

Pengaruh Praktik ESG terhadap *Return Saham* dengan Kapabilitas Inovasi sebagai variabel moderasi

Aji Priyanto¹, Idrianita Anis^{2*}

^{1,2}Department of Accounting, Universitas Trisakti, Jakarta, Indonesia

*Corresponding author: idrianita@trisakti.ac.id

Author's email: 023002102011@std.trisakti.ac.id

Abstrack

Penelitian ini mengkaji pengaruh Praktik *Environmental, Social* dan *Governance* (ESG) terhadap *Return Saham* dengan kapabilitas inovasi sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian terdiri atas perusahaan sektor *healthcare* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018-2024. Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak *Eviews 12*. Pengukuran praktik ESG dilakukan menggunakan *Triple I Framework* yang mencakup *sustainability intention*, *sustainability integration* dan *sustainability implementation*. Hasil empiris menunjukkan praktik ESG tidak berpengaruh terhadap return saham, tetapi ketika diturunkan menjadi *Triple I* menunjukkan *sustainability intention* berpengaruh positif terhadap return saham, sedangkan *sustainability integration* dan *sustainability implementation* tidak berpengaruh terhadap return saham. Kapabilitas inovasi berpengaruh positif terhadap return saham serta mampu memperkuat hubungan antara praktik ESG terhadap return saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa pelaku pasar modal lebih merespons komitmen strategis perusahaan terhadap keberlanjutan dibandingkan integrasi dan implementasi operasional praktik ESG. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur ESG dengan menekankan peran kapabilitas inovasi dalam meningkatkan relevansi nilai praktik keberlanjutan pada konteks pasar berkembang.

Keywords: *Return Saham, Environmental, Social* dan *Governance*, Kapabilitas Inovasi

Submission date: 1 Januari 2026

Accepted date: 22 Juni 2026

INTODUCTION

Pasar modal adalah tempat bertemunya pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki kelebihan dana yang dimana pasar modal kini berdampak juga terhadap perekonomian di Indonesia untuk menambah pendapatan nasional. Menurut Pasal 1 ayat (13) UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pengertian pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Berdasarkan UU No.4 Tahun 2023 tentang penguatan dan pembangan sektor keuangan dalam pasal 1 angka 12 dijelaskan bahwa pasar modal adalah bagian dari sistem keuangan yang berkaitan dengan kegiatan : a. penawaran umum dan transaksi efek; b. pengelolaan investasi; c. emiten dan perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan; d. lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Awal tahun 2020 merupakan awal yang sulit untuk hampir seluruh orang di dunia termasuk di Indonesia. Virus wabah dari covid-19 mempengaruhi banyak sektor salah satunya pasar modal di Indonesia. Pengaruh covid-19 menyebabkan pasar modal di Indonesia bereaksi negatif bahkan sebelum dikonfirmasi virus tersebut masuk ke Indonesia (Marino & Rohanah, 2021). Pandemi

covid-19 telah membawa dampak besar terhadap hampir semua sektor, salah satunya sektor healthcare. Keperluan dan permintaan terhadap obat-obatan, alat pelindung diri (APD), vaksin dan alat medis lainnya melonjak pada saat covid-19 pertama dikonfirmasi di Indonesia. Permintaan yang melonjak tersebut tidak hanya berimplikasi pada aspek operasional, tetapi berdampak juga terhadap persepsi investor dipasar modal. Meningkatnya perhatian masyarakat dan pemerintah terhadap sektor healthcare, menjadi pendorong naiknya harga saham emiten-emiten healthcare. Kebutuhan pasar yang sangat dibutuhkan saat pandemi adalah alat kesehatan serta obat-obatan yang menjadikan sinyal secara tidak langsung terhadap investor. Semakin banyak investor yang membeli saham perusahaan sektor healthcare maka semakin tinggi return yang didapatkan.

Pengurangan aktivitas di luar ruangan dan pembatasan keramaian yang terjadi selama pandemi Covid-19 memberikan dampak positif terhadap kualitas lingkungan, yang tercermin dari menurunnya tingkat pencemaran udara. Menyatakan bahwa pada tahun 2020 terjadi penurunan emisi karbon dioksida sebagai akibat dari pembatasan kegiatan masyarakat dalam upaya memperlambat penyebaran virus. Kondisi tersebut meningkatkan kesadaran publik dan investor terhadap pentingnya keberlanjutan lingkungan dalam aktivitas ekonomi perusahaan. Seiring dengan meningkatnya perhatian terhadap isu lingkungan, faktor non-keuangan seperti praktik Environmental, Social, and Governance (ESG) menjadi pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan investasi. Penerapan ESG dipandang sebagai indikator komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan jangka panjang dan pengelolaan risiko, yang berpotensi memengaruhi persepsi investor serta tercermin pada kinerja pasar, khususnya return saham.

Pada penelitian (Yanti & Hanjani, 2024) menjelaskan pengungkapan lingkungan, sosial dan tata kelola berpengaruh positif terhadap return saham, apabila perusahaan memiliki pengungkapan lingkungan, sosial maupun tata kelola menandakan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dibandingkan dengan keunggulan kompetitor. Didukung juga oleh penelitian (Yin et al., 2023) (Cao et al., 2023) dan (Lestari et al., 2024) yang menjelaskan kinerja ESG berpengaruh positif signifikan terhadap Return saham. Berbeda arah dalam penelitian (Ruan & Liu, 2021) (Pratiwi & Sulindawati, 2025) (Mulialim & Madyan, 2023) yang menjelaskan bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap Return saham. Lalu berbeda juga dengan penelitian (Qodary & Tambun, 2021) yang mendapatkan hasil bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap Return saham.

Perbedaan hasil tersebut membuat kesenjangan, dan terdapat juga perbedaan cara pengukuran variabel ESG. Pada penelitian (Yin et al., 2023) esg diukur menggunakan bloomberg, lalu penelitian (Qodary & Tambun, 2021) esg diukur menggunakan analisis GRI G4 indeks. Penelitian (Lestari et al., 2024) dan (Yanti & Hanjani, 2024) menggunakan jumlah pengungkapan esg perusahaan. Sehingga pada penelitian ini menggunakan pengukuran Triple I Framework untuk melihat perusahaan konsisten pada ditahapan mana (Anis & Avrilia, 2024). Kebaruan dalam penelitian ini yaitu ditambahkannya variabel kapabilitas inovasi perusahaan, inovasi perusahaan dipilih karena di era modernisasi inovasi sangat penting untuk menciptakan ide atau gagasan produk. Inovasi dengan praktik esg adalah kombinasi yang cocok untuk melihat kemajuan perusahaan. Oleh sebab itu, kapabilitas inovasi menjadi variabel moderasi dalam penelitian ini.

