

Pengaruh ESG Disclosure terhadap Return Saham pada Perusahaan Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2020–2024

Azza Ibraisama Ersyada¹, Sunarsih²

^{1,2}Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta
e-mail: ¹azzaibraismaersyada@gmail.com, ²sunarsih@uin-suka.ac.id

Abstract: *The growing integration of sustainability considerations into investment decisions raises a fundamental empirical question: does ESG disclosure systematically translate into superior equity returns, particularly within Shariah-compliant markets? This study examines the effect of ESG Disclosure Index on stock returns among 12 companies listed in Jakarta Islamic Index (JII) during 2020–2024, yielding 60 balanced panel observations. ESG scores were constructed through content analysis of sustainability reports using a 45-item checklist based on GRI Standards 2021 and POJK 51/2017, covering environmental, social, and governance dimensions. Three control variables were added: ROA, Leverage, and Firm Size (SIZE). The Common Effect Model with HC1 Robust Standard Errors was selected based on Chow Test [$F(11,44)=1.095$; $p=0.387$], LM Test [$\chi^2(1)=1.457$; $p=0.227$], and Hausman Test [$\chi^2(4)=8.040$; $p=0.090$]. Results show a negative but statistically insignificant effect of ESG disclosure on stock return ($\beta=-2.688$; $p=0.257$; Adj $R^2=0.059$), rejecting H1. None of the control variables significantly influenced returns. The non-significance reflects six structural factors: regulatory immaturity of POJK 51/2017 (effective 2019), dominance of short-term retail investors, high ESG score homogeneity within JII constituents ($std=0.084$), macro-economic distortions during COVID-19, long-term nature of ESG benefits, and pre-publication information internalization. These findings are consistent with evidence from other emerging Islamic markets (Atan et al., 2018; Hambali & Adhariani, 2023; Aydogmus et al., 2022).*

Keywords: *ESG Disclosure, Jakarta Islamic Index, Islamic Capital Market, Panel Data Regression, Stock Return, Control Variables*

Abstrak: Meningkatnya integrasi pertimbangan keberlanjutan dalam keputusan investasi memunculkan pertanyaan empiris mendasar: apakah ESG disclosure secara sistematis menghasilkan return saham yang lebih tinggi, khususnya di pasar modal syariah? Penelitian ini mengkaji pengaruh ESG Disclosure Index terhadap return saham pada 12 perusahaan JII periode 2020–2024, menghasilkan 60 observasi panel seimbang. ESG score dibangun melalui analisis isi laporan keberlanjutan menggunakan daftar periksa 45 indikator berbasis GRI Standards 2021 dan POJK 51/2017. Tiga variabel kontrol ditambahkan: ROA, Leverage, dan SIZE. Common Effect Model dengan HC1 Robust Standard Errors dipilih berdasarkan Chow Test, LM Test, dan Hausman Test. Hasil menunjukkan pengaruh negatif namun tidak signifikan ($\beta=-2,688$; $p=0,257$; Adj $R^2=0,059$), H1 ditolak. Variabel kontrol juga tidak berpengaruh signifikan. Ketidaksignifikanan mencerminkan enam faktor: immaturitas regulasi POJK 51/2017, dominasi investor ritel jangka pendek, homogenitas ESG score JII, distorsi pandemi COVID-19, sifat manfaat ESG jangka panjang, dan internalisasi informasi sebelum publikasi. Temuan konsisten dengan studi di pasar syariah berkembang lainnya.

Kata Kunci: ESG Disclosure, Jakarta Islamic Index, Pasar Modal Syariah, Regresi Data Panel, Return Saham, Variabel Kontrol

1. Pendahuluan

Lanskap investasi global mengalami transformasi signifikan seiring meningkatnya perhatian terhadap dimensi keberlanjutan. Investor institusional, manajer aset, dan regulator di berbagai penjuru dunia kini menempatkan ESG Environmental, Social, and Governance sebagai komponen tidak terpisahkan dari kerangka analisis investasi. ESG dipandang bukan sekadar ukuran etis, melainkan proksi manajemen risiko jangka panjang yang mencerminkan ketangguhan bisnis di tengah tekanan regulasi, ekspektasi pemangku kepentingan, dan perubahan lingkungan (Giannopoulos et al., 2022).

Di Indonesia, momentum ESG mendapat dukungan regulasi yang kian menguat. OJK melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 mewajibkan emiten menyusun laporan keberlanjutan tahunan, sedangkan BEI meluncurkan program IDX ESG Leader sebagai pengakuan bagi emiten terbaik dalam pengungkapan ESG. Namun kesenjangan antara ambisi regulasi dan praktik lapangan masih lebar. Del Gesso & Lodhi (2024) menyoroti bahwa di pasar berkembang termasuk Indonesia, orientasi ESG disclosure masih lebih bersifat pemenuhan kewajiban daripada pelaporan strategis, sehingga kualitas dan konsistensinya bervariasi signifikan antaremiten.

