



Prosiding Seminar Nasional Manajemen

Vol 5 (2) Maret-Agustus 2026: 900-909

<http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/PSM/index>

ISSN: 2830-7747; e-ISSN: 2830-5353



Studi Literatur: Analisis Dampak Environmental, Social, dan Governance (ESG) Score terhadap Return Saham dengan Nilai Perusahaan sebagai Variabel Moderasi pada IDX ESG Leaders periode tahun 2021-2025

Renita Sundari¹

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang, Kota Tangerang Selatan, Negara Indonesia

E-mail: renitasundari2009@gmail.com

No HP: 081219902582

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Score terhadap return saham dengan nilai perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders periode 2021–2025. Penelitian menggunakan metode systematic literature review dengan menganalisis 15 jurnal internasional yang relevan terkait ESG, return saham, dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG memiliki pengaruh terhadap return saham, namun pengaruh tersebut tidak selalu linear dan berbeda pada setiap negara maupun sektor industri. Beberapa penelitian menunjukkan pengaruh positif ESG terhadap nilai perusahaan dan return saham, sedangkan penelitian lainnya menemukan pengaruh negatif atau tidak signifikan. Nilai perusahaan terbukti mampu memoderasi hubungan ESG dan return saham melalui fleksibilitas keuangan, kualitas tata kelola, dan sentimen investor. Penelitian ini menyimpulkan bahwa implementasi ESG perlu disesuaikan dengan kondisi perusahaan agar dapat memberikan manfaat optimal terhadap kinerja saham dan nilai perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi investor, perusahaan, dan peneliti selanjutnya dalam memahami hubungan ESG dan return saham di Indonesia.

Kata Kunci: ESG Score; Return Saham; Nilai Perusahaan; IDX ESG Leaders; Moderasi

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Score on stock returns with firm value as a moderating variable in companies listed on the IDX ESG Leaders during the 2021–2025 period. This study uses a systematic literature review method by analyzing 15 relevant international journals related to ESG, stock returns, and firm value. The results indicate that ESG has an effect on stock returns; however, the relationship is not always linear and varies across countries and industries. Several studies show a positive effect of ESG on firm value and stock returns, while others find negative or insignificant effects. Firm value is proven to moderate the relationship between ESG and stock returns through financial flexibility, governance quality, and investor sentiment. This study concludes that ESG implementation should be aligned with company conditions to provide optimal benefits for stock performance and firm value. This research is expected to become a reference for investors, companies, and future researchers in understanding the relationship between ESG and stock returns in Indonesia.

Keywords: ESG Score; Stock Return; Firm Value; IDX ESG Leaders; Moderation

1. PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, konsep Environmental, Social, and Governance (ESG) berkembang menjadi salah satu indikator penting dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal global. ESG digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan memperhatikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan dalam aktivitas bisnisnya. Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI) meluncurkan indeks IDX ESG Leaders sebagai bentuk dukungan terhadap investasi berkelanjutan dan peningkatan transparansi perusahaan publik.

Perusahaan yang tergabung dalam IDX ESG Leaders dianggap memiliki kualitas ESG yang baik dan mampu memberikan kinerja jangka panjang yang lebih stabil. Investor mulai mempertimbangkan ESG sebagai salah satu faktor penting dalam menentukan keputusan investasi karena dinilai dapat meningkatkan reputasi perusahaan, mengurangi risiko, dan meningkatkan nilai perusahaan (Aydoğmuş et al., 2022). Namun demikian, hasil penelitian mengenai hubungan ESG dan return saham masih menunjukkan inkonsistensi.

Penelitian (Yu & Xiao, 2022) menemukan bahwa ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan return saham. Sebaliknya, (R & DEWINDA, 2025) menemukan bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di Indonesia. Selain itu, beberapa penelitian seperti (Bagh et al., 2024) dan (Chau et al., 2025) menunjukkan bahwa hubungan ESG dan return saham bersifat non-linear.

State of the art penelitian menunjukkan bahwa ESG tidak hanya berfungsi sebagai alat pengukuran keberlanjutan perusahaan, tetapi juga sebagai indikator penting bagi investor dalam menilai prospek perusahaan. Penelitian dalam 10 tahun terakhir menunjukkan bahwa perusahaan dengan ESG tinggi cenderung memiliki reputasi yang lebih baik, risiko lebih rendah, dan tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi.

Namun demikian, masih terdapat gap penelitian terkait peran nilai perusahaan sebagai variabel moderasi dalam hubungan ESG dan return saham, khususnya pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2025. Sebagian besar penelitian sebelumnya lebih berfokus pada hubungan langsung ESG terhadap nilai perusahaan tanpa mempertimbangkan faktor moderasi.