Pada Studi (Ghazal et al., 2024) menyatakan Intensitas R&D (ukuran inovasi) berkorelasi positif dengan return saham, menunjukkan bahwa perusahaan dengan R&D yang lebih tinggi cenderung menghasilkan *excess returns* di pasar saham. Lalu penelitian (Huang, 2023) Dalam jangka pendek, hubungan inovasi–return saham mungkin negatif karena *lag effect* biaya R&D yang belum terealisasi. Namun dalam jangka panjang, hubungan positif antara inovasi dan return saham muncul, menunjukkan bahwa pasar akhirnya menghargai investasi inovasi.

LITERATUR REVIEW

Signaling Theory

Teori Sinyal (Signaling Theory) pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence pada tahun 1973. Spence (1973) mengatakan dengan memberikan suatu sinyal, pihak pemilik informasi

berusaha memberikan informasi yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima informasi. Menurut Brigham & Houston (2016) signaling theory merupakan sebuah teori mengenai alasan perusahaan memberikan informasi keuangan ke pasar modal. Pemegang saham menerima informasi yang diberikan oleh manajemen dan beraksi terhadapnya melalui mekanisme pasar (Renaldo et al., 2023). Informasi yaitu berupa pengungkapan ESG, dimana penerapan ESG diperusahaan akan memberikan sinyal kepada masyarakat luas bagaimana gambaran besar perusahaan tetap mepedulikan *environmental* sekitar dan *social* tetapi juga bertanggung jawab kepada para pemegang saham melalui *governance* yang dimilikinya.

Stakeholders Theroy

Teori Pemangku Kepntingan (Stakeholder Theory) pertama kali dikemukakan oleh R. Edward Freeman pada tahun 1984 dalam bukunya yang berjudul *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Harrison et al. (2010) dalam artikel *Stakeholder Theory and the Corporate Objective Revisited* juga mengungkapkan yang telah diterjemahkan bahwa: "Stakeholder Theory berpendapat bahwa perusahaan memiliki kewajiban kepada berbagai kelompok, dan untuk memastikan keberhasilan jangka panjang, perusahaan harus mempertimbangkan kepentingan semua pemangku kepentingan daripada hanya memprioritaskan kepentingan pemegang saham". Menurut (Hermawan et al., 2020) stakeholder memiliki kemampuan memengaruhi baik secara langsung atau tidak langsung dari pengendalian terhadap sumber daya yang diperlukan oleh perusahaan.

Teori Difusi Inovasi

Teori difusi inovasi yang dikembangkan Everett M Rogers dikenal luas sebagai teori yang membahas keputusan inovasi. Melalui buku *Diffusion of Innovation (DOI)*, Rogers (1964) menawarkan konsep difusi inovasi berikut kecepatan sebuah sistem sosial menerima ide - ide baru yang ditawarkan sebuah inovasi. Teori Defusi Inovasi terdiri dari dau kata yaitu defusi dan invoasi, yang menurut KBBI kata defusi memiliki arti berupa penyebaran perembesan sesuatu berupa kebudayaan, teknologi dan ide dari satu pihak ke pihak lain, sedangkan inovasi yang berarti penemuan baru yang berbeda dari yang sudah ada atau yang sudah dikenal sebelumnya seperti gagasan, metode, atau alat. Dalam penelitian (Mailin et al., 2022) yang berjudul "Teori Media/Teori Difusi Inovasi" yang menjelaskan Proses Adopsi inovasi melalui beberapa tahapan sehingga terjadi keputusan masyarakat yaitu menerima atau menolak.

Praktik Environmental, Social dan Governance

Praktik ESG adalah kerangka kerja yang digunakan untuk menilai dampak keberlanjutan dan etika dari investasi di sebuah perusahaan. ESG merujuk pada 3 komponen utama yaitu lingkungan (Environmental), Sosial (Social) dan Tata Kelola (Governance) yang sangat penting dalam menilai kinerja non-keuangan suatu perusahaan dan dampaknya terhadap pihak luar atau masyarakat luas. Penelitian yang berjudul *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies* yang ditulis oleh Friede, Busch, & Bassen (2015) lalu diterjamkan yaitu : "Faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) semakin diakui sebagai hal yang penting tidak hanya untuk tanggung jawab sosial dan etika perusahaan, tetapi juga untuk kinerja finansial jangka panjang mereka. Menurut Wahyudi & Indriani (2020) dalam penelitian mereka yang berjudul *Pengaruh Pengungkapan ESG Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan* menyatakan: "Pengungkapan faktor-faktor ESG memberikan gambaran tentang keberlanjutan perusahaan dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Pengungkapan ini tidak hanya meningkatkan reputasi perusahaan, tetapi juga memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan, karena investor semakin mempertimbangkan aspek-aspek non-finansial dalam pengambilan keputusan investasi". Model Praktik ESG (Environmental, Social, and Governance) yang dimodifikasi terbagi membagi proses penerapan ESG dalam organisasi ke dalam tiga tahapan utama dengan menggunakan kerangka kerja Triple I Framework yaitu sustainability intention, sustainability integration dan sustainability implementation.

