

Sustainability Signals in Emerging Markets: The Effect of ESG Disclosure and Profitability on Stock Returns with Firm Size as a Moderator (Evidence from LQ45 Index, 2020–2024)

Shita Debby Fardeliah¹, Jeni Susyanti^{2*}, Mohamad Bastomi³

Universitas Islam Malang¹, Universitas Islam Malang², Universitas Islam Malang³

debbydeliah0@gmail.com, Jenisusyanti@unisma.ac.id, Mb.tomi@unisma.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 12 Januari 2026

Disetujui : 21 Januari 2026

Dipublikasi : 1 April 2026

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure and Return on Assets (ROA) on stock returns, with firm size as a moderating variable, in companies listed in the LQ45 index during the 2020–2024 period. The research adopts a quantitative approach using secondary data obtained from annual reports and sustainability reports. The sample consists of 24 firms selected through purposive sampling. Data were analyzed using Partial Least Squares–Structural Equation Modeling (PLS-SEM). The results indicate that ESG disclosure and ROA have a positive and significant effect on stock returns. ROA emerges as the most dominant factor, highlighting that profitability remains a primary signal for investors in the Indonesian capital market. Firm size also has a positive effect on stock returns. In terms of moderation, firm size does not moderate the relationship between ESG disclosure and stock returns, but it strengthens the effect of ROA on stock returns. These findings suggest that profitability signals from larger firms are perceived as more credible by investors, while the impact of ESG disclosure is consistent regardless of firm size. This study contributes to the sustainable finance literature and provides practical implications for investors, corporate management, and capital market regulators.

Keywords: ESG Disclosure, ROA, Stock Return, Firm Size, LQ45, IDX.

PENDAHULUAN

Dalam dekade terakhir, isu keberlanjutan telah menjadi pusat perhatian dalam dinamika ekonomi global. Perubahan iklim, ketimpangan sosial, dan lemahnya tata kelola perusahaan mendorong lahirnya paradigma baru dalam dunia bisnis yang menekankan pentingnya Environmental, Social, and Governance (ESG) sebagai tolok ukur kinerja non-keuangan yang mencerminkan keberlanjutan jangka panjang suatu entitas. Berdasarkan laporan Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2023), total investasi berbasis ESG di seluruh dunia mencapai USD 35,3 triliun atau sekitar 36% dari total aset yang dikelola secara profesional, meningkat tajam dibandingkan periode sebelumnya. Fenomena ini menandai pergeseran signifikan dalam orientasi investasi global, di mana investor kini menilai keberlanjutan sebagai komponen strategis yang tidak hanya berkontribusi pada reputasi perusahaan, tetapi juga pada kinerja finansial jangka panjang (Friede et al., 2020; Clark et al., 2021).

Kecenderungan serupa juga terjadi di kawasan Asia, termasuk Indonesia. Pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah memperkuat kebijakan keuangan berkelanjutan dengan menerbitkan POJK No. 51/POJK.03/2017, yang mewajibkan lembaga keuangan, emiten, dan perusahaan publik untuk menyusun Sustainability Report sejak tahun 2020. Langkah ini bertujuan meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan terhadap aspek keberlanjutan. Namun, penelitian menunjukkan bahwa kualitas pengungkapan ESG antar perusahaan di Indonesia masih sangat bervariasi—baik dalam kedalaman informasi maupun konsistensi pelaporan (Sari &

Wahyudi, 2022; Wulandari & Firmansyah, 2023). Hal ini menandakan bahwa walaupun ESG telah menjadi bagian dari tata kelola korporasi, implementasi dan pelaporannya masih menghadapi tantangan besar di tingkat nasional. Dalam konteks keberlanjutan bisnis di tingkat usaha kecil dan menengah, Susyanti et al. (2023) menemukan bahwa adopsi praktik bisnis hijau (green business practices) berperan signifikan dalam meningkatkan pendapatan usaha melalui efisiensi sumber daya dan kepemimpinan yang berorientasi lingkungan. Mereka menegaskan bahwa “business capital, green business practice adoption, and leadership can positively and significantly predict business income”

Hubungan antara pengungkapan ESG dan return saham dapat dijelaskan melalui Signaling Theory dan Stakeholder Theory. Berdasarkan Signaling Theory (Spence, 1973), perusahaan yang mengungkapkan informasi ESG secara transparan memberikan sinyal positif kepada investor mengenai kinerja manajerial, stabilitas jangka panjang, serta tanggung jawab sosial perusahaan. Di sisi lain, Stakeholder Theory (Freeman et al., 2020) menegaskan bahwa keberhasilan perusahaan dalam mengelola kepentingan para pemangku kepentingan akan meningkatkan legitimasi sosial dan mendukung penciptaan nilai ekonomi. Meski demikian, beberapa studi menemukan hasil yang tidak konsisten; sementara sebagian penelitian menunjukkan bahwa ESG berdampak positif terhadap kinerja pasar, sebagian lainnya justru menemukan efek yang lemah atau bahkan negatif, tergantung pada kondisi industri dan karakteristik perusahaan (Fernando et al., 2022).

Selain aspek keberlanjutan, Return on Assets (ROA) juga menjadi indikator penting yang mencerminkan efisiensi perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan keuntungan. Menurut Kim dan Li (2022), perusahaan dengan tingkat ROA yang tinggi lebih mampu membiayai kegiatan keberlanjutan dan mengkomunikasikan nilai tambahnya kepada investor. Namun, hasil empiris mengenai hubungan antara ROA dan return saham masih menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa studi seperti Rahman et al. (2023) menemukan hubungan positif antara keduanya, sedangkan Putri dan Santoso (2021) menunjukkan bahwa pengaruh tersebut tidak signifikan di pasar Indonesia. Inkonsistensi ini menunjukkan bahwa hubungan antara profitabilitas dan return saham mungkin dipengaruhi oleh faktor kontekstual lainnya.

