



Peran Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kinerja Keberlanjutan terhadap *Return Saham*

Maulia Farras Inas Anisa^{1*}, Indarti Diah Palupi²

Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Surakarta, Indonesia

Correspondence: E-mail: b200220288@student.ums.ac.id¹, idp121@ums.ac.id²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham serta menguji peran kinerja keuangan sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik *purposive sampling* dan menghasilkan 174 observasi dari 44 perusahaan. Analisis dilakukan menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *cluster-robust standard errors*, sedangkan *Generalized Least Squares* (GLS) dan *Generalized Method of Moments–Instrumental Variables* (IV-GMM) digunakan untuk pengujian *robustness* serta pengendalian potensi endogenitas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. *Return on Equity* (ROE) menunjukkan efek moderasi negatif pada hubungan antara DPR dan ESG terhadap *return* saham. Hasil *robustness* secara umum mendukung temuan utama, meskipun moderasi ROE pada hubungan DPR terhadap *return* saham sensitif terhadap metode estimasi. Temuan ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan menjadi faktor penting dalam menentukan bagaimana kebijakan dividen dan kinerja ESG tercermin dalam *return* saham. Dengan demikian, investor perlu mempertimbangkan kebijakan dividen dan kinerja ESG bersama profitabilitas,

ARTICLE INFO

Article History:

Submitted/Received 7 September 2026

First Revised 22 September 2026

Accepted 23 September 2026

First Available online 28 September 2026

Publication Date 28 September 2026

Keyword:

Environmental, Social, and Governance (ESG); Kebijakan Dividen; Kinerja Keberlanjutan; Kinerja Keuangan; *Return Saham*.

kondisi fundamental perusahaan, dan faktor makroekonomi dalam menilai potensi *return* saham.

© 2026 Kantor Jurnal dan Publikasi UPI

1. PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia karena menghasilkan berbagai produk yang secara langsung memenuhi kebutuhan masyarakat. Sektor ini juga memiliki pangsa pasar yang luas dan relatif mampu bertahan dalam menghadapi perubahan kondisi ekonomi. Selama periode pandemi *Covid-19*, sektor industri barang konsumsi tetap menunjukkan ketahanan yang cukup baik, meskipun beberapa saham perusahaan mengalami penurunan harga. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa dinamika sektor industri barang konsumsi tetap menarik bagi investor, terutama dalam mempertimbangkan tingkat keuntungan atau *return* saham yang dapat diperoleh.

Return saham merupakan salah satu pertimbangan utama investor dalam melakukan investasi karena mencerminkan keuntungan yang diperoleh atas dana dan risiko yang ditanggung (Hermuningsih et al., 2024). Namun, kondisi ekonomi dan pasar modal yang dinamis menyebabkan *return* saham mengalami fluktuasi dan sulit diprediksi (Hernowo, 2022). Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang berpotensi memengaruhi *return* saham. Penelitian ini berfokus pada kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan, dengan kinerja keuangan sebagai variabel moderasi.

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan mengenai pembagian laba kepada pemegang saham dan dapat menjadi sinyal mengenai prospek perusahaan di masa depan (Akib et al., 2023). Berdasarkan teori sinyal, peningkatan pembayaran dividen dapat memberikan informasi positif mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sekaligus mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Ali & Yasser, 2022). Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Aktarina dan Ernawati (2021), Arramdhani dan Cahyono (2020), serta Akib et al. (2023) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan Dewi et al. (2020) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Selain kebijakan dividen, kinerja keberlanjutan yang diproksikan melalui *Environmental, Social, and Governance (ESG)* semakin menjadi perhatian investor. Kinerja *ESG* memberikan informasi mengenai tanggung jawab perusahaan terhadap aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola, serta dapat menjadi sinyal keberlanjutan perusahaan (Nurnaningsih & Handajani, 2025). Berdasarkan teori sinyal, kinerja *ESG* yang baik dapat mengurangi asimetri informasi dan membentuk persepsi positif investor sehingga berpotensi meningkatkan harga serta *return* saham (Putri et al., 2024). Namun, hasil empiris juga belum konsisten. Yin et al. (2023) serta Nurnaningsih dan Handajani (2025) menemukan adanya pengaruh *ESG* terhadap *return* saham, sedangkan Putri et al. (2024) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

Inkonsistensi hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya kemungkinan faktor lain yang dapat memperkuat atau melemahkan hubungan antara kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham. Penelitian ini menggunakan kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return on Equity (ROE)* sebagai variabel moderasi. *ROE* menggambarkan

kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan modal yang dimiliki. Profitabilitas yang tinggi dapat memperkuat respons investor terhadap kebijakan dividen karena menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan pembayaran dividen secara berkelanjutan (Sari et al., 2024). Demikian pula, kinerja *ESG* yang baik pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi berpotensi memperoleh respons pasar yang lebih positif karena menunjukkan bahwa aktivitas keberlanjutan didukung oleh kondisi keuangan yang memadai (Nurnaningsih & Handajani, 2025).

Kebaruan penelitian ini terletak pada pengujian simultan pengaruh kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan terhadap return saham, dengan kinerja keuangan sebagai variabel moderasi, pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020–2024. Kajian yang mengintegrasikan ketiga aspek tersebut masih relatif terbatas, khususnya pada sektor industri barang konsumsi di Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham serta menguji peran kinerja keuangan dalam memoderasi hubungan tersebut. Hasil penelitian diharapkan dapat memperkaya bukti empiris mengenai determinan *return* saham serta memberikan pertimbangan bagi perusahaan dan investor dalam pengambilan keputusan keuangan dan investasi.

1.1. Tinjauan Pustaka

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence pada tahun 1973 yang menjelaskan bahwa pemilik informasi memberikan isyarat atau sinyal berupa informasi yang mencerminkan kondisi perusahaan kepada pihak penerima, khususnya investor. Informasi yang dipublikasikan perusahaan dapat menjadi sinyal baik (*good news*) maupun sinyal buruk (*bad news*) yang kemudian memicu reaksi pasar ketika diterima investor (Vu et al., 2025). Teori sinyal juga menjelaskan bagaimana perusahaan mengelola persepsi investor melalui berbagai tindakan yang mencerminkan kondisi internal perusahaan (Nur et al., 2024). Dalam konteks pasar saham, sinyal tersebut dapat berupa kebijakan dividen, investasi jangka panjang, pengungkapan tata kelola, maupun kinerja keberlanjutan yang dapat mengurangi ketidakpastian investor dan membentuk ekspektasi terhadap prospek perusahaan. Dengan demikian, teori sinyal menjadi dasar untuk menjelaskan hubungan antara informasi internal perusahaan dan reaksi pasar terhadap informasi tersebut.

Return Saham

Return saham merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor akibat perubahan harga saham dan penerimaan dividen sehingga dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja investasi di pasar modal (Jannah et al., 2024). Menurut Jogiyanto (2017:15), *return* saham merupakan hasil keuntungan yang diperoleh investor dari investasi saham, baik berupa *return* realisasi yang telah terjadi maupun *return* ekspektasi yang diharapkan terjadi pada masa mendatang. Dalam manajemen investasi, *return* terdiri atas dua komponen, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*, di mana *yield* merupakan pendapatan periodik dari suatu investasi, sedangkan *capital gain (loss)* merupakan kenaikan atau penurunan nilai investasi (Jannah et al., 2024). Oleh karena itu, *return* menjadi salah satu faktor yang memotivasi investor untuk berinvestasi sekaligus menjadi imbalan atas risiko investasi yang ditanggung (Marsella & Sugara, 2024).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen mencerminkan keputusan perusahaan dalam menentukan apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan untuk membiayai investasi dan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang (Firdaus & Hadianto, 2025; Sartono, 2016:281). Berdasarkan teori sinyal, kebijakan dividen dapat menjadi sinyal mengenai prospek keuangan perusahaan, di mana peningkatan pembayaran dividen dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan profitabilitas sehingga meningkatkan kepercayaan investor (Yuliana & Sartika, 2025). Laba ditahan bersama penyusutan aset tetap juga menjadi sumber pembiayaan penting bagi pertumbuhan perusahaan sehingga semakin besar porsi laba dapat memperkuat posisi keuangan perusahaan (Sihombing & Trianovie, 2025). Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diprosikan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, yaitu persentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, yang dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memberikan hasil kepada investor sehingga meningkatkan permintaan terhadap saham (Mahirun, 2023). Peningkatan permintaan tersebut dapat mendorong kenaikan harga saham dan semakin meningkatkan keinginan investor untuk memiliki saham perusahaan (Gumanti et al., 2020).