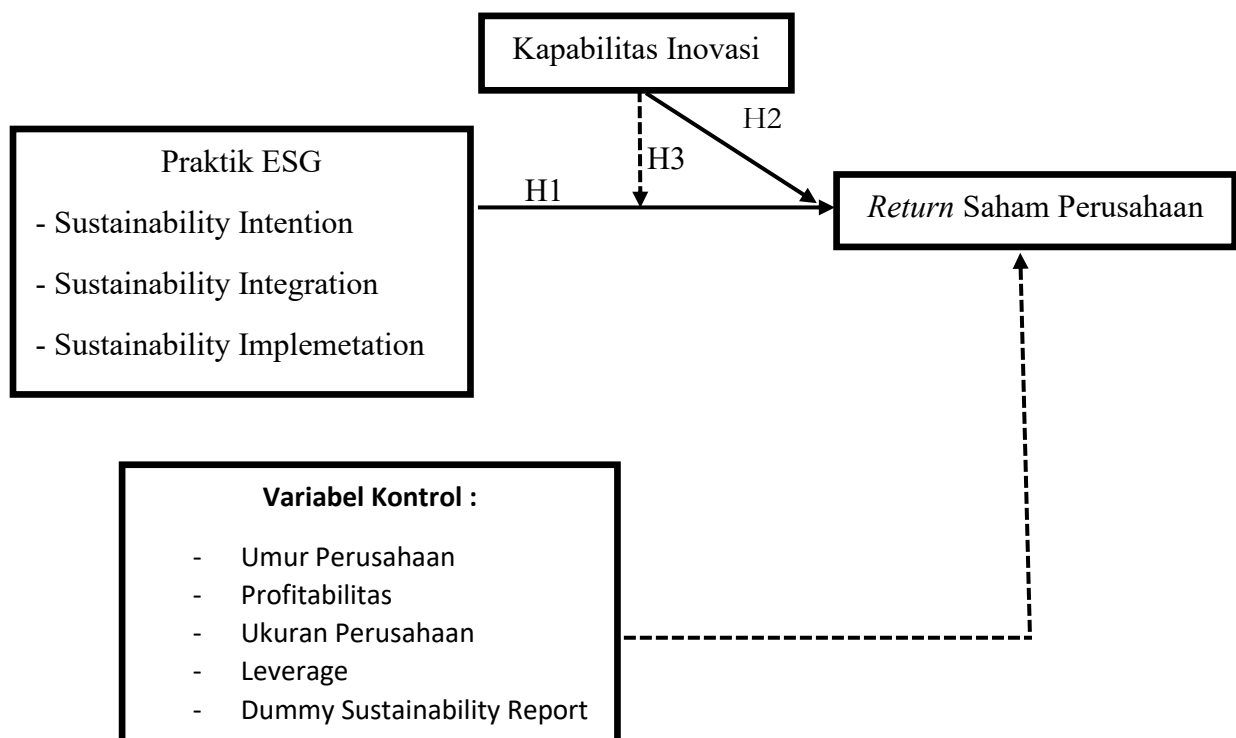
Return Saham

Menurut (Lestari et al., 2024) Return saham merupakan tingkat pengembalian investasi yang diberikan kepada investor. Return saham adalah tingkat keuntungan atau kerugian yang didapat oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukannya. Menurut (Nasution, 2023) dalam bukunya yang berjudul “Return Saham pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia”, Return saham adalah istilah yang merujuk pada pendapatan atau keuntungan yang diperoleh oleh seorang investor dari kepemilikan saham dalam suatu perusahaan

Kapabilitas Inovasi

Kapabilitas inovasi adalah kemampuan untuk mengubah pengetahuan dan ide menjadi produk baru, proses baru untuk kepentingan perusahaan dan pemangku kepentingannya sehingga dapat menjadi pendorong strategis dalam menembus persaingan pasar serta meningkatkan ketahanan (Heenkenda et al., 2022) yang sudah diterjemahkan . Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI), kapabilitas diartikan sebagai kemampuan atau kesanggupan. Dengan demikian, kapabilitas dapat dipahami sebagai kemampuan yang dimiliki oleh individu maupun organisasi untuk melaksanakan suatu fungsi atau kegiatan tertentu secara efektif. Inovasi eksploitasi merupakan inovasi yang berfokus pada pemanfaatan sumber daya, teknologi, dan proses yang sudah ada untuk meningkatkan efisiensi operasional dan mutu layanan. Inovasi eksplorasi merupakan inovasi yang berorientasi pada pencarian pendekatan baru, pengembangan teknologi baru, dan penciptaan model layanan kesehatan masa depan.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



- H1 : Praktik ESG berpengaruh positif terhadap return saham.
 H1a : Sustainability Intention berpengaruh positif terhadap return saham.
 H1b : Sustainability Integration berpengaruh positif terhadap return saham.
 H1c : Sustainability Implementation berpengaruh positif terhadap return saham.

- H2 : Kapabilitas Inovasi berpengaruh positif terhadap return saham.
H3 : Kapabilitas Inovasi berperan memoderas (memperkuat) pengaruh praktik esg terhadap return saham.

METHODS

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif yang diukur dan dinyatakan dengan angka atau jumlah. Data dikumpulkan melalui data skunder seperti laporan keuangan, laporan keberlanjutan, catatan pemerintah atau perusahaan. Penelitian ini bertujuan mengkaji bagaimana praktik ESG sebagai variabel independen yang berdampak pada variabel dependen yaitu return saham, serta kapabilitas inovasi sebagai variabel moderasi. Sektor yang dipakai dalam penelitian adalah sektor healthcare yang terdaftar dari website resmi BEI selama periode penelitian yaitu 2018 hingga 2024. Dikarenakan masih banyak perusahaan yang baru terdaftar ditengah periode penelitian, maka dipilihlah unbalance panel. Purposive sampling digunakan untuk memilih data berdasarkan kriteria yaitu perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan dan perusahaan yang memaparkan harga saham secara publik. Berdasarkan purposive sampling, maka ditemukan sebanyak 166 sampel yang memenuhi kriteria.

Penelitian ini terdiri dari tiga kelompok variabel, yaitu variabel dependen adalah return saham. Return saham adalah tingkat keuntungan yang didapat oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukannya, diukur seperti berikut (Qodary & Tambun, 2021). Lalu variabel independen dalam penelitian ini adalah praktik ESG. ESG merujuk pada tiga komponen utama yaitu lingkungan (environmental), sosial (social), dan tata kelola (governance) yang sangat penting dalam menilai kinerja non-keuangan suatu perusahaan dan dampaknya terhadap pihak luar atau masyarakat luas. Praktik ESG diukur menggunakan Triple I framework, yaitu sustainability intention, sustainability integration dan sustainability implementation. Indeks ini mengasumsikan bahwa regulasi pengungkapan wajib dipeluas dan memotivasi adaptasi tata kelola (Anis & Avrilia, 2024) (Anis et al., 2024).

Table 1. ESG Practice Index

No	Code	ESG Practice Index	Number of Criteria
SUSTAINABILITY INTENTION			
	A	Mission, Vision and Value (MVV) Statement	4
1	MVV1	Keterlibatan Pemangku Kepentingan	
2	MVV2	Konteks Bisnis Berkelanjutan	
3	MVV3	Pertimbangan Resiko Materialitas	
4	MVV4	Kelengkapan Prosedur	
	B	Sustainability Strategy Formulation (STRA)	3
5	ECO	Keberlanjutan Ekonomi	
6	SOS	Keberlanjutan Sosial	
7	ENV	Keberlanjutan Lingkungan	
		Jumlah Sub-Kriteria	
Sustainability Intention Index		INTENTX = $\frac{\sum \text{Sustainability Intention Score}}{\text{Total Score}}$	7x4 = 28
SUSTAINABILITY INTEGRATION			
	C	Risk governance framework (RGOV)	6
8	GOV1	Tata Kelola Struktur Dewan	
9	GOV2	Tata Kelola Struktur Manajemen	

