



Pengaruh Kinerja Keberlanjutan dan Kinerja Keuangan terhadap *Return* Saham: Peran Moderasi Tata Kelola Perusahaan

Jihan Feodora Agryani Putri^{1*}, Indarti Diah Palupi²

Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Surakarta, Indonesia

Correspondence: E-mail: b200220275@student.ums.ac.id¹, idp121@ums.ac.id²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham serta menguji peran tata kelola perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020–2024. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan regresi data panel dan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* berdasarkan ketersediaan laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan data penelitian, dengan data sekunder yang diperoleh dari BEI serta situs resmi perusahaan. Kinerja keberlanjutan diproksikan dengan skor ESG, kinerja keuangan dengan ROA, sedangkan tata kelola perusahaan diproksikan dengan *board independence*. Analisis dilakukan menggunakan Stata dengan CEM sebagai model *baseline* serta FEM, FGLS, dan GMM sebagai *robustness check*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. GCG juga tidak terbukti memoderasi hubungan antara ESG dan ROA terhadap *return* saham. Temuan ini menunjukkan bahwa faktor keberlanjutan, kinerja keuangan, dan tata kelola perusahaan belum menjadi determinan utama *return* saham perbankan selama periode penelitian.

ARTICLE INFO

Article History:

Submitted/Received 27 August 2026

First Revised 21 September 2026

Accepted 27 September 2026

First Available online 28

September 2026

Publication Date 28 September 2026

Keyword:

ESG, Good Corporate Governance, Kinerja Keuangan, Kinerja Keberlanjutan, Return Saham.

1. PENDAHULUAN

Sektor perbankan memiliki peran strategis dalam perekonomian nasional sebagai lembaga intermediasi keuangan dan penyedia pembiayaan bagi kegiatan ekonomi. Karakteristik tersebut menjadikan stabilitas dan kinerja perbankan penting untuk menjaga kepercayaan masyarakat dan investor. Seiring meningkatnya perhatian terhadap isu keberlanjutan, investor tidak lagi hanya mempertimbangkan kinerja keuangan, tetapi juga memperhatikan aspek *environmental, social, and governance* (ESG) dalam menilai prospek dan risiko perusahaan. Kinerja keberlanjutan menjadi semakin relevan bagi sektor perbankan karena bank memiliki peran dalam menyalurkan pembiayaan yang dapat memengaruhi aktivitas ekonomi, sosial, dan lingkungan (Ielasi dan Bellucci, 2023). Di Indonesia, penerapan keuangan berkelanjutan diperkuat melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 yang mengatur penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, termasuk kewajiban penyusunan Rencana Aksi Keuangan Berkelanjutan dan laporan keberlanjutan.

Kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan merupakan informasi yang dapat digunakan investor dalam menentukan keputusan investasi. Kinerja keuangan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya untuk menghasilkan keuntungan, sedangkan kinerja keberlanjutan memberikan informasi mengenai tanggung jawab perusahaan terhadap aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan (Formentini dan Taticchi, 2020). Informasi tersebut dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan. Kinerja keuangan yang baik, seperti tingginya *Return on Assets* (ROA), menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki dan berpotensi meningkatkan kepercayaan pasar. Pada akhirnya, penilaian investor terhadap informasi keuangan dan keberlanjutan dapat tercermin dalam *return* saham sebagai tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan (Husada dan Handayani, 2021; Devita dan Arviana, 2023).

Namun, pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham belum menunjukkan hasil yang konsisten. Salman Sabian & Mangifera (2026) Ditemukan bahwa kinerja ESG tidak berpengaruh terhadap harga saham, tetapi berpengaruh positif terhadap ukuran perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap respons pasar belum selalu terlihat secara langsung. Amalia dan Kusuma (2023) menemukan bahwa kinerja keberlanjutan berpengaruh positif terhadap *return* saham, sedangkan Mujianti dan Novitasari (2025) menemukan bahwa kinerja keberlanjutan dan *Price Earnings Ratio* (PER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada bank ESG Leaders di BEI periode 2021–2022. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh Trisnowati et al. (2022) yang menemukan bahwa ESG *score* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Di sisi lain, penelitian mengenai kinerja keuangan menunjukkan bahwa informasi keuangan dapat memengaruhi *return* saham melalui persepsi investor terhadap profitabilitas dan prospek perusahaan. Priadi dan Wahyudi (2025) juga menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja keuangan masih perlu dikaji lebih lanjut karena penelitian tersebut menguji pengaruh ESG Score terhadap ROA dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Perbedaan hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa respons pasar terhadap informasi keberlanjutan dan kinerja keuangan masih beragam, khususnya pada sektor perbankan yang memiliki karakteristik dan tingkat regulasi berbeda dibandingkan dengan sektor lainnya.

Ketidakkonsistenan tersebut menunjukkan adanya peluang untuk menguji faktor yang dapat menjelaskan perbedaan respons pasar terhadap kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan. Salah satu faktor yang relevan adalah *Good Corporate Governance* (GCG).

Patmawati dan Adi (2025) menunjukkan bahwa GCG, CSR, profitabilitas, dan leverage merupakan faktor yang relevan untuk mengkaji kinerja perusahaan perbankan. Temuan tersebut memperkuat pentingnya tata kelola perusahaan dalam penelitian pada sektor perbankan. Tata kelola perusahaan berfungsi sebagai mekanisme pengawasan untuk memastikan bahwa keputusan manajemen diambil secara transparan, akuntabel, dan sesuai dengan kepentingan pemegang saham serta para pemangku kepentingan (Jensen dan Meckling, 1976). Penerapan GCG yang baik dapat meningkatkan kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan sehingga investor lebih percaya terhadap kinerja keberlanjutan dan keuangan perusahaan. Dengan demikian, GCG diduga tidak hanya berhubungan secara langsung dengan return saham, tetapi juga dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham. Peran tersebut semakin penting seiring dengan penguatan penerapan tata kelola dan keuangan berkelanjutan di industri perbankan Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu dengan menguji pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham serta menguji *Good Corporate Governance* sebagai variabel moderasi pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020–2024. Periode tersebut dipilih karena mencakup masa pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi, serta perkembangan implementasi kebijakan keuangan berkelanjutan di Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu dengan menguji pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham serta menguji *Good Corporate Governance* sebagai variabel moderasi pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020–2024. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan regresi data panel dan *Moderated Regression Analysis* (MRA), menggunakan data sekunder perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, serta GCG tidak terbukti memoderasi pengaruh ESG dan ROA terhadap *return* saham. Periode tersebut dipilih karena mencakup masa pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi, serta perkembangan implementasi kebijakan keuangan berkelanjutan di Indonesia.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai bagaimana informasi keberlanjutan dan kinerja keuangan direspons oleh pasar serta bagaimana kualitas tata kelola perusahaan memengaruhi hubungan tersebut. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur mengenai keuangan berkelanjutan, kinerja keuangan, tata kelola perusahaan, dan return saham, sekaligus menjadi pertimbangan bagi manajemen dan investor dalam pengambilan keputusan di sektor perbankan.

1.1. Tinjauan Pustaka

Teori Pemangku Kepentingan

Teori pemangku kepentingan menjelaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pihak yang berkepentingan terhadap aktivitas perusahaan, seperti investor, karyawan, pemerintah, pelanggan, dan masyarakat (Freeman et al., 1984; Zarefar et al., 2022). Dalam konteks keberlanjutan, transparansi mengenai kinerja ekonomi, sosial, dan lingkungan dapat meningkatkan kepercayaan serta dukungan pemangku kepentingan, serta mendorong terciptanya nilai jangka panjang bagi perusahaan (Oware dan Worae, 2023).

Teori Legitimasi

Teori legitimasi menjelaskan bahwa keberlangsungan perusahaan bergantung pada kesesuaian aktivitas perusahaan dengan nilai dan norma yang berlaku dalam masyarakat (Dowling dan Pfeffer, 1975). Pengungkapan dan kinerja keberlanjutan menjadi sarana bagi perusahaan untuk memperoleh serta mempertahankan legitimasi dengan menunjukkan bahwa kegiatan operasionalnya memperhatikan tanggung jawab ekonomi, sosial, dan lingkungan, sehingga dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata masyarakat dan pemangku kepentingan (Santika et al., 2023; Kurniawan dan Wahyuni, 2018).

Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan bahwa perusahaan menyampaikan informasi kepada pihak eksternal untuk mengurangi ketidakpastian dan membantu investor dalam mengambil keputusan investasi (Spence, 1973; Ross, 1977). Informasi mengenai kinerja perusahaan, termasuk ROA, dapat menjadi sinyal efektivitas pengelolaan aset serta prospek perusahaan di masa depan (Gumanti, 2009). Sinyal positif mengenai kinerja perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor, mendorong permintaan saham, dan pada akhirnya meningkatkan *return* saham.

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara prinsipal sebagai pemegang saham dan agen sebagai manajemen yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan dan asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976). Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berfungsi sebagai mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik tersebut melalui peningkatan transparansi, akuntabilitas, dan pengendalian terhadap tindakan manajemen, sehingga kepentingan pemegang saham dapat lebih terlindungi dan kinerja perusahaan dapat ditingkatkan (Laksono dan Kusumaningtias, 2021).

Kinerja Keberlanjutan

Kinerja keberlanjutan merupakan gambaran pencapaian perusahaan dalam mengelola aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan secara berkelanjutan serta menjadi dasar dalam pengalokasian sumber daya perusahaan (Akhmadi dan Prasetyo, 2018). Dalam perspektif teori pemangku kepentingan, perusahaan perlu memperhatikan kepentingan investor, karyawan, pelanggan, dan masyarakat (Khunkaew et al., 2023). Pengungkapan kinerja keberlanjutan juga dapat memperkuat legitimasi dan kepercayaan pemangku kepentingan melalui penyampaian informasi mengenai kontribusi sosial dan lingkungan perusahaan (Naratama dan Majidah, 2011). Dengan demikian, kinerja keberlanjutan menjadi salah satu informasi penting untuk menilai keberlanjutan dan prospek jangka panjang perusahaan (Adhariani dan Du Toit, 2020).

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya secara efektif dan efisien untuk menghasilkan laba. Dalam teori sinyal, kinerja keuangan yang baik memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan dan mendorong kenaikan *return* saham (Suhadak et al., 2020). Salah satu indikator yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan adalah *Return on Assets* (ROA), yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset

yang dimiliki. Kinerja keuangan yang baik terbukti dapat memengaruhi persepsi pasar dan *return* saham secara positif (Machdar, 2017; Anwaar, 2016).

Return Saham

Return saham merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh investor atas investasi yang dilakukan (Hartono, 2010). *Return* saham mencerminkan respons pasar terhadap informasi atau sinyal yang diterima investor, sehingga informasi positif mengenai kondisi perusahaan berpotensi meningkatkan *return* yang diperoleh (Suhadak *et al.*, 2020). Dalam pengambilan keputusan investasi, investor juga mempertimbangkan hubungan antara risiko dan *return*, yaitu semakin tinggi risiko yang ditanggung, semakin tinggi *return* yang diharapkan (Situmeang dan Hutabarat, 2017). Oleh karena itu, *return* saham menjadi salah satu indikator penting dalam mengevaluasi kinerja investasi.

Tata Kelola Perusahaan

Tata kelola perusahaan merupakan mekanisme yang mengatur dan mengawasi hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen untuk mengurangi konflik kepentingan serta asimetri informasi (Amrulloh dan Amalia, 2020). Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) mendorong perusahaan menjalankan kegiatan secara transparan, akuntabel, efektif, dan efisien sehingga dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan manajerial (Khoiriyah *et al.*, 2024). Tata kelola yang baik juga memberikan keyakinan kepada pemegang saham bahwa sumber daya perusahaan dikelola dengan tepat untuk mencapai tujuan perusahaan, sehingga berpotensi meningkatkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan (Mumtazah dan Purwanto, 2020).

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kinerja Keberlanjutan terhadap *Return* Saham.

Berdasarkan teori pemangku kepentingan, kinerja keberlanjutan menunjukkan upaya perusahaan dalam memperhatikan kepentingan para pemangku kepentingan, baik dari aspek lingkungan, sosial, maupun tata kelola. Penerapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) yang baik dapat meningkatkan kepercayaan dan reputasi perusahaan di mata investor (Freeman *et al.*, 2021). Bagi investor, perusahaan dengan kinerja keberlanjutan yang baik dapat dipandang memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola risiko dan mempertahankan keberlangsungan usahanya. Hal tersebut dapat meningkatkan minat investor terhadap saham perusahaan dan pada akhirnya berpotensi meningkatkan *return* saham.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh ESG terhadap *return* saham masih menunjukkan hasil yang berbeda. Perbedaan tersebut dapat terjadi karena adanya perbedaan karakteristik perusahaan, sektor industri, periode penelitian, serta metode pengukuran ESG yang digunakan. Badía *et al.* (2020) menjelaskan bahwa belum terdapat standar pengukuran ESG yang seragam sehingga penilaian kinerja ESG dapat berbeda antar lembaga pemeringkat. Selain itu, Edmans (2011) menjelaskan bahwa informasi yang telah diketahui oleh pasar dapat tercermin dalam harga saham, sehingga pengaruh ESG terhadap *return* saham tidak selalu terlihat secara langsung.

Meskipun terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten, penelitian ini tetap berasumsi bahwa kinerja keberlanjutan memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa penerapan ESG yang baik memberikan informasi

mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko dan menjaga keberlanjutan usahanya. Pada perusahaan perbankan, aspek tersebut menjadi semakin penting karena aktivitas perbankan berkaitan erat dengan penyaluran pembiayaan dan pengelolaan risiko yang dapat memberikan dampak ekonomi, sosial, dan lingkungan. Kinerja keberlanjutan yang baik diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan, sehingga mendorong permintaan saham dan meningkatkan *return* saham. Dengan demikian, semakin baik kinerja keberlanjutan perusahaan, semakin tinggi *return* saham yang diharapkan.

Hipotesis penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁: Kinerja keberlanjutan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap *Return* Saham.

Berdasarkan teori sinyal, kinerja keuangan yang baik, yang tercermin melalui rasio profitabilitas seperti Return on Assets (ROA) dan Return on Equity (ROE), berfungsi sebagai sinyal positif bagi investor mengenai prospek dan kinerja perusahaan di masa depan. Sinyal positif tersebut meningkatkan kepercayaan investor, mendorong permintaan saham, dan pada akhirnya berdampak pada peningkatan *return* saham (Ross, 1977; Brigham dan Houston, 2019).

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang positif. Machdar (2017) dan Anwaar (2016) menjelaskan bahwa kinerja keuangan yang baik berhubungan positif dengan *return* saham karena meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan. Penelitian empiris menunjukkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Investor cenderung menilai saham berdasarkan ukuran pasar, sehingga kinerja keuangan yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan mengelola sumber daya secara efisien dapat meningkatkan kepercayaan investor dan berpotensi meningkatkan *return* saham. Dengan demikian, secara teoritis terdapat hubungan positif antara kinerja keuangan dan *return* saham (Brigham dan Houston, 2019; Ross *et al.*, 2018). Hipotesis penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂: Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Peran Moderasi Tata Kelola Perusahaan dalam Hubungan antara Kinerja Keberlanjutan dan *Return* Saham.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang positif. Penelitian Sunardi dan Edastami (2024) menemukan bahwa tata kelola perusahaan yang diproksikan melalui mekanisme dewan komisaris independen mampu memoderasi hubungan antara kinerja keberlanjutan dan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas tata kelola berperan penting dalam memastikan bahwa aktivitas dan kinerja ESG dipersepsikan sebagai upaya yang kredibel oleh investor. Praktik GCG memperkuat pengaruh kinerja ESG terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, GCG berperan sebagai mekanisme pengawasan yang meningkatkan kredibilitas kinerja ESG, sehingga memperkuat pengaruhnya terhadap *return* saham (Healy dan Palepu, 2001; Qurniasih *et al.*, 2025). Hipotesis penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃: Tata kelola perusahaan memoderasi pengaruh positif kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham.