Pasar modal syariah Indonesia menunjukkan pertumbuhan yang konsisten. OJK (2023) mencatat peningkatan berkelanjutan dalam jumlah saham yang masuk Daftar Efek Syariah (DES). Jakarta Islamic Index (JII) yang memuat 30 saham syariah pilihan dengan likuiditas tertinggi menjadi barometer kinerja saham syariah unggulan di Indonesia. Qoyum et al. (2022) menunjukkan bahwa perusahaan tersaring syariah di Indonesia dan Malaysia secara konsisten mengungguli perusahaan konvensional dalam dimensi lingkungan dan sosial ESG, menegaskan relevansi kontekstual penelitian ini.

Irisan konseptual antara investasi syariah dan prinsip ESG cukup dalam: keduanya menolak kegiatan usaha yang merusak lingkungan, mengeksploitasi manusia, atau melibatkan praktik tidak adil. Mahajan et al. (2023) menegaskan bahwa perusahaan dengan komitmen pemangku kepentingan yang kuat memiliki basis kinerja jangka panjang yang lebih kokoh sebuah argumen yang sejajar dengan maqashid al-syariah.

Versi sebelum revisi penelitian ini menggunakan 8 perusahaan (32 observasi) dan 10-item checklist ESG. Reviewer menyoroti tiga kelemahan: (1) sampel terlalu kecil; (2) tidak ada variabel kontrol; (3) checklist ESG terlalu sederhana. Revisi ini menjawab ketiga catatan tersebut dengan memperluas sampel menjadi 12 perusahaan (60 observasi), menambahkan tiga variabel kontrol (ROA, Leverage, SIZE), dan memperluas checklist ESG menjadi 45 indikator berbasis GRI Standards 2021 dan POJK 51/2017. Tujuan penelitian adalah menganalisis pengaruh ESG Disclosure Index terhadap return saham perusahaan JII periode 2020–2024 dengan mengendalikan profitabilitas, leverage, dan ukuran perusahaan.

2. Kajian Pustaka

2.1 *Signaling Theory*

Signaling theory berkaitan dengan pengambilan keputusan dalam kondisi asimetri informasi. Connelly et al. (2024) menegaskan bahwa inti teori ini adalah bagaimana pemberi sinyal mengirimkan informasi yang berbiaya untuk mengomunikasikan kualitas yang tidak dapat diverifikasi langsung. Sinyal yang mahal bagi peniru tetapi murah bagi pengirim berkualitas tinggi memiliki kredibilitas lebih besar. Pengungkapan ESG yang komprehensif memenuhi kriteria ini karena memerlukan investasi sumber daya manusia, sistem pelaporan internal, dan verifikasi pihak ketiga yang tidak mudah ditiru perusahaan berkualitas rendah. Giannopoulos et al. (2022) membuktikan bahwa perusahaan Norwegia dengan ESG disclosure lebih tinggi menghasilkan kinerja keuangan lebih baik. Del Gesso & Lodhi (2024) menegaskan signaling theory sebagai landasan dominan menjelaskan motivasi ESG disclosure di pasar dengan asimetri informasi tinggi.

2.2 *Stakeholder Theory*

Stakeholder theory menempatkan keberhasilan perusahaan dalam perspektif lebih luas dari sekadar kepentingan pemegang saham. Mahajan et al. (2023) dalam tinjauan bibliometrik terhadap 988 studi menyimpulkan bahwa perusahaan dengan manajemen relasi pemangku kepentingan yang baik secara konsisten menunjukkan kinerja finansial lebih unggul jangka

panjang. ESG disclosure berfungsi sebagai mekanisme akuntabilitas kepada seluruh pemangku kepentingan sekaligus alat manajemen reputasi. Habib et al. (2025) membuktikan bahwa integrasi ESG disclosure dan green financing signifikan meningkatkan kinerja perusahaan melalui mekanisme stakeholder theory.

2.3 Legitimacy Theory

Legitimacy theory (Suchman, 1995) menyatakan bahwa perusahaan melakukan pengungkapan ESG sebagai respons terhadap tekanan institusional untuk memperoleh legitimasi sosial, bukan semata karena penciptaan nilai ekonomis. Dalam konteks ini, ESG disclosure dipersepsikan sebagai biaya compliance yang mengurangi free cash flow, sehingga berpotensi menekan return saham jangka pendek (Nollet et al., 2016; Velte, 2017). Teori ini relevan untuk menjelaskan arah negatif koefisien ESG dalam penelitian ini.

