

## Pengaruh Pengungkapan ESG terhadap *Return Saham* dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi, dan Kemampuan Inovasi Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

Desfia Eka Putri<sup>1</sup>, Priyastiwi<sup>2</sup>

Program Studi Akuntansi, STIE Widya Wiwaha Yogyakarta

Corresponding author: desfia3kaputri@gmail.com

Diterima: 21 April 2025

Direvisi : 25 Juli 2025

Disetujui : 25 Juli 2025

### ABSTRACT

**Purpose.** This study aims to analyze the effect of ESG disclosure on stock returns by considering profitability as a mediating variable and corporate innovation capability as a moderating variable in companies listed in ESG-based stock indices on the Indonesia Stock Exchange during the 2021–2023 period.

**Methods.** This research is a quantitative study using secondary data obtained from annual reports and sustainability reports of companies listed in ESG-based indices on the Indonesia Stock Exchange from 2021 to 2023. The study utilized 153 observational data points selected through purposive sampling. Data analysis was conducted using path analysis with the assistance of SmartPLS version 4 software.

**Findings.** The results reveal that ESG disclosure has no significant effect on stock returns, either directly or indirectly through profitability as a mediating variable. Furthermore, corporate innovation capability does not moderate the relationship between ESG disclosure and either profitability or stock returns. However, innovation capability significantly strengthens the effect of profitability on stock returns. These findings suggest that the market values innovation that drives financial performance more than mere commitment to sustainability disclosures.

**Implication.** It is essential for companies to move beyond symbolic ESG disclosures and actively foster innovation that directly contributes to profitability in order to enhance investor confidence and market value.

**Keywords.** ESG Disclosure, Stock Return, Profitability, Innovation Capability

### ABSTRAK

**Tujuan.** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return saham* dengan mempertimbangkan profitabilitas sebagai variabel mediasi dan kemampuan inovasi perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks saham berbasis ESG di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023.

**Metode.** Penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks saham berbasis ESG di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 153 data observasi yang diperoleh melalui teknik *purposive sampling*. Analisis data dilakukan dengan metode analisis jalur menggunakan bantuan *software SmartPLS* versi 4.

**Hasil.** Dalam penelitian ini ditemukan hasil bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap *return* saham, baik secara langsung maupun secara tidak langsung melalui mediasi profitabilitas. Sementara itu, kemampuan inovasi perusahaan juga tidak mampu memoderasi hubungan antara pengungkapan ESG dengan profitabilitas maupun *return* saham. Namun, kemampuan inovasi perusahaan terbukti mampu memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar lebih menghargai inovasi yang menghasilkan kinerja keuangan dibandingkan sekadar komitmen terhadap aspek keberlanjutan.

**Implikasi.** Pentingnya bagi perusahaan untuk tidak hanya berfokus pada pengungkapan ESG secara simbolik, tetapi juga mampu mendorong inovasi yang akan berdampak langsung pada profitabilitas agar dapat meningkatkan kepercayaan investor dan nilai pasar perusahaan.

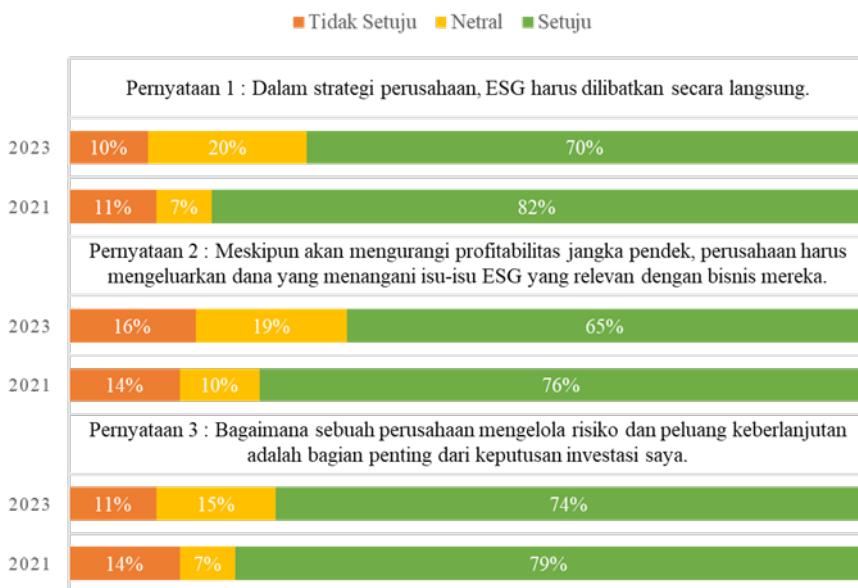
**Kata Kunci.** Pengungkapan ESG, *Retun* Saham, Profitabilitas, Kemampuan Inovasi.

## 1. Pendahuluan

Dalam berinvestasi yang menjadi fokus utama investor untuk menilai sejauh mana prospek dan kinerja keuangan suatu bisnis adalah tingkat pengembalian saham yang diterima oleh investor itu sendiri. *Return* saham akan menunjukkan apakah investor memperoleh keuntungan atau kerugian dari perubahan harga saham dan dividen yang diberikan oleh perusahaan (Mulyani & Andriani, 2024). Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *return* yang stabil dan tinggi menjadi salah satu daya tarik investor, karena menunjukkan keberlanjutan dan kestabilan finansial perusahaan. Namun dalam beberapa tahun terakhir, cara investor dalam menilai suatu bisnis mengalami perubahan. Investor tidak hanya mempertimbangkan faktor finansial saja, melainkan juga mempertimbangkan faktor non-finansial, seperti *Environmental, Social, Governance* (ESG). Pengungkapan ESG diharapkan dapat memengaruhi *return* saham, karena perusahaan yang transparan dalam isu ESG sering kali dianggap lebih berkelanjutan dan stabil oleh para pemangku kepentingan, termasuk investor.

Selain faktor non-finansial, terdapat pula faktor finansial yang kerap menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi oleh investor. Faktor finansial dianggap sebagai fondasi utama dalam berinvestasi, karena secara langsung memengaruhi tujuan utama investor, yakni memperoleh keuntungan. Ketika seorang investor memutuskan untuk berinvestasi, maka mereka akan mengharapkan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan saat mereka menabung kekayaan yang mereka miliki. Faktor finansial suatu perusahaan dapat dipertimbangkan melalui berbagai aspek, yaitu seperti likuiditas, profitabilitas, stabilitas keuangan, nilai investasi, dan sebagainya. Profitabilitas merupakan salah satu cara dalam menilai kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh keuntungan dalam jangka waktu tertentu guna mengetahui seberapa efektif operasinya (Andriyani et al., 2023). Perusahaan yang memiliki kestabilan dan terus menunjukkan peningkatan profitabilitas cenderung lebih menarik bagi para investor, karena perusahaan dinilai memiliki model bisnis yang kokoh dan berkelanjutan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tingkat profitabilitas yang baik akan memperkuat daya tarik suatu perusahaan bagi para investor, yang pada akhirnya berpotensi dalam memengaruhi imbal hasil yang akan diterima oleh para investor tersebut.

