilnya tidak cukup kuat secara statistik. Hal ini dapat dijelaskan oleh karakteristik segmen IDX SMC Composite, di mana dinamika harga saham perusahaan mid-small cap lebih banyak dipengaruhi oleh faktor sentimen pasar dan likuiditas dibandingkan struktur kepemilikan (Aditama, 2022). Hasil temuan yang diberikan ini sejalan dengan temuan oleh (Sari et al., 2020; Sefty Framita et al., 2026) yang menjelaskan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap return saham.

Pada variabel kontrol, yaitu variabel Ln Total Aset menghasilkan nilai t-statistik sebesar 1,1302 dengan probabilitas sebesar 0,2597 ($\alpha = 0,05$). Variabel kontrol ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham secara parsial dalam model ini. Hasil ini mengindikasikan bahwa dalam konteks IDX SMC Composite, perbedaan skala aset antar perusahaan tidak cukup untuk membedakan return saham yang diperoleh. Hasil temuan yang diberikan ini sejalan dengan temuan (Mujiyanti, 2025). Sedangkan pada variabel likuiditas saham menghasilkan nilai t-statistik sebesar 5,5490 dengan probabilitas sebesar 0,0000 ($\alpha = 0,01$). Ini merupakan variabel dengan tingkat signifikansi tertinggi dalam model. Artinya, likuiditas saham berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap return saham, bahkan pada tingkat kepercayaan 99%. Temuan ini relevan mengingat perusahaan-perusahaan dalam IDX SMC Composite berkarakter mid-small cap, di mana likuiditas menjadi faktor pembeda utama kinerja sahamnya. Hasil temuan ini juga sejalan dengan penelitian yang menjelaskan bahwa likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap return saham (Aditya et al., 2021).

Uji Signifikansi Simultan (Uji F) dan Koefisien Determinasi

Tabel 8. Hasil Uji F dan Koefisien Determinasi (R^2)

Statistik	Nilai	Kriteria	Kesimpulan
F-statistic	12,0330	-	-
Prob(F-statistic)	0,00000	$< 0,05$	Model Fit — H_3 Diterima
R-squared	0,2452	-	24,52% variasi return dijelaskan model
Adjusted R-squared	0,2261	-	22,61% setelah penyesuaian jumlah variabel

Sumber : Data diolah (2026)

Temuan hipotesis ketiga, pada hasil pengujian Uji F, menunjukkan nilai F-statistik sebesar 12,0330 dengan probabilitas sebesar 0,0000, yang jauh di bawah $\alpha = 0,05$. Berdasarkan hasil ini, H_3 diterima: pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional secara simultan bersama variabel kontrol (ukuran perusahaan dan likuiditas saham) terbukti berpengaruh signifikan terhadap return saham. Dengan kata lain, model regresi yang dibangun fit (layak) digunakan untuk menjelaskan variasi return saham perusahaan sektor Consumer Cyclical & Non-Cyclical dalam Indeks IDX SMC Composite periode 2021–2024. Temuan ini konsisten dengan studi (Tjun et al., 2024) pada indeks SRI-KEHATI yang menemukan bahwa secara simultan variabel-variabel ESG berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Nilai R-squared (R^2) sebesar 0,2452 mengindikasikan bahwa 24,52% variasi return saham mampu dijelaskan oleh keempat variabel dalam model (ESG Score, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan likuiditas saham). Sisanya sebesar 75,48% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model, seperti kondisi makroekonomi, sentimen pasar, atau faktor spesifik industri. Adapun nilai Adjusted R-squared sebesar 0,2261 (22,61%) merupakan nilai R^2 yang telah dikoreksi dengan mempertimbangkan jumlah variabel independen dalam model, sehingga lebih tepat digunakan untuk menilai daya jelas model secara keseluruhan. Nilai ini tergolong moderat, yang umum ditemukan dalam penelitian berbasis data pasar modal dengan variabel dependen berupa return saham yang dipengaruhi oleh banyak faktor tak teramati.