2.4 ESG Disclosure

ESG merangkum tiga dimensi perilaku korporat yang saling berkaitan. Dimensi lingkungan mencakup pengelolaan emisi GRK, efisiensi energi, manajemen limbah, dan konservasi air. Dimensi sosial meliputi keselamatan tenaga kerja, program komunitas, dan tanggung jawab rantai pasokan. Dimensi tata kelola berkaitan dengan komposisi dewan, kebijakan antikorupsi, dan mekanisme audit. GRI (2024) menegaskan bahwa GRI Standards tetap menjadi kerangka pelaporan keberlanjutan paling banyak diadopsi secara global. Del Gesso & Lodhi (2024) menekankan kualitas pengungkapan lebih relevan untuk valuasi daripada sekadar kuantitas.

2.5 Return Saham

Return saham mengukur keuntungan atau kerugian investor atas kepemilikan saham dalam suatu periode. Secara operasional, return tahunan dihitung sebagai: $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$. Aditama (2022) menemukan pengaruh positif ESG score terhadap return saham IDX30 Indonesia, meski tidak konsisten di semua sektor. Hambali & Adhariani (2023) menunjukkan bahwa pada perusahaan syariah di pasar berkembang, dampak kinerja keberlanjutan terhadap return saham lebih lemah selama pandemi karena faktor makro mendominasi.

2.6 Pasar Modal Syariah dan JII

Pasar modal syariah Indonesia beroperasi dalam kerangka normatif syariah Islam, mensyaratkan rasio utang berbunga tidak melebihi 45% dari total aset dan mengecualikan sektor bertentangan dengan etika Islam (OJK, 2023). JII, diluncurkan BEI Juli 2000, memilih 30 saham syariah berdasarkan likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan evaluasi setiap enam bulan. Qoyum et al. (2022) secara empiris menguji apakah label syariah mengindikasikan kinerja ESG lebih baik dan menemukan perbedaan signifikan pada dimensi lingkungan dan sosial antara perusahaan syariah dan konvensional.

2.7 Penelitian Terdahulu

Giannopoulos et al. (2022) menemukan hubungan positif signifikan ESG disclosure dan kinerja keuangan perusahaan Norwegia. Aditama (2022) menemukan pengaruh positif ESG terhadap return IDX30, meski tidak konsisten antarsektor. Atan et al. (2018) pada 54 perusahaan Bursa Malaysia menemukan ESG tidak signifikan terhadap return sangat relevan karena kemiripan konteks pasar syariah ASEAN. Nollet et al. (2016) menemukan U-shaped relationship: ESG negatif jangka pendek, positif setelah threshold tertentu. Hambali & Adhariani (2023) membuktikan melemahnya hubungan ESG kinerja selama pandemi pada perusahaan syariah emerging market. Friede et al. (2015) dalam meta-analisis 2.200 studi menemukan 63% hasil positif, namun lebih kuat pada horizon jangka panjang. Habib et al. (2025) dan Gunarsih & Suprianto (2024) menemukan ESG positif terhadap firm value di pasar Indonesia dan global.

2.8 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan signaling theory dan stakeholder theory, ESG disclosure yang komprehensif mengurangi asimetri informasi dan memperkuat posisi kompetitif jangka panjang, didukung bukti empiris dari Giannopoulos et al. (2022), Aditama (2022), dan Habib et al. (2025). Hipotesis:

H1: ESG Disclosure berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan JII periode 2020–2024.

H2: ROA berpengaruh positif signifikan terhadap return saham perusahaan JII.

H3: Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham perusahaan JII.

H4: Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif signifikan terhadap return saham perusahaan JII.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatoris dengan data panel seimbang (balanced panel) yang menggabungkan observasi lintas perusahaan (cross-section) dan lintas waktu (time series). Seluruh data bersifat sekunder dan bersumber dari laporan keberlanjutan, laporan tahunan, portal keterbukaan informasi BEI (idx.co.id), Yahoo Finance untuk harga saham historis, serta situs resmi OJK dan perusahaan sampel.

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian mencakup seluruh saham yang terdaftar dalam JII selama periode 2020–2024. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling berdasarkan tiga kriteria: (1) terdaftar konsisten dalam JII sepanjang 2020–2024 tanpa interupsi; (2) menerbitkan laporan keberlanjutan atau dokumen setara yang memuat informasi ESG untuk setiap tahun; (3) data harga penutupan akhir tahun dan laporan keuangan tersedia lengkap. Sebanyak 12 perusahaan memenuhi ketiga kriteria (naik dari 8 perusahaan pada versi sebelumnya, merespons masukan reviewer tentang statistical power), menghasilkan 60 observasi perusahaan-tahun seimbang (12 perusahaan × 5 tahun) seperti disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
1	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk.	Pertambangan
2	ASII	PT Astra International Tbk.	Otomotif & Komponen
3	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk.	Perbankan
4	BRIS	PT Bank Syariah Indonesia Tbk.	Perbankan Syariah
5	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	Industri Pangan
6	EXCL	PT XL Axiata Tbk.	Telekomunikasi
7	INTP	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	Bahan Bangunan
8	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk.	Farmasi
9	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk.	Energi
10	PTBA	PT Bukit Asam Tbk.	Pertambangan Batubara
11	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk.	Telekomunikasi
12	UNTR	PT United Tractors Tbk.	Alat Berat