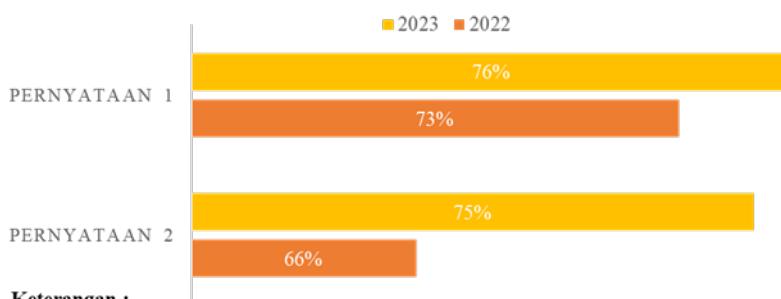
Survei investor global yang dilakukan oleh PwC pada tahun 2023 mengungkapkan bahwa integrasi ESG tampaknya menimbulkan kekhawatiran yang lebih luas. Sejak tahun 2021, pandangan positif investor tentang integrasi ESG mengalami penurunan, terutama mereka yang setuju dengan pentingnya ESG terhadap strategi dan pengambilan keputusan investasi, seperti yang ditunjukkan dalam grafik di bawah ini.



**Gambar 1. Perbandingan Penurunan Integrasi ESG**

Sumber : Survei Investor Global PwC (2023)

Survei menunjukkan bahwa jika perusahaan memandang ESG sebagai prioritas utama daripada sebagai cara untuk memaksimalkan kekuatan dan potensi pemegang saham, akan lebih mudah bagi mereka untuk selaras dengan strategi mereka. Pada 2023, para investor lebih dikhawatirkan dengan isu *greenwashing*, yaitu praktik dimana suatu perusahaan membuat klaim yang berlebihan atau menyesatkan tentang keberlangsungan lingkungan dari produk, layanan, atau kebijakan mereka. 94% investor percaya bahwa laporan kinerja keberlanjutan perusahaan mengandung klaim yang tidak dapat dibuktikan, meningkat dari 87% di tahun 2022. 57% investor percaya bahwa perusahaan yang memenuhi regulasi dan standar, seperti *Corporate Sustainability Reporting Regulations/CSRD*, regulasi *climate change* SEC, dan standar ISSB, akan memudahkan mereka dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, 76% investor menganggap informasi ESG itu penting, dan 75% investor setuju bahwa perusahaan harus mengungkapkan nilai keuangan dari dampak operasional mereka terhadap masyarakat atau lingkungan. Kondisi ini meningkat dari 66% pada tahun 2022, seperti yang ditunjukkan melalui grafik berikut ini.



**Keterangan :**

Pernyataan 1 : Biaya untuk memenuhi komitmen keberlanjutan yang telah ditetapkan perusahaan. (e.g., capital or operating expenditures needed to reach net-zero or social targets)

Pernyataan 2 : Perusahaan harus mengungkapkan nilai moneter dari dampak yang ditimbulkan oleh operasi atau aktivitas mereka terhadap lingkungan atau masyarakat. (i.e., their impact)

**Gambar 2. Persepsi Investor Terhadap ESG**

Sumber : Survei Investor Global PwC (2023)

Dalam beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, ditemukan bahwa skor ESG berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Harga saham perusahaan dengan kinerja

ESG yang lebih baik akan menghasilkan *return* yang lebih tinggi (Liu et al., 2023; Purnomo et al., 2024). Namun, ditemukan pula hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa hubungan antara skor ESG dan *return* saham menimbulkan pengaruh negatif, di mana perusahaan-perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi akan memperoleh *return* saham yang lebih rendah daripada perusahaan-perusahaan dengan skor ESG yang lebih rendah (Luo, 2022). Hubungan langsung antara pengungkapan ESG dan *return* saham tidak selalu linier. Faktor lain, seperti profitabilitas dan inovasi perusahaan, mungkin dapat memengaruhi hubungan antara pengungkapan ESG dan *return* saham. Dalam beberapa penelitian ditemukan bahwa adanya pengaruh positif signifikan yang ditimbulkan antara *return on equity* (ROE) terhadap pengungkapan ESG dan *return* saham (Almira & Wiagustini, 2020; Safriani & Utomo, 2020). Ini membuktikan bahwa investor tertarik untuk menginvestasikan dananya ke dalam bisnis jika tingkat profitabilitas perusahaan baik, tetapi jika tingkat profitabilitas perusahaan buruk, investor akan menarik kembali dananya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pengungkapan ESG yang baik akan berdampak pada peningkatan profitabilitas perusahaan yang dapat menjadi sinyal positif bagi investor, yang pada akhirnya dapat berpengaruh terhadap *return* saham. Kemampuan inovasi merupakan faktor penting yang dapat memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa transparansi dan kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan pasar modal, tetapi berpengaruh negatif terhadap *return on capital employed* (ROCE) (Amalia, 2023; Hoang et al., 2020). Ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam melakukan inovasi dapat meningkatkan profitabilitas dan *return* saham perusahaan. Namun dalam peningkatan kinerja lingkungan, perusahaan tidak secara langsung memberikan pengembalian yang tinggi terhadap modal, karena dalam penerapan inovasinya perusahaan memerlukan biaya yang tinggi.

Banyak penelitian yang telah mempelajari hubungan antara pengungkapan ESG dan *return* saham secara langsung, baik di pasar negara maju maupun berkembang. Namun penelitian-penelitian tersebut menunjukkan hasil yang tidak konsisten, sehingga penulis mengusulkan penelitian ini dengan tujuan untuk mempelajari hubungan antara pengungkapan ESG dan *return* saham di pasar negara berkembang, khususnya Indonesia, dengan menambahkan profitabilitas sebagai variabel mediasi dan kemampuan inovasi perusahaan sebagai variabel moderasi yang diasumsikan dapat memperkuat hubungan keterkaitan antara pengungkapan ESG dan *return* saham.

## 2. Kajian Pustaka dan Hipotesis

### Teori kontingensi

Teori kontingensi menyatakan bahwa tidak ada metode terbaik untuk mencapai kesesuaian antara faktor organisasi dan lingkungan. Teori ini mengacu pada penggunaan sistem terbuka oleh perusahaan untuk penyesuaian dan pengendalian lingkungan (Suartana, 2011). Teori kontingensi juga menyatakan bahwa tidak ada sistem akuntansi yang tepat secara universal yang dapat digunakan oleh semua jenis perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa teori kontingensi merupakan sebuah konsep dalam manajemen yang menyatakan bahwa tidak ada metode tunggal atau *“one-size-fits-all”* untuk mengelola suatu perusahaan. Melalui teori kontingensi, pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return* saham bervariasi tergantung pada situasi dan kondisi suatu perusahaan, serta pasar saham (Aziz & Chariri, 2023). Pengungkapan ESG dapat menjadi aset berharga bagi perusahaan jika selaras dengan tujuan bisnisnya, yakni profitabilitas perusahaan dan kapasitas inovasi. Dengan adanya pengungkapan ESG yang kuat, perusahaan dapat menunjukkan kepada pasar bahwa perusahaan memiliki inisiatif berkelanjutan yang tidak hanya bermanfaat secara sosial, tetapi juga mendukung kinerja finansial. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi lebih mampu memaksimalkan dampak positif pengungkapan ESG terhadap *return* saham, karena pengungkapan ESG dapat mencerminkan kinerja keuangan yang stabil dan kredibel bagi investor. Sementara itu, kemampuan inovasi perusahaan juga dapat

memperkuat efektivitas ESG dengan menyediakan produk baru yang efisien dalam pelaksanaan inisiatif keberlanjutan, dan berperan dalam meningkatkan profitabilitas, serta memberikan *return* saham yang lebih tinggi bagi investor dan para pemangku kepentingan.