PEMBAHASAN

Pengaruh ESG Disclosure terhadap Return Saham

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan sektor Consumer Cyclical dan Non-Cyclical dalam Indeks IDX SMC Composite periode 2021–2024 ($\beta = 0,5099$; prob. = 0,0206). Temuan ini dapat dijelaskan secara mendalam melalui perspektif Signalling Theory. Dalam kondisi asimetri informasi yang lebih tinggi pada perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah, pengungkapan ESG berperan sebagai sinyal non-keuangan yang sangat krusial. Berbeda dengan perusahaan blue chip yang sudah memiliki reputasi dan eksposur analisis yang luas, perusahaan dalam segmen SMC menghadapi keterbatasan visibilitas pasar yang signifikan. Dalam konteks ini, keputusan manajemen untuk secara konsisten mempublikasikan informasi ESG justru memiliki nilai sinyal yang lebih tinggi karena merupakan tindakan yang membutuhkan komitmen sumber daya sesuatu yang tidak akan dilakukan perusahaan berkualitas rendah. Investor yang rasional menginterpretasikan pengungkapan ESG yang komprehensif sebagai indikator bahwa perusahaan memiliki profil risiko yang lebih terkelola, komitmen terhadap keberlanjutan operasional jangka panjang, serta tata kelola yang lebih transparan dan akuntabel. Respons positif ini kemudian termanifestasi dalam peningkatan permintaan saham yang mendorong kenaikan return.

Temuan ini juga mencerminkan perubahan preferensi investor di pasar modal Indonesia yang semakin mempertimbangkan aspek keberlanjutan dalam pengambilan keputusan investasi, terutama pasca implementasi POJK No. 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan pelaporan keberlanjutan secara bertahap. Dalam konteks Sustainable Investment, investor institusional global dan domestik semakin mengintegrasikan kriteria ESG ke dalam proses seleksi portofolio mereka, sehingga perusahaan dengan pengungkapan ESG yang baik cenderung mendapatkan perhatian dan aliran investasi yang lebih besar. Temuan ini konsisten dengan penelitian (Ha et al., 2024) pada pasar Vietnam menemukan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap harga saham melalui mekanisme peningkatan transparansi, sementara (Hamdouni, 2025) menegaskan bahwa penciptaan nilai melalui ESG terjadi ketika informasi tersebut berhasil diterima sebagai sinyal kredibel oleh investor. (Warokka et al., 2025) pada perusahaan ASEAN juga mengkonfirmasi bahwa pengungkapan ESG berfungsi sebagai sinyal informasi yang efektif di pasar berkembang. Pada level domestik, hasil ini juga sejalan dengan (Sagita et al., 2026) dan (Tjun et al., 2024) yang menemukan pengaruh positif signifikan ESG terhadap return saham di BEI.

Implikasi teoritis dari temuan ini adalah bahwa Signalling Theory terbukti semakin relevan pada perusahaan small-mid cap dibandingkan perusahaan berkapitalisasi besar. Hal ini terjadi karena pada segmen SMC, asimetri informasi antara manajemen dan investor jauh lebih besar, sehingga setiap pengungkapan informasi tambahan termasuk ESG memiliki nilai marginal yang lebih tinggi dalam membentuk persepsi dan keputusan investor. Dengan kata lain, ESG disclosure bukan sekadar kewajiban regulasi, melainkan instrumen pensinyalan yang strategis bagi perusahaan small-mid cap untuk membangun kredibilitas dan kepercayaan pasar.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap Return Saham