Salah satu faktor yang berpotensi memengaruhi kekuatan hubungan tersebut adalah ukuran perusahaan (firm size). Perusahaan besar umumnya memiliki sumber daya lebih besar, sistem pengendalian yang lebih baik, serta perhatian publik dan investor yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil (Agyemang & Ansong, 2021). Hal ini menjadikan ukuran perusahaan relevan sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh ESG maupun ROA terhadap return saham. Akan tetapi, hasil penelitian di negara berkembang menunjukkan temuan yang kontradiktif. Misalnya, Siregar dan Utama (2021) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu memperkuat hubungan ESG terhadap return saham, karena masih terdapat asimetri informasi dan perbedaan kualitas pelaporan ESG antar perusahaan.

Dalam konteks Indonesia, penelitian tentang ESG masih relatif terbatas, terutama yang menyoroti keterkaitannya dengan return saham. Sebagian besar studi terdahulu berfokus pada hubungan ESG dengan nilai perusahaan (firm value) atau kinerja keuangan, bukan dengan imbal hasil pasar (Sari & Wahyudi, 2022; Putri & Santoso, 2021). Lebih jauh, hanya sedikit penelitian yang melibatkan firm size sebagai variabel moderasi yang dapat menjelaskan variabilitas hubungan tersebut. Penelitian ini berfokus pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45, karena kelompok ini terdiri atas perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar, likuiditas tinggi, serta representasi kuat terhadap kondisi pasar modal Indonesia. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran empiris yang lebih akurat mengenai bagaimana investor merespons pengungkapan ESG pada perusahaan unggulan nasional.

Pandemi COVID-19 yang melanda sejak awal 2020 memberikan tekanan besar pada pasar keuangan global, termasuk Indonesia. Fluktuasi pasar yang ekstrem memunculkan pertanyaan baru mengenai ketahanan perusahaan dengan kinerja ESG yang baik terhadap krisis. Penelitian oleh Lee et al. (2022) dan Nguyen & Hoang (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi cenderung memiliki volatilitas saham yang lebih rendah selama periode krisis. Hal ini menunjukkan bahwa keberlanjutan dapat menjadi faktor mitigasi risiko yang penting bagi investor. Oleh karena itu, periode 2020–2024 menjadi waktu yang ideal untuk mengevaluasi kembali pengaruh ESG dan ROA terhadap return saham, terutama pada masa pasca-pandemi yang ditandai

dengan pemulihan ekonomi dan penyesuaian kebijakan investasi berkelanjutan.

Kebaruan (novelty) penelitian ini terletak pada tiga aspek utama. Pertama, secara kontekstual, penelitian ini merupakan salah satu yang menganalisis hubungan antara ESG disclosure dan return saham pada perusahaan LQ45 selama periode pasca-implementasi kebijakan sustainability reporting (2020–2024). Kedua, secara konseptual, penelitian ini mengintegrasikan Stakeholder Theory dan Signaling Theory untuk membangun model yang menghubungkan faktor keberlanjutan dan profitabilitas terhadap kinerja pasar. Ketiga, minimnya penelitian yang menggunakan firm size sebagai variabel moderasi yang berpotensi menjelaskan hubungan ESG dan ROA terhadap return saham. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis dan praktis. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur tentang keuangan berkelanjutan dengan pendekatan empiris yang mengintegrasikan faktor keberlanjutan dan kinerja keuangan dalam satu model komprehensif. Secara praktis, penelitian ini bermanfaat bagi investor dalam mempertimbangkan strategi investasi berbasis ESG, bagi manajemen perusahaan dalam meningkatkan praktik keberlanjutan yang sinergis dengan profitabilitas, serta bagi regulator seperti OJK dan BEI dalam mengevaluasi efektivitas kebijakan pelaporan keberlanjutan di Indonesia.

STUDI LITERATUR

Signalling Theory

Teori sinyal (*signaling theory*) yang dikemukakan oleh Michael Spence (1973) menjelaskan bahwa perusahaan memiliki insentif untuk menyampaikan informasi privat kepada pasar guna mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Dalam konteks pasar modal modern, sinyal tidak lagi terbatas pada indikator keuangan tradisional, tetapi juga mencakup informasi non-keuangan seperti pengungkapan ESG. ESG disclosure berfungsi sebagai *credible signal* yang menunjukkan kualitas manajemen, kapabilitas pengelolaan risiko jangka panjang, serta komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan (Chen et al., 2022).

Namun, signaling theory memiliki keterbatasan karena berfokus pada hubungan bilateral antara perusahaan dan investor. Oleh karena itu, teori ini dilengkapi oleh stakeholder theory yang dikemukakan oleh R. Edward Freeman (1984), yang menekankan bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh pemegang saham, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan memenuhi ekspektasi berbagai pemangku kepentingan, seperti regulator, masyarakat, karyawan, dan lingkungan. Dalam perspektif ini, ESG disclosure dipandang sebagai mekanisme legitimasi sosial yang memperkuat keberterimaan perusahaan di mata publik dan pasar (García et al., 2021).

Integrasi signaling theory dan stakeholder theory memberikan landasan konseptual yang lebih komprehensif dalam menjelaskan bagaimana ESG disclosure dan kinerja keuangan memengaruhi return saham. ESG bertindak sebagai sinyal kualitas sekaligus instrumen legitimasi, sedangkan kinerja keuangan mencerminkan realisasi nilai ekonomi yang diharapkan investor.