Peran Moderasi Tata Kelola Perusahaan dalam Hubungan antara Kinerja Keuangan dan *Return Saham*

Kinerja keuangan yang baik memberikan informasi positif mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola aset dan menghasilkan laba. Informasi tersebut dapat menjadi pertimbangan investor dalam menilai prospek perusahaan dan menentukan keputusan investasi. Namun, respons investor terhadap informasi keuangan juga dapat dipengaruhi oleh kualitas tata kelola perusahaan. Tata kelola yang baik dapat meningkatkan transparansi, mengurangi kemungkinan terjadinya penyalahgunaan kepentingan oleh manajemen, serta meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi keuangan yang disampaikan perusahaan. Dalam perspektif teori keagenan, penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berperan sebagai mekanisme pengawasan untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian, ketika perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik dan didukung oleh tata kelola yang baik, informasi mengenai kinerja tersebut menjadi lebih kredibel dan lebih dipercaya oleh investor. Kepercayaan tersebut dapat memperkuat respons positif pasar sehingga pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham menjadi lebih kuat.

Nurfadila dan Sukmayanti (2020) menemukan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap *return* saham dan hubungan tersebut diperkuat oleh penerapan GCG. Temuan tersebut menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan tidak hanya berperan dalam mengawasi aktivitas manajemen, tetapi juga dapat memperkuat respons investor terhadap kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik dan didukung oleh tata kelola perusahaan yang baik diharapkan memperoleh respons pasar yang lebih positif dibandingkan perusahaan dengan kualitas tata kelola yang lebih rendah.

H4: Tata kelola perusahaan memperkuat pengaruh positif kinerja keuangan terhadap *return* saham.

2. METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan regresi data panel untuk menguji pengaruh kinerja keberlanjutan dan kinerja keuangan terhadap *return* saham, serta peran tata kelola perusahaan sebagai variabel moderasi, menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan pengolahan data melalui Stata. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024, dengan sampel yang dipilih menggunakan *purposive sampling* berdasarkan ketersediaan laporan tahunan, laporan keberlanjutan, serta data untuk seluruh variabel penelitian. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari BEI dan situs resmi perusahaan. Variabel dependen berupa *return* saham. Variabel independen terdiri atas kinerja keberlanjutan yang diproksikan dengan skor ESG dan kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA, sedangkan tata kelola perusahaan diproksikan dengan *board independence* sebagai variabel moderasi. Penelitian ini juga menggunakan ukuran perusahaan, *leverage*, pertumbuhan perusahaan, pandemi COVID-19, pertumbuhan ekonomi, dan inflasi sebagai variabel kontrol untuk mengendalikan faktor internal dan eksternal yang dapat memengaruhi *return* saham. Analisis data diawali dengan statistik deskriptif dan uji multikolinearitas, dilanjutkan dengan pemilihan model data panel melalui Uji Chow, Hausman, dan *Lagrange Multiplier*. Model yang terpilih digunakan sebagai *baseline*,

sedangkan FEM, FGLS, dan GMM digunakan sebagai pengujian *robustness check* untuk menilai konsistensi hasil estimasi. Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji t, uji Wald, dan koefisien determinasi (R^2) pada enam spesifikasi model yang menguji pengaruh ESG dan ROA terhadap *return* saham serta peran moderasi GCG, dengan tingkat signifikansi 5% (Gujarati & Porter, 2009; Baltagi, 2021).

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran objek penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis data sekunder dari *annual report*, *sustainability report*, dan laporan keuangan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2020–2024. Dari populasi 39 perusahaan, teknik *purposive sampling* menghasilkan 38 perusahaan dengan total 174 observasi. *Return* saham digunakan sebagai variabel dependen, sedangkan kinerja ESG dan *Return on Assets* (ROA) menjadi variabel independen, dengan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai variabel moderasi serta *SIZE*, *leverage*, *GROWTH*, COVID-19, GDP, dan inflasi sebagai variabel kontrol. Pengujian dilakukan melalui regresi data panel dengan pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA) menggunakan Stata. Gambaran karakteristik data berdasarkan nilai *mean*, minimum, maksimum, dan standar deviasi seluruh variabel disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
RETURN	174	0,1363	1,0005	-0,7727	7,5714
ESG	174	3,7759	0,5804	2,4193	4,7419
ENVIRONMENTAL	174	3,1114	0,7816	1,4	4,5
SOCIAL	174	3,9012	0,6615	1,9090	4,9090
GOVERNANCE	174	4,2929	0,4585	2,7	4,8
ROA	174	0,0180	0,0171	0,0002	0,0723
ROE	174	0,0603	0,0491	0,0007	0,2063
GCG	174	0,5513	0,1460	0,25	1
SIZE	174	30,4844	2,3388	26,2161	35,2142
DAR	174	0,6501	0,2099	0,0407	0,9153
DER	174	3,5211	3,2181	0,1394	15,3080
GROWTH	174	0,0944	0,1533	-0,2037	0,7974
GDP	174	4,2862	1,2076	2,07	5,31
INFLASI	174	2,6823	1,4954	1,57	5,31

Berdasarkan Tabel 1, variabel *RETURN* memiliki rata-rata 0,136 dengan standar deviasi 1,000, yang menunjukkan variasi *return* saham cukup besar selama periode 2020–2024. ESG memiliki rata-rata 3,776 dan standar deviasi 0,580. Dimensi *Governance* memiliki rata-rata tertinggi sebesar 4,292, diikuti oleh *Social* 3,901 dan *Environmental* 3,111. Sementara itu, ROA, ROE, GCG, SIZE, DAR, DER, GROWTH, GDP, dan INFLASI masing-masing memiliki rata-rata sebesar 0,018; 0,060; 0,551; 30,484; 0,650; 3,521; 0,094; 4,286%; dan 2,682%. Perbedaan nilai antarvariabel tersebut mencerminkan heterogenitas karakteristik keuangan dan nonkeuangan perusahaan selama periode pengamatan. Secara umum, hasil statistik deskriptif menunjukkan adanya variasi antarobservasi yang memadai sehingga seluruh variabel layak digunakan dalam analisis regresi data panel.

Uji Korelasi

Uji korelasi dilakukan untuk mengetahui arah dan kekuatan hubungan antarvariabel serta mengidentifikasi potensi multikolinearitas sebelum melakukan analisis regresi pada data panel. Hasil pengujian korelasi antarvariabel penelitian disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil uji korelasi

Varia bel	Ret urn	ESG	ROA	ROE	GCG	SIZE	DAR	DE R	GRO WTH	Tah un	COV ID	GDP	INFL ASI
RETU RN	1,00 0												
ESG	- 0,03 55	1,00 0											
ROA	0,05 98	- 0,10 54	1,00 0										
ROE	0,09 49	0,38 34*	0,54 64*	1,00 0									
GCG	- 0,00 66	0,08 89	0,02 23	0,20 01*	1,00 0								
SIZE	- 0,03 78	0,57 11*	- 0,05 35	0,54 65*	0,12 55*	1,00 0							
DAR	0,01 13	0,21 13*	- 0,24 41	0,01 01	0,02 83	0,21 31*	1,00 0						
DER	0,01 48	0,47 57*	- 0,38 78*	0,33 64*	0,06 57	0,60 74*	0,27 19*	1,0 00					
GRO WTH	0,26 88*	0,08 77	- 0,08 37	- 0,00 94	0,03 44	0,03 10	0,18 28*	0,1 181	1,000				
Tahu n	0,12 88*	- 0,30 22*	- 0,03 58	- 0,03 16	- 0,10 14	- 0,04 27	0,04 97	0,0 618	0,118 3	1,00 0			
COVI D	0,12 88*	- 0,30 22*	- 0,03 58	- 0,03 16	- 0,10 14	- 0,04 27	0,04 97	0,0 618	0,118 3	1,00 0*	1,00 0		
GDP	- 0,11 27	0,29 84*	0,05 58	0,02 24	0,05 03	0,02 72	- 0,05 98	- 0,0 848	0,063 9	- 0,53 23*	- 0,53 23*	1,00 00	
INFL ASI	- 0,09 42	0,01 53	0,01 48	- 0,01 64	- 0,01 76	- 0,01 66	- 0,06 20	- 0,0 361	0,104 1	0,33 37*	0,33 37*	0,51 51*	1,00 00

Catatan: * menunjukkan koefisien korelasi yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%.