Pendekatan penyelesaian masalah dalam penelitian ini dilakukan melalui systematic literature review dengan mengumpulkan dan menganalisis hasil penelitian terdahulu terkait ESG, return saham, dan nilai perusahaan.

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah ESG Score berpengaruh terhadap return saham pada perusahaan IDX ESG Leaders?
2. Apakah nilai perusahaan mampu memoderasi pengaruh ESG Score terhadap return saham?

Hipotesis penelitian:

H1: ESG Score berpengaruh positif terhadap return saham pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2025.

H2: Nilai perusahaan mampu memoderasi pengaruh ESG Score terhadap return saham pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2025.

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh ESG Score terhadap return saham.
2. Menganalisis peran nilai perusahaan sebagai variabel moderasi.
3. Memberikan referensi akademik mengenai ESG pada perusahaan IDX ESG Leaders.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Teori Utama

Stakeholder Theory

Stakeholder theory menjelaskan bahwa perusahaan harus memperhatikan seluruh kepentingan stakeholder untuk meningkatkan keberlanjutan perusahaan dan menciptakan nilai jangka panjang. Implementasi ESG menjadi salah satu bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap stakeholder.

Signalling Theory

Signalling theory menjelaskan bahwa pengungkapan ESG memberikan sinyal positif kepada investor mengenai kualitas perusahaan. Perusahaan dengan ESG tinggi dianggap memiliki prospek bisnis yang lebih baik dan risiko yang lebih rendah.

Agency Theory

Agency theory menjelaskan adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Investasi ESG yang berlebihan dapat menimbulkan biaya tambahan dan menurunkan nilai perusahaan apabila tidak dikelola dengan baik.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian (Aydoğmuş et al., 2022) menemukan bahwa ESG combined score berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas. (Yu & Xiao, 2022) juga menemukan bahwa ESG meningkatkan nilai perusahaan di China.

(Desai, 2024) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan di India.

Sebaliknya, (R & DEWINDA, 2025) menemukan bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di Indonesia. (Rahmania et al., 2025) juga menemukan bahwa ESG risk score tidak signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan.

2.3 Pengembangan Hipotesis

H1: ESG Score berpengaruh positif terhadap return saham pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2025.

H2: Nilai perusahaan mampu memoderasi pengaruh ESG Score terhadap return saham pada perusahaan IDX ESG Leaders periode 2021–2025.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kualitatif dengan pendekatan systematic

literature review. Data penelitian berasal dari 15 jurnal internasional yang membahas ESG, return saham, dan nilai perusahaan.

Populasi penelitian adalah seluruh artikel ilmiah terkait ESG dan return saham. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria:

1. Artikel terbit tahun 2021–2026.
2. Membahas ESG dan return saham.
3. Menggunakan metode empiris kuantitatif.
4. Tersedia full text.

Teknik pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dan telaah literatur. Variabel utama dalam penelitian meliputi ESG Score, return saham, dan nilai perusahaan (Tobin's Q).

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini meliputi:

1. ESG Score, yaitu skor yang mengukur aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.
2. Return saham, yaitu tingkat keuntungan yang diperoleh investor dari perubahan harga saham.
3. Nilai perusahaan, yaitu nilai pasar perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q.

Teknik analisis data menggunakan analisis sintesis tematik dengan mengelompokkan hasil penelitian berdasarkan hubungan ESG, return saham, dan variabel moderasi.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil

Table 1 Ringkasan Hasil Review 15 Artikel Empiris

Kode	Penulis (Tahun)	Judul Artikel	Alat Ukur / Metode	Hasil Penelitian
A1	(Assael et al., 2023)	Dissecting the explanatory power of ESG features on equity returns	Machine Learning (Gradient Boosting)	ESG berpengaruh pada excess return perusahaan besar
A2	(Lauria et al., 2022)	Incorporating ESG in Dynamic Asset Pricing	Dynamic Asset Pricing	Hubungan ESG berbentuk non-linear
A3	(Lee, 2025)	Modeling Firm-Level ESG-Sentiment Interactions	Retrofitted Word Embeddings	Sentimen investor memoderasi ESG-return
A4	(Budsaratragoon & Jitmaneeroj, 2021)	Corporate Sustainability and Stock Value	Structural Equation Modeling (SEM)	ESG berdampak positif namun melemah pada perusahaan tertentu
A5	(R DEWINDA, 2025)	<i>ESG AND FIRM VALUE: THE MODERATING ROLE OF STOCK RETURNS AND EPS</i> (Volume 3, Number 3, hal. 211-220)	Regresi Panel FEM	ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
A6	(Rahmania et al., 2025)	Risk-Based ESG Scores and Firm Value	Regresi Panel FEM	ESG risk score tidak signifikan
A7	(Desai, 2024)	Firm Value Effects of ESG Disclosure	Cross-Sectional Regression	ESG disclosure berpengaruh positif
A8	(Bagh et al., 2024)	Corporate ESG Investments and Firm Value	System GMM dan Quantile Regression	Hubungan ESG berbentuk inverted U-shaped