Kinerja Keberlanjutan

Kinerja keberlanjutan merupakan kemampuan perusahaan dalam mengintegrasikan aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial atau *triple bottom line* ke dalam kegiatan bisnis secara berkelanjutan (Putri et al., 2024), di mana pengelolaan sumber daya lingkungan dan sosial secara efisien dapat mendukung kinerja jangka panjang serta kesejahteraan pemangku kepentingan (Mubarok & Widianingsih, 2025). Kinerja keberlanjutan umumnya diukur melalui aspek lingkungan (*Environment*), sosial (*Social*), dan tata kelola (*Governance*) yang dikenal sebagai *ESG* (Widyawati, 2020). Kinerja *ESG* yang baik dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi pada keuntungan jangka pendek, tetapi juga memperhatikan keberlanjutan, sehingga mampu meningkatkan citra perusahaan, memperkuat kepercayaan investor, dan mengurangi risiko jangka panjang (Fadilah & Rosdiana, 2024). Perusahaan dengan kinerja *ESG* tinggi juga cenderung dipandang lebih transparan dan bertanggung jawab sehingga dapat meningkatkan permintaan saham, harga saham, serta *return* saham (Putri et al., 2024). Dengan demikian, teori sinyal mendasari hubungan antara kinerja keberlanjutan dan *return* saham karena *ESG* dapat berfungsi sebagai sinyal yang mengurangi asimetri informasi dan memengaruhi keputusan investasi, sedangkan konsistensi kinerja *ESG* dapat memperoleh respons positif dari pasar berupa peningkatan harga dan *return* saham (Nurnaningsih & Handajani, 2025).

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur melalui rasio profitabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada periode tertentu sekaligus memberikan gambaran mengenai kondisi keuangan dan efisiensi operasional perusahaan (Putra et al., 2024). Rasio profitabilitas juga menggambarkan kemampuan emiten dalam menghasilkan pendapatan setelah mempertimbangkan berbagai biaya yang dikeluarkan dalam kegiatan operasional (Suriyandi & Tipa, 2022). Dalam penelitian ini, kinerja keuangan diprosikan menggunakan *Return on Equity (ROE)* yang mengukur kemampuan manajemen dalam menghasilkan laba bersih dari modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham (Ikbal & Wartono, 2025). *ROE* menjadi indikator penting untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan kepada pemegang saham melalui pemanfaatan modal yang mereka investasikan (Jannah et al., 2024). Semakin tinggi *ROE*, semakin besar kemampuan

perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari modal pemegang saham, sehingga dapat meningkatkan ketertarikan investor terhadap saham perusahaan, mendorong kenaikan harga saham, dan pada akhirnya meningkatkan *return* saham.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Return* Saham

Kebijakan dividen merupakan salah satu mekanisme penting dalam menyampaikan sinyal mengenai kondisi dan prospek keuangan perusahaan kepada investor. Berdasarkan teori sinyal, pembayaran dividen yang stabil atau meningkat mencerminkan ekspektasi laba masa depan dan arus kas yang lebih baik, sehingga dapat mendorong respons positif pasar berupa kenaikan harga saham dan *return*. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi juga cenderung lebih mampu mempertahankan pembayaran dividen secara konsisten, yang kemudian dipersepsikan positif karena mencerminkan kondisi fundamental dan disiplin manajerial yang lebih baik (Ontoraël et al., 2024; Barros et al., 2023). Temuan Pramana et al. (2025) juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan landasan teoritis dan bukti empiris tersebut, hipotesis yang diajukan adalah

H₁: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh Kinerja Keberlanjutan terhadap *Return* Saham

Kinerja keberlanjutan yang tercermin melalui *Environmental, Social, and Governance* (ESG) menunjukkan tanggung jawab perusahaan terhadap pemangku kepentingan sekaligus kemampuan dalam mengelola risiko dan menjaga legitimasi pasar. Berdasarkan teori sinyal, kinerja ESG yang baik memberikan sinyal positif bahwa perusahaan mampu menjalankan bisnis secara bertanggung jawab, transparan, dan berorientasi jangka panjang, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi serta meningkatkan kepercayaan investor. Kinerja ESG yang tinggi juga dapat meningkatkan fleksibilitas keuangan, efisiensi investasi, serta kinerja perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada nilai dan imbal hasil pemegang saham (Zhang & Liu, 2022; Li et al., 2024). Yin et al. (2023) turut menunjukkan bahwa ESG dapat memberikan dampak positif terhadap *return* saham melalui pengelolaan risiko dan penciptaan keunggulan bersaing jangka panjang. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah

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

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Kebijakan Dividen terhadap *Return* Saham

Kinerja keuangan diperkirakan dapat memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham karena kondisi fundamental yang baik meningkatkan kredibilitas sinyal dividen yang diterima investor. Berdasarkan teori sinyal, pembayaran dividen pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan dipersepsikan lebih berkelanjutan dan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta arus kas yang memadai, sehingga respons pasar terhadap kebijakan dividen menjadi lebih kuat (Ontoraël et al., 2024). Profitabilitas juga menjadi indikator penting bagi investor dalam menilai kelayakan dan prospek investasi suatu perusahaan (Saputri & Bahri, 2021). Karakteristik keuangan perusahaan dapat memengaruhi kekuatan hubungan antara kebijakan dividen dan respons pasar, sehingga perusahaan dengan kinerja keuangan yang lebih tinggi diperkirakan memperoleh respons *return* saham yang lebih positif terhadap kebijakan dividennya (Matos

et al., 2020; Ontorael et al., 2024). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah

H₃: Kinerja keuangan memperkuat pengaruh positif kebijakan dividen terhadap *return* saham.

Pengaruh Kinerja Keuangan dalam Memoderasi Kinerja Keberlanjutan terhadap *Return* Saham

Kinerja keuangan diperkirakan dapat memperkuat pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham karena kondisi fundamental yang kuat meningkatkan kredibilitas sinyal *ESG* di mata investor. Berdasarkan teori sinyal, perusahaan dengan kinerja keuangan tinggi akan membuat aktivitas *ESG* dipersepsikan sebagai strategi keberlanjutan yang didukung oleh kemampuan finansial yang memadai, bukan sekadar simbol atau sinyal sementara (Almulhim et al., 2024). Profitabilitas juga menjadi salah satu indikator yang digunakan investor untuk menilai prospek dan kelayakan investasi suatu perusahaan (Zhang & Liu, 2022). Dengan demikian, kinerja keuangan yang kuat dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap implementasi *ESG*, mendorong minat investasi, dan memperkuat pengaruhnya terhadap harga serta *return* saham, sedangkan kondisi keuangan yang lemah dapat mengurangi kredibilitas sinyal tersebut (Zhang & Liu, 2022; Wu & Li, 2023; Almulhim et al., 2024). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah

H₄: Kinerja keuangan memperkuat pengaruh positif kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham.

2. METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan populasi seluruh perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Penentuan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan beberapa kriteria, yaitu perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode penelitian, mempublikasikan laporan tahunan, membagikan dividen, tidak mengalami kerugian, serta memiliki data *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan data variabel penelitian yang lengkap (Sugiyono, 2023).

Data penelitian merupakan data sekunder berbentuk data panel *unbalanced*, yaitu jumlah observasi setiap perusahaan tidak harus sama pada seluruh tahun pengamatan karena ketersediaan data dapat berbeda antarperusahaan. Data diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*), laporan keberlanjutan (*sustainability report*), serta sumber data resmi yang dipublikasikan melalui situs Bursa Efek Indonesia, situs masing-masing perusahaan, dan Badan Pusat Statistik (BPS).