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham ($\beta = 0,0653$; prob. = 0,6278), sehingga H2 ditolak. Meskipun arah koefisiennya positif, pengaruhnya tidak cukup kuat secara statistik. Pertama, investor institusional bersifat pasif dalam segmen SMC. Berbeda dengan perusahaan berkapitalisasi besar di mana

investor institusional aktif terlibat dalam pengawasan dan tata kelola perusahaan, pada perusahaan small-mid cap investor institusional cenderung berperan sebagai passive investor yang tidak secara langsung memengaruhi kebijakan manajemen. Hal ini menyebabkan kehadiran mereka tidak cukup kuat untuk menggerakkan persepsi pasar dan return saham secara signifikan. Kondisi ini bertentangan dengan asumsi dasar Agency Theory yang mengandaikan bahwa investor institusional selalu aktif melakukan monitoring sebuah asumsi yang tampaknya tidak sepenuhnya berlaku pada konteks IDX SMC Composite. Rata-rata kepemilikan institusional dalam sampel penelitian ini mencapai 68,75%, dengan nilai maksimum hingga 99%. Tingkat konsentrasi kepemilikan yang sangat tinggi ini mengindikasikan bahwa pada banyak perusahaan dalam sampel, saham mayoritas sudah dipegang oleh satu atau beberapa institusi besar. Kondisi ini justru dapat mengurangi likuiditas saham di pasar sekunder dan mempersempit ruang gerak investor publik, sehingga pengaruh kepemilikan institusional terhadap return saham menjadi tidak terasa. Pada konteks IDX SMC Composite, dinamika harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh faktor sentimen pasar dan likuiditas perdagangan terbukti dari koefisien Turnover Ratio yang sangat dominan ($\beta = 0,8251$; prob. = 0,0000) dibandingkan struktur kepemilikan saham. Investor pada segmen ini cenderung lebih responsif terhadap sinyal pasar jangka pendek daripada memperhatikan komposisi kepemilikan institusional perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan Handoyo & Anas (2024) yang menunjukkan bahwa pengaruh faktor tata kelola terhadap kinerja perusahaan bersifat heterogen antar sektor dan negara, serta Shrestha et al. (2025) yang menemukan bahwa pada perusahaan berkapitalisasi kecil di pasar berkembang, struktur kepemilikan belum tentu berdampak pada kinerja pasar saham. Pada level domestik, temuan ini sejalan dengan Sari et al. (2020) yang juga menyimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap return saham pada segmen tertentu di BEI. Implikasi teoritis dari temuan ini adalah bahwa Agency Theory belum sepenuhnya mampu menjelaskan perilaku investor institusional pada perusahaan small-mid cap di Indonesia. Teori ini mengasumsikan bahwa investor institusional selalu memiliki insentif dan kapasitas untuk melakukan pengawasan aktif—namun dalam realitas segmen SMC, faktor keterbatasan likuiditas, konsentrasi kepemilikan, dan orientasi investasi jangka pendek menyebabkan mekanisme monitoring yang diprediksi teori tidak berjalan sebagaimana mestinya. Hal ini membuka peluang bagi pengembangan teori yang lebih kontekstual untuk menjelaskan perilaku investor institusional di pasar berkembang dengan segmen kapitalisasi kecil dan menengah.

Secara praktis, penelitian ini menghasilkan tiga implikasi yang dapat ditindaklanjuti oleh berbagai pemangku kepentingan. Pertama, bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa peningkatan kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG secara langsung berdampak pada peningkatan return saham. Oleh karena itu, investasi dalam penyusunan laporan keberlanjutan yang berkualitas bukan sekadar pemenuhan kewajiban regulasi, melainkan strategi penciptaan nilai yang terukur terutama bagi perusahaan small-mid cap yang membutuhkan instrumen diferensiasi dari perusahaan sejenis. Kedua, bagi regulator khususnya OJK dan BEI, temuan ini mendukung urgensi penguatan implementasi kewajiban sustainability reporting pada segmen SMC. Mengingat bahwa efek pensinyalan ESG terbukti bekerja pada segmen ini, kebijakan yang mendorong standarisasi dan kemudahan pelaporan ESG bagi perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah berpotensi meningkatkan efisiensi informasi pasar modal Indonesia secara keseluruhan. Ketiga, bagi investor, pengungkapan ESG terbukti dapat digunakan sebagai salah satu indikator yang valid dalam menilai prospek dan kualitas perusahaan small-mid cap di samping analisis fundamental konvensional. Sementara itu, kepemilikan institusional sebaiknya tidak dijadikan satu-satunya proksi kualitas tata kelola perusahaan dalam segmen ini, mengingat karakteristik pasif investor institusional pada segmen SMC yang telah terbukti dalam penelitian ini.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang diteliti oleh penulis mengenai pengaruh variabel pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional terhadap return saham pada sektor *consumer cyclicals & non-cyclicals* dalam Indeks IDX SMC Composite periode 2021-2024, dengan ukuran perusahaan dan likuiditas saham sebagai variabel kontrol. maka dapat diambil kesimpulan bahwa, Pengungkapan ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