Berdasarkan Tabel 2, sebagian besar hubungan antarvariabel berada pada tingkat rendah hingga sedang. Korelasi *return* saham dengan ESG, ROA, dan ROE masing-masing sebesar -0,0355; 0,0598; dan 0,0949, sedangkan GROWTH memiliki korelasi positif terbesar sebesar 0,2688. Korelasi tertinggi antarvariabel independen terdapat pada SIZE dan DER sebesar

0,6074, namun seluruh koefisien masih berada di bawah 0,80. Dengan demikian, tidak terdapat indikasi kuat multikolinearitas dan hasil tersebut selanjutnya dikonfirmasi melalui uji VIF.

Pemilihan Model Data Panel

Uji Chow

Hasil pemilihan model panel melalui uji Chow untuk masing-masing model penelitian disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Chow

Model	Prob > Chi ²	Keterangan
Model 1	0,3284	Common Effect Model
Model 2	0,2632	Common Effect Model
Model 3	0,2747	Common Effect Model
Model 4	0,3074	Common Effect Model
Model 5	0,2454	Common Effect Model
Model 6	0,0809	Common Effect Model

Berdasarkan Tabel 3, seluruh model memiliki nilai Prob > F lebih besar dari 0,05, yaitu 0,3284; 0,2632; 0,2747; 0,3074; 0,2454; dan 0,0809. Dengan demikian, H_0 tidak ditolak pada seluruh model sehingga *Common Effect Model* (CEM) lebih tepat digunakan dibandingkan *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil ini menunjukkan bahwa berdasarkan pengujian Chow, belum terdapat bukti yang cukup bahwa efek individual perusahaan perlu dimasukkan ke dalam model, sehingga CEM lebih sesuai dibandingkan FEM.

Uji Hausman

Hasil penentuan model panel melalui uji Hausman pada setiap model penelitian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Hausman

Model	Prob > Chi ²	Keterangan
Model 1	0,0927	Random Effect
Model 2	0,0558	Random Effect
Model 3	0,0837	Random Effect
Model 4	0,0303	Fixed Effect
Model 5	0,0360	Fixed Effect
Model 6	0,0022	Fixed Effect

Berdasarkan Tabel 5, Uji Hausman menunjukkan bahwa Model 4, 5, dan 6 memiliki nilai *Prob > Chi2* masing-masing 0,0303; 0,0360; dan 0,0022 (<0,05), sehingga FEM lebih sesuai daripada REM. Sementara itu, Model 1, 2, dan 3 memiliki nilai *Prob > Chi2* sebesar 0,0927; 0,0558; dan 0,0837 (>0,05), sehingga REM lebih sesuai. Dengan demikian, hasil Uji Hausman menunjukkan pemilihan model yang berbeda antarspesifikasi penelitian.

Uji Lagrange Multiplier (LM)

Hasil pemilihan model panel melalui uji Lagrange Multiplier untuk setiap model penelitian disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Uji Lagrange Multiplier

Model	Prob. LM Test	Keputusan
Model 1	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect

Model 2	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect
Model 3	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect
Model 4	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect
Model 5	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect
Model 6	1,0000	Common Effect lebih baik daripada Random Effect

Berdasarkan Tabel 5, seluruh model memiliki nilai probabilitas sebesar 1,0000 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, H_0 tidak ditolak sehingga tidak terdapat bukti yang cukup untuk menggunakan Random Effect Model (REM). Oleh karena itu, Common Effect Model (CEM) lebih sesuai dibandingkan dengan REM pada seluruh spesifikasi model.

Ringkasan Perbandingan Model CEM, FEM, dan REM

Hasil perbandingan kelayakan Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM) berdasarkan rangkaian pengujian sebelumnya dirangkum pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil perbandingan CEM, FEM, dan REM

Model	Hasil Pengujian	Keputusan
CEM	Uji Chow pada seluruh model mengarah pada CEM dibandingkan dengan FEM; Uji LM pada seluruh model juga mengarah pada CEM dibandingkan REM.	CEM lebih sesuai dibandingkan FEM dan REM berdasarkan pengujian tersebut
FEM	Uji Hausman pada Model 4, 5, dan 6 mengarah pada FEM	FEM lebih sesuai dibandingkan REM pada spesifikasi tertentu
REM	Uji Hausman pada Model 1, 2, dan 3 mengarah pada REM, tetapi Uji LM tidak mendukung REM dibandingkan CEM	Dukungan terhadap REM tidak konsisten

Berdasarkan Tabel 6, Uji Chow dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) secara konsisten mendukung *Common Effect Model* (CEM) pada seluruh spesifikasi, sedangkan Uji Hausman menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu REM pada Model 1–3 dan FEM pada Model 4–6. Atas dasar konsistensi tersebut, CEM ditetapkan sebagai model *baseline*, sementara FEM digunakan sebagai model perbandingan, serta FGLS dan GMM diterapkan sebagai *robustness check* untuk menguji kestabilan dan konsistensi hasil estimasi.

Uji Diagnostik Model

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan pada setiap model regresi menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF). Pengujian ini bertujuan untuk mengidentifikasi adanya korelasi yang tinggi antarvariabel independen dalam model penelitian. Berdasarkan hasil pengujian, seluruh nilai VIF berada di bawah 10 sehingga tidak terdapat indikasi multikolinearitas yang serius pada model regresi. Hasil pengujian multikolinearitas pada seluruh spesifikasi model berdasarkan nilai Mean VIF dan VIF tertinggi disajikan pada Tabel 7

Tabel 7. Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Mean VIF	VIF Tertinggi	Keterangan
Model 1	3,20	6,04	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 2	2,95	6,04	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 3	2,79	6,04	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 4	3,10	5,94	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 5	2,86	5,94	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 6	2,68	5,95	Tidak terjadi multikolinearitas

Berdasarkan Tabel 7, seluruh model memiliki *mean VIF* antara 2,68–3,20 dan VIF tertinggi antara 5,94–6,04, yang semuanya masih di bawah batas 10. Dengan demikian, tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius sehingga seluruh variabel independen layak digunakan dalam model regresi.

Hasil estimasi *Common Effect Model* (CEM)

Penelitian ini menggunakan *Common Effect Model* (CEM) sebagai model *baseline* berdasarkan hasil Uji Chow dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM). Oleh karena itu, CEM digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis, sedangkan FEM, FGLS, dan GMM digunakan sebagai analisis pembandingan serta uji *robustness*. Hasil estimasi regresi menggunakan *Common Effect Model* (CEM) pada enam spesifikasi model penelitian disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Estimasi *Common Effect Model* (CEM)

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
ESG	0,0458 (0,699)	0,0342 (0,759)	0,0331 (0,766)			
ROA				4,0789 (0,478)	3,6653 (0,542)	6,6366 (0,318)
GCG		-0,6074 (0,295)	-0,6086 (0,297)		-0,5845 (0,344)	-0,6168 (0,320)
(ESGxGCG)			-0,1551 (0,734)			
(ROAxGCG)						61,1873 (0,126)
SIZE	-0,0232 (0,447)	-0,0276 (0,386)	-0,0254 (0,435)	-0,0271 (0,348)	-0,0315 (0,274)	-0,0349 (0,235)
DER	0,0021 (0,931)	0,0085 (0,735)	0,0065 (0,811)	0,0161 (0,524)	0,0204 (0,410)	0,0238 (0,369)
GROWTH	1,4039 (0,235)	1,4923 (0,207)	1,4983 (0,209)	1,4319 (0,225)	1,5129 (0,199)	1,6035 (0,172)
GDP	0,2002 (0,237)	0,1992 (0,234)	0,1999 (0,233)	0,2009 (0,240)	0,1991 (0,238)	0,1845 (0,260)
INFLASI	-0,2539 (0,061)	-0,2537 (0,059)	-0,2539 (0,060)	-0,2512 (0,065)	-0,2513 (0,063)	-0,2397 (0,065)
COVID	0,7703 (0,064)	0,7450 (0,063)	0,7442 (0,064)	0,7506 (0,071)	0,7295 (0,070)	0,7098 (0,069)
Konstanta	-0,0926 (0,924)	0,4077 (0,693)	0,1396 (0,901)	0,0731 (0,941)	0,5363 (0,597)	0,4270 (0,672)
R ²	0,1174	0,1247	0,1249	0,1207	0,1274	0,1513
F	1,04	0,95	0,84	1,17	1,03	0,97
Prob > F	0,4026	0,4768	0,5795	0,3202	0,4155	0,4636