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran
Return Saham (Y)	Return saham merupakan tingkat keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari perubahan harga saham selama periode tertentu.	$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$
	Pengukuran dilakukan berdasarkan perubahan harga penutupan saham dibandingkan dengan harga penutupan pada periode sebelumnya (Putri et al., 2024).	Keterangan: R_t = return saham periode t P_t = closing price periode t

		Pt-1 = closing price periode sebelumnya
Kebijakan Dividen (DPR) (X1)	Kebijakan dividen menggambarkan keputusan perusahaan mengenai proporsi laba yang dibagikan kepada para pemegang saham. Variabel ini diproksikan menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu perbandingan dividen per saham dengan laba per saham (Putra et al., 2024).	$DPR = (\text{Dividend per Share} / \text{Earnings per Share}) \times 100\%$
Kinerja Keberlanjutan (ESG) (X2)	Kinerja keberlanjutan menunjukkan kualitas pengelolaan perusahaan berdasarkan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Pengukuran dilakukan melalui analisis isi sustainability report berdasarkan indikator IFC ESG Framework dengan pemberian skor sesuai tingkat kelengkapan dan transparansi pengungkapan (Prihandini, 2024).	Analisis isi berdasarkan IFC ESG Framework dengan skor 1-5. Semakin tinggi skor, semakin baik kinerja keberlanjutan perusahaan.
Kinerja Keuangan (ROE) (Z)	Kinerja keuangan sebagai variabel moderasi mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan pemegang saham. Proksi utama yang digunakan adalah Return on Equity (ROE) (Putra et al., 2024).	$ROE = (\text{Laba Bersih} / \text{Total Ekuitas}) \times 100\%$
Kinerja Keuangan (ROA) - Robustness	Return on Assets (ROA) digunakan sebagai proksi alternatif kinerja keuangan dalam uji robustness untuk mengetahui konsistensi hasil ketika profitabilitas diukur berdasarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari seluruh aset yang dimiliki (Putra et al., 2024).	$ROA = (\text{Laba Bersih} / \text{Total Aset}) \times 100\%$
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ukuran perusahaan merupakan variabel kontrol yang mencerminkan skala perusahaan berdasarkan total aset. Pengukuran menggunakan logaritma natural total aset untuk mengurangi perbedaan skala antarperusahaan (Latief & Fauziah, 2023).	$SIZE = \ln(\text{Total Aset})$
Pertumbuhan Aset (GROWTH)	Pertumbuhan aset merupakan variabel kontrol yang menunjukkan perubahan total aset perusahaan dibandingkan dengan periode sebelumnya (Latief & Fauziah, 2023).	$GROWTH = [(\text{Total Aset } t - \text{Total Aset } t-1) / \text{Total Aset } t-1] \times 100\%$
Likuiditas (CR)	Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Variabel ini diproksikan menggunakan Current Ratio (CR), yaitu perbandingan antara aset lancar dan liabilitas lancar (Latief & Fauziah, 2023).	$CR = \text{Aset Lancar} / \text{Liabilitas Lancar}$
Solvabilitas (DER)	Solvabilitas atau leverage menunjukkan tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan. Proksi utama yang digunakan adalah Debt to Equity Ratio (DER), yaitu perbandingan total liabilitas dengan total ekuitas (Fafarita & Nirwana, 2025).	$DER = \text{Total Liabilitas} / \text{Total Ekuitas}$
Solvabilitas (DAR) - Robustness	Debt to Asset Ratio (DAR) digunakan sebagai proksi alternatif solvabilitas dalam uji robustness	$DAR = \text{Total Liabilitas} / \text{Total Aset}$

	untuk menguji konsistensi hasil ketika tingkat leverage diukur berdasarkan proporsi aset yang dibiayai oleh liabilitas (Fafarita & Nirwana, 2025). Inflasi merupakan variabel kontrol makroekonomi yang menggambarkan kenaikan tingkat harga secara umum dan berpotensi memengaruhi kondisi investasi serta return saham. Data diperoleh dari angka inflasi tahunan yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS).	Tingkat inflasi tahunan (%) berdasarkan data resmi BPS untuk setiap tahun pengamatan.
Inflasi		
	Pandemi Covid-19 digunakan sebagai variabel kontrol untuk menangkap pengaruh kondisi luar biasa selama periode pandemi terhadap kinerja perusahaan dan return saham.	Variabel dummy: 1 = periode terdampak pandemi Covid-19 0 = periode di luar pandemi
Covid-19		
	Variabel tahun digunakan untuk mengendalikan heterogenitas waktu berupa perubahan kondisi ekonomi, kebijakan, regulasi, maupun faktor makro lainnya yang terjadi pada setiap tahun pengamatan.	Variabel dummy untuk masing-masing tahun pengamatan (year fixed effects).
Tahun (Year Fixed Effects)		

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak STATA. Tahap awal analisis meliputi statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data serta pemilihan model regresi pada data panel. Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow untuk membandingkan *Common Effect Model* (CEM) dengan *Fixed Effect Model* (FEM), Uji Hausman untuk memilih antara FEM dan *Random Effect Model* (REM), serta Uji Breusch-Pagan *Lagrange Multiplier* untuk membandingkan CEM dengan REM. Setelah model panel ditentukan, dilakukan pengujian multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi sebagai bagian dari evaluasi karakteristik data dan model.

Analisis utama menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *clustered robust standard errors*. Pendekatan ini digunakan untuk menghasilkan estimasi standar error yang lebih robust terhadap kemungkinan heteroskedastisitas dan korelasi residual dalam perusahaan selama periode pengamatan. Model digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen (DPR) dan kinerja keberlanjutan (ESG) terhadap *return* saham, sekaligus menguji peran moderasi kinerja keuangan melalui interaksi antara DPR dan ROE serta antara ESG dan ROE.

Selanjutnya, uji *robustness* dilakukan untuk menilai konsistensi hasil penelitian ketika spesifikasi model dan pengukuran variabel diubah. Dalam pengujian ini, ROA digunakan sebagai proksi alternatif kinerja keuangan dan DAR digunakan sebagai proksi alternatif solvabilitas. Selain itu, *Generalized Method of Moments–Instrumental Variables* (IV-GMM) digunakan sebagai pendekatan estimasi alternatif untuk menguji kestabilan hasil sekaligus mengurangi potensi endogenitas pada model (Palupi et al., 2025; Putra et al., 2024). Hasil penelitian dinilai robust apabila arah, signifikansi, dan kesimpulan utama relatif konsisten pada berbagai spesifikasi pengujian.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan sampel perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI pada periode 2020–2024 dan dipilih melalui *purposive sampling* (Sugiyono, 2023). Data sekunder diperoleh dari *annual report* dan *sustainability report*. Jumlah data final sebesar 174 perusahaan-tahun dari 44 perusahaan. Variabel penelitian meliputi *return* saham sebagai variabel dependen, kebijakan dividen dan kinerja keberlanjutan sebagai variabel independen, kinerja keuangan sebagai variabel moderasi, serta ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, likuiditas, leverage, inflasi, *Covid-19*, dan tahun sebagai variabel kontrol. Analisis menggunakan STATA dengan *Fixed Effect Model* (FEM) dan *clustered robust standard errors*, sedangkan GLS dan IV-GMM digunakan sebagai uji *robustness* untuk menguji konsistensi hasil serta potensi endogenitas (Putra et al., 2024). Penentuan jumlah sampel berdasarkan kriteria *purposive sampling* disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Penentuan Jumlah Sampel

Kriteria	Jumlah
Jumlah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024.	86
Perusahaan sektor industri barang konsumsi yang tidak mempublikasikan laporan tahunan selama periode 2020-2024.	(4)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun observasi.	(191)
Perusahaan yang mengalami kerugian pada tahun observasi.	(7)
Perusahaan yang tidak menyediakan informasi lengkap terkait esg dan tidak memiliki kelengkapan informasi yang dibutuhkan terkait variabel dalam penelitian.	(38)
Jumlah sampel yang memenuhi kriteria	174

Sumber: Hasil Analisis Data, diolah (2026)