No	Code	ESG Practice Index	Number of Criteria
10	GOV3	Tata Kelola Struktur Grup	6
11	GOV4	Independence of Chief Risk Officer	
12	GOV5	Independence of Audit Committee	
13	GOV6	ESG Unit	
	D	Sustainability business case (SBCASE)	
14	COST	Manajemen Biaya	
15	EFF	Konsumsi dan Penghematan Energi	6
16	HRIGHT	Hak Asasi Manusia	
17	HRD	Pengembangan Sumber Daya Manusia	
18	PRESP	Tanggung Jawab Produk	
19	INNO	Segmen bisnis baru (produk berkelanjutan)	
		Jumlah Sub-Kriteria	
Sustainability Integration Index		INTEGX = $\frac{\Sigma \text{Sustainability Intention Score}}{\text{Total Score}}$	12x4 = 48
		SUSTAINABILITY IMPLEMENTATION	
	E	Risk Management processes and stakeholders relation (SRM)	10
20	SRM1	Evaluasi profil resiko secara berkala	10
21	SRM2	Komunikasi resiko yang efektif	
22	SRM3	Sistem pelaporan resiko	
23	SRM4	Tanggung Jawab fungsi kepatuhan hukum	
24	SRM5	Tanggung Jawab fungsi audit internal	
25	SRM6	Struktur remunerasi berbasis resiko	
26	SRM7	Manajemen resiko reputasi	
27	SRM8	Sistem Penilaian resiko keberlanjutan	
28	SRM9	Pengembangan KPI Berkelanjutan	
29	SRM10	Kompetensi Tata Kelola TIK Strategis	
		Jumlah Sub-Kriteria	
	F	Akuntabilitas, Komunikasi dan Jaminan (ACA)	5
30	ACA1	Kinerja Dampak Langsung	5
31	ACA2	Kinerja Dampak Tidak Langsung	
32	ACA3	Penghargaan dibidang inisiatif keberlanjutan	
33	ACA4	Pengungkapan data dan informasi kinerja berkelanjutan yang telah melewati tahap verifikasi internal	
34	ACA5	Pengungkapan data dan informasi telah mendapatkan jaminan dari lembaga eksternal yang independen	
		Jumlah Sub-Kriteria	
Sustainability Implementation Index		IMPLEX = $\frac{\Sigma \text{Interactive Control Score}}{\text{Total Interactive Control Score}}$	15x4 = 60

No	Code	ESG Practice Index	Number of Criteria
	Overall ESG Principles Index	$ESGX = \frac{\Sigma \text{Overall SBSC Score}}{\text{Total SBSC Score}}$	34 x 4 = 136

Metode penilaian indeks prinsip ESG menggunakan skala interval 1-4 poin (Anis & Avrilia, 2024) yaitu :

Tabel 2. Teknik Skoring ESG Index

SA Level	Skor	Tingkatan BST
Business as usual	1	Jika perusahaan tidak mengungkapkan sama sekali keseluruhan sub-item pertanyaan yang diidentifikasi.
True Business for Sustainability	2	Jika perusahaan mengungkapkan “sub-item pertanyaan” yang diidentifikasi dengan memberikan narasi singkat.
BST_1.0 BST_2.0	3	Jika perusahaan mengungkapkan “sub-item pertanyaan” yang diidentifikasi dengan memberikan narasi lebih luas dengan dukungan data.
BST_3.0	4	Jika perusahaan mengungkapkan “sub-item pertanyaan” yang diidentifikasi dengan memberikan narasi yang komperhensif (didukung data, table, metode, gambar, grafil dll).

Ketiga adalah variabel Kapabilitas Inovasi, yang berperan sebagai varibael interaksi antara praktik ESG terhadap return saham. Kapabilitas inovasi adalah kemampuan perusahaan untuk mengubah pengetahuan dan ide menjadi produk baru, proses baru untuk kepentingan perusahaan dan pemangku kepentingannya sehingga dapat menjadi pendorong strategis dalam menembus persaingan pasar serta meingkatkan ketahanan (Pratiwi & Setiyono, 2024). Kapabilitas inovasi diukur menggunakan rasio biaya penelitian & pengembangan, biaya pelatihan karyawan, aset takberwujud dan mesin dengan penjualan bersih (Majid et al., 2021).

Table 3. Variabel dan Pengukuran

Nama Variabel	Simbol	Rumus Variabel	Refrensi
Return Saham	RET	$(P_{it}-P_{it-1})/P_{it-1}$	(Qodary & Tambun, 2021).
Practices ESG	ESG	Overall SBSC Score/Total SBSC Score	(Anis & Avrilia, 2024)
Innovation Capability	INNO	$(R\&D \text{ Exp} + \text{Traning Exp} + \text{Intangible Asset} + \text{Machine})/\text{Net Sales}$	(Majid et al., 2021).
Profitabilitas	NPM	Net Profit/Net Sales	(Febriyanto et al., 2024)
Company Age	AGE	$\text{Year Current Period} - \text{Year Listed on IDX}$	(Rahmatika & Anis, 2023)
Company Size	SIZE	$\text{Ln}(\text{Total Asset})$	(Wijaya et al., 2025)
Leverage	LEV	Total Liability/Total Equity	(Sutanto, 2021)
Dummy_Sustainability Report	DUM_SR	1 = Publish SR; 0 = No Publish	(Febrian et al., 2022).

Kemudian ditambahkan variabel kontrol untuk menjaga stabilitas kondisi, dalam penelitian ini variabel kontrol diantaranya profitabilitas, umur perusahaan, ukuran perusahaan, leverage dan dummy *sustainability report*. Penelitian menggunakan *software Eviews* versi 12.0, informasi diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan website resmi perusahaan masing-masing. Teknik analisis regresi data panel sebagai analisis data untuk pengujian hipotesis dan tiga pendekatan alternatif metode pengelolaannya yaitu *random effect*, *fixed effect* dan *common effect*. Pemilihan model terbaik dilakukan dengan cara melakukan beberapa uji, yaitu uji chow yang digunakan untuk membandingkan antara CEM dan FEM, lalu uji hausman jika hasil pertama mendapatkan FEM, kemudian uji LM ketika CEM yang keluar untuk membanding CEM dan REM. Setelah model regresi panel ditemukan, maka selanjutnya adalah uji hipotesis yang terdiri dari uji koefisien determinasi untuk menjelaskan seluruh variabel independen dalam penelitian terhadap variabel dependen. Lalu uji t parsial untuk melihat satu persatu pengaruh variabel independen terhadap return saham, yang terakhir adalah uji F untuk menguji seluruh variabel bersama-sama terhadap variabel dependen. Model regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 AGE + \beta_3 NPM + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 DUM_SR + e \quad (1a)$$

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 INTN + \beta_2 INTG + \beta_3 IMPL + \beta_4 AGE + \beta_5 NPM + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \beta_8 DUM_SR + e \quad (1b)$$

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 INNO + \beta_3 AGE + \beta_4 NPM + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 DUM_SR + e \quad (2)$$

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 ESG + \beta_2 INNO + \beta_3 ESG*INNO + \beta_4 AGE + \beta_5 NPM + \beta_6 SIZE + \beta_7 AGE + \beta_8 DUM_SR + e \quad (3)$$

Keterangan : RET: Return saham; ESG: Praktik Environmental, Social dan Governance; INNO: Kapabilitas Inovasi; AGE: Umur Perusahaan; NPM: Net Profit Margin; SIZE: ukuran perusahaan; LEV: leverage; t: waktu pada periode itu; α : konstanta; β : koefisien regresi; e: residual error.