Sumber: Olahan peneliti (2025)

3.2 Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini mengalami perbaikan substansial dalam konstruksi variabel dibanding versi sebelumnya, merespons catatan reviewer tentang absennya variabel kontrol. ESG Disclosure Index dikonstruksi melalui analisis isi laporan keberlanjutan menggunakan daftar periksa 45 indikator berbasis GRI Standards 2021 dan POJK 51/2017, mencakup 15 indikator lingkungan (E01–E15), 15 indikator sosial (S01–S15), dan 15 indikator tata kelola (G01–G15). Setiap indikator diberi nilai biner: 1 jika diungkapkan, 0 jika tidak. $ESG\ Score = \frac{\sum \text{indikator diungkapkan}}{45}$. Enam observasi yang tidak tersedia laporan keberlanjutan diimputasi menggunakan pendekatan neighbor-year. Definisi operasional selengkapnya disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Simbol	Definisi	Pengukuran
Return Saham	RET	Tingkat pengembalian saham tahunan berbasis harga penutupan akhir tahun	$Rit = (Pit - Pit-1) / Pit-1$
ESG Disclosure Index	ESG	Proporsi pengungkapan 45 indikator ESG (GRI Standards 2021 + POJK 51/2017) dalam laporan keberlanjutan tahunan	$ESG\ Score = \frac{\sum \text{item diungkap}}{45}$; skala 0–1; binary (1=ya, 0=tidak)

Return on Assets	ROA	Profitabilitas aset; variabel kontrol	Laba Bersih / Total Aset × 100%
Leverage	LEV	Rasio utang terhadap total aset; variabel kontrol	Total Liabilitas / Total Aset
Ukuran Perusahaan	SIZE	Skala besar-kecilnya perusahaan; variabel kontrol	ln(Total Aset)

Sumber: GRI Standards 2021; POJK 51/2017; Olahan peneliti (2025)

3.3 Model Ekonometrika

Model regresi panel yang diestimasi mengikuti persamaan: $RET_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$, di mana RET = return saham tahunan; ESG = ESG Disclosure Index; ROA = Return on Assets (%); LEV = rasio leverage; $SIZE$ = $\ln(\text{Total Aset})$; ϵ = error term; i = perusahaan; t = tahun. Tiga model dipertimbangkan: CEM, FEM, dan REM. Pemilihan model mengikuti prosedur sekuensial: Chow Test → LM Test → Hausman Test. Uji asumsi klasik meliputi Breusch-Pagan (heteroskedastisitas), Durbin-Watson (autokorelasi), Jarque-Bera (normalitas), dan VIF (multikolinearitas). HC1 Robust Standard Errors diterapkan sebagai prosedur kehati-hatian standar (White, 1980). Signifikansi dinilai pada $\alpha = 5\%$.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian dari 60 observasi (12 perusahaan JII, 2020–2024).

Tabel 3 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (N = 60)

Variabel	N	Mean	Std Dev	Min	Q1	Median	Q3	Max	Skewness	Kurtosis
Return Saham	60	0,1107	0,9201	-0,3487	-0,1694	-0,0533	0,1597	6,7801	6,724	48,769
ESG Score	60	0,7996	0,0839	0,6000	0,7333	0,8222	0,8444	0,9333	-0,612	-0,162
ROA (%)	60	7,9659	5,2647	0,5491	3,4073	7,6443	11,1135	27,7068	0,990	2,391
Leverage	60	0,3907	0,1820	0,1455	0,2566	0,3511	0,4553	0,8055	0,988	-0,029
SIZE ln(TA)	60	32,2264	1,3306	30,7474	31,1158	31,6462	33,2644	35,4255	0,861	-0,266

Sumber: Diolah dari Annual Report & Sustainability Report 12 perusahaan JII (2020–2024)

Variabel return saham memiliki rata-rata 0,1107 dengan standar deviasi 0,9201, mencerminkan volatilitas tinggi. Nilai maksimum 6,7801 terjadi pada BRIS tahun 2020 akibat anomali pasca-merger pembentukan Bank Syariah Indonesia. Skewness positif ekstrem (6,724) dan kurtosis sangat tinggi (48,769) mengindikasikan distribusi leptokurtik dengan beberapa outlier return abnormal, konsekuensi wajar dari guncangan pandemi COVID-19. ESG Score memiliki rata-rata 0,7996 (std = 0,0839), mencerminkan tingkat pengungkapan yang tinggi (79,96% dari 45 indikator) dengan variasi rendah konsekuensi struktural dari karakteristik blue-chip JII dan POJK 51/2017. ROA rata-rata 7,97% dengan nilai ekstrim 27,71% pada PTBA 2022 akibat windfall profit batubara. Leverage rata-rata 0,39, konservatif sejalan dengan pembatasan JII (rasio utang $\leq 45\%$). SIZE rata-rata $\ln(\text{TA}) = 32,23$ dengan range 30,75–35,43, mencerminkan bahwa seluruh sampel adalah perusahaan berkapitalisasi besar.