Statistik Deskriptif

Setelah data terkumpul, analisis dilakukan untuk menguji hipotesis dengan kebijakan dividen (DPR) dan kinerja keberlanjutan (ESG) sebagai variabel independen, *return* saham sebagai variabel dependen, kinerja keuangan (ROE) sebagai variabel moderasi, serta *firm size*, DER, CR, *growth*, inflasi, dan *dummy Covid-19* sebagai variabel kontrol. Statistik deskriptif pada Tabel 3 menggunakan data yang telah melalui proses *winsorizing* untuk membatasi nilai ekstrem tanpa menghapus observasi, sehingga hasil analisis lebih representatif dan andal.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RETURN	174	0,0312	0,3966	-0,8552	1,8175
DPR	174	0,5576	0,4344	0,0667	2,7757
ESG	174	4,3799	0,3145	3,5484	4,8710
Env	174	4,2856	0,5530	2,2000	4,9000
Soc	174	4,5078	0,3199	3,7273	5,0000
Gov	174	4,3373	0,4254	3,2000	4,9000
ROA	174	0,1209	0,0836	0,0148	0,4208
ROE	174	0,1919	0,2395	0,0158	1,4509
SIZE	174	29,6289	1,4904	26,1757	32,8599
DER	174	1,0264	1,0003	0,1085	5,2721
DAR	174	0,4263	0,1839	0,0979	0,8406
CR	174	2,5520	2,2072	0,5517	13,3091
GROWTH	174	0,0619	0,0864	-0,1539	0,3559
INFLASI	174	0,0284	0,0156	0,0157	0,0551

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

Berdasarkan Tabel 3, variabel *RETURN* memiliki nilai minimum -0,8552, maksimum 1,8175, *mean* 0,0312, dan standar deviasi 0,3966, yang menunjukkan variasi *return* saham yang relatif tinggi. Variabel *DPR* memiliki *mean* 0,5576 dengan rentang 0,0667–2,7757 dan standar deviasi 0,4344, sedangkan *ESG* memiliki *mean* 4,3799 dengan rentang 3,5484–4,8710 dan standar deviasi 0,3145. Profitabilitas yang diukur dengan *ROA* memiliki *mean* 0,1209 dan standar deviasi 0,0836, sementara *ROE* memiliki *mean* 0,1919 dan standar deviasi 0,2395. Variabel *SIZE* memiliki *mean* 29,6289 dengan standar deviasi 1,4904, sedangkan *DER* dan *DAR* masing-masing memiliki *mean* 1,0264 dan 0,4263. Variabel *CR* memiliki *mean* 2,5520 dengan standar deviasi 2,2072, sedangkan *GROWTH* memiliki *mean* 0,0619 dan standar deviasi 0,0864. Sementara itu, variabel *INFLASI* memiliki *mean* 0,0284, nilai minimum 0,0157, maksimum 0,0551, dan standar deviasi 0,0156.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi bertujuan untuk mengetahui arah dan kekuatan hubungan linier antarvariabel dalam penelitian (Janse et al., 2021). Dalam penelitian ini, analisis korelasi dilakukan menggunakan koefisien korelasi Pearson. Hasil analisis korelasi antarvariabel penelitian disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Analisis Korelasi

	RETURN	DPR	ESG	Env	Soc	Gov	ROA	ROE	SIZE	DER	DAR	CR	GROWTH	INFLASI
RETURN	1,0000													
DPR	-0.1529*	1,0000												
ESG	-0.0976	0.0457	1,0000											
Env	-0.0802	0.0694	0.7445*	1,0000										
Soc	-0.1054	-0.0029	0.8411*	0.4769*	1,0000									
Gov	-0.0374	0.0276	0.6034*	-0.0051	0.4599*	1,0000								
ROA	0.0129	0.2201*	-0.0154	-0.0982	0.0169	0.0768	1,0000							
ROE	-0.1119	0.2400*	0.1445*	0.0853	0.1141	0.1237	0.7946*	1,0000						
SIZE	-0.1088	-0.0473	0.3263*	0.4497*	0.3094*	-0.0893	-0.2684*	-0.0058	1,0000					
DER	-0.0479	0.1105	0.2085*	0.1220	0.1680*	0.1807*	0.0122	0.4611*	0.1412*	1,0000				
DAR	-0.0341	0.0393	0.2396*	0.1929*	0.1645*	0.1599*	-0.1068	0.3490*	0.3347*	0.8715*	1,0000			
CR	0.0122	0.1442*	-0.1786*	-0.1552*	-0.1123	-0.1159	0.0391	-0.1887*	-0.2958*	-0.4200*	-0.6456*	1,0000		
GROWTH	0.2290*	0.3513*	-0.2027*	-0.2399*	-0.1000	-0.0631	-0.0254	-0.1379*	-0.1530*	-0.0714	-0.0189	-0.0756	1,0000	
INFLASI	0.1088	-0.0511	-0.0375	-0.0339	-0.0619	0.0103	0.0357	0.0090	-0.0427	-0.0166	-0.0167	0.0237	-0.0021	1,0000

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

Berdasarkan Tabel 4, *return* saham berkorelasi negatif dan signifikan dengan *DPR* ($r = -0,1529$) serta positif dan signifikan dengan *growth* ($r = 0,2290$) pada tingkat signifikansi 10%, sedangkan korelasinya dengan *ESG*, *ROA*, *ROE*, *SIZE*, *DER*, *DAR*, *CR*, dan *inflasi* tidak signifikan. Selain itu, *DPR* berkorelasi positif dengan *ROA*, *ROE*, dan *CR*, serta negatif dengan *growth*, sementara *ESG* berkorelasi positif dengan *SIZE*, *DER*, dan *DAR*, serta negatif dengan *CR* dan *growth*.

Uji Diagnostik Model

1. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas antarvariabel penelitian disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Tolerance(1/VIF)
DPR	1,2400	0,8046
SIZE	1,1800	0,8509
DER	1,2600	0,7908
CR	1,3800	0,7231
GROWTH	1,2500	0,8026
INFLASI	12.033,1800	0,0000

COVID	19,1000	0,0523
2021	33,7000	0,0297
2022	13.408,3800	0,0000
2023	957,7500	0,0010
Mean VIF	2.645,8400	

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

Berdasarkan Tabel 5, variabel DPR, SIZE, DER, CR, dan *growth* tidak mengalami multikolinearitas karena memiliki nilai *tolerance* > 0,1 dan VIF < 10. Sementara itu, INFLASI, COVID, dan *dummy* tahun 2021–2023 menunjukkan VIF > 10 karena semuanya berkaitan dengan dimensi waktu. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari penggunaan variabel makroekonomi dan *year fixed effects* secara bersamaan, sehingga variabel tersebut tetap dipertahankan karena memiliki fungsi pengendalian yang berbeda dalam model.

2. Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas pada model penelitian disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Keterangan	Nilai
Chi-Square (χ^2)	26,5300
Prob > Chi-Square	0,0000

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

Berdasarkan Tabel 6, diperoleh nilai Chi-Square sebesar 26,53 dengan nilai Prob > Chi-Square sebesar 0,0000. Nilai tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0,0500), sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model mengalami heteroskedastisitas, yaitu kondisi ketika varian residual tidak sama pada setiap observasi. Oleh karena itu, asumsi homoskedastisitas pada model belum terpenuhi. Untuk mengatasi dan memperoleh estimasi standar *error* yang konsisten, penelitian ini menggunakan metode estimasi yang *robust* serta mempertimbangkan masalah heteroskedastisitas.

3. Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi pada model penelitian disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi

Keterangan	Nilai
F-statistic	0,0840
Prob > F	0,7739

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

Berdasarkan Tabel 7, diperoleh nilai F-statistic sebesar 0,084 dengan nilai Prob > F sebesar 0,7739. Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 5% (0,0500), sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak. Dapat disimpulkan bahwa model 1 tidak mengalami autokorelasi, sehingga tidak terdapat hubungan antara residual pada suatu periode dengan residual pada periode sebelumnya. Meskipun hasil uji Wooldridge menunjukkan tidak adanya autokorelasi, penelitian ini tetap menggunakan *cluster-robust standard errors* untuk mengatasi heteroskedastisitas dan mengantisipasi kemungkinan adanya korelasi antarobservasi.

Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan FEM sebagai alat analisis utama dengan mempertimbangkan karakteristik data panel dan potensi heterogenitas perusahaan yang tidak teramati yang

dapat menimbulkan *omitted variable bias* (Wooldridge, 2021; Baltagi, 2021). Hasil pengujian diagnostik menunjukkan adanya multikolinearitas dan heteroskedastisitas, tetapi tidak terdapat autokorelasi. Oleh karena itu, FEM diestimasi menggunakan *cluster-robust standard errors* untuk menghasilkan kesimpulan yang lebih andal. Selain itu, GLS digunakan sebagai uji *robustness* terhadap heteroskedastisitas, sedangkan GMM digunakan untuk menguji ketahanan hasil terhadap potensi endogenitas.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis utama dalam penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *cluster-robust standard errors*. FEM digunakan sebagai estimasi utama berdasarkan hasil pemilihan model data panel, sedangkan estimasi *Generalized Least Squares* (GLS) dan *Generalized Method of Moments* (GMM) digunakan sebagai uji ketangguhan (*robustness check*) untuk mengevaluasi konsistensi hasil. Hasil estimasi utama menggunakan FEM disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Uji Hipotesis (FEM)

Deskripsi	FEM 1	FEM 2	FEM 3	FEM 4
DPR	0,0912 (0,5300)		0,5928** (0,0110)	
ESG		0,0346 (0,8920)		0,3254 (0,2160)
ROE			3,0663*** (0,0070)	6,7463*** (0,0030)
DPR_ROE			-1,3112** (0,0450)	
ESG_ROE				-1,1725*** (0,0010)
SIZE	-0,5737 (0,4240)	-0,5334 (0,4600)	0,8297 (0,2540)	-0,5267 (0,4490)
DER	-0,0911 (0,4330)	-0,0730 (0,4580)	-0,2038 (0,1100)	-0,1024 (0,2870)
CR	-0,0079 (0,7260)	-0,0052 (0,8190)	-0,0114 (0,6300)	-0,0002 (0,9930)
GROWTH	0,5596 (0,3600)	0,4945 (0,3900)	0,3227 (0,5560)	0,1647 (0,7520)
INFLASI	-161,7941** (0,010)	-141,7840*** (0,004)	-173,0624*** (0,003)	-109,2986** (0,010)
COVID	0,0281 (0,8690)	0,0429 (0,8120)	0,0406 (0,8230)	0,1460 (0,4720)
Year FE	Ya	Ya	Ya	Ya
Konstanta	19,6212 (0,3710)	17,9834 (0,3900)	26,8627 (0,2240)	15,7446 (0,4330)
N	174	174	174	174
Jumlah Perusahaan	44	44	44	44
Within R ²	0,0497	0,0469	0,1351	0,1142
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Cluster	44	44	44	44

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

***, **, *,: menunjukkan signifikansi pada 1%, 5%, dan 10%

Berdasarkan Tabel 8, kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki koefisien sebesar 0,0912 dengan *p-value* 0,5300, sehingga tidak berpengaruh

signifikan terhadap *return* saham dan Hipotesis 1 ditolak. Kinerja keberlanjutan (*ESG*) juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dengan koefisien 0,0346 dan *p-value* 0,8920, sehingga Hipotesis 2 ditolak. Pada pengujian moderasi, interaksi *DPR*×*ROE* memiliki koefisien sebesar -1,3112 dengan *p-value* 0,0450, yang menunjukkan bahwa *ROE* secara signifikan memperlemah pengaruh *DPR* terhadap *return* saham. Arah moderasi tersebut berlawanan dengan Hipotesis 3 yang memprediksi efek memperkuat, sehingga Hipotesis 3 ditolak. Interaksi *ESG*×*ROE* juga menunjukkan koefisien negatif sebesar -1,1725 dengan *p-value* 0,0010, yang berarti *ROE* secara signifikan memperlemah pengaruh *ESG* terhadap *return* saham. Karena arah tersebut berlawanan dengan Hipotesis 4, maka Hipotesis 4 ditolak. Seluruh model memiliki nilai *Prob > F* sebesar 0,0000, yang menunjukkan bahwa masing-masing model FEM signifikan secara simultan, dengan nilai *within R²* berkisar antara 0,0469 hingga 0,1351.

Hasil Uji Ketangguhan

Untuk mengevaluasi konsistensi hasil estimasi utama FEM, penelitian ini menggunakan *Generalized Least Squares* (GLS) sebagai uji ketangguhan. GLS tidak digunakan sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan hipotesis, tetapi sebagai pengujian tambahan untuk melihat apakah arah dan signifikansi hubungan tetap konsisten ketika digunakan metode estimasi yang berbeda. Hasil estimasi GLS disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9. Hasil Uji Estimasi (GLS)

Deskripsi	GLS 1	GLS 2	GLS 3	GLS 4
DPR	-0,0781*** (0,0070)	–	0,1370*** (0,0080)	–
ESG	–	-0,0254 (0,5400)	–	0,1383*** (0,0070)
ROE	–	–	1,2267*** (0,0000)	3,6859*** (0,0010)
DPR_ROE	–	–	-1,4475*** (0,0000)	–
ESG_ROE	–	–	–	-0,8329*** (0,0010)
SIZE	-0,0125 (0,1550)	-0,0065 (0,4700)	-0,0101 (0,280)	-0,0127 (0,1410)
DER	-0,0329 (0,1910)	-0,0305 (0,2290)	0,0026 (0,9240)	-0,0009 (-0,9750)
CR	-0,0027 (0,7410)	-0,0039 (0,5870)	-0,0020 (0,7210)	0,0034 (0,6190)
GROWTH	0,5616*** (0,0010)	0,7306*** (0,0000)	0,3355** (0,0130)	0,6635*** (0,0000)
INFLASI	-138,4870*** (0,0000)	-152,0243*** (0,0000)	-109,3989*** (0,0030)	-137,2031*** (0,0000)
COVID	0,1348** (0,0210)	0,1408** (0,0160)	0,1229** (0,0450)	0,1331*** (0,0090)
Year FE	Ya	Ya	Ya	Ya
Konstanta	2,5739*** (0,0000)	2,6664*** (0,0000)	1,8624*** (0,0030)	1,8956*** (0,0000)
N	174	174	174	174
Jumlah Perusahaan	44	44	44	44
Wald Chi-Square	64,0000	66,2300	94,0500	132,0800
Prob > Chi-Square	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Panel	Heteroskedastik	Heteroskedastik	–	–

Autokorelasi	Tidak ada	Tidak ada	–	–
--------------	-----------	-----------	---	---

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

***, **, *,: menunjukkan signifikansi pada 1%, 5%, dan 10%

Berdasarkan Tabel 9, pada GLS 1, *DPR* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham dengan koefisien -0,0781 dan *p-value* 0,0070, sedangkan pada GLS 2, *ESG* tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien -0,0254 dan *p-value* 0,5400. Pada model moderasi, GLS 3 menunjukkan bahwa interaksi *DPR*×*ROE* memiliki koefisien -1,4475 dengan *p-value* 0,0000, sehingga konsisten dengan estimasi utama FEM dalam menunjukkan bahwa *ROE* memperlemah pengaruh *DPR* terhadap *return* saham. Selanjutnya, interaksi *ESG*×*ROE* pada GLS 4 memiliki koefisien -0,8329 dengan *p-value* 0,0010, yang juga konsisten dengan FEM dalam menunjukkan efek moderasi yang memperlemah. Dengan demikian, estimasi GLS memberikan dukungan terhadap temuan moderasi pada model utama, meskipun terdapat perbedaan arah dan signifikansi pada beberapa pengaruh langsung. Seluruh model GLS memiliki nilai *Prob > Chi-Square* sebesar 0,0000, yang menunjukkan bahwa model signifikan secara keseluruhan.

Endogenitas

Selain GLS, penelitian ini menggunakan *Generalized Method of Moments* (GMM) sebagai uji ketangguhan tambahan untuk mengevaluasi hasil penelitian setelah mempertimbangkan potensi endogenitas. Dengan demikian, hasil GMM digunakan untuk menilai sensitivitas temuan utama terhadap perbedaan metode estimasi dan pengendalian endogenitas, bukan sebagai pengganti hasil utama FEM. Hasil estimasi GMM disajikan pada Tabel 10.