ESG Disclosure Sebagai Sinyal Pasar

ESG disclosure merupakan pengungkapan informasi terkait aspek environmental, social, dan governance yang mencerminkan sejauh mana perusahaan mengintegrasikan prinsip keberlanjutan dalam aktivitas operasionalnya. ESG dipandang sebagai konstruk multidimensi yang merepresentasikan kualitas tata kelola, manajemen risiko non-keuangan, serta orientasi jangka panjang perusahaan (Alsaifi et al., 2020).

Dalam perspektif signaling theory, ESG disclosure berfungsi sebagai *market signal* yang menunjukkan rendahnya risiko keberlanjutan dan tingginya kredibilitas manajemen. Investor cenderung merespons positif perusahaan dengan tingkat ESG disclosure yang tinggi karena dipersepsikan memiliki stabilitas operasional dan prospek pertumbuhan yang lebih baik (Chen et al., 2022). Namun, efektivitas ESG sebagai sinyal tidak selalu konsisten karena bergantung pada konteks pasar dan karakteristik perusahaan, sehingga menghasilkan temuan empiris yang beragam.

Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : ESG Disclosure berpengaruh positif terhadap Return Saham.

ROA Sebagai Kinerja Keuangan

Return on Assets (ROA) merupakan indikator profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba melalui pemanfaatan total aset. ROA mencerminkan efisiensi manajemen dan kekuatan operasional perusahaan, sehingga sering digunakan investor sebagai dasar penilaian kinerja (Brigham & Houston, 2019; Kasmir, 2018).

Dalam kerangka signaling theory, ROA berfungsi sebagai sinyal finansial yang menunjukkan kesehatan perusahaan dan kapasitas penciptaan nilai. Sejumlah penelitian menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap return saham karena profitabilitas yang tinggi mendorong respons positif investor (Putra & Kindangen, 2022). Namun, penelitian lain menunjukkan pengaruh yang lemah atau tidak signifikan, terutama pada perusahaan besar dan saham unggulan, karena informasi profitabilitas telah tercermin dalam harga saham atau dikalahkan oleh faktor non-keuangan seperti ESG dan kondisi pasar (Rahman et al., 2020; Brooks & Oikonomou, 2018).

Inkonistensi temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh ROA terhadap return saham masih kontekstual dan relevan untuk diteliti kembali.

H2 : ROA berpengaruh positif terhadap Return Saham.

Ukuran perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

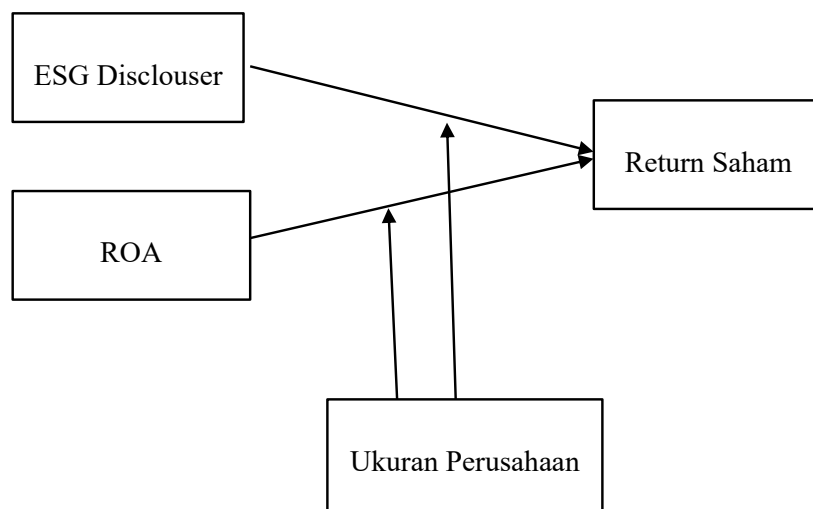
Ukuran perusahaan mencerminkan skala operasi dan ketersediaan sumber daya, yang umumnya diukur melalui total aset atau kapitalisasi pasar. Perusahaan berukuran besar cenderung memiliki sistem tata kelola yang lebih mapan, visibilitas publik yang lebih tinggi, serta pengawasan regulator yang lebih ketat, sehingga informasi yang disampaikan lebih kredibel di mata investor.

Dalam perspektif signaling theory, ukuran perusahaan berperan sebagai *credibility amplifier* yang memperkuat efektivitas sinyal ESG disclosure dan kinerja keuangan. ESG disclosure dan ROA pada perusahaan besar lebih dipercaya dan lebih mungkin direspons oleh pasar dibandingkan perusahaan kecil (Zhang et al., 2021; Han et al., 2022). Dengan demikian, ukuran perusahaan diperkirakan memoderasi hubungan antara ESG disclosure, ROA, dan return saham.

Berdasarkan argumen tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Ukuran Perusahaan memoderasi hubungan antara ESG Disclosure terhadap Return Saham.