4.2 Uji Asumsi Klasik

Uji heteroskedastisitas Breusch-Pagan menghasilkan $LM = 9,1446$ ($p = 0,0576 > 0,05$), mengindikasikan homokedastisitas. HC1 Robust Standard Errors tetap diterapkan sebagai prosedur kehati-hatian standar (White, 1980). Uji Durbin-Watson menghasilkan $DW = 2,165$ (rentang aman 1,5–2,5), mengindikasikan tidak ada autokorelasi serial. Uji Jarque-Bera menunjukkan residual tidak normal sempurna ($JB = 2.840,87$; $p < 0,01$), namun Central Limit Theorem berlaku pada $n = 60 \geq 30$ sehingga estimator OLS tetap BLUE secara asimtotik (Greene, 2012; Wooldridge, 2010).

4.3 Pemilihan Model Regresi Panel

Pemilihan model regresi panel dilakukan melalui tiga tahap pengujian sekuensial sebagaimana disajikan pada Tabel 4. Pengujian ini merupakan perbaikan dari versi sebelumnya yang hanya melakukan Chow Test.

Tabel 4 Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Uji	Hipotesis Nol (H ₀)	Statistik	d.f.	p-value	Kesimpulan
Chow Test	$\alpha_i = \text{konstan}$ (CEM \geq FEM)	F(11,44)=1,095	(11,44)	0,387	CEM dipilih
LM Test (Breusch-Pagan)	$\sigma^2u = 0$ (CEM \geq REM)	$\chi^2(1)=1,457$	$\chi^2(1)$	0,227	CEM dipilih
Hausman Test	REM konsisten & efisien	$\chi^2(4)=8,040$	$\chi^2(4)$	0,090	CEM optimal ($\alpha=5\%$)

Sumber: Diolah penulis (2025). Model terpilih: Common Effect Model dengan HC1 Robust SE

Chow Test menghasilkan $F(11,44) = 1,095$ ($p = 0,387 > 0,05$): tidak ada efek individu signifikan, CEM dipilih. LM Test Breusch-Pagan menghasilkan $\chi^2(1) = 1,457$ ($p = 0,227 > 0,05$): tidak ada random effects signifikan, CEM dipilih. Nilai theta Swamy-Arora ($\theta = 0,000$) mengkonfirmasi komponen variansi antar-individu $\sigma^2u = 0$, sehingga REM identik dengan CEM. Hausman Test menghasilkan $\chi^2(4) = 8,040$ ($p = 0,090 > 0,05$ pada $\alpha = 5\%$): REM relatif efisien, konsisten dengan CEM. Ketiga uji secara konsisten mengarah pada Common Effect Model (Pooled OLS) dengan HC1 Robust Standard Errors sebagai model terbaik (Baltagi, 2021; Hsiao, 2014).

4.4 Uji Multikolinearitas

Tabel 5a dan 5b menyajikan matriks korelasi Pearson dan nilai VIF. ESG Score berkorelasi negatif signifikan dengan return ($r = -0,279$; $p < 0,05$), memberikan indikasi awal arah pengaruh. Korelasi tertinggi antara Leverage dan SIZE ($r = 0,645$; $p < 0,01$). VIF maksimum 1,772 jauh di bawah nilai kritis 5 (Gujarati & Porter, 2009), mengkonfirmasi tidak ada multikolinearitas.

Tabel 5a Matriks Korelasi Pearson Antarvariabel

Variabel	Return	ESG	ROA	LEV	SIZE
Return Saham	1,000	-0,279**	-0,171	-0,079	0,072
ESG Score	-0,279**	1,000	0,275**	-0,050	-0,058
ROA (%)	-0,171	0,275**	1,000	-0,355***	-0,358***
Leverage	-0,079	-0,050	-0,355***	1,000	0,645***
SIZE ln(TA)	0,072	-0,058	-0,358***	0,645***	1,000

Keterangan: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Tabel 5b Variance Inflation Factor (VIF)

Variabel	VIF	Tolerance	Status Multikolinearitas
ESG Score	1,086	0,921	Bebas (VIF < 5)
ROA (%)	1,279	0,782	Bebas (VIF < 5)
Leverage	1,769	0,565	Bebas (VIF < 5)
SIZE ln(TA)	1,772	0,565	Bebas (VIF < 5)

Sumber: Diolah penulis (2025). Semua VIF < 5 → bebas multikolinearitas

4.5 Hasil Regresi Panel

Hasil estimasi Common Effect Model dengan HC1 Robust Standard Errors disajikan pada Tabel 6. Persamaan regresi: $RET_{it} = -0,888 - 2,688 ESG_{it} - 0,023 ROA_{it} - 1,253 LEV_{it} + 0,119 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$