RESULTS AND DISCUSSION

Penelitian ini berada pada sektor healthcare perusahaan yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2024. Jumlah data awal sebanyak 173 sampel sebelum dilakukan *puposive sampling*. PT Organon Pharma Indonesia Tbk selama periode penelitian tidak memaparkan harga sahamnya karena sedang dalam proses *delisting* atau penghapusan pencatatan saham dari Bursa Efek Indonesia dan beralih status menjadi perusahaan tertutup (BEI, 2024).

Table 4. research sampling

NO	Criteria	Year of Research							Total Sample
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1	Healthcare sector companies listed on the IDX	17	18	20	23	28	33	34	173
2	Companies that publish Annual Reports	17	18	20	23	28	33	34	173
3	The company discloses its share price	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(7)
Total Sample Used		16	17	19	22	27	32	33	166

Statistika dekriptif adalah metode untuk menggambarkan keadaan data yang bersifat kuantitatif dari suatu penelitian. Tersaji hasil uji statistika deskriptif pada tabel 5. Nilai rata-rata (*mean*) *Return* Saham tercatat sebesar 0,126, yang mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan dalam sampel menghasilkan *return* yang cenderung rendah tetapi positif, yakni kenaikan nilai saham rata-rata sebesar 12,6%. Sementara itu, standar deviasi *Return* Saham sebesar 0,844 menunjukkan adanya variasi atau penyebaran yang cukup besar antar perusahaan. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,621 dengan jumlah observasi sebanyak 166, mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan sektor healthcare yang menjadi sampel penelitian masih menerapkan praktik ESG pada tingkat inovasi rendah. Standar deviasi sebesar 0,034 yang relatif kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata menunjukkan bahwa tingkat penyebaran data ESG cenderung rendah Sustainability intention memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan integration dan implementation, yang berarti sampel perusahaan sektor healthcare baru mulai tahapan niat keberlanjutan. Nilai terendah kapabilitas inovasi berada pada nilai 0,003 yang kemungkinan keterbatasan investasi dalam kegiatan penelitian dan pengembangan, serta nilai maksimum sebesar 1,705 yang sangat tinggi ditunjukkan melalui kemampuan menghasilkan inovasi produk, proses maupun teknologi secara berkelanjutan. Nilai standar deviasi yang berada diatas rata-rata menunjukkan adanya variasi yang cukup tinggi antar perusahaan.

Table 5. Hasil uji statistika deskriptif

	RET	ESG	INTN	INTG	IMPL	INNO	AGE	NPM	SIZE	LEV	DUM_SR
Mean	0.117	0.621	0.770	0.634	0.542	0.185	10.464	0.037	28.486	0.804	0.518
Maximum	6.867	0.706	0.857	0.729	0.667	1.705	43.000	0.385	31.013	16.765	1.000
Minimum	-0.866	0.485	0.571	0.458	0.467	0.003	0.000	-1.349	24.902	-1.945	0.000
Std. Dev.	0.836	0.034	0.044	0.039	0.041	0.196	11.340	0.224	1.309	1.518	0.501
Observations	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166

Uji analisis korelasi pada table 6 menunjukan hubungan antara variabel-variabel independen terhadap return saham. Berdasarkan hasil tersebut variabel INNO dan NPM memiliki nilai signifikansi dibawah 0,05 dengan nilai korelasi positif, maka dapat dikatakan hanya variabel INNO dan NPM saja yang memiliki hubungan positif terhadap return saham, sedangkan variabel lainnya tidak memiliki hubungan.

Table 6. Hasil Analisis Korelasi

Corelation Prpbability	ESG	INNO	NPM	AGE	SIZE	LEV	DUM_SR	RET
ESG	1,000 -----							
INNO	-0,128 0,100	1,000 -----						
NPM	0,061 0,382	-0,446 0,000	1,000 -----					
AGE	0,310 0,000	-0,170 0,027	-0,013 0,858	1,000 -----				
SIZE	0,544 0,000	-0,190 0,014	0,245 0,001	0,295 0,000	1,000 -----			
LEV	0,114 0,143	-0,046 0,237	-0,092 0,237	0,106 0,172	0,040 0,600	1,000 -----		
DUM_SR	0,401 0,000	-0,025 0,746	0,084 0,280	0,267 0,000	0,330 0,000	0,194 0,011	1,000 -----	
RET	0,118 0,129	0,129 0,097	0,142 0,066	-0,003 0,962	0,417 0,592	0,036 0,644	0,112 0,147	1,000 -----

Data panel yaitu penggabungan antara time series dan cross-section sehingga diperlukan pengujian terhadap model data panel untuk dipilih model yang paling tepat. Pada uji chow untuk pemilihan antara common effect model atau random effect model. untuk setiap model persamaan nilai prob. Corss-section $F > 0.05$, maka dapat disimpulkan bahwa model yang terbaik dalam penelitian ini adalah Common Effect Model.

Table 7. Hasil uji chow dan uji langrange multipler

Model	Uji Chow	Uji LM	Model Terpilih
	Prob. Cros-section F	Prob. Cros-section Bruesch-Pagan	
Model 1a	0.2676	0.6639	Common Effect Model
Model 1b	0.3132	0.4006	Common Effect Model
Model 2	0.0522	0.8540	Common Effect Model
Model 3	0.0816	0.7568	Common Effect Model

Uji hausman tidak dilakukan dikarenakan pada saat uji chow yang terpilih adalah common effect model, dikarenakan uji hasuman adalah pemelihan antara fixed effect model dengan random effect model. Pada uji langrange multipler (LM) dapat dilihat pada table 7, bahwa nilai probability diatas 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa model yang terbaik untuk dipilih pada penelitian ini adalah common effect model.

Table 8. Regression Result

Variables	Prediksi arah	Dependent Variable: Return Saham			
		Model 1a	Model 1b	Model 2	Model 3
Indepeden					
ESG	+	0.0728 (1,4619)		0.0482 (1.6727)	0.1231 (-1.1636)
INTN	+		0.0319 (1.8658)		
INTG	+		0.3157 (-0.4806)		
IMPL	+		0.2355 (7.224)		
INNO	+			0.0016 (2.9920)	0.0002 (-3.5604)
ESG*INNO	+				0.0001 (3.6994)
Kontrol Variable					
NPM	(+/-)	0.0321	0.0610	0.0013	0.0068
AGE	(+/-)	0.3343	0.3530	0.4600	0.3862
SIZE	(+/-)	0.2237	0.2408	0.2393	0.1874
LEV	(+/-)	0.3335	0.2994	0.2372	0.1510
DUM_SR	(+/-)	0.3601	0.3388	0.4863	0.3299
Observations		166	166	166	166
R-squared		0.0028	0.0055	0.0503	0.1209
Prob(F-Stat)		0.3775	0.3556	0.0329	0.0003