Berdasarkan Tabel 8, hasil estimasi CEM menunjukkan bahwa seluruh hipotesis penelitian tidak didukung. Pada Model 1, ESG berkoefisien positif sebesar 0,0458 dengan *p-value* 0,699 (>0,05), sehingga ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (H1 tidak didukung). Pada Model 4, ROA memiliki koefisien positif sebesar 4,0789 dengan *p-value* 0,478 (>0,05), sehingga ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (H2 tidak didukung). Selanjutnya, interaksi ESG × GCG pada Model 3 memiliki koefisien -0,1551 dengan *p-value* 0,734 (>0,05), yang menunjukkan bahwa GCG tidak terbukti memoderasi hubungan ESG terhadap *return* saham (H3 tidak didukung). Interaksi ROA × GCG pada Model 6 memiliki

koefisien 61,1873 dengan *p-value* 0,126 ($>0,05$), sehingga GCG juga tidak terbukti memoderasi hubungan ROA terhadap *return* saham (H4 tidak didukung).

Uji Robustness check

Fixed Effect Model (FEM)

FEM digunakan sebagai model pembanding untuk melihat apakah hasil estimasi berubah setelah mempertimbangkan perbedaan karakteristik antarperusahaan. Hasil estimasi regresi menggunakan Fixed Effect Model (FEM) pada enam spesifikasi model penelitian disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9. Hasil Estimasi Fixed Effect Model (FEM)

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
ESG	0,0776 (0,759)	0,0343 (0,888)	0,0362 (0,894)			
ROA				9,7097 (0,316)	8,9519 (0,338)	11,0374 (0,296)
GCG		-1,8585 (0,331)	-1,8550 (0,340)		-1,8195 (0,344)	-1,8446 (0,302)
(ESGxGCG)			-0,0165 (0,980)			
(ROAxGCG)						171,1541 (0,068)
SIZE	-0,4214 (0,528)	-0,4356 (0,511)	-0,4354 (0,514)	-0,3137 (0,641)	-0,3381 (0,609)	-0,8743 (0,256)
DER	0,3337 (0,001)	0,3101 (0,001)	0,3100 (0,001)	0,3998 (0,641)	0,3351 (0,003)	0,3090 (0,002)
GROWTH	1,2684 (0,156)	1,3465 (0,144)	1,3461 (0,147)	1,2450 (0,155)	1,3194 (0,143)	1,6474 (0,074)
GDP	0,2958 (1,133)	0,2933 (0,114)	0,2933 (0,119)	0,2890 (0,127)	0,2497 (0,109)	0,2795 (0,084)
INFLASI	-0,2499 (0,071)	-2,513 (0,061)	-0,2513 (0,061)	-0,2488 (0,072)	-0,2495 (0,062)	-0,2238 (0,053)
COVID	0,6581 (0,098)	0,6112 (0,075)	0,6116 (0,071)	0,6612 (0,87)	0,6202 (0,071)	0,5027 (0,075)
Konstanta	10,4259 (0,612)	12,1540 (0,542)	11,2522 (0,569)	7,1837 (0,722)	9,0740 (0,639)	24,7193 (1,09)
Within R ²	0,2037	0,2214	0,2214	0,2097	0,2266	0,2855
F	2,26	2,02	1,81	2,12	1,87	1,98
Prob > F	0,0508	0,0707	0,0984	0,0659	0,943	0,0707

Berdasarkan hasil FEM pada Tabel 9, ESG pada Model 1 (koefisien = 0,0776; $p = 0,759$), ROA pada Model 4 (koefisien = 9,7097; $p = 0,316$), dan interaksi ESG $\times$ GCG pada Model 3 (koefisien = -0,0165; $p = 0,980$) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, interaksi ROA $\times$ GCG pada Model 6 berkoefisien positif sebesar 171,1541 dengan $p = 0,068$, sehingga signifikan pada tingkat 10%. Dengan demikian, hasil FEM konsisten dengan CEM untuk ESG dan ESG $\times$ GCG, tetapi menunjukkan perbedaan pada ROA dan ROA $\times$ GCG, sehingga pengaruh ROA dan peran moderasi GCG perlu diinterpretasikan dengan hati-hati.

Feasible Generalized Least Squares (FGLS)

FGLS digunakan sebagai uji *robustness check* untuk mengevaluasi konsistensi hasil setelah mempertimbangkan kemungkinan heteroskedastisitas dan autokorelasi. Hasil estimasi FGLS dibandingkan dengan CEM sebagai model *baseline*. Hasil estimasi regresi menggunakan Feasible Generalized Least Squares (FGLS) pada enam spesifikasi model penelitian disajikan pada Tabel 10.

Tabel 10. Hasil Estimasi Feasible Generalized Least Squares (FGLS)

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
ESG	0,0284 (0,711)	0,0301 (0,702)	0,0337 (0,671)			
ROA				1,7226 (0,452)	1,4907 (0,525)	2,7872 (0,275)
GCG		0,0312 (0,904)	0,2799 (0,914)		0,0133 (0,958)	0,0670 (0,804)
(ESGxGCG)			-0,1579 (0,675)			
(ROAxGCG)						14,1922 (0,371)
SIZE	0,0104 (0,593)	0,0076 (0,709)	0,0097 (0,642)	0,0091 (0,594)	0,0075 (0,680)	0,0011 (0,947)
DER	-0,0155 (0,226)	-0,0152 (0,292)	-0,0178 (0,262)	-0,0097 (0,499)	-0,0096 (0,544)	-0,0055 (0,747)
GROWTH	0,5738 (0,029)	0,6007 (0,029)	0,6064 (0,028)	0,6117 (0,019)	0,6352 (0,019)	0,5783 (0,033)
GDP	0,1218 (0,052)	0,1118 (0,085)	0,1106 (0,089)	0,1217 (0,051)	0,1109 (0,084)	0,9666 (0,132)
INFLASI	-0,0862 (0,055)	-0,0754 (0,104)	-0,0754 (0,104)	-0,0833 (0,064)	-0,0715 (0,122)	-0,0635 (0,170)
COVID	0,3804 (0,006)	0,3490 (0,014)	0,3457 (0,015)	0,3667 (0,008)	0,3306 (0,019)	0,3050 (0,031)
Konstanta	-0,9150 (0,096)	-0,8174 (0,174)	-0,7387 (0,272)	-0,8200 (0,130)	-0,7326 (0,215)	-0,4550 (0,422)
Wald chi ²	14,48	13,01	13,16	14,77	13,11	11,80
Prob > chi ²	0,0433	0,1113	0,1555	0,0391	0,1083	0,2247
N	174	174	174	174	174	174

Berdasarkan hasil FGLS pada Tabel 10, ESG pada Model 1 (koefisien = 0,0284; $p = 0,711$), ROA pada Model 4 (koefisien = 1,7226; $p = 0,452$), interaksi ESG $\times$ GCG pada Model 3 (koefisien = -0,1579; $p = 0,675$), dan interaksi ROA $\times$ GCG pada Model 6 (koefisien = 14,1922; $p = 0,371$) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini konsisten dengan CEM untuk ESG dan ESG $\times$ GCG, sedangkan ROA dan ROA $\times$ GCG tetap tidak signifikan, sehingga menunjukkan bahwa kedua hubungan tersebut tidak robust terhadap metode estimasi.

Generalized Method of Moments (GMM)

GMM digunakan sebagai uji *robustness* untuk mengevaluasi konsistensi hasil ketika terdapat kemungkinan endogenitas. Hasil estimasi GMM dibandingkan dengan CEM sebagai model *baseline*. Hasil estimasi regresi menggunakan Generalized Method of Moments (GMM) pada enam spesifikasi model penelitian disajikan pada Tabel 11.