### **Pengungkapan ESG**

Pengungkapan ESG adalah proses di mana perusahaan secara terbuka melaporkan praktik dan kinerja mereka di bidang lingkungan (*Environmental*), sosial (*Social*), dan tata kelola perusahaan (*Governance*). Menurut Putri & Mayangsari (2024), ESG merupakan kerangka perusahaan yang mengedepankan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan dalam menjalankan bisnis secara bertanggung jawab sehingga dapat menciptakan bisnis yang berkelanjutan. Pengungkapan ESG yang baik dapat meningkatkan pemahaman investor dan para pemangku kepentingan tentang bagaimana perusahaan beroperasi secara berkelanjutan dan bertanggung jawab terhadap lingkungan dan masyarakat. Semakin baik pengungkapan ESG suatu perusahaan akan menunjukkan seberapa baik kinerja perusahaan dalam menjalankan ketiga aspek ESG. Indikator pengukuran dalam pengungkapan ESG yang telah diakui secara internasional sangat beragam, salah satunya seperti GRI Standard 2021. Pengukuran dalam pengungkapan ESG melalui GRI Standard 2021 dapat dilakukan dengan menggunakan variabel dummy 1 (satu) dan 0 (nol), yakni dengan memberikan nilai 1 (satu) bagi perusahaan yang mengungkapkan ESG sesuai dengan GRI Standard 2021, dan memberikan nilai 0 (nol) bagi perusahaan yang mengungkapkan ESG tidak sesuai dengan GRI Standard 2021 (Khairunnisa & Haryati, 2024).

### **Return Saham**

Tingkat keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari investasi dalam saham suatu perusahaan selama periode waktu tertentu disebut *return* saham. Menurut Ani et al., (2024), *return* saham adalah hasil yang didapatkan oleh investor dari investasi yang dilakukannya. Setiap investor berhak atas bagian dari laba yang dibagikan sesuai dengan proporsi kepemilikan mereka. *Return* saham dapat diperoleh dalam dua bentuk, yakni *capital gain* dan dividen. Keuntungan modal (*capital gain*) merupakan keuntungan yang diperoleh dari selisih antara harga jual saham dan harga beli saham. Jika harga saham yang dimiliki meningkat dan saham tersebut dijual pada harga yang lebih tinggi dari harga belinya, maka akan menghasilkan keuntungan finansial bagi investor (Yuliani et al., 2022). Sementara itu, dividen diartikan sebagai pembayaran tunai yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemegang saham dari pembagian laba berdasarkan jumlah saham yang dimiliki (Silalahi & Manik, 2019). Investor dapat memilih saham perusahaan mana yang akan memberikan *return* yang tinggi dari investasi yang dilakukannya. Jika *return* saham suatu perusahaan meningkat, investor akan menilai bahwa perusahaan itu melakukan usaha dengan baik. Indikator pengukuran *return* saham yang digunakan dalam studi ini *capital gain (loss)*, yakni keuntungan atau kerugian yang diperoleh berdasarkan pada harga saham penutupan periode sekarang dan periode sebelumnya.

$$\text{Capital Gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

### **Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari kegiatan operasionalnya. Profitabilitas bertujuan untuk menunjukkan ukuran seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya dalam menghasilkan nilai ekonomi. Menurut Bungadira et al., (2024), profitabilitas mengacu pada kemampuan bank untuk mendapatkan keuntungan atau keberhasilan dalam kegiatan operasionalnya. Tingkat profitabilitas dalam suatu perusahaan secara umum dipengaruhi oleh beberapa hal, diantaranya melalui tingkat penjualan, biaya operasional, struktur modal, efisiensi manajemen, dan kondisi ekonomi. Indikator pengukuran profitabilitas sangatlah beragam, salah satunya adalah *Return on equity* (ROE). *Return on equity* (ROE) adalah

rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham untuk menghasilkan keuntungan (Bungadira et al., 2024). Perusahaan dengan ROE yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola ekuitas pemegang saham dengan baik untuk menghasilkan keuntungan. Dalam konteks investasi, investor cenderung mencari perusahaan dengan ROE yang konsisten dan tinggi sebagai indikator stabilitas dan profitabilitas. Rasio ROE suatu perusahaan dapat dihitung dengan membandingkan laba bersih dengan total ekuitas pemegang saham.

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

### **Inovasi Perusahaan**

Kemampuan inovasi merupakan salah satu aset terbesar bagi keberlangsungan perusahaan dalam jangka panjang. Inovasi dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan produk, proses, layanan, atau ide baru yang dapat meningkatkan nilai tambah dan daya saingnya (Rahmat et al., 2021). Kemampuan inovasi dalam suatu perusahaan tidak hanya bergantung pada keinginan untuk berubah, tetapi juga pada ketersediaan sumber daya, budaya organisasi, dan kerangka kerja strategis yang mendukung inovasi secara berkelanjutan. Perusahaan yang memiliki inovasi menunjukkan seberapa adaptif dan kreatif mereka dalam menghadapi perubahan pasar dan teknologi. Dengan adanya inovasi dapat membantu perusahaan menemukan peluang baru, beradaptasi dengan tren global, mengoptimalkan proses, dan terus meningkatkan nilai produk dan layanan untuk konsumen. Kemampuan inovasi yang kuat memungkinkan bisnis untuk menjadi pemimpin pasar dan tetap relevan dalam dunia bisnis yang kompetitif dan berubah dengan cepat. Untuk mengukur kemampuan inovasi suatu perusahaan dapat dilakukan melalui berbagai cara, salah satunya dengan mengukur intensitas R&D, yaitu dengan membandingkan total pengeluaran *research and development* terhadap total pendapatan bersih.

$$\text{Intensitas R&D} = \frac{\text{Total Pengeluaran R&D}}{\text{Total Pendapatan Bersih}}$$

### **Formulasi Hipotesis**

#### **Pengaruh Pengungkapan ESG Terhadap *Return* Saham**

Pengungkapan ESG yang baik dapat meningkatkan pemahaman investor dan para pemangku kepentingan tentang bagaimana perusahaan beroperasi secara berkelanjutan dan bertanggung jawab terhadap lingkungan dan masyarakat. Semakin baik pengungkapan ESG suatu perusahaan akan menunjukkan seberapa baik kinerja perusahaan dalam menjalankan aspek-aspek ESG. Perusahaan-perusahaan yang memiliki dampak positif terhadap lingkungan dan masyarakat lebih menarik bagi para investor, karena perusahaan dinilai mampu mengurangi jejak karbon dan berperan aktif dalam praktik pembangunan berkelanjutan. Dengan demikian, perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik dapat tercermin dalam pasar modal dan berdampak positif terhadap *return* saham perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap *return* saham (Liu et al., 2023; Purnomo et al., 2024; Yin et al., 2023).