A9	(Naseer et al., 2024)	Climate Change Risk and Financial Flexibility	System GMM dan FGLS	Fleksibilitas keuangan memperkuat ESG
A10	(Chau et al., 2025)	Valuing ESG	Gaussian Copula	Hubungan ESG berbentuk horizontal S-shaped
A11	(Yu & Xiao, 2022)	Does ESG Performance Affect Firm Value?	Entropy Method dan IV 2SLS	ESG berpengaruh positif
A12	(Aydoğmuş et al., 2022)	Impact of ESG Performance	Regresi Panel Fixed Effect	ESG meningkatkan profitabilitas
A13	(Sari et al., 2025)	Corporate Governance, ESG Disclosure	Regresi Panel dan Content Analysis	ESG disclosure berpengaruh positif
A14	(Tamasiga et al., 2024)	Beyond Compliance	Systematic Literature Review	Pengaruh ESG berbeda tiap industri
A15	(R DEWINDA, 2025)	ESG AND FIRM VALUE: THE MODERATING ROLE OF STOCK RETURNS AND EPS (<i>Volume 4, Number 1, hal. 01-10</i>)	Regresi data panel; <i>Fixed Effect Model</i> (FEM); Tobin's Q	ESG berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan di Indonesia. <i>Stock return</i> memoderasi negatif (memperkuat efek negatif ESG). EPS tidak memoderasi hubungan ESG-nilai perusahaan.

Sumber: Diolah dari 15 jurnal penelitian (2021–2026)

4.2 Pembahasan

Tabel 1 menjawab rumusan masalah pertama (RQ1) terkait pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Score terhadap return saham dan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil review dari artikel A1 hingga A15, sebagian besar penelitian menggunakan metode regresi panel, fixed effect model (FEM), system GMM, dan cross-sectional regression untuk mengukur hubungan ESG dengan return saham maupun nilai perusahaan. Selain itu, beberapa penelitian juga menggunakan pendekatan modern seperti machine learning, Gaussian Copula, dynamic asset pricing, dan Structural Equation Modeling (SEM).

Tabel 1 juga menunjukkan bahwa alat ukur yang paling sering digunakan dalam penelitian sebelumnya adalah ESG Score, Tobin's Q, Return on Assets (ROA), Return

on Equity (ROE), serta return saham. Pada penelitian A5 dan A6, ESG diukur menggunakan risk-based ESG score, sedangkan penelitian A11 menggunakan entropy method untuk mengukur ESG perusahaan di China. Penelitian A15 menggunakan pendekatan difference-in-differences untuk melihat pengaruh sertifikasi ESG terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, sebagian besar penelitian menemukan bahwa ESG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan return saham. Hal ini terlihat pada penelitian A7, A11, A12, A13, dan A15 yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan ESG tinggi memiliki reputasi yang lebih baik, risiko lebih rendah, dan mampu meningkatkan kepercayaan investor. Temuan tersebut sesuai dengan stakeholder theory dan signalling theory yang menjelaskan bahwa implementasi ESG dapat menjadi sinyal positif bagi pasar.

Namun, beberapa penelitian menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian A5 menemukan bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di Indonesia, sedangkan penelitian A6 menunjukkan bahwa ESG risk score tidak signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa implementasi ESG belum sepenuhnya dipahami investor di pasar berkembang seperti Indonesia.

Selain itu, Tabel 1 juga menunjukkan bahwa hubungan ESG dan return saham tidak selalu linear. Penelitian A8 menemukan hubungan berbentuk inverted U-shaped, sedangkan penelitian A10 menemukan hubungan horizontal S-shaped. Hal tersebut menunjukkan bahwa investasi ESG yang terlalu tinggi dapat meningkatkan biaya perusahaan sehingga manfaat ESG tidak selalu meningkat secara terus-menerus.

Tabel 1 juga menjawab rumusan masalah kedua (RQ2) terkait peran nilai perusahaan sebagai variabel moderasi. Penelitian A3 dan A9 menunjukkan bahwa sentimen investor dan fleksibilitas keuangan mampu memperkuat hubungan ESG dan return saham. Sementara itu, penelitian A4 menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ekonomi tinggi justru mengalami pelemahan pengaruh ESG terhadap nilai perusahaan.