H4: Ukuran Perusahaan memoderasi hubungan antara ROA terhadap Return Saham.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Ringkasan Research Inconsistency

Literatur menunjukkan bahwa pengaruh ESG disclosure dan ROA terhadap return saham masih menghasilkan temuan yang tidak konsisten. Perbedaan konteks pasar, periode penelitian, serta karakteristik perusahaan—khususnya ukuran perusahaan—menjadi faktor utama yang menjelaskan variasi hasil penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini mengisi celah riset dengan menguji peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara ESG disclosure, ROA, dan return saham pada konteks pasar modal negara berkembang.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas untuk menganalisis pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure dan Return on Assets (ROA) terhadap return saham, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Pendekatan kuantitatif dipilih karena tujuan penelitian adalah menguji hubungan empiris antar variabel berbasis data sekunder pasar modal, serta mengukur kekuatan dan arah pengaruh secara objektif dan terukur.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Indeks LQ45 dipilih karena merepresentasikan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar besar, serta tingkat perhatian investor yang kuat, sehingga respons pasar terhadap sinyal keuangan dan non-keuangan dapat diamati secara lebih jelas. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria perusahaan yang secara konsisten tercatat dalam indeks LQ45 selama periode pengamatan serta memiliki laporan keuangan dan sustainability report yang lengkap. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 24 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh melalui teknik dokumentasi, berupa laporan keuangan tahunan (annual report), laporan keberlanjutan (sustainability report), serta data harga saham penutupan akhir tahun. Seluruh data dikumpulkan dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan situs resmi masing-masing perusahaan.

Pengukuran variabel dilakukan secara operasional dan transparan. Return saham diukur menggunakan perubahan harga saham tahunan dengan formula:

$$Return_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

di mana P_{it} adalah harga saham penutupan perusahaan i pada akhir tahun t dan P_{it-1} adalah harga saham penutupan pada akhir tahun sebelumnya. Penggunaan return berbasis harga saham tahunan dipilih karena mencerminkan respons pasar terhadap informasi keuangan dan non-keuangan yang dipublikasikan secara periodik.

Return on Assets (ROA) diukur sebagai rasio profitabilitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari total aset, dengan formula:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma natural dari total aset untuk mengurangi potensi skewness data dan meningkatkan stabilitas estimasi model.

Pengukuran ESG disclosure dilakukan menggunakan indeks pengungkapan ESG berbasis Global Reporting Initiative (GRI Standards 2021) yang disesuaikan dengan ketentuan POJK No. 51/POJK.03/2017. Indeks ESG dihitung melalui metode content analysis dengan pendekatan dummy, di mana setiap item pengungkapan ESG diberi skor 1 jika diungkapkan dan 0 jika tidak diungkapkan. Skor ESG dihitung menggunakan formula:

$$ESG\ Score = \frac{\sum \text{Item ESG yang Diungkapkan}}{\text{Total Item ESG}}$$

Pendekatan ini memberikan transparansi dalam pengukuran ESG dan memungkinkan replikasi penelitian pada konteks dan periode yang berbeda.

Analisis data dilakukan menggunakan Partial Least Squares–Structural Equation Modeling (PLS-SEM) dengan bantuan perangkat lunak SmartPLS. PLS-SEM dipilih bukan sebagai metode utama inferensi kausal makro, melainkan sebagai pendekatan prediktif dan eksploratif yang sesuai dengan karakteristik penelitian. Penggunaan PLS-SEM didasarkan pada beberapa pertimbangan metodologis. Pertama, model penelitian bersifat kompleks karena melibatkan variabel moderasi dan interaksi antar konstruk, sehingga membutuhkan estimasi simultan antara model pengukuran dan model struktural. Kedua, ukuran sampel relatif terbatas dan distribusi data keuangan cenderung tidak normal, sehingga metode regresi panel klasik berpotensi menghasilkan estimasi yang tidak stabil. Ketiga, PLS-SEM memiliki orientasi prediktif yang kuat dan lebih fleksibel dalam menangani heterogenitas data pasar modal negara berkembang.

Meskipun demikian, penelitian ini menyadari keterbatasan PLS-SEM dalam inferensi kausal dibandingkan regresi panel. Oleh karena itu, PLS-SEM digunakan secara sadar sebagai alat untuk menguji kekuatan hubungan struktural dan kemampuan prediktif model, bukan untuk menggeneralisasi hubungan kausal populasi secara luas. Evaluasi model dilakukan melalui pengujian outer model untuk memastikan validitas dan reliabilitas konstruk, serta inner model untuk menilai koefisien jalur, nilai R-square, Q-square, effect size (f^2), dan multikolinearitas (VIF). Sebagai bentuk robustness logic, kekuatan hasil penelitian dievaluasi melalui konsistensi arah koefisien, signifikansi statistik, serta kontribusi prediktif masing-masing variabel. Fokus utama robustness terletak pada dominasi ROA sebagai sinyal keuangan dan stabilitas pengaruh ESG disclosure terhadap return saham di seluruh spesifikasi model. Dengan pendekatan ini, hasil penelitian diharapkan tetap robust secara konseptual meskipun menggunakan metode prediktif, serta relevan untuk konteks pasar modal negara berkembang pada periode pasca-pandemi.

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2020 – 2024 serta berada dalam Indeks LQ45	69
2	Perusahaan yang mempublikasikan penuh laporan keuangan selama periode 2020 – 2024	69
3	Perusahaan yang tidak konsisten terdaftar pada Indeks LQ45 Periode 2020 – 2024	(45)
4	Jumlah sampel yang memenuhi kriteria	24
5	Jumlah tahun sampel penelitian	5
Total		120

Sumber: Data diolah peneliti tahun 2025

HASIL

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum karakteristik data penelitian sebelum dilakukan pengujian model struktural. Variabel yang dianalisis meliputi ESG Disclosure, Return on Assets (ROA), Ukuran Perusahaan, dan Return Saham. Ringkasan statistik deskriptif ditampilkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	No.	Missing	Mean	Median	Min	Max	Std. Deviasi
ESG Disclosure	1	0	74,834	74,29	60,49	89,74	7,846