H1 : Pengungkapan ESG berpengaruh terhadap *return* saham.

#### **Pengaruh Pengungkapan ESG Melalui Profitabilitas Terhadap *Return* Saham**

Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi cenderung lebih menarik bagi investor, karena mereka dianggap mampu menghasilkan keuntungan secara konsisten. Laba yang lebih tinggi menunjukkan posisi keuangan, manajemen biaya, dan efisiensi operasional yang lebih baik, dan juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang yang lebih besar untuk tumbuh dan berkembang. Melalui teori kontingensi dijelaskan bahwa dampak dari pengungkapan ESG terhadap *return* saham dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor lain, salah satunya seperti profitabilitas. Profitabilitas dapat berperan sebagai mediasi dalam hubungan antara pengungkapan ESG terhadap

*return* saham dengan menyesuaikan dampak ESG terhadap kinerja keuangan suatu perusahaan. Jika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, maka pengungkapan ESG dapat lebih berdampak positif terhadap *return* saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dalam memediasi hubungan antara pengungkapan ESG terhadap *return* saham (Almira & Wiagustini, 2020; Safriani & Utomo, 2020).

H2 : Pengungkapan ESG berpengaruh terhadap *return* saham melalui profitabilitas.

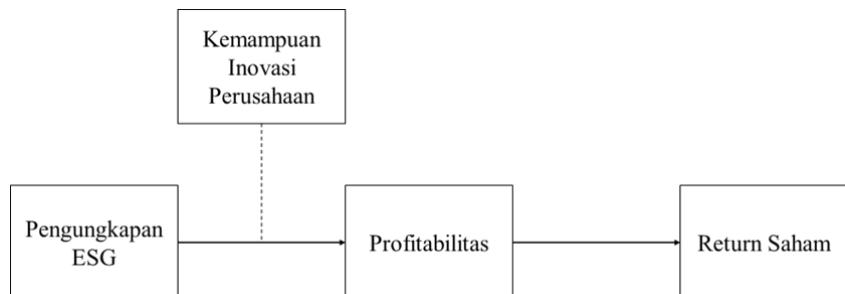
### **Pengaruh Moderasi Kemampuan Inovasi Perusahaan Dalam Pengungkapan ESG dan Profitabilitas Terhadap *Return* Saham**

Perusahaan yang memiliki inovasi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sifat adaptif dan kreatif dalam menghadapi perubahan pasar dan teknologi. Inovasi dianggap sebagai pendorong utama pertumbuhan jangka panjang, karena memungkinkan perusahaan untuk merespons tekanan kompetitif, dinamika pasar, dan kebutuhan konsumen. Menurut teori kontingensi, keberhasilan penerapan strategi sangat bergantung pada kondisi yang mendukung atau faktor situasional. Dalam hal ini, kemampuan inovasi merupakan salah satu kondisi yang dapat memperkuat hubungan antara pengungkapan ESG, profitabilitas, dan *return* saham, karena melalui inovasi perusahaan dapat meningkatkan nilai tambah, memperkaya persepsi pasar, serta mengurangi risiko. Perusahaan yang mampu menggabungkan praktik ESG yang kuat dengan kemampuan inovasi yang tinggi cenderung lebih menarik bagi investor yang menghargai keberlanjutan, sekaligus menciptakan profitabilitas dan *return* saham yang lebih baik. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kemampuan inovasi perusahaan mampu memoderasi pengaruh pengungkapan ESG dan profitabilitas terhadap *return* saham (Amalia, 2023; Yin et al., 2023).

H3a : Kemampuan inovasi perusahaan mampu memoderasi pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return* saham.

H3b : Kemampuan inovasi perusahaan mampu memoderasi pengaruh pengungkapan ESG terhadap profitabilitas.

H3c : Kemampuan inovasi perusahaan mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham.



**Gambar 3. Model Penelitian**

### **3. Metode Penelitian**

Dalam penelitian ini, objek penelitian berupa perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021-2023. Sampel dalam penelitian ini ditetapkan dengan teknik pengumpulan sampel berupa *purposive sampling*. Jumlah sampel yang diperoleh adalah sebanyak 51 perusahaan, sehingga total data sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 153 data penelitian. Metode analisis data dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *software* SmartPLS versi 4 dengan serangkaian tahapan pengujian, yakni dimulai dengan pengujian analisis deskriptif hingga pengujian analisis *Structural Equation Modeling – Partial Least Square* (SEM-PLS) yang lebih kompleks, seperti analisis jalur (*Path Analysis*).

**Tabel 1. Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Indikator Pengukuran	Sumber
Pengungkapan ESG (X)	<i>Variabel dummy 1 (satu) dan 0 (nol)</i>	(Khairunnisa & Haryati, 2024)
Return Saham (Y)	$Capital\ Gain\ (loss) = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	(Qodary & Tambun, 2021)
Profitabilitas (Z)	$ROE = \frac{Laba\ Bersih\ Setelah\ Pajak}{Ekuitas\ Pemegang\ Saham}$	(Bungadira et al., 2024)
Kemampuan Inovasi Perusahaan (M)	$Intensitas\ R&D = \frac{Total\ Pengeluaran\ R&D}{Total\ Pendapatan\ Bersih}$	(Aini & Hadiprajitno, 2023)

Adapun persamaan regresi moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b_1X + b_2XM + e$$

Keterangan :

Y : Variabel dependen

a : Konstanta persamaan regresi

b<sub>1</sub>-b<sub>2</sub> : Koefisien regresi

X : Variabel independen

M : Variabel moderasi (kemampuan inovasi perusahaan)

e : Error

#### 4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

##### Uji Analisis Deskriptif

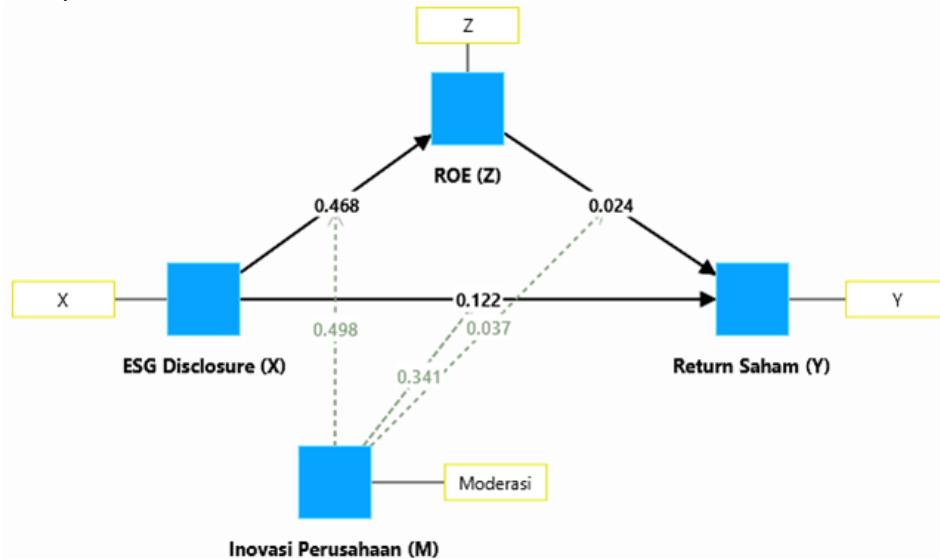
**Tabel 2. Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ESG Disclosure	153	0,000	1,000	,680	,467
Return Saham	153	-,853	4,260	,049	,543
ROE	153	-,053	1,420	,159	,195
Inovasi Perusahaan	153	,003	,164	,042	,038