Perusahaan yang mengungkapkan kinerja ESG secara lebih luas mengirimkan sinyal positif kepada investor mengenai kualitas tata kelola dan prospek jangka panjang perusahaan. Namun Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham secara parsial, Meskipun arah pengaruhnya positif, struktur kepemilikan institusional tidak cukup kuat untuk membedakan return saham pada segmen mid-small cap. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam konteks IDX SMC Composite, faktor likuiditas dan sentimen pasar lebih dominan memengaruhi keputusan investasi dibandingkan struktur kepemilikan. Pada hipotesis ketiga, Pengungkapan ESG dan kepemilikan institusional secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return saham, serta Likuiditas saham (turnover ratio) terbukti sebagai variabel kontrol yang paling dominan.

Penelitian ini memberikan kontribusi empiris terhadap pengembangan literatur ESG di Indonesia, khususnya pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks IDX SMC Composite yang masih relatif jarang menjadi objek penelitian. Selain itu, penelitian ini mengintegrasikan perspektif Signalling Theory dan Agency Theory untuk menjelaskan hubungan antara ESG disclosure, kepemilikan institusional, dan return saham dengan mempertimbangkan ukuran perusahaan dan likuiditas saham sebagai variabel kontrol. Secara praktis, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu meningkatkan kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG karena informasi tersebut terbukti menjadi salah satu pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Bagi investor, pengungkapan ESG dapat digunakan sebagai salah satu indikator dalam menilai prospek dan keberlanjutan perusahaan di masa depan.

Penelitian ini tidak terlepas dari sejumlah keterbatasan yang perlu diakui dan menjadi perhatian bagi penelitian selanjutnya, yaitu penelitian ini hanya berfokus pada perusahaan sektor Consumer Cyclical dan Non-Cyclical dalam Indeks IDX SMC Composite, sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan secara langsung ke sektor-sektor lain seperti energi, teknologi, atau keuangan yang memiliki karakteristik materialitas ESG yang berbeda. Berdasarkan keterbatasan yang telah dipaparkan, penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan memperluas cakupan sektor menjadi seluruh sektor dalam IDX SMC Composite agar hasil penelitian dapat lebih merepresentasikan kondisi keseluruhan perusahaan small-mid cap di Indonesia. Hal ini penting karena Indeks IDX SMC Composite terdiri dari berbagai sektor industri dengan karakteristik pasar, tingkat risiko, serta respon investor yang beragam sehingga dapat memberikan hasil penelitian yang lebih komprehensif dan akurat.

REFERENSI

- Aditya, W., Wiharno, H., & Nurfatimah, S. N. (2021). *PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM, KESEMPATAN BERTUMBUH, DAN PROFITABILITAS TERHADAP RETURN SAHAM*. <https://doi.org/10.25134/jrka.v7i2.4967>
- 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>
- Anni'Mah, H. F., Sumiati, A., & Susanti, santi. (2021). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Indeks IDX SMC Composite 2019. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 2. <https://doi.org/10.21009/japa.0202.05>
- Arbiant Givari, M., Yantiana, N., Rusmita, S., & Noviarty, H. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Tangibility, Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Indeks SRI-KEHATI. *Journal of Innovation in Management, Accounting and Business*, 3(3), 209–217. <https://doi.org/10.56916/jimab.v3i3.1014>
- Br Hutasoit, H. R., & Situmorang, A. L. (2026). ANALISIS PENERAPAN SUSTAINABILITY ASPEK ENVIRONMENTAL BERDASARKAN POJK NO.51/POJK.03/2017 PADA PERUSAHAAN KELAPA SAWIT YANG TERDAFTAR PADA GABUNGAN PENGUSAHA KELAPA SAWIT INDONESIA (GAPKI). *JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN METHODIST*, 10. <https://doi.org/10.46880/jsika.Vol10No1.pp36-41>