Notes: Standard errors in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Berdasarkan table 8 hasil uji t, variabel ESG padal model 1a sebesar $0.0728 > 0.05$, yang berarti Praktik ESG tidak berpengaruh terhadap return saham, maka H1 ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Qodary & Tambun, 2021) yang menjelaskan bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap return saham, tetapi nilai perusahaan mampu memoderasi pengaruh ESG

terhadap return saham. Dengan hasil ini maka tidak sejalan dengan teori pemangku kepentingan yang menyatakan dalam menjalankan manajemen dan bisnis bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham tetapi juga kepada pihak-pihak lain yang memiliki kepentingan terhadap keberlangsungan perusahaan. Hal ini dikarenakan investor belum menjadikan environmental, social, & governance (ESG) sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Hasil tersebut juga membuktikan bahwa praktik bisnis berbasis environmental, social, & governance (ESG) dan pengungkapan environmental, social, & governance (ESG) belum diterapkan secara menyeluruh oleh perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penyebab tidak berpengaruh dalam penelitian ini bisa dilihat walaupun nilai rata-rata ESG untuk sektor kesehatan terbilang tinggi tetapi hal tersebut belum menjadi alasan utama para pemegang saham ingin membeli sahamnya. Tingginya skor praktik ESG yang diterapkan perusahaan belum menjadi sinyal yang bagus dimata para pemegang saham untuk menaruh uangnya dengan membeli saham perusahaan sektor kesehatan.

Variabel *Sustainability Intention* pada model 1b sebesar $0.0319 < 0.05$, yang berarti *sustainability intention* berpengaruh signifikan terhadap return saham, dengan nilai t-stat sebesar 1.8658, maka H1a diterima yang menjelaskan bahwa variabel *sustainability intention* berpengaruh positif terhadap return saham. Hasil ini sejalan dengan teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*) yang menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pemangku kepentingan, seperti karyawan, pelanggan, pemerintah, dan masyarakat (Freeman, 1984). *Sustainability intention* berfungsi sebagai sinyal positif yang dikirimkan manajemen kepada pasar mengenai arah strategis jangka panjang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan sejumlah penelitian (Broadstock et al., 2021), yang menemukan bahwa komitmen awal perusahaan terhadap ESG memberikan respons positif dari pasar modal karena dipersepsikan sebagai sinyal pengelolaan risiko jangka panjang. Selanjutnya, (Alareeni & Hamdan, 2020) menunjukkan bahwa intensi dan strategi keberlanjutan perusahaan memiliki hubungan positif dengan kinerja pasar, terutama di sektor yang memiliki sensitivitas tinggi terhadap isu sosial dan lingkungan. Penelitian lain oleh (Zhao et al., 2025) juga membuktikan bahwa perusahaan dengan *sustainability intention* yang kuat cenderung memperoleh kepercayaan investor yang lebih tinggi, sehingga berdampak positif terhadap return saham.

Sedangkan variabel *sustainability integration* pada model 1b sebesar $0.3157 > 0.05$ berada diatas ambang batas, yang berarti *sustainability integration* tidak berpengaruh terhadap return saham, sehingga H1b ditolak. Hasil ini tidak sejalan dengan teori pemangku kepentingan, yang berasumsi bahwa integrasi ESG ke dalam strategi inti perusahaan akan meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan dan pada akhirnya meningkatkan *return* saham. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan penelitian (Susandi et al., 2024) menunjukkan bahwa integrasi ESG memiliki hubungan positif yang signifikan dengan return pada portofolio investasi. Ketidaksignifikanan INTG dapat dijelaskan oleh lemahnya sinyal yang ditangkap pasar. Integrasi keberlanjutan umumnya tidak selalu diungkapkan secara eksplisit dan mudah dipahami oleh investor, karena melekat dalam kebijakan internal, sistem manajemen, dan prosedur operasional. Tetapi sejalan dengan penelitian Penelitian (Abate et al., 2025) menemukan bahwa integrasi ESG lebih berpengaruh terhadap kinerja operasional dan stabilitas perusahaan dibandingkan *return* saham jangka pendek.

Variabel *sustainability implementation* sebesar $0.2355 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel *sustainability implementation* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa implementasi keberlanjutan yang bersifat operasional belum mampu meningkatkan return saham secara langsung. Hasil ini tidak sepenuhnya mendukung teori pemangku kepentingan, karena meskipun implementasi ESG dilakukan, manfaatnya belum dirasakan secara ekonomi oleh investor dalam jangka pendek. Salah satu penyebabnya adalah implementasi ESG sering kali berorientasi pada kepatuhan (*compliance-driven*) dan bersifat simbolik, sehingga belum menghasilkan diferensiasi nilai yang nyata. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Yin et al., 2023) menjelaskan kinerja ESG yang menjadi implementasi ESG berpengaruh positif terhadap return saham. Tetapi temuan ini konsisten dengan penelitian (Berg

et al., 2022) yang menyatakan bahwa implementasi ESG tidak selalu berdampak positif terhadap return saham. Selain itu, (Löf et al., 2022) serta (Vu et al., 2024) menemukan bahwa dampak ESG implementation lebih signifikan terhadap penurunan risiko dan volatilitas saham dibandingkan peningkatan *return*.

Variabel interaksi yaitu kapabilitas inovasi, saat di uji langsung terhadap *return* saham pada model persamaan 2 sebesar dengan nilai signifikansi sebesar $0.0016 < 0.05$ dengan nilai t-stat sebesar 2.9920, maka H2 diterima. Dapat disimpulkan bahwa variabel kapabilitas inovasi berpengaruh positif terhadap *return* saham. Temuan ini sejalan dengan teori difusi inovasi (*diffusion of innovation theory*) yang dikemukakan oleh Rogers (1964), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kemampuan inovasi yang tinggi cenderung lebih cepat mengadopsi dan menyebarkan inovasi yang bernilai tambah ke pasar. Kapabilitas inovasi memungkinkan perusahaan untuk menghasilkan produk, layanan, maupun proses baru yang meningkatkan efisiensi dan daya saing. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan sejumlah penelitian terdahulu, (Ghazal et al., 2024) menyatakan Intensitas R&D atau ukuran inovasi berkorelasi positif dengan *return* saham, menunjukkan bahwa perusahaan dengan R&D yang lebih tinggi cenderung menghasilkan *excess returns* di pasar saham. Pada penelitian (Majid et al., 2021) *coporate inovation* memiliki pengaruh positif terhadap abnormal *return* saham perusahaan. Intensitas R&D memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan yang kemudian terwujud dalam bentuk produk baru dan inovasi.