Sumber : Data sekunder yang diolah (2025)

Berdasarkan Tabel 2, variabel pengungkapan ESG memperoleh nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1, dengan rata-rata sebesar 0,680 dan standar deviasi sebesar 0,467. Artinya, pada variabel pengungkapan ESG perusahaan-perusahaan sampel memiliki konsistensi dalam mengungkapkan praktik ESG. Selanjutnya, nilai minimum yang diperoleh dari variabel *return* saham dimiliki oleh PT Siloam International Hospitals Tbk (SILO) pada tahun 2022, yakni sebesar -0,853 dan nilai maksimum dicapai oleh PT Adi Sarana Armada Tbk (ASSA) pada tahun 2021, yakni sebesar 4,260. Rata-rata *return* saham yang dihasilkan oleh perusahaan-perusahaan sampel selama periode 2021-2023 adalah sebesar 0,049 dengan standar deviasi sebesar 0,543. Artinya, pada variabel *return* saham terdapat banyak variasi nilai di antara perusahaan-perusahaan sampel. Pada variabel profitabilitas, nilai minimum dimiliki oleh PT Chandra Asri Pacific Tbk (TPIA) pada tahun 2022 yakni sebesar -0,053, sedangkan nilai maksimum diperoleh PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) tahun 2023, yakni sebesar 1,420. Rata-rata profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan-perusahaan sampel selama periode 2021-2023 adalah sebesar 0,159 dengan standar deviasi sebesar 0,195. Artinya, pada variabel profitabilitas terdapat banyak variasi nilai di antara perusahaan-perusahaan sampel. Kemudian, pada variabel inovasi perusahaan menghasilkan nilai minimum sebesar 0,003 yang dimiliki oleh PT Chandra Asri Pacific Tbk (TPIA) pada tahun 2021 dan nilai maksimum sebesar 0,164 yang diperoleh oleh PT XL Axiata Tbk (EXCL) pada tahun 2021. Nilai rata-rata yang diperoleh variabel inovasi perusahaan adalah sebesar 0,042 dengan standar deviasi sebesar 0,038. Ini menunjukkan bahwa tidak terdapat banyak variasi nilai kemampuan inovasi perusahaan pada perusahaan-perusahaan sampel selama periode penelitian.

## Uji Analisis Jalur



Inovasi Perusahaan (M)

Gambar 4. Hasil Analisis Jalur

Berikut ini merupakan tabel hasil analisis jalur yang mendeskripsikan gambar 4 diatas.

**Tabel 3. Hasil Path Coefficient**

Hipotesis	Original sample	T-statistics	P-values	Kesimpulan
ESG Disclosure (X) -> Return Saham (Y)	-0,213	1,163	0,122	Ditolak
ROE (Z) -> Return Saham (Y)	0,502	1,982	0,024	Diterima
Inovasi Perusahaan (M) -> Return Saham (Y)	-0,133	0,976	0,165	Ditolak
ESG Disclosure (X) -> ROE (Z)	-0,014	0,080	0,468	Ditolak
Inovasi Perusahaan (M) -> ROE (Z)	0,312	1,080	0,140	Ditolak
Inovasi Perusahaan (M) x ESG Disclosure (X) -> Return Saham (Y)	0,064	0,410	0,341	Ditolak
Inovasi Perusahaan (M) x ROE (Z) -> Return Saham (Y)	-0,195	1,786	0,037	Diterima
Inovasi Perusahaan (M) x ESG Disclosure (X) -> ROE (Z)	0,002	0,006	0,498	Ditolak

Sumber : Data sekunder yang diolah (2025)

Berdasarkan hasil analisis jalur pada gambar 4 dan tabel 3, dapat diinterpretasikan bahwa pengaruh langsung dari pengungkapan ESG terhadap *return* saham menghasilkan nilai *p-values* sebesar 0,122 yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat signifikansinya, yakni sebesar 0,05, serta memperoleh nilai *original sample* (O) sebesar -0,213, yang artinya pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Pengaruh profitabilitas (ROE) terhadap *return* saham menghasilkan nilai *p-values* sebesar 0,024 yang lebih kecil dari tingkat signifikansinya dan memperoleh nilai *original sample* (O) sebesar 0,502, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas secara langsung berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Selanjutnya, pengaruh kemampuan inovasi perusahaan terhadap *return* saham menghasilkan nilai *p-values* sebesar 0,165 dan nilai *original sample* (O) sebesar -0,133, artinya kemampuan inovasi perusahaan secara langsung tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Kemudian, pengaruh pengungkapan ESG terhadap profitabilitas (ROE) juga menghasilkan nilai *p-values* yang lebih besar dari tingkat signifikansinya, yakni sebesar 0,468 dan memperoleh nilai *original sample* (O) sebesar -0,014, yang artinya pengungkapan ESG juga tidak berpengaruh langsung terhadap profitabilitas. Begitu pula dengan pengaruh langsung antara variabel kemampuan inovasi perusahaan terhadap profitabilitas yang menghasilkan nilai *p-values* sebesar 0,140 dengan nilai *original sample* (O) sebesar 0,312 yang menunjukkan bahwa kemampuan inovasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap variabel profitabilitas.

Sementara itu, pengaruh moderasi dalam model penelitian ini juga dapat dilihat pada Tabel 3. Dimana terdapat tiga jalur moderasi yang dilalui oleh kemampuan inovasi perusahaan sebagai variabel moderasi. Pada interaksi kemampuan inovasi perusahaan dan pengungkapan ESG terhadap *return* saham diperoleh nilai *original sample* (0) sebesar 0,064 dengan nilai *p-values* sebesar 0,341 yang menunjukkan bahwa kemampuan inovasi perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return* saham. Selanjutnya, pada interaksi kemampuan inovasi perusahaan dan profitabilitas terhadap *return* saham diperoleh nilai *original sample* (0) sebesar -0,195 dengan nilai *p-values* sebesar 0,037 yang menunjukkan bahwa kemampuan inovasi perusahaan mampu berperan sebagai variabel moderasi dan memberikan pengaruh positif dan signifikan dalam interaksi antara profitabilitas terhadap *return* saham. Namun, pada interaksi kemampuan inovasi perusahaan dan pengungkapan ESG terhadap profitabilitas diperoleh nilai *original sample* (0) sebesar 0,002 dengan nilai *p-values* sebesar 0,498 yang menunjukkan bahwa kemampuan inovasi perusahaan dalam interaksi ini tidak mampu berperan sebagai variabel moderasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pengaruh moderasi dari kemampuan inovasi perusahaan hanya terjadi pada interaksi profitabilitas terhadap *return* saham.