- Devianti, I. P. (2025). Pengaruh Environment, Social, & Governance (ESG) Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di ESG Leaders Indonesia Periode 2017-2022. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 159–173. <https://doi.org/10.26740/jim.v13n1.p159-173>
- Dewi Ariestanto, J., & Weli. (2024). ANALISIS DAMPAK KINERJA FINANSIAL DAN UKURAN PERUSAHAAN PADA PENGUNGKAPAN LAPORAN KEBERLANJUTAN SESUAI REGULASI OJK. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi*, 10(2), 139–150. <https://doi.org/10.34204/jiaf>
- Escobar-Saldivar, L. J., Villarreal-Samaniego, D., & Santillán-Salgado, R. J. (2025). The Effects of ESG Scores and ESG Momentum on Stock Returns and Volatility: Evidence from U.S. Markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7). <https://doi.org/10.3390/jrfm18070367>
- Fardeliah, S. D., Susyanti, J., & Bastomi, M. (2026). Sustainability Signals in Emerging Markets: The Effect of ESG Disclosure and Profitability on Stock Returns with Firm Size as a Moderator (Evidence from LQ45 Index, 2020–2024). *Owner*, 10(2), 1348–1359. <https://doi.org/10.33395/owner.v10i2.3110>
- Gavrilakis, N., & Floros, C. (2023). ESG performance, herding behavior and stock market returns: evidence from Europe. *Operational Research*, 23(1). <https://doi.org/10.1007/s12351-023-00745-1>
- Ha, N. T. T., Nguyen, T. C., & Ho, N. T. B. (2024). The impact of environmental, social and governance disclosure on stock prices: Empirical research in Vietnam. *Heliyon*, 10(19). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e38757>
- Hamdouni, A. (2025). Value Creation Through Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosures. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8). <https://doi.org/10.3390/jrfm18080415>
- Handoyo, S., & Anas, S. (2024). The effect of environmental, social, and governance (ESG) on firm performance: the moderating role of country regulatory quality and government effectiveness in ASEAN. *Cogent Business and Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2371071>
- Harahap, S. M., & Meiden, C. (2024). KUALITAS PENGUNGKAPAN LAPORAN KEBERLANJUTAN BERDASARKAN POJK NO. 51/ POJK.03/ 2017: PT SURYAMAS DUTA MAKMUR TBK TAHUN 2021-2022. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Krisnadwipayana*, 11. <https://doi.org/10.35137/jabk.v11i1.375>
- Indonesia Stock Exchange. (2023). Indeks Berbasis ESG. <https://www.idx.co.id/id/data-pasar/data-saham/indeks-saham/>
- Lestari, A. A., & Kusumawati, E. (2024). Pengaruh Dewan Direksi, Dewan Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, Komite Audit, dan Profitabilitas Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Kontemporer*, 7. <https://doi.org/10.30596/jakk.v7i2>
- Lunawat, R. M., Elmarzouky, M., & Shohaieb, D. (2025). Integrating Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors into the Investment Returns of American Companies. *Sustainability (Switzerland)*, 17(19). <https://doi.org/10.3390/su17198522>
- Maryam, Y. N., Helmy, W., & Sukiswo, D. (2025). ANALISIS PENGUNGKAPAN ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) DAN PROFITABILITAS TERHADAP RETURN SAHAM. *Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi Dan Ilmu Ekonomi*, 9. <https://doi.org/10.23969/oikos.v9i2>
- Mujianti, R. (2025). PENGARUH KINERJA ESG DAN NILAI PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM PERBANKAN DI INDEX ESG LEADERS. *International Journal for Accountancy*, 12(1), 2574–2581. <https://doi.org/10.32722/account.v12i1.7510>
- Napitupulu, D., et al. (2021) *Penelitian Bisnis: Teknik dan Analisis dengan SPSS-STATA-EViews*. Bandung: CV Media Sains Indonesia.
- Pranadipta, R., & Natsir, K. (2023). FINANCIAL, NON-FINANCIAL, AND MACRO-ECONOMIC FACTORS THAT AFFECT THE FIRST DAY PROFIT RATE WHEN CONDUCTING INITIAL PUBLIC OFFERING. *International Journal of Application on*