Tabel 11. Hasil Estimasi Generalized Method of Moments (GMM)

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
----------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

ESG	0,0182 (0,884)	0,0215 (0,863)	0,0409 (0,725)			
ROA				0,6490 (0,834)	1,1460 (0,707)	0,0548 (0,988)
GCG		0,1538 (0,494)	0,0091 (0,973)		0,2904 (0,161)	0,3206 (0,123)
(ESGxGCG)			0,6122 (0,233)			
(ROAxGCG)						-18,3429 (0,251)
SIZE	0,0250 (0,418)	0,0257 (0,391)	0,0173 (0,569)	0,0140 (0,540)	0,0155 (0,491)	0,0190 (0,404)
DER	-0,0152 (0,239)	-0,0168 (0,194)	-0,0117 (0,390)	-0,0032 (0,839)	-0,0047 (0,771)	-0,0077 (0,657)
GROWTH	-0,6055 (0,068)	-0,6050 (0,072)	-0,6680 (0,044)	-0,4992 (0,085)	-0,5195 (0,076)	-0,0593 (0,046)
GDP	0,9110 (0,507)	1,0118 (0,458)	1,3290 (0,352)	0,8759 (0,533)	0,9605 (0,491)	0,8357 (0,540)
INFLASI	-0,0644 (0,555)	-0,0707 (0,514)	-0,0913 (0,413)	-0,0686 (0,580)	-0,0727 (0,514)	-0,0638 (0,559)
COVID	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0
Konstanta	-5,2164 (0,431)	-5,8219 (0,376)	-6,9752 (0,303)	-4,6807 (0,489)	-5,3144 (0,429)	-4,6193 (0,482)
R2	0,0495	0,0522	0,0658	0,0466	0,0489	0,0701
F	0,91	0,96	1,05	0,62	0,97	0,88
Prob > F	0,4947	0,4634	0,4067	0,7165	0,4582	0,5356

Berdasarkan hasil GMM pada Tabel 11, ESG pada Model 1 (koefisien = 0,0182; $p = 0,884$), ROA pada Model 4 (koefisien = 0,6490; $p = 0,834$), interaksi ESG $\times$ GCG pada Model 3 (koefisien = 0,6122; $p = 0,233$), dan interaksi ROA $\times$ GCG pada Model 6 (koefisien = -18,3429; $p = 0,251$) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini konsisten dengan CEM untuk ESG dan ESG $\times$ GCG, sementara ROA dan ROA $\times$ GCG tetap tidak signifikan setelah kemungkinan endogenitas diperhitungkan, sehingga hasil tersebut belum menunjukkan hubungan yang *robust*.

Perbandingan Hasil Estimasi

Konsistensi hasil penelitian diuji dengan membandingkan CEM sebagai model *baseline* dengan FEM, FGLS, dan GMM berdasarkan arah koefisien serta tingkat signifikansi pada setiap hipotesis. Hasil perbandingan estimasi antara Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), Feasible Generalized Least Squares (FGLS), dan Generalized Method of Moments (GMM) untuk pengujian seluruh hipotesis dirangkum pada Tabel 12.

Tabel 12. Perbandingan Hasil Estimasi

Hipotesis	Variabel	CEM	FEM	FGLS	GMM	Kesimpulan
H1	ESG $\rightarrow$ Return Saham	0,0458 ($p=0,6990$)	0,0776 ($p=0,7590$)	0,0280 ($p=0,711$)	0,0182 ($p=0,884$)	Tidak didukung
H2	ROA $\rightarrow$ Return Saham	4,0789 ($p=0,4780$)	9,7097 ($p=$ 0,316)	2,7872 ($p=0,275$)	0,0548 ($p=0,988$)	Tidak didukung

H3	ESG × GCG → Return Saham	-0,1551 (p=0,7340)	-0,0165 (p=0,980)	-0,1579 (p=0,675)	0,6122 (p=0,233)	Tidak didukung
H4	ROA × GCG → Return Saham	61,1873 (p=0,1260)	171,1541 (p=0,068)	14,1922 (p=0,371)	-18,3429 (p=0,251)	Tidak didukung; signifikan pada FEM pada tingkat 10%, tetapi tidak konsisten pada metode lainnya.

Berdasarkan Tabel 12, H1, H2, dan H3 menunjukkan hasil yang konsisten, yaitu ESG, ROA, dan interaksi ESG × GCG tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada seluruh metode estimasi. H4 tidak konsisten karena interaksi ROA × GCG hanya signifikan pada FEM pada tingkat 10%, sedangkan tidak signifikan pada CEM, FGLS, dan GMM. Dengan CEM sebagai model *baseline* berdasarkan uji Chow dan LM, hasil tersebut menunjukkan bahwa temuan H4 sensitif terhadap metode estimasi dan perlu diinterpretasikan secara hati-hati.

Pembahasan

Pengaruh ESG terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan perbankan selama periode 2020–2024, sehingga H1 tidak didukung. Meskipun koefisien ESG bernilai positif, pengaruhnya tidak cukup kuat secara statistik untuk menjelaskan perubahan *return* saham.

Temuan ini menunjukkan bahwa investor belum menjadikan kinerja ESG sebagai faktor utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hasil ini sejalan dengan Badía et al. (2020) yang menyatakan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja pasar sering kali tidak konsisten. Selain itu, Edmans (2011) menjelaskan bahwa kinerja ESG yang telah diantisipasi investor dapat tercermin dalam harga saham sehingga tidak selalu memengaruhi *return*. Dalam konteks perbankan periode 2020–2024, investor kemungkinan lebih mempertimbangkan faktor lain, seperti profitabilitas, kualitas aset, risiko kredit, serta kondisi ekonomi selama pandemi dan masa pemulihan.

Temuan ini juga dapat dijelaskan oleh karakteristik industri perbankan yang berada dalam lingkungan regulasi yang ketat dan sangat dipengaruhi oleh kualitas aset, risiko kredit, likuiditas, serta kondisi makroekonomi. Selama periode 2020–2024, investor kemungkinan lebih memfokuskan perhatian pada kemampuan bank dalam menjaga kualitas kredit, tingkat kredit bermasalah (NPL), dan ketahanan permodalan dibandingkan dengan peningkatan skor ESG, sehingga kinerja ESG belum menjadi faktor yang secara langsung memengaruhi *return* saham.

Pengaruh ROA terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien ROA memang positif, tetapi nilai probabilitas 0,4780 menunjukkan bahwa pengaruh tersebut tidak dapat dibedakan secara statistik dari nol. Dengan demikian, peningkatan profitabilitas belum diikuti oleh perubahan *return* saham yang konsisten pada perusahaan perbankan selama periode penelitian. Pada model *baseline* CEM, H2 tidak didukung. Meskipun koefisien ROA positif, pengaruhnya tidak signifikan secara statistik.

Hasil ini berbeda dengan penelitian Machdar (2017) dan Anwaar (2016) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Perbedaan tersebut dapat

disebabkan oleh karakteristik industri perbankan, periode penelitian, serta kondisi ekonomi selama 2020–2024. Investor kemungkinan tidak hanya menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, tetapi juga mempertimbangkan risiko kredit, kualitas aset, likuiditas, dan prospek ekonomi. Hasil tersebut juga konsisten pada FEM, FGLS, dan GMM yang sama-sama menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Tidak signifikannya ROA terhadap *return* saham menunjukkan bahwa profitabilitas bukan satu-satunya informasi yang menjadi perhatian investor di sektor perbankan. Dalam industri yang sangat diatur, peningkatan ROA dapat dipandang sebagai hasil dari pengelolaan aset dan risiko yang belum tentu langsung diterjemahkan menjadi peningkatan *return* saham, terutama ketika investor lebih mempertimbangkan kualitas aset, risiko kredit, kecukupan modal, dan prospek ekonomi.

Moderasi GCG pada Hubungan ESG terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa interaksi $ESG \times GCG$ tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sehingga H3 tidak didukung. Artinya, GCG belum terbukti dapat memperkuat hubungan antara ESG dan *return* saham perusahaan perbankan.