Tabel 10. Hasil Estimasi (GMM)

Deskripsi	GMM 1	GMM 2	GMM 3	GMM 4
DPR	0,0395 (0,8190)	–	0,0278 (0,8890)	–
ESG	–	0,4795 (0,1320)	–	0,5393 (0,1140)
ROE	–	–	1,4946 (0,1640)	8,5680** (0,0410)
DPR_ROE	–	–	-1,4137 (0,1950)	–
ESG_ROE	–	–	–	-1,8559** (0,0410)
SIZE	0,0133 (0,5910)	-0,0297 (0,4040)	0,0156 (0,5250)	0,0028 (0,9080)
DER	-0,0493 (0,1020)	-0,0673** (0,0470)	-0,0346 (0,4020)	-0,0475 (0,1850)
CR	0,0103 (0,5410)	0,0027 (0,8720)	0,0104 (0,5120)	0,0075 (0,6240)
GROWTH	1,0320 (0,1410)	0,5707 (0,2360)	0,2708 (0,6710)	0,4858 (0,3070)
INFLASI	3,6323 (0,7070)	-6,6499 (0,4070)	1,3971 (0,8800)	-6,5003 (0,3990)
COVID	0,0180 (0,9590)	0,5090 (0,1320)	0,0413 (0,9030)	0,3460 (0,2470)
Year FE	Ya	Ya	Ya	Ya
Konstanta	-0,5370 (0,5540)	-1,1367 (0,2070)	-0,6159 (0,5050)	-2,4283* (0,0530)
Validitas Instrumen	23,4070	7,7660	29,5740	9,3710

Stock-Yogo	19,9300	19,9300	19,9300	19,9300
Hansen J-test	0,6418	0,1192	0,8661	0,1326
Uji Endogenitas	0,6023	0,0514	0,0421	0,0829

Sumber: Hasil Olah Data Stata, 2026.

***, **, *,: menunjukkan signifikansi pada 1%, 5%, dan 10%

Berdasarkan Tabel 10, pada GMM 1, *DPR* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dengan koefisien 0,0395 dan *p-value* 0,8190, sedangkan pada GMM 2, *ESG* juga tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien 0,4795 dan *p-value* 0,1320. Pada GMM 3, interaksi *DPR*×*ROE* tetap menunjukkan koefisien negatif sebesar -1,4137, tetapi tidak signifikan secara statistik dengan *p-value* 0,1950. Hasil ini menunjukkan bahwa arah moderasi *DPR*×*ROE* tetap konsisten dengan FEM dan GLS, tetapi signifikansinya sensitif terhadap metode estimasi setelah potensi endogenitas diperhitungkan. Dengan demikian, bukti bahwa *ROE* memperlemah pengaruh *DPR* terhadap *return* saham cukup konsisten secara arah, tetapi belum sepenuhnya robust secara statistik pada estimasi GMM.

Sementara itu, pada GMM 4, interaksi *ESG*×*ROE* memiliki koefisien -1,8559 dengan *p-value* 0,0410, sehingga tetap menunjukkan bahwa *ROE* secara signifikan memperlemah pengaruh *ESG* terhadap *return* saham. Temuan tersebut konsisten dengan hasil FEM dan GLS, sehingga moderasi *ROE* pada hubungan *ESG* dan *return* saham menunjukkan ketangguhan yang lebih konsisten pada berbagai metode estimasi. Nilai *Hansen J-test* pada seluruh model berada di atas 0,0500, sedangkan hasil uji endogenitas menunjukkan indikasi endogenitas terutama pada GMM 3 dengan nilai 0,0421. Secara keseluruhan, hasil GMM menunjukkan bahwa temuan moderasi *ESG*×*ROE* relatif konsisten, sedangkan temuan *DPR*×*ROE* menunjukkan sensitivitas terhadap metode estimasi karena kehilangan signifikansi setelah potensi endogenitas dipertimbangkan.

Pembahasan

Pengaruh Kebijakan Dividen (*DPR*) terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (*DPR*) tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga Hipotesis 1 ditolak. Kondisi ini menunjukkan bahwa besarnya dividen yang dibagikan belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan *return* saham. Dalam hal ini, investor tidak hanya melihat besarnya dividen, tetapi juga mempertimbangkan prospek pertumbuhan, kinerja, risiko, serta potensi perubahan harga saham. *DPR* yang tinggi juga tidak selalu menunjukkan prospek perusahaan yang lebih baik karena laba yang dibagikan sebagai dividen berarti laba yang lebih sedikit dapat digunakan untuk pengembangan usaha. Dengan demikian, perubahan *DPR* belum tentu diikuti perubahan *return* saham.

Temuan ini sejalan dengan Dewi et al. (2020) yang juga menemukan bahwa *DPR* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, tetapi berbeda dengan Akib et al. (2023) serta Aktarina dan Ernawati (2021) yang menemukan adanya pengaruh *DPR*. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa respons investor terhadap kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan kondisi pasar pada periode penelitian. Hasil *GMM* yang sejalan dengan *FEM* juga memperkuat kesimpulan bahwa *DPR* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sedangkan *GLS* digunakan sebagai analisis sensitivitas karena menghasilkan hasil yang berbeda. Secara keseluruhan, *DPR* belum menjadi faktor utama yang menentukan *return* saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi dalam penelitian ini.

Pengaruh Kinerja Keberlanjutan (*ESG*) terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Environmental, Social, and Governance (ESG)* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga Hipotesis 2 ditolak. Kondisi ini menunjukkan bahwa *ESG* belum menjadi pertimbangan utama investor dalam menentukan *return* saham. Selama periode penelitian, investor kemungkinan lebih memperhatikan kinerja keuangan, prospek pertumbuhan, dan kondisi ekonomi yang secara langsung berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Selain itu, kinerja *ESG* di Indonesia yang masih berkembang dapat menyebabkan *ESG* antarperusahaan belum sepenuhnya seragam dan sulit untuk dibandingkan. Oleh karena itu, peningkatan kinerja *ESG* belum tentu langsung direspons dengan perubahan harga saham.

Temuan ini sejalan dengan Agustin et al. (2024) dan Putri et al. (2024) yang menemukan bahwa *ESG* tidak berpengaruh terhadap *return* saham, tetapi berbeda dengan Nurnaningsih dan Handajani (2025) yang menemukan adanya pengaruh *ESG*. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa respons pasar terhadap informasi *ESG* dapat bergantung pada kondisi pasar, karakteristik perusahaan, serta tingkat perhatian investor terhadap aspek keberlanjutan. Hasil *GMM* yang tetap menunjukkan ketidaksignifikanan *ESG*, didukung oleh pengujian validitas instrumen serta pengujian endogenitas, memperkuat bahwa hasil tersebut relatif konsisten pada berbagai pendekatan estimasi. Dengan demikian, *ESG* belum menjadi faktor utama yang menentukan *return* saham perusahaan sektor industri barang konsumsi selama periode penelitian.

Peran Kinerja Keuangan (*ROE*) dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen (*DPR*) terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ROE* memperlemah pengaruh *DPR* terhadap *return* saham. Temuan ini berlawanan dengan Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan memperkuat pengaruh positif kebijakan dividen terhadap *return* saham. Dengan demikian, **Hipotesis 3 ditolak**. Ketika perusahaan mampu menghasilkan laba yang tinggi dari modal pemegang saham, informasi mengenai profitabilitas dapat menjadi sinyal yang lebih dominan bagi investor dibandingkan informasi tambahan yang berasal dari besarnya dividen. Kondisi tersebut menyebabkan peningkatan *DPR* tidak lagi memberikan tambahan informasi yang sebesar ketika tingkat profitabilitas perusahaan lebih rendah. Oleh karena itu, semakin tinggi *ROE*, pengaruh positif *DPR* terhadap *return* saham justru menjadi lebih lemah. Arah koefisien moderasi yang konsisten pada model *FEM* dan *GLS* mendukung temuan tersebut. Namun, hasil ini tetap perlu dipahami dalam konteks karakteristik perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Temuan ini berbeda dengan dugaan yang dibangun berdasarkan teori sinyal, yaitu bahwa profitabilitas yang tinggi seharusnya meningkatkan kredibilitas sinyal dividen dan memperkuat respons investor terhadap kebijakan dividen. Penelitian terdahulu yang secara khusus menempatkan *ROE* sebagai moderator dalam hubungan *DPR* terhadap *return* saham juga masih terbatas. Mahfudz dan Wijayanto (2020), misalnya, lebih banyak membahas hubungan sebaliknya dengan menempatkan *DPR* sebagai variabel moderasi hubungan *ROE* dan *return* saham. Oleh karena itu, penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa dalam kondisi tertentu, tingkat profitabilitas yang tinggi justru dapat mengurangi tambahan informasi yang berasal dari kebijakan dividen. Meskipun demikian, hasil *GMM* tidak menunjukkan pengaruh interaksi yang signifikan setelah mempertimbangkan potensi endogenitas. Dengan demikian, hasil utama *FEM* yang didukung *GLS* menunjukkan kecenderungan *ROE* memperlemah pengaruh *DPR* terhadap *return* saham, tetapi hasil

tersebut perlu ditafsirkan secara hati-hati karena belum sepenuhnya robust pada estimasi *GMM*.