Tabel 6 Hasil Estimasi Regresi Panel Common Effect Model (Pooled OLS, HC1 Robust SE)

Variabel	Koef. (β)	SE Robust HC1	t-Stat	p-value	Sig .	Keterangan
Konstanta (α)	-0,8880	2,2579	-0,393	0,694	—	Tidak signifikan
ESG Score (β ₁)	-2,6883	2,3712	-1,134	0,257	—	H1 Ditolak
ROA % (β ₂)	-0,0228	0,0274	-0,832	0,406	—	H2 Ditolak
Leverage (β ₃)	-1,2530	1,2799	-0,979	0,328	—	H3 Ditolak
SIZE ln(TA) (β ₄)	+0,1185	0,1344	+0,882	0,378	—	H4 Ditolak
F-stat = 1,920 (p=0,120)	R ² = 0,1225	Adj R ² = 0,059	DW = 2,165	n = 60		

Keterangan: *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,10. SE = HC1 Heteroscedasticity-Consistent SE.
 Sumber: Diolah penulis (2025)

F-statistik = 1,920 (p = 0,120) mengindikasikan model keseluruhan belum signifikan pada α = 5%. R² = 0,1225 (12,25% variasi return dijelaskan). Adjusted R² = 0,059 (5,87%) merupakan nilai yang wajar—Fama & French (1993) menjelaskan 10–15% variasi return individual tahunan, dan Friede et al. (2015) mencatat median R² < 10% untuk penelitian ESG–return. DW = 2,165 mengkonfirmasi tidak ada autokorelasi.

4.6 Pembahasan: ESG Disclosure terhadap Return Saham

ESG Disclosure Index memiliki koefisien -2,688 (t = -1,134; p = 0,257 > 0,05), tidak signifikan secara statistik. H1 ditolak. Arah koefisien yang negatif mengindikasikan bahwa peningkatan ESG berhubungan dengan penurunan return, meskipun tidak terbukti secara statistik. Enam faktor struktural dan kontekstual menjelaskan temuan ini:

Pertama, immaturitas regulasi dan mekanisme pricing ESG. POJK 51/2017 efektif berlaku bagi emiten pada 2019 hanya satu tahun sebelum periode penelitian dimulai. Pasar modal Indonesia belum memiliki infrastruktur ESG investing yang matang: standar pengungkapan terverifikasi, database ESG rating lokal, dan produk investasi ESG yang memadai belum tersedia. Del Gesso & Lodhi (2024) menegaskan kematangan regulasi sebagai determinan kunci kekuatan respons investor terhadap sinyal ESG.

Kedua, dominasi investor ritel berorientasi jangka pendek. OJK (2023) mencatat bahwa sebagian besar investor baru BEI memasuki pasar pasca-pandemi tanpa pemahaman mendalam tentang ESG. Investor institusional yang menggunakan ESG screening belum mendominasi volume transaksi BEI. Tanpa basis investor yang mampu mentranslasi sinyal ESG ke dalam keputusan alokasi modal, mekanisme signaling theory tidak memiliki saluran aktif (Connelly et al., 2024).

Ketiga, homogenitas ESG score dalam sampel JII. Standar deviasi 0,0839 (range 0,60–0,93) membatasi kemampuan diskriminatif ESG secara statistik. Seluruh konstituen JII mengungkapkan pada level yang relatif serupa akibat persyaratan penyaringan syariah. Qoyum et al. (2022) mendokumentasikan fenomena ini sebagai karakteristik struktural perusahaan tersaring syariah.

Keempat, dominasi faktor makroekonomi pandemi COVID-19. Periode 2020–2024 mencakup lockdown global, pemulihan tidak merata, dan siklus komoditas tidak biasa. Faktor makro (suku bunga BI, nilai tukar USD/IDR, harga komoditas, capital flows) mendominasi variasi return saham. Hambali & Adhariani (2023) membuktikan melemahnya hubungan ESG kinerja selama krisis sistemik pada perusahaan syariah emerging market.

Kelima, sifat jangka panjang manfaat ESG. Pengurangan risiko reputasi, akses green financing berbiaya rendah, efisiensi operasional, dan resiliensi terhadap regulasi lingkungan tidak tercermin dalam return saham tahunan. Friede et al. (2015) menemukan hubungan ESG kinerja secara konsisten lebih kuat pada horizon >5 tahun. Biaya implementasi ESG yang bersifat immediate menjelaskan arah negatif koefisien.

Keenam, internalisasi informasi ESG sebelum publikasi laporan tahunan. Perusahaan JII mendapat liputan intensif analisis sekuritas sepanjang tahun. Informasi ESG kemungkinan sudah terinternalisasi dalam harga sebelum laporan keberlanjutan tahunan diterbitkan. Ini merupakan manifestasi efisiensi pasar semi-kuat (Fama, 1970) pada segmen large-cap BEI.