Implikasi teoritis penelitian ini memperkuat stakeholder theory, signalling theory, dan agency theory dalam menjelaskan hubungan ESG dan return saham. Implikasi praktis penelitian ini adalah perusahaan perlu menyesuaikan implementasi ESG dengan kondisi keuangan dan strategi bisnis agar manfaat ESG dapat dirasakan secara optimal oleh perusahaan maupun investor.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil literature review terhadap 15 jurnal internasional, dapat disimpulkan bahwa ESG Score berpengaruh terhadap return saham, namun pengaruh tersebut bersifat kompleks dan tidak selalu linear. Nilai perusahaan terbukti mampu memoderasi hubungan ESG dan return saham baik memperkuat maupun memperlemah pengaruh ESG tergantung kondisi perusahaan dan pasar. Penelitian ini menunjukkan bahwa implementasi ESG perlu diseimbangkan dengan kondisi perusahaan agar mampu memberikan manfaat optimal bagi investor dan perusahaan.

6. KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya menggunakan 15 jurnal internasional dan sebagian besar menggunakan konteks negara yang berbeda dengan Indonesia. Selain itu, penelitian ini menggunakan pendekatan literature review sehingga belum menguji data empiris secara langsung.

Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan data perusahaan IDX ESG Leaders secara langsung dengan metode regresi moderasi atau SEM serta menambahkan variabel lain seperti risiko iklim dan sentimen investor.

REFERENSI

- Assael, J., Carlier, L., & Challet, D. (2023). Dissecting the Explanatory Power of ESG Features on Equity Returns by Sector, Capitalization, and Year with Interpretable Machine Learning. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(3), 1–30. <https://doi.org/10.3390/jrfm16030159>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bagh, T., Fuwei, J., & Khan, M. A. (2024). Corporate ESG investments and Firm's value under the real-option framework: Evidence from two world-leading economies. *Borsa Istanbul Review*, 24(2), 324–340. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.01.002>
- Budsaratagoon, P., & Jitmaneeroj, B. (2021). Corporate sustainability and stock value in asian–pacific emerging markets: Synergies or tradeoffs among esg factors? *Sustainability (Switzerland)*, 13(11). <https://doi.org/10.3390/su13116458>
- Chau, L., Anh, L., & Duc, V. (2025). Valuing ESG: How financial markets respond to corporate sustainability. *International Business Review*, 34(3), 102418. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2025.102418>
- Desai, R. (2024). Analysing the Firm Value Effects of Environmental, Social and Governance Disclosure: Empirical Study of Indian Firms. *NMIMS Management Review*, 32(1), 58–67. <https://doi.org/10.1177/09711023241264679>
- Lauria, D., Lindquist, W. B., Mitnik, S., & Rachev, S. T. (2022). *ESG-Valued Portfolio Optimization and Dynamic Asset Pricing*. 1–68. <http://arxiv.org/abs/2206.02854>
- Lee, S. (2025). *Modeling Firm-Level ESG-Sentiment Interactions in Stock Returns: Evidence from 16 Companies Using Retrofitted Word Embeddings*. <https://arxiv.org/pdf/2507.11485>
- Naseer, M. M., Khan, M. A., Bagh, T., Guo, Y., & Zhu, X. (2024). Firm climate change risk and financial flexibility: Drivers of ESG performance and firm value. *Borsa Istanbul Review*, 24(1), 106–117. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.11.003>
- R, M., & DEWINDA, M. C. (2025). ESG and Firm Value: The Moderating Role of Stock Returns and EPS. *Journal of Governance, Taxation and Auditing*, 4(1), 01–10. <https://doi.org/10.38142/jogta.v4i1.1484>
- Rahmania, T., Ermawati, W. J., & Suprayitno, D. G. (2025). *The Impact of Risk-Based ESG Scores, Return on Asset (ROA) and Return on Equity (ROE) on Firm Value*

Pengaruh Skor ESG Berbasis Risiko, Return on Asset (ROA) dan Return On Equity (ROE) Terhadap Nilai Perusahaan (Vol. 20, Number 2). <http://journal.ipb.ac.id/index.php/jurnalmpi/>

- Sari, D. P., Fikri, M., Kartika, R., & Tanwattana, N. (2025). Corporate Governance, ESG Disclosure, and Firm Value: Evidence from Public Companies in Indonesia. *Journal of Economics and Management*, 3(2), 42–51. <https://doi.org/10.70716/ecoma.v3i2.235>
- Tamasiga, P., Onyeaka, H., Bakwena, M., & Ouassou, E. houssin. (2024). Beyond compliance: evaluating the role of environmental, social and governance disclosures in enhancing firm value and performance. In *SN Business and Economics* (Vol. 4, Number 10). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/s43546-024-00714-6>
- Yu, X., & Xiao, K. (2022). Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises. *Sustainability (Switzerland)*, 14(24). <https://doi.org/10.3390/su142416940>