**Tabel 4. Hasil Specific Indirect Effects**

Hipotesis	Original sample	T-statistics	P-values	Kesimpulan
ESG Disclosure (X) -> ROE (Z) -> Return Saham (Y)	-0,007	0,068	0,473	Ditolak
Inovasi Perusahaan (M) -> ROE (Z) -> Return Saham (Y)	0,157	0,816	0,207	Ditolak
Inovasi Perusahaan (M) x ESG Disclosure (X) -> ROE (Z) -> Return Saham (Y)	0,001	0,005	0,498	Ditolak

Sumber : Data sekunder yang diolah (2025)

Berdasarkan hasil *specific indirect effects* pada Tabel 4, maka dapat diinterpretasikan bahwa pengaruh tidak langsung dari pengungkapan ESG terhadap *return* saham yang dimediasi oleh variabel profitabilitas menghasilkan nilai *original sample* (0) sebesar -0,007 dengan nilai *p-value* sebesar 0,473, serta nilai VAF sebesar 0,032, itu artinya dalam pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return* saham, profitabilitas tidak mampu berperan sebagai variabel mediasi. Pada interaksi variabel kemampuan inovasi perusahaan terhadap *return* saham dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi diperoleh nilai *original sample* (0) sebesar 0,157 dengan nilai *p-values* sebesar 0,207 dan nilai VAF sebesar 6,635, menunjukkan bahwa dalam interaksi ini profitabilitas mampu berperan sebagai mediator secara total. Namun, dalam interaksi tidak langsung antara pengungkapan ESG yang dimoderasi oleh kemampuan inovasi perusahaan terhadap *return* saham melalui mediasi dari variabel profitabilitas menunjukkan hasil bahwa profitabilitas tidak mampu berperan sebagai variabel mediasi. Ini ditunjukkan dari nilai VAF yang diperoleh sebesar 0,015 dengan nilai *original sample* (0) sebesar 0,001 dan nilai *p-values* sebesar 0,498. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa efek mediasi atau pengaruh tidak langsung dari profitabilitas hanya terjadi pada interaksi kemampuan inovasi perusahaan terhadap *return* saham.

### Uji Koefisien Determinasi

**Tabel 5. Hasil Uji R-Square**

	R-square	R-square adjusted
ROE (Z)	0.098	0.080
Return Saham (Y)	0.101	0.070

Sumber : Data sekunder yang diolah (2025)

Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi pada Tabel 5, nilai *R Square* untuk kedua model yang dibangun relatif rendah. Pada Model 1, nilai *R Square* sebesar 0,098 menunjukkan bahwa hanya 9,8% variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model. Model 2 memiliki nilai *R Square* tertinggi, yakni sebesar 0,101, yang artinya 10,1% variasi pada variabel dependen dapat dijelaskan, namun angka tersebut tetap tergolong rendah. Rendahnya nilai *R Square* secara keseluruhan menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini belum

mampu menjelaskan variasi pada variabel dependen secara signifikan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi yang dibangun dalam penelitian ini belum cukup baik untuk memprediksi variabel dependen secara akurat.

## Pembahasan

### Pengaruh Pengungkapan ESG Terhadap *Return Saham*

Berdasarkan teori kontingensi yang menekankan bahwa efektivitas suatu praktik manajemen sangat bergantung pada situasi dan kondisi organisasi (Aziz & Chariri, 2023). Hasil uji hipotesis secara parsial menunjukkan nilai signifikansi yang diperoleh variabel pengungkapan ESG sebesar  $0,122 > 0,05$ , mengindikasikan bahwa pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap *return saham* dan hipotesis H1 ditolak. Hubungan antara pengungkapan ESG dan *return saham* umumnya bersifat kompleks dan multidimensional. Secara situasional, pengungkapan ESG dan *return saham* dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya seperti karakteristik industri, tingkat kematangan pasar, dan kebijakan regulasi. Dalam konteks karakteristik industri, perusahaan dengan industri yang berbeda akan menghadapi tekanan ESG yang berbeda pula. Misalnya, pada perusahaan di industri energi atau pertambangan cenderung mendapatkan tekanan yang lebih besar untuk menerapkan praktik ESG dibandingkan dengan perusahaan di industri teknologi atau jasa, yang mungkin menghadapi ekspektasi ESG yang lebih rendah. Tingkat kematangan pasar juga memainkan peran penting, di mana pasar yang lebih berkembang cenderung lebih responsif terhadap pengungkapan ESG dibandingkan dengan pasar yang sedang berkembang. Selain itu, regulasi yang diberlakukan oleh pemerintah atau otoritas terkait dapat memengaruhi hubungan antara pengungkapan ESG dan *return saham*, misalnya melalui kebijakan insentif atau penalti yang terkait dengan kepatuhan terhadap prinsip-prinsip keberlanjutan (Engelhardt et al., 2021).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Qodary & Tambun (2021) yang menjelaskan bahwa pengungkapan ESG sering kali tidak memberikan dampak langsung terhadap *return saham*, terutama dalam pasar yang kurang peduli terhadap isu keberlanjutan. Hal ini disebabkan oleh kurangnya perhatian investor terhadap aspek ESG atau keterbatasan informasi yang tersedia. Sementara itu, terdapat pula beberapa penelitian lainnya yang bertentangan dengan penelitian ini. Penelitian tersebut menjelaskan bahwa pengungkapan ESG dapat memberikan dampak positif terhadap *return saham* melalui peningkatan reputasi perusahaan dan kepercayaan investor, terutama dalam pasar yang lebih maju atau di sektor-sektor yang sangat terpengaruh oleh isu keberlanjutan (Yin et al., 2023; Q. Zhang et al., 2023). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pengaruh pengungkapan ESG terhadap *return saham* sangat kontekstual dan bergantung pada faktor eksternal dan internal perusahaan.

### Pengaruh Pengungkapan ESG Melalui Profitabilitas Terhadap *Return Saham*

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan, secara simultan diperoleh hasil bahwa pengaruh tidak langsung antara pengungkapan ESG terhadap *return saham* melalui mediasi profitabilitas memperoleh nilai VAF kurang dari 20% ( $0,032 < 0,20$ ) yang mengindikasikan bahwa tidak terjadinya efek mediasi dari model persamaan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua yang dibangun tidak dapat diterima, karena profitabilitas tidak mampu berperan sebagai mediator yang menjembatani hubungan pengungkapan ESG dan *return saham*. Secara parsial pengungkapan ESG terhadap profitabilitas memiliki nilai *p-values* sebesar 0,468 yang mengindikasikan bahwa variabel pengungkapan ESG tidak berpengaruh terhadap profitabilitas. Sementara itu, interaksi antara profitabilitas dan *return saham* justru menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *return saham*, karena nilai *p-value* yang dihasilkan sebesar 0,024 lebih kecil dari nilai signifikansinya. Hal ini dijelaskan melalui teori kontingensi yang mengungkapkan bahwa hubungan antara pengungkapan ESG dan *return saham* melalui profitabilitas dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor situasional, seperti ukuran perusahaan, karakteristik industri, dan tingkat perkembangan pasar modal. Perusahaan dengan sumber daya yang lebih memadai cenderung lebih mampu mengintegrasikan praktik ESG ke dalam strategi bisnis mereka, sehingga dampaknya terhadap profitabilitas dan *return saham* menjadi lebih signifikan (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021). Teori kontingensi juga menyoroti bahwa dampak ESG terhadap profitabilitas dapat bergantung pada sejauh mana strategi ESG sejalan dengan strategi bisnis perusahaan. Perusahaan yang mampu mengidentifikasi peluang bisnis baru yang terkait dengan ESG dan mengintegrasikannya ke dalam strategi bisnis yang ada cenderung memperoleh manfaat kompetitif jangka panjang, seperti reputasi perusahaan yang lebih baik, loyalitas