ROA	2	0	7,919	8,29	2,02	14,38	3,306
Ukuran Perusahaan	3	0	29,626	29,46	25,12	34,77	2,661
Return Saham	4	0	1,892	1,97	-8,18	13,72	4,688

Sumber : Data Sekunder, 2025

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, nilai rata-rata ESG Disclosure menunjukkan tingkat pengungkapan keberlanjutan yang relatif tinggi pada perusahaan LQ45 selama periode pengamatan. Variabel ROA dan Return Saham memiliki rentang nilai yang cukup lebar, yang mengindikasikan adanya variasi profitabilitas dan volatilitas kinerja saham antar perusahaan. Sementara itu, Ukuran Perusahaan menunjukkan variasi yang relatif homogen, mencerminkan karakteristik perusahaan LQ45 yang didominasi oleh perusahaan berkapitalisasi besar. Secara keseluruhan, data menunjukkan sebaran yang memadai untuk dilakukan analisis lanjutan menggunakan PLS-SEM.

Outer Model

Evaluasi model pengukuran dilakukan untuk memastikan bahwa indikator yang digunakan mampu merepresentasikan konstruk penelitian secara valid dan reliabel. Pengujian meliputi convergent validity, discriminant validity, dan reliabilitas internal konstruk.

Tabel 3. Outer Model

Konstruk				Outer Loading	Cronbach's Alpha	Composite Reliability	AVE
ESG				1,000	1,000	1,000	1,000
Interaksi	ESG	×	Ukuran Perusahaan	0,995	1,000	1,000	1,000
ROA				1,000	1,000	1,000	1,000
Interaksi	ROA	×	Ukuran Perusahaan	1,020	1,000	1,000	1,000
Return Saham				1,000	1,000	1,000	1,000
Ukuran Perusahaan				1,000	1,000	1,000	1,000

Sumber : Data Sekunder, 2025

Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh konstruk memiliki nilai outer loading di atas batas minimum yang disyaratkan, serta nilai Average Variance Extracted (AVE) yang memenuhi kriteria. Selain itu, nilai Cronbach's Alpha dan Composite Reliability pada seluruh variabel menunjukkan konsistensi internal yang sangat baik. Uji discriminant validity melalui Fornell-Larcker Criterion juga menunjukkan bahwa setiap konstruk memiliki keunikan yang memadai dan dapat dibedakan dari konstruk lainnya. Dengan demikian, model pengukuran dinyatakan layak untuk digunakan pada tahap analisis model struktural.

Tabel 4. Fornell-Larcker Criterion

Konstruk				ESG	X1Z	ROA	X2Z	Return	Size
ESG				1,000					
Interaksi	ESG	×	Ukuran Perusahaan	0,034	1,000				
ROA				0,119	-0,004	1,000			
Interaksi	ROA	×	Ukuran Perusahaan	-0,004	0,260	0,058	1,000		
Return				0,328	0,068	0,629	0,194	1,000	
Ukuran Perusahaan				0,031	-0,071	0,184	-0,017	0,295	1,000

Sumber : Data Sekunder, 2025

Selanjutnya, hasil discriminant validity melalui *Fornell-Larcker Criterion* menunjukkan bahwa akar kuadrat AVE setiap konstruk memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan korelasi antar konstruk lainnya. Ini membuktikan bahwa masing-masing variabel memiliki keunikan dan dapat dibedakan dengan jelas satu sama lain. Uji HTMT juga menghasilkan nilai jauh di bawah ambang batas 0,85–0,90, sehingga semakin mengonfirmasi bahwa validitas diskriminan terpenuhi. Selain itu, nilai *Cronbach's Alpha* dan *Composite Reliability* seluruh konstruk bernilai 1,000, menandakan reliabilitas internal yang sempurna dan konsistensi konstruk yang sangat tinggi. Secara keseluruhan, hasil outer model mengonfirmasi bahwa instrumen penelitian memenuhi seluruh aspek validitas dan reliabilitas yang diperlukan.

Inner Model

Setelah model pengukuran dinyatakan valid dan reliabel, analisis dilanjutkan pada evaluasi model struktural (inner model). Evaluasi ini bertujuan untuk menilai kemampuan model dalam menjelaskan variabel endogen serta relevansi prediktif model secara keseluruhan.

Tabel 6. R-Square dan Q-Square

Variabel Endogen	R ²	Q ²	Keterangan
Return Saham	0,522	0,481	Moderat & Prediktif

Sumber : Data Sekunder, 2025

Nilai R-square untuk variabel Return Saham sebesar 0,522, yang menunjukkan bahwa kombinasi ESG Disclosure, ROA, Ukuran Perusahaan, dan interaksi moderasi mampu menjelaskan 52,2% variasi Return Saham. Nilai ini berada pada kategori moderat, menandakan bahwa model memiliki daya jelaskan yang cukup kuat. Selanjutnya, nilai Q-square sebesar 0,481 (> 0) mengindikasikan bahwa model memiliki predictive relevance yang baik. Dengan demikian, secara keseluruhan model struktural dinyatakan layak dan memiliki kemampuan prediktif yang memadai.

Tabel 7. Effect Size (f²)

Jalur	f ²	Kekuatan Efek
ESG → Return	0,135	Sedang
ROA → Return	0,610	Kuat
Size → Return	0,073	Kecil
ESG×Size → Return	0,002	Sangat kecil
ROA×Size → Return	0,048	Kecil

Sumber : Data Sekunder, 2025

Untuk menilai kontribusi relatif masing-masing variabel eksogen terhadap Return Saham, dilakukan analisis effect size (f²). Hasil pengujian menunjukkan bahwa ROA memiliki effect size terbesar dengan nilai f² = 0,610, yang dikategorikan sebagai pengaruh kuat. ESG Disclosure memiliki nilai f² = 0,135, yang termasuk dalam kategori pengaruh sedang, sedangkan Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh kecil terhadap Return Saham.