Ketika kapabilitas inovasi berperan sebagai interaksi antara praktik ESG terhadap *return* saham, pada model persamaan 3 dengan nilai signifikansi sebesar $0.0001 < 0.05$ dan t-stat sebesar 3.6994. Dengan kata lain bahwa kapabilitas inovasi mampu memperkuat pengaruh praktik ESG terhadap *return* saham. Temuan ini menunjukkan bahwa praktik ESG tidak secara otomatis meningkatkan return saham, sebagaimana tercermin dari koefisien ESG yang tidak signifikan secara parsial. Namun, ketika ESG diimplementasikan oleh perusahaan yang memiliki kapabilitas inovasi tinggi, dampaknya terhadap return saham menjadi signifikan dan positif. Secara teoretis, hasil ini sejalan dengan teori difusi inovasi, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kapabilitas inovasi tinggi mampu mengadopsi dan mengintegrasikan praktik baru secara lebih efektif. Dalam konteks ESG, kapabilitas inovasi memungkinkan perusahaan untuk menerjemahkan komitmen keberlanjutan ke dalam produk, layanan, dan proses yang bernilai tambah. Investor menilai bahwa ESG yang didukung oleh inovasi bukan sekadar kepatuhan, melainkan strategi bisnis yang berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang, sehingga berdampak positif terhadap return saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Yin et al., 2023) menunjukkan bahwa kinerja ESG perusahaan secara signifikan positif memengaruhi return saham pada perusahaan yang terdaftar di bursa saham China, terutama pada perusahaan non-state-owned dan di kawasan tertentu. Apabila ESG tidak diikuti oleh inovasi yang terintegrasi dalam strategi bisnis, maka dampaknya terhadap return saham cenderung lebih lemah. Oleh karena itu, (Yin et al. 2023) menegaskan bahwa efektivitas ESG dalam meningkatkan return saham sangat bergantung pada kemampuan perusahaan dalam mentransformasikan komitmen keberlanjutan menjadi inovasi yang bernilai ekonomis.

CONCLUSION, IMPLICATION, AND FUTURE STUDIES

Hasil dari penelitian ini dapat disimpulkan dengan Praktik ESG tidak berpengaruh terhadap *Return* Saham, hal ini mengindikasikan bahwa pasar belum sepenuhnya merespons kinerja keberlanjutan sebagai faktor yang mempengaruhi imbal hasil perusahaan healthcare. Sustainability Intention berpengaruh positif terhadap *Return* Saham, niat keberlanjutan menjadi sinyal positif terhadap pembelian saham perusahaan. Sustainability Integration tidak berpengaruh terhadap *Return* Saham, tingkat integrasi keberlanjutan perusahaan belum dianggap sebagai determinan utama oleh investor dalam menilai kinerja saham sektor ini. Sementara itu Sustainability Implementation juga tidak berpengaruh terhadap *Return* Saham, penerapan langsung program keberlanjutan pun belum memberikan dampak finansial yang nyata pada *return* saham. Kapabilitas inovasi berpengaruh positif terhadap *Return* Saham. Inovasi merupakan faktor penting dalam

menentukan kinerja finansial perusahaan *healthcare*, sejalan dengan karakteristik industri yang sangat bergantung pada pengembangan teknologi, proses medis, dan layanan kesehatan yang inovatif. Kapabilitas inovasi memperkuat interaksi Praktik ESG terhadap *Return Saham*, dengan kombinasi antara kinerja keberlanjutan dan kapabilitas inovatif memberikan sinyal positif kepada investor, sehingga meningkatkan nilai dan prospek perusahaan di pasar saham. Temuan ini menunjukkan bahwa praktik ESG tidak secara otomatis meningkatkan return saham, tetapi ketika ESG diimplementasikan oleh perusahaan memiliki kapabilitas inovasi yang tinggi maka akan berdampak terhadap return saham sehingga menjadi signifikan dan positif.

Keterbatasan dalam penelitian ini sebagaimana hampir setengah sampel sektor *healthcare* baru terdaftar setelah tahun 2020, sehingga mengurangi sampel penelitian. lalu masih banyak perusahaan yang tidak menerbitkan *sustainability report* sehingga dalam menghitung skor ESG hanya melihat dalam laporan tahunan. Nilai R^2 untuk seluruh variabel independen hanya sebesar 12,093% terbilang relatif kecil untuk menjelaskan variabel dependen yaitu return saham. Maka saran untuk penelitian selanjutnya bisa menggunakan sektor usaha lainnya untuk melihat apakah hasil penelitian ini konsisten atau tidak, lalu bisa mengganti atau menambahkan variabel lainnya seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan instisional, atau komite audit. Hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi bagi literatur ESG, bahwa ESG tidak berpengaruh terhadap return saham tetapi ketika didampingi dengan inovasi perusahaan akan merubah hasilnya, menciptakan *value* dibidang keberlanjutan. Untuk praktisi atau manajerial, penelitian ini diharapkan menjadi perhatian bahwa inovasi merupakan faktor yang penting dalam meningkatkan respon pasar, skor ESG yang tinggi belum menjadi jaminan pasar merespon tetapi ketika ada peran inovasi maka akan merubah pengaruhnya terhadap pasar.

REFERENCES

- Abate, G., Basile, I., & Ferrari, P. (2025). ESG Ratings and Financial Performance: An Empirical Analysis. *International Journal of Financial Studies*, 13(4), 230. <https://doi.org/10.3390/ijfs13040230>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Anis, I., Arsajah, R. J., & Hartini, H. (2024). THE ROLE OF INTERACTIVE CONTROL SYSTEMS IN STRENGTHENING ESG PRACTICES AND INVESTMENT EFFICIENCY: MCS-LOC INSIGHTS. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 21(2), 161–189. <https://doi.org/10.21002/jaki.2024.08>
- Anis, I., & Avrilia, V. (2024). ANALYZING IMPACT OF ESG PRINCIPLES ON PERFORMANCE: A PERSPECTIVE FROM SUSTAINABILITY BALANCED SCORECARD. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 21(1). <https://doi.org/10.21002/jaki.2024.05>
- Berg, F., Koelbel, J. F., Pavlova, A., & Rigobon, R. (2022). ESG CONFUSION AND STOCK RETURNS: TACKLING THE PROBLEM OF NOISE. *National Bureau of Economic Research*, 30562.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>