- Economics and Business (IJAEBS)*, 1(2), 2987–1972.
<https://doi.org/10.24912/ijaebs.v1i2.276-289>
- Rahayu, N. N. A. P., Ustriyana, I. N. G., & Arisena, G. M. K. (2025). Comparative Analysis of ESG Scores Based on GRI Standards in Indonesia's Consumer Non-Cyclicals and Consumer Cyclicals Sectors. *BIO Web of Conferences*, 197.
<https://doi.org/10.1051/bioconf/202519703003>
- Rossalina, N. L. A. M., Sukartha, P. D. Y., & Ni Ketut Rasmini. (2025). The Relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Stock Return. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(10). <https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i10.p01>
- Sagita, A. L., Chomasatu Samrotun, Y., & Masitoh, E. (2026). Inflasi Sebagai Moderator : Analisis Sinergi Kepemilikan Institusional, Likuiditas Saham, Pertumbuhan Laba Dan ESG Rating Pada Return Saham Syariah. *Jurnal Perpajakan, Manajemen, Dan Akuntansi*, 17(3), 2883–2899. <https://doi.org/10.24905/permana.v17i3.1385>
- Sari, R. I., Ts, K. H., & Dewi, R. R. (2020). PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DEWAN KOMISARIS INDEPENDEN, PROFITABILITAS, DAN LIKUIDITAS TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN PROPERTY DAN REAL ESTATE. *Jurnal Investasi*, 6. <https://doi.org/10.31943/investasi.v6i1>
- Saripah, D., Diantimala, Y., & Arfan, M. (2024). Apakah Pengungkapan ESG Penting Bagi Investor? *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 14(3), 605–622.
<https://doi.org/10.22219/jrak.v14i3.33033>
- Sefty Framita, D., Maulita, D., & Gracia, S. (2026). PENGARUH MANAJEMEN LABA DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP RETURN SAHAM. *Jurnal Akuntansi Manajemen*, 4, 2025–2026. <https://doi.org/10.30656/jakmen.v4i2.11576>
- Shrestha, C., Andrikopoulos, P., & Park, J. S. (2025). ESG rating and financial performance in the emerging markets: The moderating effects of cross-listing and industry type. *Research in International Business and Finance*, 77. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102916>
- Spence, M. (1973) 'Job Market Signaling', *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355–374.
- Tjun, L. T., Ignasia, C., Thoma, Y., Intawaty, N., Mustamin, P., Ramadhan, R., Farishi, A., & Maranatha, U. K. (2024). APAKAH ESG MEMENGARUHI RETURN SAHAM? STUDI PADA INDEKS SRI KEHATI. *MODUS*, 36(2), 282–300.
<https://doi.org/10.24002/modus.v36i2.9081>
- Useche, A. J., Mart Inez-Ferrero, J., & Reyes, G. E. (2025). Taking ESG strategies for achieving profits: a dynamic panel data analysis. *Finance and Administrative Science*, 30(59), 2077–1886. <https://doi.org/10.13039/501100011033/and>
- Valentino, G. W., Surianti, S., Destriani, M., Dosinta, N. F., & Rusmita, S. (2023). ARUS KAS, LABA AKUNTANSI, KARAKTERISTIK KORPORAT, DAN RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN SEKTOR BASIC MATERIAL. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 8(3), 339–347. <https://doi.org/10.24815/jimeka.v8i3.26724>
- Warokka, A., Woo, J. K., & Aqmar, A. Z. (2025). Herding Behavior, ESG Disclosure, and Financial Performance: Rethinking Sustainability Reporting to Address Climate-Related Risks in ASEAN Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8).
<https://doi.org/10.3390/jrfm18080457>