Penelitian Sunardi dan Edastami (2024) menggunakan kinerja ESG, sedangkan penelitian ini mengukur ESG dengan skor ESG. Dalam penelitian ini, efek moderasi tersebut tidak ditemukan, kemungkinan karena industri perbankan telah memiliki standar tata kelola dan pengawasan yang relatif tinggi. Akibatnya, variasi kualitas GCG antarperusahaan tidak cukup besar untuk memengaruhi respons investor terhadap kinerja ESG. Selain itu, industri perbankan memiliki standar tata kelola dan pengawasan yang relatif tinggi, sehingga variasi kualitas GCG antarbank cenderung lebih kecil dibandingkan sektor lain. Kondisi tersebut dapat menyebabkan GCG belum mampu memperkuat respons investor terhadap kinerja ESG secara signifikan.

Moderasi GCG pada Hubungan ROA terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa interaksi $ROA \times GCG$ tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada model *baseline* CEM, sehingga H4 tidak didukung. Meskipun koefisien interaksi positif, pengaruhnya tidak signifikan secara statistik.

Hasil ini tidak mendukung penelitian Nurfadila dan Sukmayanti (2020) yang menunjukkan bahwa GCG dapat memperkuat pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa tata kelola yang lebih baik belum tentu membuat investor memberikan respons yang lebih kuat terhadap peningkatan profitabilitas perusahaan. Hasil FEM menunjukkan bahwa interaksi $ROA \times GCG$ signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Namun, hasil tersebut tidak konsisten dengan CEM, FGLS, dan GMM yang tidak menunjukkan signifikansi. Oleh karena itu, bukti mengenai peran moderasi GCG pada hubungan ROA dan *return* saham belum cukup *robust*.

Temuan ini mengindikasikan bahwa tata kelola perusahaan belum cukup kuat untuk mengubah cara investor menilai hubungan antara profitabilitas dan *return* saham. Dalam sektor perbankan, efektivitas GCG kemungkinan lebih tercermin pada pengelolaan risiko, kualitas aset, dan kepatuhan terhadap regulasi daripada pada peningkatan *return* saham dalam jangka pendek.

Kesimpulan Pembahasan

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa H1, H2, H3, dan H4 tidak didukung oleh model *baseline* CEM. ESG dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sementara GCG tidak terbukti memoderasi hubungan ESG maupun ROA terhadap *return* saham perusahaan perbankan selama periode 2020–2024. Hasil FEM, FGLS, dan GMM menunjukkan bahwa ESG dan interaksi ESG $\times$ GCG relatif konsisten dan tidak signifikan, sedangkan ROA dan interaksi ROA $\times$ GCG masih sensitif terhadap metode estimasi. Temuan ini mengindikasikan bahwa *return* saham perbankan kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti kondisi makroekonomi, risiko perbankan, kualitas aset, dan prospek industri, sehingga hasil penelitian perlu diinterpretasikan dengan hati-hati.

4. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024, dapat disimpulkan bahwa ESG dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan GCG tidak terbukti memoderasi hubungan ESG maupun ROA terhadap *return* saham. Oleh karena itu, H1–H4 tidak didukung. Temuan tersebut relatif konsisten pada FEM, FGLS, dan GMM, kecuali interaksi ROA $\times$ GCG yang hanya signifikan pada FEM pada tingkat 10% sehingga belum menunjukkan hasil yang *robust*. Secara teoretis, hasil penelitian menunjukkan bahwa teori pemangku kepentingan dan teori sinyal belum sepenuhnya menjelaskan hubungan antara ESG, kinerja keuangan, dan *return* saham pada sektor perbankan selama periode penelitian. Secara praktis, perusahaan perlu mengelola ESG, kinerja keuangan, dan GCG sebagai bagian dari strategi jangka panjang, sedangkan investor sebaiknya tidak menjadikan ESG dan ROA sebagai satu-satunya dasar untuk memprediksi *return* saham. Penelitian ini terbatas pada sektor perbankan, periode 2020–2024, indikator ESG dan GCG tertentu, serta penggunaan ROA sebagai satu-satunya proksi kinerja keuangan. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas sektor dan periode pengamatan, menggunakan indikator ESG dan GCG yang lebih beragam, menambahkan proksi kinerja keuangan seperti ROE, kualitas aset, kecukupan modal, dan risiko kredit, serta menguji kembali peran moderasi GCG dengan metode estimasi dan karakteristik sampel yang berbeda.

5. REFERENCES

- Adaui, C. R. L. (2020). Corporate social responsibility and legitimacy: Evidence from emerging markets. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(3), 451–472.
- Adhariani, D., & du Toit, E. (2020). Sustainability reporting in Indonesia: An analysis of the driving factors. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(3), 456–479.
- Aditama, A. (2022). The impact of environmental, social, and governance (ESG) performance on stock returns in Indonesian companies. *International Journal of Research in Social Science*, 12(6), 45–54.
- Akhmadi, M. H., & Prasetyo, A. (2018). Sustainability report dan kinerja keuangan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 9(3), 510–528.
- Amalia, R., & Kusuma, I. W. (2023). Pengaruh kinerja environmental, social, and governance terhadap return saham perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 25(2), 145–158.
- Amrulloh, D., & Amalia, D. (2020). Good corporate governance dan kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 17(1), 1–15.
- Anwaar, M. (2016). Impact of firms' performance on stock returns: Evidence from Pakistan.

- International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 97–103.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Aryaningsih, N. N., Sujana, E., & Yuniarta, G. A. (2018). Pengaruh return on asset, return on equity, dan earnings per share terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi Profesi*, 9(2), 1–10.
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194.
- Badan Pusat Statistik. (2025). *Tingkat Inflasi Indonesia Tahun 2025*. Badan Pusat Statistik.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data* (6th ed.). Springer.
- Bai, J., Choi, S. H., & Liao, Y. (2020). *Feasible Generalized Least Squares for Panel Data with Cross-sectional and Serial Correlations*. <http://arxiv.org/abs/1910.09004>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). *The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). *The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics*. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239–253.
- Budialim, G. (2013). Pengaruh kinerja keuangan dan risiko terhadap return saham perusahaan sektor consumer goods di Bursa Efek Indonesia tahun 2007–2011. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 8(1), 45–58.
- Bun, M. J. G., & Kleibergen, F. (2021). *Identification robust inference for moments- base analysis of linear dynamic panel data models*. <http://arxiv.org/abs/2105.08346>
- Christy, N., & Sofie. (2023). Pengaruh kinerja ESG terhadap keputusan investasi investor. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 20(1), 33–47.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
- Duong, K. D., Doan Tran, T. N., Dang, H. G., & Nhan Le, A. N. (2024). How Political Connections and Financial Constraints Affect Total Asset Growth Anomaly Before and During the Covid-19 Pandemic? *SAGE Open*, 14(4). <https://doi.org/10.1177/21582440241300893>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640.
- Ersyafdi, I. R., & Aslamiyah, Z. (2023). Pengaruh Rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham Jakarta Islamic Index 70. *IQTISHODUNA*, 19(2)
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Formentini, M., & Taticchi, P. (2020). Corporate sustainability approaches and governance mechanisms in sustainable business models. *Journal of Cleaner Production*, 254, 120060.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2021). Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success. *Journal of Management Studies*, 58(1), 1–25.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated

- evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25* (9th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis* (8th ed.). Pearson.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Gumanti, T. A. (2009). Teori sinyal dalam manajemen keuangan. *Jurnal Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 38(4), 4–13.
- Hartono, J. (2010). *Teori portofolio dan analisis investasi*. BPFE Yogyakarta.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Husada, C., & Handayani, S. (2021a). Pengaruh kinerja keuangan dan pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 25(1), 1–14.
- Husada, C., & Handayani, S. R. (2021b). Pengaruh kinerja keuangan dan nonkeuangan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 12(2), 250–267.
- Ibrahim, M. (2023). Pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap return saham perusahaan di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 20(3), 201–215.
- Ielasi, F., & Bellucci, A. (2023a). ESG performance and banking risk. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 1–19.
- Ielasi, F., & Bellucci, A. (2023b). ESG performance and risk in the banking sector. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(2), 345–363.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2020). *Standar akuntansi keuangan*. Jakarta: IAI.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kasmir. (2022). *Analisis Laporan Keuangan* (Edisi Revisi). PT RajaGrafindo Persada.
- Khoiriyah, M., et al. (2024). Corporate governance dan kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 28(1), 45–60.
- Khunkaew, S., et al. (2023). Stakeholder engagement and sustainability performance. *Sustainability*, 15(4), 1–17.
- Kurniawan, P., & Wahyuni, E. (2018). Pengaruh pengungkapan CSR terhadap legitimasi perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 15(2), 89–104.
- Laksono, A., & Kusumaningtias, R. (2021). Mekanisme corporate governance dan nilai perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(2), 234–247.
- Laksono, B., & Kusumaningtias, R. (2021). Good corporate governance dan nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 1–14.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 1076–1090.
- Lee, J., & Koh, K. (2024). ESG performance and firm risk in the U.S. financial firms. *Review of Financial Economics*, 42(3), 328–344. <https://doi.org/10.1002/rfe.1208>
- Machdar, N. M. (2017). Pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi*, 21(2), 227–240.
- Mankiw, N. G. (2021). *Principles of Economics* (9th ed.). Cengage Learning.
- Meidiana Mulya Ningsih, D., Yulianingrum, D., & Relyza, R. N. (2025). Peranan moderasi corporate governance atas hubungan ESG dan kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Keuangan dan Perpajakan*, 8(2).
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of

- disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(3), 432–466.
- Mohanty, S., et al. (2023). Stakeholder theory and firm performance. *Journal of Business Research*, 155, 113–125
- Mujianti, E., & Novitasari, D. (2025). Pengaruh kinerja ESG dan price-to-earnings ratio terhadap return saham pada bank ESG leaders di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 27(1), 55–68.
- Mujianti, R., & Novitasari. (2025). *Pengaruh kinerja ESG dan nilai perusahaan terhadap return saham perbankan di Indeks ESG Leaders*. Account: Jurnal Akuntansi, Keuangan dan Perbankan, 12(1), 1–15.
- Mumtazah, F., & Purwanto, A. (2020). Pengungkapan corporate governance dan nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3), 1–12.
- Naratama, A., & Majidah. (2011). Legitimacy theory in corporate reporting. *Jurnal Akuntansi*, 3(2), 101–112.
- Nurfadila, & Sukmayanti, R. (2020). Peran GCG dalam memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 21(2), 180–195.
- Negara, N. G. P., Ishak, G., & Priambodo, R. E. A. (2024). Impact of ESG Disclosure Score on Firm Value: Empirical Evidence From ESG Listed Company in Indonesia Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 9(2), 114–118. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2024.9.2.2064>
- Noor, A., Hassan, R., Fortea, C., & Antohi, V. M. (2025). A Greener Paradigm Shift: The Moderating Role of Board Independence in Sustainability Reporting. *Sustainability (Switzerland)*, 17(11). <https://doi.org/10.3390/su17114776>
- OECD. (2020). *OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik*. Jakarta: OJK.
- Oware, K. M., & Worae, T. A. (2023). Sustainability disclosure and stakeholder trust. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 65–82.
- Patmawati, M., & Adi, S. W. (2025). Pengaruh Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2022–2024. *Indonesian Journal of Digital Business*, 5(4).
- Perdana, R. S., & Adriana, D. (2019). Pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham perusahaan perbankan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 6(2), 112–121.
- Puspitaningtyas, Z. (2019). Reaksi pasar modal terhadap informasi perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(2), 215–228.
- Putri, R. A., & Nugroho, S. B. (2023). Pengaruh kinerja ESG terhadap return saham perbankan konvensional di Indonesia. *Jurnal Pelita Manajemen*, 8(3), 187–198.
- Priadi, F. R., & Wahyudi, H. D. (2025). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Score Terhadap Return On Assets (ROA) Dengan Moderasi Ukuran Perusahaan: Studi Pada Perusahaan Indeks LQ45 Periode 2019–2024. *Indonesian Journal of Digital Business*, 5(4).
- Qurniasih, N., et al. (2025). Corporate governance, ESG disclosure, and stock returns. *Sustainability*, 17(2), 1–15.
- Rafiuddin. (2025). Corporate governance, financial performance, and stock return in the Indonesian banking sector. *International Journal of Financial Studies*, 13(1), 1–15.
- Rakhman, A., Nugraha, N., & Prasetyo, E. (2019). Pengaruh pengungkapan sustainability

- report terhadap return saham perusahaan pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 10(3), 456–470.
- Rhamdani, R., & Margasari, N. (2025). Pengaruh environmental, social, dan governance terhadap return saham pada perusahaan LQ45. *Eduvest: Journal of Universal Studies*, 5(1), 112–125.
- Ross, S. A. (1977). *The determination of financial structure: The incentive-signalling approach*. The Bell Journal of Economics, 8(1), 23–40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Lim, J., & Tan, R. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.\
- Prihandini, W. (2025). ESG Disclosure in the Sustainability Reports of Indonesian Banks 2022. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 8(4). <https://doi.org/10.29040/ijebar.v8i4.16854>
- Salman Sabian, B., & Mangifera, L. (2026). *Hubungan Kinerja ESG dengan Harga Saham melalui Firm Value dan Ukuran Perusahaan: Bukti Empiris pada Perusahaan Sektor Energi dan Basic Materials di Indonesia*. <https://ejournal.upi.edu/index.php/IJDB>
- Santara, D. (2013). Pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(2), 215–227.
- Santika, D., et al. (2023). Sustainability reporting and legitimacy. *Asian Journal of Accounting Research*, 8(2), 145–160.
- Santika, I. G. N., et al. (2023). Corporate legitimacy and sustainability reporting. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 25(1), 55–68.
- Situmeang, C., & Hutabarat, F. (2017). Pengaruh risiko terhadap return saham. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 13(1), 45–58.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sugiyono. (2010). *Metode penelitian bisnis*. Alfabeta.
- Suhadak et al. (2020). Financial performance and stock returns. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(3), 21–28.
- Sunardi, N., & Edastami, M. (2024). Corporate governance as a moderating variable in sustainability disclosure. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 21(1), 33–50.
- Tamarisa, A. (2021). Peran tata kelola perusahaan dalam memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 18(2), 101–115.
- Trihatmoko, H., et al. (2020). Environmental disclosure and corporate legitimacy. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(5), 947–968.
- Trisnowati, Y., Wahyuni, S., & Putri, A. R. (2022). The effect of ESG score on stock returns: Evidence from Sri-Kehati and IDX ESG Leaders Index. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(4), 221–228.
- Utami, W., & Yusniar, M. W. (2020). Teori keagenan dan tata kelola perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 14(1), 55–68.
- Wardhani, R. (2023). ESG disclosure and stock returns in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 27(2), 210–225.
- Widayanti, R., Handayani, S. R., & Darminto. (2017). Pengaruh pengungkapan CSR terhadap return saham. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 48(1), 80–88.
- Widayanti, R., Handayani, S. R., & Hidayat, R. R. (2017). Pengaruh sustainability reporting terhadap kinerja keuangan dan return saham. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 50(3), 1–9.

- Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross-section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- World Bank. (2021). *Global Economic Prospects*. World Bank.
- Yastami, N. L. P. M., & Dewi, K. P. E. D. M. (2022). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap return saham perusahaan pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(6), 1721–1735.
- Yushita, A. N. (2010). Earnings management dalam hubungan keagenan. *Jurnal Pendidikan Akuntansi Indonesia*, 8(1), 53–62.
- Ye, K., et al. (2022). ESG performance and stock returns. *Journal of Cleaner Production*, 345, 131–142.
- Zarefar, A., et al. (2022a). Stakeholder theory and firm sustainability. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 621–640.
- Zarefar, A., Hidayat, M., & Rahmawati. (2022b). Stakeholder theory and firm value. *Journal of Accounting and Investment*, 23(1), 45–60.
- Zettira, A. (2022). Pengaruh kinerja keuangan terhadap return saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 24(2), 101–115.