- Cao, J., Titman, S., Zhan, X., & Zhang, W. (2023). ESG PREFERENCE, INSTITUTIONAL TRADING, AND STOCK RETURN PATTERNS. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(5), 1843–1877.
- Febriyanto, Ali, K., & Azyasa, M. W. (2024). PENGARUH INFLASI DAN SUKU BUNGA TERHADAP RETRUN SAHAM DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL MODERATING PADA PERUSAHAAN INDUSTRI BARANG KONSUMSI. *Jurnal Manajemen*, 18(1).
- Ghazal, S., Aziz, T., Tabash, M. I., & Drachal, K. (2024). The Linkage between Corporate Research and Development Intensity and Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(5), 180. <https://doi.org/10.3390/jrfm17050180>
- Heenkenda, H., Xu, F., Kulathunga, K., & Senevirathne, W. (2022). The Role of Innovation Capability in Enhancing Sustainability in SMEs: An Emerging Economy Perspective. *Sustainability*, 14(17), 10832. <https://doi.org/10.3390/su141710832>
- Hermawan, S., Octavia, R., & Maryanti, E. (2020). *INTELLECTUAL CAPITAL KINERJA KEUANGAN, DAN COMPETITIVE ADVANTAGE: Bukti dari Perbankan Syariah di Indonesia dan Malaysia* (Pertama). Indomedia Pustaka.
- Huang, M. (2023). Research on the influence of enterprise innovation input on stock returns in short- and long-term markets—Based on the data of listed companies in China’s science and technology sector. *BCP Business & Management*, 43, 326–333. <https://doi.org/10.54691/bcpbm.v43i.4656>
- Kafouros, M. I., Buckley, P. J., Sharp, J. A., & Wang, C. (2008). The role of internationalization in explaining innovation performance. *Technovation*, 28(1–2), 63–74. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2007.07.009>
- Lestari, P. G., Meila, K. D., & Himmah, E. F. (2024). Environmental Social Governance: Pengaruhnya Terhadap Perpajakan dan Return Saham dengan Return on Capital Employed Sebagai Pemoderasi. *Economics Professional in Action (E-Profit)*, 6(2), 131–137. <https://doi.org/10.37278/eprofit.v6i2.903>
- Löf, H., Sahamkhadam, M., & Stephan, A. (2022). Is Corporate Social Responsibility investing a free lunch? The relationship between ESG, tail risk, and upside potential of stocks before and during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 46, 102499. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102499>
- Mailin, M., Rambe, G., Ar-Ridho, A., & Candra, C. (2022). TEORI MEDIA/TEORI DIFUSI INOVASI. *Jurnal Guru Kita PGSD*, 6(2), 168. <https://doi.org/10.24114/jgk.v6i2.31905>
- Majid, S., Sultana, N., Abid, G., & Elahi, A. R. (2021). THE IMPACT OF CORPORATE INNOVATION ON ABNORMAL STOCK RETURNS: THE MODERATING ROLE OF INVESTOR SENTIMENT. *Academy of Strategic Management Journal*, 20(6), 1–16.
- Marino, W. S., & Rohanah, A. S. (2021). PENGARUH COVID-19 TERHADAP PASAR MODAL DI INDONESIA. *BanKu: Jurnal Perbankan dan Keuangan*, 2(2), 98–104. <https://doi.org/10.37058/banku.v2i2.3575>

- Mulialim, C., & Madyan, M. (2023). How does ESG explain excess returns in emerging market? An Asset-Pricing Approach. *Journal of Theory and Applied Management*, 16(2), 280–292. <https://doi.org/10.20473/jmtt.v16i2.48072>
- Oktavia, T. A., Widodo, N. M., & Hartono, H. R. P. (2021). Analisis Fundamental Saham Sebelum dan Sesudah Pandemi Covid-19: Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *Monex Journal Research Accounting Politeknik Tegal*, 10(2), 213–218. <https://doi.org/10.30591/monex.v10i2.2553>
- Pratiwi, N. K. N. I., & Sulindawati, N. L. G. E. (2025). Analisis Pengaruh ESG Risk Rating, Earning per share, dan Price to Earning Ratio Terhadap Return Saham Perusahaan Terindeks IDXESGL Periode 2021-2023. *JURNAL AKUNTANSI PROFESI*, 16(1), 156–171. <http://dx.doi.org/10.23887/jippg.v3i2>
- Pratiwi, Y. I., & Setiyono, T. A. (2024). Pengaruh Kapabilitas Inovasi, Modal Usaha, Diversifikasi Produk dan Pemahaman Akuntansi terhadap Keberlanjutan Bisnis UMKM Bidang Kuliner di Kota Semarang. *Jurnal Inovasi Akuntansi (JIA)*, 2(2), 151–162. <https://doi.org/10.36733/jia.v2i2.10161>
- Qodary, H. F., & Tambun, S. (2021). PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) DAN RETENTION RATIO TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN NILAI PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING. *Juremi: Jurnal Riset Ekonomi*, 1(2), 159–172. <https://doi.org/10.53625/juremi.v1i2.266>
- Rahmatika, A., & Anis, I. (2023). PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN UMUR PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL KONTROL PADA PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI 2019-2021. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 3(2), 3681–3696. <https://doi.org/10.25105/jet.v3i2.18125>
- Renaldo, N., Rozalia, D. K., Musa, S., Wahid, N., & Cecilia. (2023). Current Ratio, Firm Size, and Return on Equity on Price Earnings Ratio with Dividend Payout Ratio as a Moderation and Firm Characteristic as Control Variable on the MNC 36 Index Period 2017-2021. *Journal of Applied Business and Technology*, 4(3), 214–226. <https://doi.org/10.35145/jabt.v4i3.136>
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767. <https://doi.org/10.3390/su13020767>
- Siregar, I. F., Ismail, T., Taqi, M., & Soleha, N. (2024). Influence of ESG on Sustainability Reporting: Mediation Rule of Green Innovation and Investor Sentiment. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 14(1), 452–463. <https://doi.org/10.32479/ijeep.14988>
- Sutanto, C. (2021). LITERATURE REVIEW: PENGARUH INFLASI DAN LEVERAGE TERHADAP PROFITABILITAS DAN RETURN SAHAM. *Jurnal Ilmu Manajemen Terapan*, 2(5), 589–603. <https://doi.org/10.31933/jimt.v2i5.567>
- Vu, T. N., Junttila, J.-P., & Lehkonen, H. (2024). ESG news and long-run stock returns. *Finance Research Letters*, 60, 104915. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104915>
- Wijaya, A. S., Nurlia, & Juwari. (2025). PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, KEPUTUSAN INVESTASI, PROFITABILITAS, DAN UKURAN

PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN SUBSEKTOR FOOD AND BEVERAGE. *Accounting Profession Journa*, 7(1), 154.

- Yanti, H. B., & Hanjani, E. E. (2024). PENGARUH PENGUNGKAPAN LINGKUNGAN, SOSIAL, TATA KELOLA (ESG), DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM. *Journal of Social and Economics Research*, 6(1), 1748–1761. <https://doi.org/10.54783/jser.v6i1.539>
- Yin, X.-N., Li, J.-P., & Su, C.-W. (2023). 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>
- Zhao, Q., Cifuentes-Faura, J., Wang, L., & Wang, L. (2025). The Impact of Corporate Science on ESG Performance: A New Approach. *Business Strategy and the Environment*, 1–31. <https://doi.org/10.1002/bse.70196>