4.7 Pembahasan: Variabel Kontrol

ROA ($\beta = -0,023$; $p = 0,406$) tidak berpengaruh signifikan. H2 ditolak. Temuan ini konsisten dengan Semi-Strong Form EMH (Fama, 1970): informasi profitabilitas historis sudah tercermin penuh dalam harga saham. Arah negatif mencerminkan fenomena mean-reversion profitabilitas (Fama & French, 2000) perusahaan dengan ROA sangat tinggi cenderung mengalami normalisasi pada periode berikutnya.

Leverage ($\beta = -1,253$; $p = 0,328$) tidak berpengaruh signifikan. H3 ditolak. Penyaringan JII yang membatasi rasio utang $\leq 45\%$ menciptakan sampel dengan leverage homogen (mean=0,39; std=0,18), membatasi daya pembeda statistik. Dalam kerangka syariah, optimalisasi utang untuk tax shield dibatasi prinsip larangan riba, sehingga efek leverage tidak berpola seperti prediksi Modigliani & Miller (1963).

SIZE ($\beta = +0,119$; $p = 0,378$) tidak berpengaruh signifikan. H4 ditolak. Seluruh perusahaan JII merupakan large-cap; variasi SIZE dalam sampel (range 30,75–35,43) terlalu sempit untuk mendeteksi size premium (Banz, 1981). Karakteristik perusahaan besar sudah sepenuhnya tercermin dalam harga saham.

4.8 Perbandingan dengan Penelitian Terdahulu

Tabel 7 menyajikan perbandingan sistematis dengan dua belas penelitian terdahulu yang relevan.

Tabel 7 Perbandingan dengan Penelitian Terdahulu

Peneliti (Tahun)	Sampel & Periode	Metode	Var. Dependen	Hasil ESG	Relevansi
Nollet et al. (2016)	58 S&P 500, 2007–2011	Panel OLS	Kinerja Keuangan	Negatif/tdk sig. (U-shaped)	Mendukung H1 ditolak
Velte (2017)	412 perusahaan Jerman, 2010–2014	Panel OLS	Tobin's Q, ROA	Tidak signifikan	Mendukung H1 ditolak
Atan et al. (2018)	54 Bursa Malaysia, 2010–2015	Panel Data	Return, ROE	Tidak signifikan	Relevan: ASEAN syariah
About & Diab (2018)	100 perusahaan Mesir, 2007–2016	Panel	Tobin's Q	Negatif, tdk sig.	Relevan: emerging market
Friede et al. (2015)	2.200 studi, meta-analisis	Meta-analisis	Kinerja Keuangan	63% positif (jangka panjang)	ESG relevan jk panjang
Shakil et al. (2019)	50 perusahaan Bangladesh, 2013–2017	Panel OLS	Return Saham	Positif signifikan	Beda konteks; pasar kecil
Yoon et al. (2018)	201 perusahaan Korea Selatan	Panel OLS	Return Saham	Δ ESG positif signifikan	Perubahan ESG, bukan level
Aydogmus et al. (2022)	BRICS, 2015–2020	Panel Data	Return Saham	Mixed (CN/BR sig.; India/SA tdk)	Mendukung konteks EM
Hambali & Adhariani (2023)	Perusahaan syariah EM, pandemi	Panel	Kinerja Keuangan	Melemah saat pandemi	Sangat relevan: syariah+pandemi
Qoyum et al. (2022)	Indonesia & Malaysia, syariah	Panel	ESG & Kinerja	Label syariah \approx ESG env/soc	Sangat relevan: JII konteks
Aditama (2022)	IDX30, Indonesia	Regresi	Return Saham	Positif (tdk konsisten)	Relevan: pasar lokal
Gunarsih & Suprianto (2024)	IDX ESG Leaders, Indonesia	Regresi	Firm Value	Positif Tobin's Q	ESG \rightarrow nilai, bukan langsung return
Penelitian ini (2025)	12 perusahaan JII, 2020–2024 (N=60)	Pooled OLS HC1	Return Saham	$\beta = -2,688$; $p = 0,257$ (negatif, tdk sig.)	—

Sumber: Dikompilasi dari berbagai sumber (2015–2025)

Temuan penelitian ini konsisten dengan kelompok studi yang menemukan ESG tidak signifikan atau negatif di pasar berkembang: Nollet et al. (2016), Velte (2017), Atan et al. (2018), Aboud & Diab (2018), Aydogmus et al. (2022) pada BRICS, dan Hambali & Adhariani (2023) pada syariah EM. Atan et al. (2018) paling relevan kontekstual karena kemiripan struktur pasar syariah ASEAN. Perbedaan dengan Shakil et al. (2019) dan Aditama (2022) yang menemukan ESG positif dapat dijelaskan perbedaan metodologi, komposisi sampel, dan periode pengamatan.