Peran Kinerja Keuangan (*ROE*) dalam Memoderasi Pengaruh Kinerja Keberlanjutan (*ESG*) terhadap *Return Saham*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ROE* memperlemah pengaruh *ESG* terhadap *return* saham. Temuan ini berlawanan dengan Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan memperkuat pengaruh positif kinerja keberlanjutan terhadap *return* saham. Dengan demikian, Hipotesis 4 ditolak. Ketika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat menjadi informasi yang lebih langsung dan dominan bagi investor dibandingkan informasi mengenai kinerja *ESG*. Kondisi tersebut menyebabkan tambahan informasi yang berasal dari *ESG* menjadi relatif lebih kecil ketika *ROE* meningkat. Akibatnya, pengaruh *ESG* terhadap *return* saham cenderung semakin lemah pada perusahaan dengan tingkat *ROE* yang lebih tinggi. Arah moderasi negatif yang konsisten pada model *FEM* dan *GLS* mendukung interpretasi tersebut.

Temuan ini berbeda dengan dugaan berdasarkan teori sinyal yang memperkirakan bahwa kondisi keuangan yang kuat akan meningkatkan kredibilitas aktivitas *ESG* di mata investor dan memperkuat pengaruhnya terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang tinggi justru dapat membuat informasi keuangan menjadi lebih dominan sehingga informasi *ESG* memberikan tambahan sinyal yang lebih terbatas. Temuan tersebut dapat dikaitkan dengan Nurnaningsih dan Handajani (2025), yang menunjukkan bahwa hubungan *ESG* dengan *return* saham dapat dipengaruhi oleh kondisi profitabilitas perusahaan, meskipun penelitian tersebut tidak menemukan efek moderasi yang signifikan. Perbedaan hasil menunjukkan bahwa peran *ROE* dalam hubungan antara *ESG* dan *return* saham dapat dipengaruhi oleh karakteristik sampel dan kondisi penelitian. Hasil *GMM* juga menunjukkan arah moderasi yang sama, tetapi kekuatan instrumennya masih berada di bawah nilai kritis yang digunakan sehingga hasil tersebut tidak dijadikan dasar utama. Dengan demikian, hasil utama *FEM* dan *GLS* menunjukkan bahwa *ROE* cenderung memperlemah pengaruh *ESG* terhadap *return* saham, sehingga Hipotesis 4 tidak didukung.

4. KESIMPULAN

Berdasarkan 174 observasi dari 44 perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024, hasil estimasi *Fixed Effect Model* (*FEM*) dengan *cluster-robust standard errors* menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (*DPR*) dan kinerja *Environmental, Social, and Governance* (*ESG*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, *Return on Equity* (*ROE*) menunjukkan efek moderasi negatif pada hubungan *DPR* dan *ESG* terhadap *return* saham, yang mengindikasikan bahwa peningkatan kinerja keuangan cenderung melemahkan hubungan tersebut. Hasil uji *robustness* melalui *GLS* dan *GMM* secara umum mendukung temuan utama, meskipun moderasi *ROE* pada hubungan *DPR* terhadap *return* saham menunjukkan bahwa temuan tersebut sensitif terhadap metode estimasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, cakupan penelitian terbatas pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dan periode pengamatan 2020–2024, sehingga hasil penelitian belum tentu dapat digeneralisasi ke sektor dan periode yang berbeda. Kedua, pengukuran kinerja *ESG* memiliki keterbatasan dalam hal konsistensi dan keterbandingan

antarperusahaan karena adanya perbedaan tingkat dan kualitas pengungkapan ESG. Ketiga, hasil moderasi ROE pada hubungan DPR dan *return* saham menunjukkan sensitivitas terhadap metode estimasi, sehingga temuan tersebut perlu diinterpretasikan dengan hati-hati.

Implikasi penelitian ini adalah bahwa perusahaan perlu menyesuaikan kebijakan dividen dengan kondisi profitabilitas, strategi keberlanjutan, serta kebutuhan pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen dan kinerja ESG juga perlu dilihat bersama dengan kondisi keuangan perusahaan karena pengaruhnya terhadap *return* saham tidak berdiri sendiri. Bagi investor, kebijakan dividen dan kinerja ESG dapat menjadi bagian dari pertimbangan investasi dengan tetap memperhatikan profitabilitas, kondisi fundamental perusahaan, dan faktor makroekonomi. Penelitian selanjutnya dapat memperluas sektor dan periode pengamatan, menggunakan ukuran ESG yang lebih konsisten dan dapat diperbandingkan, serta menambahkan variabel dan metode estimasi lain untuk menguji kembali hasil penelitian.

5. REFERENCES

- Akib, M., Nurdin, E., Purnaman, S. M. N., & Anwar, F. (2023). Does Capital Structure, Profitability, and Dividend Policy Improve Stock Prices?. *International Journal of Professional Business Review*, 8(6), e02395. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i6.2395>
- Aktarina, D., & Ernawati, I. L. (2021). Analisis Kebijakan Dividen, Der, Pbv, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020. *JEMBATAN (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis, Auditing, dan Akuntansi)*, 6(2), 113–120. <https://doi.org/10.54077/jembatan.v6i2.60>
- Ali, H., & Yasser, A. (2022). Dividend policy, risk and the cross-section of stock returns: Evidence from India. *International Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 79(C), pages 169-192. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.002>
- Almulhim, A. A., Aljughaiman, A. A., Barrak, T. Al, Chebbi, K., & Amin, N. (2024). The power of ESG in shaping dividend policy: Illuminating the role of financial sustainability in an emerging market. *PLoS ONE*, 19(12 December), 1–23. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0312290>
- Arellano, M. (1987). PRACTITIONERS' CORNER: Computing Robust Standard Errors for Within-groups Estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49: 431-434. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1987.mp49004006.x>
- Azzahra, A., Ningsih, N., W., & Supaijo, S. (2025). Kinerja Keuangan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Sebagai Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Eco-Buss*, 7(3), 2228–2243. <https://doi.org/10.32877/eb.v7i3.2334>
- Badan Pusat Statistik. (2024). *Tingkat inflasi Indonesia tahun 2020–2024*. Badan Pusat Statistik.
- Barros, V., Matos, V., P., Sarmiento, J., M., & Vieira, P., R. (2023). High-tech firms: Dividend policy in a context of sustainability and technological change. *Technological Forecasting and Social Change*, 190(January), 122434. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122434>
- Cameron, A., C., & Miller, D. (2015). A Practitioner's Guide to Cluster-Robust Inference. *The Journal of Human Resources*, 50(2), 317-372. <https://dx.doi.org/10.3368/jhr.50.2.317>
- Fadilah, A., & Rosdiana, Y. (2024). Pengaruh Environmental, Social dan Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Bandung Conference Series: Accountancy*, 4(1), 300–306. <https://doi.org/10.29313/bcsa.v4i1.11584>