Sementara itu, interaksi ESG × Ukuran Perusahaan menunjukkan nilai f² yang sangat kecil, sedangkan interaksi ROA × Ukuran Perusahaan menunjukkan pengaruh kecil. Hasil ini mengindikasikan bahwa kontribusi utama dalam model berasal dari variabel profitabilitas (ROA), sementara peran moderasi bersifat terbatas.

Uji Signifikansi Jalur (Path Coefficient)

Setelah model struktural dievaluasi, tahap selanjutnya adalah menguji hubungan antar variabel melalui *path coefficient*. Pengujian ini dilakukan untuk menentukan arah, kekuatan, dan signifikansi pengaruh masing-masing variabel dalam model SEM-PLS. Nilai *t-statistic* dan *p-value* digunakan sebagai dasar penentuan penerimaan atau penolakan hipotesis. Hasil lengkap uji signifikansi jalur disajikan pada tabel berikut.

Tabel 8. Uji Signifikansi Jalur

Hubungan	Koefisien (O)	T-stat	P-value	Keterangan
ESG → Return	0,256	4,057	0,000	Signifikan
ROA → Return	0,554	8,670	0,000	Signifikan
Size → Return	0,191	2,809	0,005	Signifikan
ESG × Size → Return	0,034	0,519	0,604	Tidak signifikan
ROA × Size → Return	0,154	2,124	0,034	Signifikan

Sumber : Data Sekunder, 2025

Pengujian hubungan struktural dilakukan menggunakan nilai koefisien jalur, t-statistic, dan p-value. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ESG Disclosure berpengaruh signifikan terhadap Return Saham, sehingga Hipotesis 1 (H1) diterima. ROA juga berpengaruh signifikan terhadap Return Saham dengan koefisien terbesar, sehingga Hipotesis 2 (H2) diterima.

Ukuran Perusahaan terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap Return Saham. Pada pengujian moderasi, interaksi antara ESG Disclosure dan Ukuran Perusahaan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, sehingga Hipotesis 3 (H3) ditolak. Sebaliknya, interaksi antara ROA dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Return Saham, sehingga Hipotesis 4 (H4) diterima.

Ringkasan hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa seluruh hubungan utama dalam model dapat dijelaskan secara empiris, dengan kekuatan pengaruh yang berbeda-beda antar variabel.

Secara ringkas, hasil penelitian menunjukkan bahwa model struktural memiliki goodness-of-fit yang memadai, dengan kemampuan penjelasan dan prediksi yang kuat terhadap Return Saham. ROA muncul sebagai determinan paling dominan, diikuti oleh ESG Disclosure, sementara Ukuran Perusahaan berperan sebagai variabel kontekstual yang memperkuat pengaruh profitabilitas, namun tidak memperkuat pengaruh ESG. Ringkasan ini menjadi dasar objektif untuk pembahasan teoritis yang disajikan pada bagian selanjutnya.

PEMBAHASAN

Pengaruh ESG Disclosure terhadap Return Saham

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa ESG disclosure berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan LQ45. Hasil ini memperkuat pandangan bahwa informasi non-keuangan semakin dipertimbangkan investor dalam pengambilan keputusan investasi, khususnya di pasar negara berkembang yang tengah bertransisi menuju keuangan berkelanjutan. Secara teoretis, temuan ini konsisten dengan signaling theory, di mana pengungkapan ESG berfungsi sebagai sinyal kredibilitas manajerial dan kualitas tata kelola perusahaan yang mampu mengurangi asimetri informasi.

Secara empiris, hasil penelitian ini sejalan dengan Chen et al. (2022), Alsaifi et al. (2020), dan Han et al. (2022) yang menemukan bahwa ESG disclosure meningkatkan respons positif pasar melalui peningkatan kepercayaan investor dan efisiensi investasi. Selain itu, García et al. (2021) dan Fernando et al. (2022) juga menunjukkan bahwa di pasar berkembang, ESG berperan sebagai mekanisme legitimasi yang memperkuat nilai pasar perusahaan. Kesamaan hasil ini mengindikasikan bahwa ESG telah bertransformasi dari sekadar kewajiban pelaporan menjadi instrumen ekonomi yang bernilai.

Namun, temuan ini berbeda dengan sebagian studi sebelumnya yang menemukan pengaruh ESG yang lemah atau tidak signifikan terhadap return saham, seperti Brooks dan Oikonomou (2018) serta Siregar dan Utama (2021). Perbedaan hasil ini dapat dijelaskan oleh perbedaan konteks waktu dan regulasi. Penelitian ini mencakup periode pasca-implementasi wajib sustainability reporting di Indonesia (POJK No. 51/2017) serta periode pasca-pandemi, di mana investor cenderung lebih sensitif terhadap risiko non-keuangan dan keberlanjutan jangka panjang. Dengan demikian, ESG disclosure pada periode penelitian ini memiliki kandungan informasi (information content) yang lebih tinggi dibandingkan periode sebelum regulasi diperkuat.

Secara teoretis, temuan ini memperluas signaling theory dengan menunjukkan bahwa sinyal non-keuangan seperti ESG menjadi semakin relevan ketika pasar berada dalam kondisi ketidakpastian tinggi (post-pandemic period). Hal ini menegaskan bahwa ESG tidak lagi bersifat

simbolik, melainkan telah menjadi sinyal strategis yang memengaruhi pembentukan return saham.