pelanggan, dan efisiensi operasional perusahaan yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang menerapkan praktik ESG hanya sebagai upaya untuk memenuhi regulasi atau memenuhi ekspektasi pemangku kepentingan tidak akan dapat mencapai manfaat ekonomi yang diharapkan oleh perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang sejalan dengan penelitian ini, yang menyatakan bahwa interaksi antara pengungkapan ESG dan *return* saham tidak dapat dimediasi oleh profitabilitas (Utami & Falah, 2025). Implementasi ESG seringkali memerlukan biaya yang lebih tinggi, sehingga berdampak terhadap profitabilitas jangka pendek perusahaan, meskipun dalam jangka panjang dapat memberikan dampak positif terhadap reputasi perusahaan dalam meningkatkan *return* saham (Garcia et al., 2017). Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sepenuhnya didukung oleh penelitian-penelitian terdahulu. Beberapa penelitian menjelaskan bahwa profitabilitas mampu berperan sebagai mediator dalam interaksi antara pengungkapan ESG dan *return* saham (Almira & Wiagustini, 2020; Safriani & Utomo, 2020). Perusahaan yang mengintegrasikan praktik ESG cenderung mengalami peningkatan efisiensi yang dapat memperbaiki profitabilitas, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap *return* saham.

### **Pengaruh Moderasi Kemampuan Inovasi Perusahaan Dalam Pengungkapan ESG dan Profitabilitas Terhadap *Return* Saham**

Hipotesis ketiga mengasumsikan bahwa kemampuan inovasi perusahaan sebagai variabel moderasi yang mampu memoderasi interaksi antara pengungkapan ESG terhadap *return* saham, interaksi pengungkapan ESG terhadap profitabilitas, dan interaksi profitabilitas terhadap *return* saham. Namun, dari ketiga hasil penelitian mengindikasikan bahwa dua interaksi diantaranya tidak terdapat efek moderasi yang signifikan dari variabel kemampuan inovasi perusahaan, yakni dalam interaksi pengungkapan ESG terhadap *return* saham, dan dalam interaksi pengungkapan ESG terhadap profitabilitas. Hal ini dapat disebabkan oleh definisi inovasi yang tidak relevan dengan konteks ESG. Inovasi dalam konteks ESG dapat mencakup berbagai aspek, seperti pengembangan produk baru yang ramah lingkungan, penerapan teknologi baru untuk meningkatkan efisiensi, atau pengembangan model bisnis yang berkelanjutan, yang umumnya memberikan dampak jangka panjang dan tidak tercermin langsung dalam indikator keuangan jangka pendek. Sementara itu, dalam interaksi antara profitabilitas terhadap *return* saham yang dimoderasi oleh kemampuan inovasi perusahaan menunjukkan hasil yang positif dan signifikan. Hal ini disebabkan oleh peran inovasi dalam memperkuat efektivitas pemanfaatan laba dalam menciptakan nilai tambah yang lebih besar bagi para investor.

Teori kontingensi menjelaskan bahwa peran inovasi sebagai faktor moderasi sangat bergantung pada konteks spesifik perusahaan. Dalam konteks pengungkapan ESG, inovasi tidak selalu menjadi faktor yang memperkuat pengaruh interaksi terhadap profitabilitas maupun *return* saham. Sejalan dengan teori kontingensi yang menyatakan bahwa tidak ada satupun strategi yang universal berlaku efektif di semua situasi atau kondisi. Dalam beberapa industri, inovasi lebih dihargai dan dianggap sebagai pendorong utama pertumbuhan, sementara di industri lain, inovasi lebih dominan berfokus pada pengungkapan ESG (F. Zhang et al., 2020). Pengungkapan ESG yang dimoderasi oleh kemampuan inovasi perusahaan belum tentu mampu meningkatkan profitabilitas maupun *return* saham secara nyata. Sebaliknya, dalam interaksi profitabilitas terhadap *return* saham yang dimoderasi oleh kemampuan inovasi perusahaan menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini dijelaskan melalui teori kontingensi yang menyatakan bahwa inovasi dapat berfungsi secara optimal ketika selaras dengan kebutuhan pasar dan strategi bisnis perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan didukung dengan kemampuan inovasi yang baik cenderung lebih responsif terhadap perubahan pasar, mampu memanfaatkan kembali laba secara strategis, dan mampu bersaing dengan unggul dan kompetitif. Dengan begitu, inovasi dapat menjadi faktor penguatan yang relevan dalam organisasi untuk mendukung implementasi dan dampaknya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian yang telah dilakukan. Salah satunya dalam penelitian yang dilakukan oleh (Yao et al., 2019) yang menjelaskan bahwa inovasi hijau tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Umumnya, pengungkapan ESG yang tinggi diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor, mengurangi risiko, dan meningkatkan *return* saham perusahaan. Namun, jika inovasi hijau tidak memberikan efek finansial yang cukup kuat terhadap perusahaan, maka pengungkapan ESG yang mencakup inisiatif keberlanjutan dan inovasi lingkungan juga tidak selalu menghasilkan peningkatan *return* saham. Walaupun demikian, temuan penelitian ini tidak sepenuhnya selaras dengan hasil penelitian sebelumnya. Beberapa

penelitian justru menunjukkan hasil bahwa kemampuan inovasi perusahaan mampu memperkuat efek moderasi pada pengungkapan ESG terhadap *return* saham (Khan, 2019; Khanchel et al., 2023; Yin et al., 2023). Perusahaan yang mampu mengintegrasikan praktik ESG yang kuat dengan tingkat inovasi yang tinggi cenderung lebih menarik bagi investor yang peduli terhadap strategi keberlanjutan, dan sekaligus berpotensi dalam menghasilkan *return* saham yang lebih optimal.