- Fafarita, A. W., & Nirwana, N. Q. S. (2025). Company Growth, Profitability, and Capital Structure in Food and Beverage Firms. *Indonesian Journal of Law and Economics Review*, 20(1), 1–25. <https://doi.org/10.21070/ijler.v20i1.1435>
- Firdaus, M., & Hadianito, B. (2025). Governance Mechanisms and Dividend Policy: Evidence From Industrial Companies in Indonesia. *Owner : Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 9(1), 501-511. <https://doi.org/10.33395/owner.v9i1.2542>
- Gumanti, T. A., Ningrum, I. S., Paramu, H., & Soendjoto. (2020). Fundamental analysis in indonesia stock exchange. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(3), 5101–5104.
- Hermuningsih, S., Kari, F., Rahmawati, A., D., & Prajnanta, F. (2024). The Role of Profitability as a Channel an Influencing the Effect of Macroeconomics on Stock Returns in the Indonesian Stock Exchange During the Covid-19 Pandemic. *International Journal of Business and Society*, 25(1), 242–259. <https://doi.org/10.33736/ijbs.6909.2024>
- Ikbali, M., & Wartono, T. (2025). Pengaruh Total Asset Turnover (Tato) Dan Current Ratio (Cr) Terhadap Return on Assets (ROA) (Studi kasus PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. Tahun 2015-2024). *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, 4(3), 3694–3705. <https://doi.org/10.31004/riggs.v4i3.2539>
- Janse, R., J., Hoekstra, T., Jager, K., J., Zoccali, C., Tripepi, G., Dekker, F., W., Diepen, M., V. Conducting correlation analysis: important limitations and pitfalls. *Clinical Kidney Journal*, Volume 14, Issue 11, November 2021, Pages 2332–2337, <https://doi.org/10.1093/ckj/sfab085>
- KONTAN. (2020, 22 Desember). Saham barang konsumsi turun pada Desember 2020, simak prospek dan rekomendasinya. *KONTAN*. <https://investasi.kontan.co.id/news/saham-barang-konsumsi-turun-pada-desember-2020-simak-prospek-dan-rekomendasinya>.
- Latief, A., & Fauziah, F. (2023). Corporate Governance, Profitabilitas, Size, Growth, dan Nilai Perusahaan. *Owner : Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 7(2), 1569-1583. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1391>
- Li, W., Zhu, J., & Liu, C. (2024). Environmental, social, and governance performance, financing constraints, and corporate investment efficiency: Empirical evidence from China. *Heliyon*, 10(22), e40401. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e40401>
- Lusiana, S. A., Tripermata, L., & Putri, A. U. (2025). Analisis fundamental dan teknikal terhadap return saham pada perusahaan multisektor IDX 30 yang terdaftar di BEI. *AKUA: Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 4(4), 873–879. <https://doi.org/10.54259/akua.v4i4.5646>
- Mahirun, M. (2023). Determinants of LQ45 Stock Return in Indonesia. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, 31(2). <https://doi.org/10.46585/sp31021693>
- Margie, L. A. ., & Habibah, H. (2022). Analisis Net Profit Margin dan Free Cash Flow Terhadap Earning Management Sektor Industri Barang Konsumsi. *Scientific Journal of Reflection: Economic, Accounting, Management and Business*, 5(1), 48-56. <https://doi.org/10.37481/sjr.v5i1.424>
- Marsella, C., & Sugara, K. (2024). Analisis Perbandingan Return Saham Dan Volume Perdagangan Sebelum Dan Sesudah January Effect. *Value*, 5(2), 188–201. <https://doi.org/10.36490/value.v5i2.1471>
- Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2020). Does esg affect the stability of dividend policies in Europe? *Sustainability (Switzerland)*, 12(21), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su12218804>
- Jannah, M., Rahmawati, J., Amiroh, M., & Azmi, Z. (2024). Return Saham: Analisis Faktor Yang Mempengaruhinya Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah*

<https://ejournal.lumbungpare.org/index.php/jim/article/view/156>

- Mubarok, A. H., & Widianingsih, R. (2025). Pengaruh kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) terhadap penilaian keberlanjutan perusahaan (CSA). *Prosiding Seminar Nasional Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat*, 3(1), 80–86. <https://doi.org/10.24002/senapas.v3i1.12602>
- Nur, S., Suciyantri, V. N., Winarti, A., & Azmi, Z. (2024). Pemanfaatan Teori Signal dalam Bidang Akuntansi: Literatur Review. *Economics, Business and Management Science Journal*, 4(2), 55–65. <https://doi.org/10.34007/ebmsj.v4i2.564>
- Nurnaningsih, D., & Handajani, L. (2025). The Effect of ESG Score on Stock Return: Do Financial Performance and Market Performance Moderate? *E-Jurnal Akuntansi*, 35(6), 1557–1577. <https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i06.p04>
- Ontoraël, R., Saifi, M., Nuzula, N., F., & Zahroh, Z. A. (2024). Firm Size Moderating Effect on Financial Performance and Dividend Policy From Indonesia. *Revista de Gestao Social e Ambiental*, 18(4), 1–18. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n4-109>
- Palupi, I. D., Na'im, A., Wijayana, S., & Nurhayati, R. (2025). The direct and indirect impacts of ESG controversies on sustainability performance: A longitudinal study. *Business Strategy & Development*, 8(4), e70245. <https://doi.org/10.1002/bsd2.70245>
- Pramana, D., Rahmah, N., A., Fitri, S., N., Nurmaly, & Darmayanti, Y. (2025). Impact of Financial Ratio and Dividend Policy on LQ45 Companies' Stock Returns. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 08(08), 5141–5150. <https://doi.org/10.47191/jefms/v8-i8-09>
- Putra, I. G. C., Apriada, K., & Bagiana, I. K. (2024). Examining dividend policy's impact on stock returns with profitability and liquidity analysis. *International Journal of Accounting & Finance in Asia Pasific*, 7(2), 1–16. <https://doi.org/10.32535/ijafap.v7i2.2973>
- Putri, P., Desyana, G., & Haryono, H. (2025). Pengaruh Peringkat Risiko ESG dan Kinerja Keberlanjutan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi Dan Manajemen Bisnis*, 5(2), 421–435. <https://doi.org/10.55606/jaemb.v5i2.6381>
- Putri, R., Honesty, F. F., & Honesty, H. N. (2024). Pengaruh environmental, social, governance (ESG) disclosure, dan kinerja keuangan terhadap return saham. *eCo-Buss*, 7(2), 1520–1535. <https://doi.org/10.32877/eb.v7i2.1990>
- Rosyati, T. (2025). Pengaruh inflasi, kebijakan dividen dan pertumbuhan penjualan terhadap return saham. *Worksheet: Jurnal Akuntansi*, 4(2), 154–162. <https://doi.org/10.46576/wjs.v4i2.6428>
- Saputri, D. R., & Bahri, S. (2021). The Effect Of Leverage, Profitability, And Dividend Policy On Firm Value. *International Journal of Educational Research & Social Sciences*, 2(6), 1316–1324. <https://doi.org/10.51601/ijersc.v2i6.223>
- Sari, I. P., Astuti, D. D., & Ilmi, M. (2024). Faktor-faktor yang memengaruhi return saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022. *Kurva: Jurnal Ekonomi Manajemen Keuangan Dan Bisnis*, 1(1), 15–30. <https://doi.org/10.53088/kurva.v1i1.1068>
- Sihombing, M. J. T., & Trianovie, S. (2025). Determinants of Stock Returns with Dividend Policy as a Moderating Variable in Consumer Goods Companies. *International Journal of Multidisciplinary Sciences and Arts*, 4(3), 219–226. <https://doi.org/10.47709/ijmdsa.v4i3.6967>
- Solechah, U., Hanum, A. N., Alwiyah, A., Hardiwinoto, & Wibowo, R. E. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi return saham: Studi industri barang konsumsi yang listing di BEI. *MAKSIMUM: Media Akuntansi Universitas Muhammadiyah Semarang*, 10(2), 74–84.

<https://doi.org/10.26714/mki.10.2.2020.74-84>

- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
- Wulandari, R. (2022). Analisis pengaruh LDR dan CAR terhadap return saham dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia*, 16(2), 185–194. <https://doi.org/10.32815/jibeka.v16i2.412>
- Yin, X., Li, J., & Su, C. (2023). Heliyon How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, 9(5), e16320. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320>
- Yuliana, I. P., & Sartika, F. (2025). Earnings quality as a moderator of dividend policy and investment decisions on firm value HIDIV-20 index. *Fokus Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 20(1), 105–115. <https://doi.org/10.34152/fe.20.1.105-115>
- Zhang, D., & Liu, L. (2022). Does ESG Performance Enhance Financial Flexibility? Evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 14(18). <https://doi.org/10.3390/su141811324>.