Pengaruh ROA terhadap Return Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA memiliki pengaruh paling kuat terhadap return saham dibandingkan variabel lainnya. Temuan ini menegaskan bahwa profitabilitas tetap menjadi sinyal utama yang paling dipercaya investor, khususnya di pasar modal Indonesia. ROA mencerminkan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba, sehingga menjadi indikator langsung atas kemampuan penciptaan nilai ekonomi.

Hasil ini konsisten dengan Rahman et al. (2023), Putra dan Kindangen (2022), serta Alshammari (2022) yang menemukan bahwa profitabilitas memiliki daya informatif tinggi terhadap return saham di pasar negara berkembang. Selain itu, Fama dan French (2015) juga menegaskan bahwa faktor profitabilitas merupakan determinan utama dalam pembentukan return saham, terutama pada saham-saham berkapitalisasi besar.

Di sisi lain, hasil ini berbeda dengan Putri dan Santoso (2021) serta Rahman et al. (2020) yang menemukan pengaruh ROA yang tidak signifikan. Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh karakteristik sampel. Penelitian ini berfokus pada perusahaan LQ45 yang memiliki likuiditas tinggi dan cakupan analisis yang luas, sehingga informasi profitabilitas lebih cepat direspons pasar. Selain itu, periode pasca-pandemi menyebabkan investor kembali menitikberatkan keputusan investasi pada fundamental keuangan sebagai indikator ketahanan perusahaan.

Implikasi teoretis dari temuan ini adalah penguatan signaling theory dalam konteks emerging market, di mana sinyal keuangan tetap menjadi referensi utama investor, bahkan ketika ESG mulai memperoleh perhatian. Dengan kata lain, ESG berfungsi sebagai sinyal pelengkap (*complementary signal*), sementara ROA tetap menjadi sinyal inti (*core signal*).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham

Temuan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham menunjukkan bahwa investor masih memandang skala perusahaan sebagai indikator stabilitas dan ketahanan bisnis. Hasil ini sejalan dengan Agyemang dan Ansong (2021) serta Zhang et al. (2021) yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki reputasi, akses pendanaan, dan sistem pengendalian internal yang lebih baik, sehingga dipersepsikan memiliki risiko yang lebih rendah.

Namun, beberapa studi seperti Han et al. (2022) menunjukkan bahwa pengaruh firm size terhadap return saham dapat melemah ketika informasi non-keuangan menjadi dominan. Dalam konteks penelitian ini, pengaruh firm size tetap signifikan karena perusahaan LQ45 merupakan representasi saham unggulan yang menjadi fokus utama investor institusional. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan masih relevan sebagai sinyal struktural dalam pembentukan return saham di Indonesia.

Moderasi Ukuran Perusahaan pada ESG terhadap Return Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memoderasi hubungan antara ESG disclosure dan return saham. Temuan ini menarik karena berbeda dengan Zhang et al. (2021) dan Han et al. (2022) yang menemukan bahwa firm size memperkuat pengaruh ESG di beberapa pasar Asia. Perbedaan ini dapat dijelaskan oleh homogenitas karakteristik perusahaan LQ45, yang seluruhnya memiliki tingkat visibilitas tinggi, tata kelola relatif baik, dan standar pelaporan ESG yang seragam akibat regulasi.

Selain itu, temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih menilai kualitas dan konsistensi ESG disclosure, bukan skala perusahaan. Dari perspektif legitimacy theory, perusahaan besar maupun kecil dalam indeks LQ45 telah memperoleh legitimasi pasar yang relatif setara, sehingga ukuran perusahaan tidak lagi menjadi pembeda dalam menilai dampak ESG terhadap return saham.

Implikasi teoretisnya adalah bahwa ESG berfungsi sebagai universal signal, yang dampaknya relatif independen dari karakteristik struktural perusahaan ketika standar pelaporan dan legitimasi pasar sudah tinggi.

Moderasi Ukuran Perusahaan pada ROA terhadap Return

Berbeda dengan ESG, ukuran perusahaan terbukti memperkuat pengaruh ROA terhadap return saham. Temuan ini konsisten dengan Zhang et al. (2021) dan Rahman et al. (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan besar dipersepsikan lebih berkelanjutan dan kredibel oleh investor. Hal ini menunjukkan bahwa firm size meningkatkan daya informatif sinyal keuangan, karena laba yang dihasilkan perusahaan besar dianggap berasal dari keunggulan struktural jangka panjang, bukan fluktuasi sementara.

Secara teoretis, temuan ini memperkaya signaling theory dengan menunjukkan bahwa kredibilitas sinyal keuangan bersifat kontekstual, di mana ukuran perusahaan memperkuat kepercayaan pasar terhadap profitabilitas. Dengan demikian, firm size berperan sebagai amplifier bagi sinyal keuangan, tetapi tidak bagi sinyal non-keuangan seperti ESG.