## 5. Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang dapat menjadi pertimbangan untuk penelitian selanjutnya. Pertama, penelitian ini belum mempertimbangkan faktor eksternal yang berpotensi memengaruhi pengungkapan ESG, profitabilitas, dan *return* saham, seperti struktur kepemilikan, risiko keuangan, atau regulasi pemerintah terkait praktik ESG. Kedua, cakupan data yang hanya terbatas pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks saham berbasis ESG di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023, sehingga hasil temuan belum dapat digeneralisasikan ke seluruh sektor atau perusahaan di luar indeks tersebut. Ketiga, mengingat hubungan variabel dalam penelitian ini bersifat kompleks dan memiliki keterbatasan dalam menangkap dinamika data secara longitudinal, maka diharapkan dalam penelitian selanjutnya agar dapat menggunakan metode yang lebih kompleks, seperti analisis panel data dinamis. Keempat, meskipun studi ini memberikan gambaran awal mengenai pengaruh ESG, profitabilitas, dan inovasi terhadap *return* saham, hasil penelitian ini masih memerlukan pengujian lebih lanjut dan diharapkan dapat menjadi rujukan awal maupun bahan perbandingan bagi studi-studi lanjutan di bidang yang sama.

## 6. Kesimpulan

Pengungkapan ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks saham berbasis ESG di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021-2023. Ini mengindikasikan bahwa meskipun praktik ESG semakin menjadi perhatian dalam dunia investasi, namun pengungkapan ESG belum tentu menjadi faktor utama yang memengaruhi pergerakan *return* saham di pasar modal Indonesia. Selanjutnya, profitabilitas tidak berperan sebagai mediator dalam interaksi antara pengungkapan ESG dan *return* saham, melainkan mampu berperan sebagai mediator dalam interaksi kemampuan inovasi perusahaan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun implementasi ESG memberikan dampak pada aspek operasional dan keuangan perusahaan, akan tetapi dampak tersebut tidak langsung direspon pasar ke dalam nilai saham, kecuali didukung oleh kemampuan perusahaan dalam menciptakan inovasi. Dengan kata lain, pasar cenderung lebih menghargai kinerja keuangan yang dihasilkan dari inovasi dibandingkan dengan sekadar komitmen terhadap ESG yang belum berdampak langsung pada laba perusahaan. Sementara itu, kemampuan inovasi perusahaan juga tidak mampu memberikan efek moderasi dalam interaksi pengungkapan ESG terhadap profitabilitas dan *return* saham. Namun, kemampuan inovasi perusahaan mampu memberikan efek moderasi dan memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa inovasi yang dilakukan perusahaan lebih efektif dalam mengoptimalkan kinerja keuangan dibandingkan sekadar meningkatkan nilai dari aktivitas keberlanjutan secara langsung.

## Daftar Pustaka

- Abdul Rahman, R., & Alsayegh, M. F. (2021). Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167.
- Aini, S., & Hadiprajitno, P. T. B. (2023). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Dimediasi Oleh Reputasi Dan Kinerja Inovasi Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2015-2019). *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(2).
- Almira, N. P. A. K., & Wiagustini, N. L. P. (2020). *Return on asset, return on equity, dan earning per share berpengaruh terhadap return saham*. Udayana University.

- Amalia, E. (2023). Analisis Pengaruh Pengungkapan Inovasi Hijau terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Nonkeuangan. *ABIS: Accounting and Business Information Systems Journal*, 11(3), 285–309.
- Andriyani, M., Aliyani, T., Kuntadi, C., & Pramukty, R. (2023). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Investasi Ditinjau dari Profitabilitas, Literasi Keuangan dan Resiko Toleransi: Literature Review. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 2(2), 458–464.
- Ani, H. N., Indira, I., & Dedyansyah, A. F. (2024). PENGARUH PROFITABILITAS DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN INFLASI SEBAGAI VARIABEL MODERASI:(studi pada Perusahaan Manufaktur Barang Dan Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2019-2021). *Media Mahardhika*, 22(2), 170–183.
- Aziz, F., & Chariri, A. (2023). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure and Environmental Performance on Stock Return. *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(3).
- Bungadira, W., Malahayati, R., & Nathanael, Y. A. (2024). PENGARUH ARUS KAS OPERASI, ARUS KAS PENDANAAN, ARUS KAS INVESTASI, PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN DAN RETURN ON ASSET TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2018-2022. *Postgraduate Management Journal*, 4(1), 164–181.
- Engelhardt, N., Ekkenga, J., & Posch, P. (2021). ESG ratings and stock performance during the COVID-19 crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147.
- Hoang, T., Przychodzen, W., Przychodzen, J., & Segbotangni, E. A. (2020). Does it pay to be green? A disaggregated analysis of US firms with green patents. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1331–1361.
- Khairunnisa, K. H. N., & Haryati, T. (2024). Pengungkapan ESG dan Kinerja Keuangan bagi Nilai Perusahaan Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan. *Reslaj: Religion Education Social Laa Roiba Journal*, 6(6), 3075–3088.
- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75, 103–123. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3279830>
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Baccar, I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/md-09-2021-1252>
- Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). The Effect of ESG performance on the stock market during the COVID-19 Pandemic—Evidence from Japan. *Economic Analysis and Policy*, 79, 702–712.
- Luo, D. (2022). ESG, liquidity, and stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101526. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101526>
- Mulyani, S., & Andriani, N. Y. (2024). Pengaruh pertumbuhan laba dan pertumbuhan asset terhadap return saham: Studi kasus pada PT. Mayora Indah Tbk di Bursa Efek Indonesia 2016-2023. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 2(03), 475–488.
- Purnomo, M. H., Nuntupa, N., & Yuana, A. G. (2024). Pengaruh ESG Score Terhadap Harga Saham Dimoderasi oleh Earnings Per Share. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 10(3), 1923–1935.
- Putri, S. R., & Mayangsari, S. (2024). Pengaruh Pertanggungjawaban Environmental, Social dan Governance (ESG), Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Publik. *Ekonomi Digital*, 2(2 SE-Articles), 133–148. <https://doi.org/10.55837/ed.v2i2.108>
- 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 SE-Articles), 159–172.

<https://doi.org/10.53625/juremi.v1i2.266>

- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). PENGARUH ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) DISCLOSURE TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3). <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/29093>
- Silalahi, E., & Manik, E. S. (2019). Pengaruh dividend payout ratio, debt ratio dan return on asset terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan*, 49–70.
- Suartana, I. W. (2011). *Akuntansi Keperilakuan, Teori dan Implementasi*. Penerbit Andi.
- Utami, R., & Falah, F. (2025). Peran Profitabilitas dalam Pengungkapan ESG terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Indeks ESGL Tahun 2019-2023. *Jurnal Bisnis Mahasiswa*, 5(1), 457–467.
- Yao, Q., Liu, J., Sheng, S., & Fang, H. (2019). Does eco-innovation lift firm value? The contingent role of institutions in emerging markets. *Journal of Business & Industrial Marketing*. <https://doi.org/10.1108/JBIM-06-2018-0201>
- Yin, X.-N., Li, J.-P., & Su, C.-W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Helijon*, 9(5). <https://doi.org/10.1016/j.helijon.2023.e16320>
- Yuliani, A. R., Tripermata, L., & Munandar, A. (2022). Pengaruh Intellectual Capital dan Profitabilitas Terhadap Capital Gain pada Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020. *Journal of Accounting and Taxation*, 2(2), 86–104.
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure. *Sustainability*. <https://doi.org/10.3390/su12051866>
- Zhang, Q., Ding, R., Chen, D., & Zhang, X. (2023). The effects of mandatory ESG disclosure on price discovery efficiency around the world. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102811.