Friede et al. (2015) menegaskan hubungan ESG kinerja lebih kuat pada horizon jangka panjang (>5 tahun) konsisten dengan penelitian ini yang menggunakan return tahunan. Yoon et al. (2018) menambahkan: yang relevan bagi return bukan level ESG melainkan perubahan ESG score (Δ ESG), sehingga perusahaan JII yang mempertahankan level ESG tinggi tanpa peningkatan signifikan tidak menghasilkan sinyal inkremental.

5. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh ESG Disclosure Index terhadap return saham pada 12 perusahaan JII periode 2020–2024 (N = 60) menggunakan Common Effect Model dengan HC1 Robust Standard Errors, dipilih berdasarkan Chow Test, LM Test, dan Hausman Test. ESG Score dikonstruksi dari 45 indikator GRI Standards 2021 dan POJK 51/2017. Tiga variabel kontrol (ROA, Leverage, SIZE) ditambahkan merespons masukan reviewer.

Hasil: (1) ESG Disclosure tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham ($\beta=-2,688$; $p=0,257$); H1 ditolak. (2) ROA tidak berpengaruh signifikan ($\beta=-0,023$; $p=0,406$); H2 ditolak. (3) Leverage tidak berpengaruh signifikan ($\beta=-1,253$; $p=0,328$); H3 ditolak. (4) SIZE tidak berpengaruh signifikan ($\beta=+0,119$; $p=0,378$); H4 ditolak. Model menjelaskan 5,87% variasi return (Adjusted $R^2=0,059$).

Ketidaksignifikanan ESG mencerminkan kondisi struktural pasar modal syariah Indonesia yang masih dalam fase transisi: immaturitas regulasi POJK 51/2017, dominasi investor ritel, homogenitas ESG score JII, distorsi pandemi COVID-19, sifat jangka panjang manfaat ESG, dan efisiensi pasar semi-kuat. Temuan konsisten dengan studi di pasar berkembang dan syariah (Atan et al., 2018; Hambali & Adhariani, 2023; Aydogmus et al., 2022).

Keterbatasan: (1) sampel 12 perusahaan JII belum merepresentasikan seluruh saham syariah Indonesia; (2) pengukuran ESG biner tidak menangkap kualitas pengungkapan; (3) 6 observasi diimputasi; (4) tidak ada variabel kontrol makroekonomi. Penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas sampel ke ISSI, menggunakan ESG weighted score atau data Bloomberg/MSCI, menambahkan variabel makroekonomi, menggunakan abnormal return (CAPM-adjusted), dan mengeksplorasi moderasi investor institusional pada hubungan ESG–return di pasar modal syariah Indonesia.

Daftar Pustaka

- Aboud, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442–458.
- Aditama, F. W. (2022). Analisis pengaruh environment, social, governance (ESG) score terhadap return saham yang terdaftar di indeks IDX30. *Contemporary Studies in Economics and Finance*, 1(4), 592–602.
- 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*, 29(2), 182–194.
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(S2), S119–S127.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2024). Signaling theory: State of the theory and its future. *Journal of Management*, 51(1).
- Del Gesso, C., & Lodhi, R. N. (2024). Theories underlying ESG disclosure: A systematic review of accounting studies. *Journal of Accounting Literature*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business*, 73(2), 161–175.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- 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.
- Giannopoulos, G., Fagernes, R. V. K., Elmarzouky, M., & Hossain, K. A. B. M. A. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237.
- Global Reporting Initiative. (2024). GRI universal standards 2021. GRI. <https://www.globalreporting.org/standards>
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis* (7th ed.). Prentice Hall.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Gunarsih, T., & Suprianto, A. (2024). ESG disclosure, capital structure, and profitability in explaining firm value of Indonesia's IDX ESG Leaders. *Journal of Islamic Economics Lariba*, 10(1), 1–22.
- Habib, A., Olaah, J., Khan, M. H., & Lubos, S. (2025). Does integration of ESG disclosure and green financing improve firm performance. *Heliyon*, 11(4), e41996.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage.
- Hambali, A., & Adhariani, D. (2023). Sustainability performance at stake during COVID-19 pandemic? Evidence from Sharia-compliant companies in emerging markets. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(1), 80–99.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2007). Exploring the ethical identity of Islamic banks via communication in annual reports. *Journal of Business Ethics*, 76(1), 97–116.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data* (3rd ed.). Cambridge University Press.
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2–3), 95–101.
- Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400–407.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). *Statistik pasar modal syariah Indonesia 2023*. OJK.
- Qoyum, A., Sakti, M. R. P., Thaker, H. M. T., & AlHashfi, R. U. (2022). Does the Islamic label indicate good ESG performance? *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 306–320.
- Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do ESG performance affect the financial performance of banks? *Management of Environmental Quality*, 30(6), 1331–1344.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an influence on financial performance? *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.