Implementasi Teoretis

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan kontribusi teoretis penting bagi literatur sustainable finance dan capital market studies. Pertama, penelitian ini menunjukkan bahwa ESG disclosure telah menjadi sinyal ekonomi yang relevan di pasar modal Indonesia pasca-pandemi. Kedua, temuan ini menegaskan bahwa profitabilitas tetap menjadi determinan utama return saham, dengan firm size sebagai penguat kredibilitas sinyal keuangan. Ketiga, perbedaan peran firm size pada sinyal keuangan dan non-keuangan memperluas pemahaman tentang bagaimana investor memproses informasi di pasar negara berkembang.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa ESG disclosure, Return on Assets (ROA), dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham pada perusahaan LQ45 periode 2020–2024, dengan ROA sebagai determinan paling dominan. Firm size tidak memoderasi hubungan ESG disclosure terhadap return saham, namun secara signifikan memperkuat pengaruh ROA terhadap return saham, yang menunjukkan bahwa sinyal profitabilitas pada perusahaan berukuran besar dipersepsikan lebih kredibel oleh investor. Secara teoretis, temuan ini memberikan kontribusi penting dengan memperkaya Signaling Theory dan Stakeholder Theory dalam konteks keuangan berkelanjutan di pasar negara berkembang, khususnya dengan menunjukkan bahwa sinyal non-keuangan berupa ESG disclosure memiliki pengaruh langsung yang relatif konsisten terhadap return saham, terlepas dari skala perusahaan, sementara efektivitas sinyal keuangan sangat bergantung pada reputasi dan ukuran perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini menegaskan bahwa integrasi sinyal keuangan dan keberlanjutan bersifat komplementer, bukan substitutif, dalam pembentukan preferensi investasi. Meskipun demikian, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain keterbatasan jumlah sampel yang hanya mencakup perusahaan LQ45, penggunaan satu proksi ESG berbasis skor pengungkapan, serta pendekatan PLS-SEM yang berorientasi prediktif sehingga belum sepenuhnya menangkap dinamika kausal jangka panjang.

Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan sampel ke seluruh perusahaan tercatat atau lintas sektor, menggunakan alternatif pengukuran ESG seperti rating pihak ketiga, mengombinasikan metode PLS-SEM dengan regresi data panel atau pendekatan dynamic model, serta mengeksplorasi variabel kontekstual lain seperti risiko pasar, ketidakpastian makroekonomi, atau kualitas tata kelola untuk memperdalam pemahaman mengenai mekanisme pembentukan return saham berbasis keberlanjutan di pasar modal Indonesia..

REFERENSI

- Abdillah, W., & Hartono, J. (2011). *Partial least square (PLS): Alternatif structural equation modeling (SEM) dalam penelitian bisnis*. ANDI.
- Agyemang, O. S., & Ansong, A. (2021). Firm size and financial performance: The moderating role of corporate governance. *International Journal of Corporate Finance*, 12(3), 144–159.
- Alsaifi, K., Elnahass, M., & Salama, A. (2020). Market responses to firms' environmental, social and governance (ESG) performance: International evidence. *Review of Financial Economics*, 38(2), 1–14.
- Alshammari, M. (2022). Corporate performance, profitability, and market value: Evidence from emerging markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(4), 1093–1110.

- Alshammari, T. (2022). Profitability measures and stock return: An empirical evaluation of ROA and ROE. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(4), 612–628.
- Ariasinta, T., Indarwanta, D., & Utomo, H. J. N. (2023). Pengaruh ESG disclosure dan intellectual capital terhadap firm value dengan firm size sebagai variabel moderasi. *JABis: Jurnal Administrasi Bisnis*.
- Bastomi, M., Salim, U., & Aisjah, S. (2017). The role of corporate governance and risk management on banking financial performance in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), 670–680.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value. *The British Accounting Review*, 50(1), 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Chen, H., Liang, Y., & Wang, Z. (2022). ESG disclosure and firm value: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 48, 103270. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103270>
- Chen, Y., Hung, M., & Wang, Y. (2022). The effect of ESG disclosure on investment efficiency. *Management Science*, 68(3), 2100–2123.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2021). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability drives financial outperformance. *Oxford University Working Paper*.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2018). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). SAGE Publications.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- Fernando, G., Tripathy, A., & Williams, B. (2022). ESG and financial performance: A review of global evidence. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(4), 1112–1130.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J., & Zyglidopoulos, S. (2020). *Stakeholder theory: Concepts and strategies*. Cambridge University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2020). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance*, 8(1), 12–34.
- Global Reporting Initiative. (2021). *GRI standards 2021: Universal standards*. <https://www.globalreporting.org/standards>
- GSIA. (2023). *Global sustainable investment review 2023*.
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2024). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)* (4th ed.). SAGE Publications.
- Hariyanto, D. B., & Ghozali, I. (2024). Pengaruh environmental, social, governance (ESG) disclosure terhadap nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 13, 1–13. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/46057>
- Jogiyanto, H. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE Yogyakarta.
- Kasmir. (2018). *Analisis laporan keuangan*. RajaGrafindo Persada.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2019). *Intermediate accounting* (IFRS ed.). Wiley.
- Putra, I. G. B. N. P., & Kindangen, P. (2022). Profitability and stock returns: Evidence from Indonesian listed firms. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 26(2), 245–258.
- Sari, A. P., & Wahyudi, S. (2022). Pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan: Studi pada emiten BEI. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(2), 155–168.
- Siregar, S. V., & Utama, C. A. (2021). The effect of sustainability disclosure on firm value: Evidence from Indonesia. *Emerging Markets Review*, 47, 100871. <https://doi.org/10.1016/j.emmar.2021.100871>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Susyanti, J., Dahlan, A., & Bagaskara, A. G. (2023). Predicting business income based on business capital, adoption of green business practices, and leadership in small and medium-sized industries in East Java. *Management Analysis Journal*, 12(4), 448–455.
- Wulandari, I., & Firmansyah, A. (2023). ESG disclosure quality in Indonesian companies: Determinants and implications. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 20(1), 45–60.
- Zhang, J., Lin, M., & Li, J. (2021). The moderating effect of firm size on profitability and stock returns. *Finance Research Letters*, 42, 101915. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101915>