

**PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITAS
TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN
SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

*Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat
Memperoleh Gelar Magister Akuntansi (M.Ak)
Dalam Bidang Ilmu Akuntansi*

Oleh:

RISKI DWI SAHPUTRA
2420050020



**PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
MEDAN
2026**

PENGESAHAN TESIS

Nama : Riski Dwi Sahputra

Nomor Pokok Mahasiswa : 2420050020

Prodi/Konsentrasi : Magister Akuntansi/Akuntansi Manajemen

Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE,
DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI
INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA
PERUSAHAAN EKTOR ENERGI YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Pengesahan Tesis:

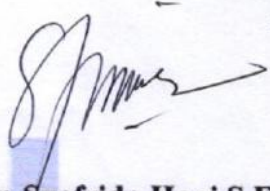
Medan, September 2026

Komisi Pembimbing

Pembimbing I

Pembimbing II


Assoc. Prof. Dr. Januri, S.E., M.M., M.Si

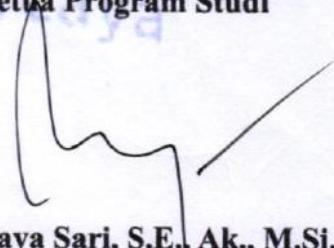

Assoc. Prof. Dr. Syafrida Hani, S.E., M.Si

Diketahui

Direktur

Ketua Program Studi


Prof. Dr. Triono Eddy, S.H., M.Hum


Prof. Dr. Maya Sari, S.E., Ak., M.Si., CA

PENGESAHAN

**PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITAS
TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN
SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Riski Dwi Sahputra
NPM : 2420050020

Program Studi : Magister Akuntansi

Tesis ini telah dipertahankan di Hadapan Komisi Penguji yang dibentuk oleh Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatra Utara, Dinyatakan Lulus dalam Ujiain Tesis dan Berhak Menyandang Gelar Magister Akuntansi (M.Ak)

Pada Hari Jum'at, Tanggal 04 September 2026

Komisi Penguji

1. **Dr. Sukma Lesmana, SE., M.Si**
Ketua

1.

2. **Prof. Dr. Maya Sari, S.E., Ak., M.Si., CA**
Sekretaris

2.

3. **Assoc. Prof. Dr. Zulia Hanum, S.E., M.Si**
Anggota

3.

PERNYATAAN

PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Dengan ini penulis menyatakan bahwa:

1. Tesis ini disusun sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister pada Program Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara benar merupakan hasil karya peneliti sendiri
2. Tesis ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (sarjana, magister, dan/atau doktor), baik di Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara maupun di perguruan tinggi lain.
3. Tesis ini adalah murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan Komisi Pembimbing dan masukan Tim Penguji.
4. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
5. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya. Apabila di kemudian hari ternyata ditemukan seluruh atau sebagian tesis ini bukan hasil karya penulis sendiri atau adanya plagiat dalam bagian-bagian tertentu, penulis bersedia menerima sanksi pencabutan gelar akademik yang penulis sandang dan sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku.

Medan, 08 September 2026

Penulis,



Riski Dwi Sahputra
NPM: 2420050020

ABSTRAK

PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Riski Dwi Sahputra
Program Studi Magister Akuntansi

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Environmental, Social, and Governance* (ESG) Disclosure, *Firm Size*, dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan Leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif kausal. Populasi penelitian adalah perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2024. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, sehingga diperoleh 32 perusahaan dengan jumlah 128 observasi. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari *annual report*, *sustainability report*, dan data harga saham perusahaan. ESG Disclosure diukur menggunakan ESG Disclosure Index, *Firm Size* menggunakan Ln Total Assets, Profitabilitas diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE), Leverage diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR), sedangkan Reaksi Investor diukur menggunakan *Cumulative Abnormal Return* melalui pendekatan *event study*. Analisis data dilakukan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan bantuan IBM SPSS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Disclosure berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. *Firm Size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Reaksi Investor, sedangkan Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Selanjutnya, Leverage tidak mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure, *Firm Size*, maupun Profitabilitas terhadap Reaksi Investor.

Kata kunci: *ESG Disclosure*, *Firm Size*, Profitabilitas, Leverage, Reaksi Investor.

ABSTRACT

THE EFFECT OF ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, AND PROFITABILITY ON INVESTOR REACTION TO STOCKS WITH LEVERAGE AS A MODERATING VARIABLE IN ENERGY SECTOR COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

Riski Dwi Sahputra
Master's Program in Accounting

This study aims to analyze the effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, Firm Size, and Profitability on Investor Reaction to Stocks, with Leverage as a moderating variable, in energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study employed a quantitative approach with a causal associative research design. The population consisted of energy sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2021–2024 period. The sample was selected using a purposive sampling technique, resulting in 32 companies and 128 observations. The study used secondary data obtained from annual reports, sustainability reports, and company stock price data. ESG Disclosure was measured using an ESG Disclosure Index, Firm Size was measured using Ln Total Assets, Profitability was proxied by Return on Equity (ROE), Leverage was proxied by the Debt to Asset Ratio (DAR), while Investor Reaction was measured using Cumulative Abnormal Return through an event study approach. Data analysis was conducted using Moderated Regression Analysis (MRA) with the assistance of IBM SPSS. The results indicate that ESG Disclosure has a positive and significant effect on Investor Reaction. Firm Size has a negative and significant effect on Investor Reaction, while Profitability has a positive and significant effect on Investor Reaction. Furthermore, Leverage does not moderate the effects of ESG Disclosure, Firm Size, or Profitability on Investor Reaction.

Keywords: *ESG Disclosure, Firm Size, Profitability, Leverage, Investor Reaction.*

KATA PENGANTAR



Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabaraktuh

Rasa syukur dan terima kasih penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat, karunia, dan hidayah-Nya, sehingga penulis diberikan kemudahan dan kelancaran dalam menyelesaikan tesis ini. Shalawat serta salam senantiasa penulis hadiahkan kepada junjungan Nabi Muhammad SAW yang telah menjadi suri teladan bagi umat manusia. Tesis ini disusun sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan Magister (S2) Program Studi Akuntansi serta memperoleh gelar Magister Akuntansi (M.Ak.) pada Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara.

Teristimewa, penulis menyampaikan rasa terima kasih dan penghargaan yang setulus-tulusnya kepada kedua orang tua tercinta atas segala kasih sayang, pengorbanan, doa, perhatian, dukungan, dan motivasi yang senantiasa diberikan kepada penulis. Segala dukungan tersebut menjadi sumber kekuatan dan semangat bagi penulis dalam menyelesaikan pendidikan dan tesis ini. Semoga Allah SWT senantiasa memberikan kesehatan, kebahagiaan, umur yang panjang, serta membalas segala kebaikan dan pengorbanan yang telah diberikan dengan keberkahan dan pahala yang berlimpah.

Dalam proses penyusunan dan penyelesaian tesis ini, penulis menyadari bahwa tesis ini tidak akan dapat terselesaikan tanpa adanya bantuan, bimbingan, dukungan, serta doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan

hati, penulis menyampaikan rasa terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak **Prof. Dr. Akrim, M.Pd.** selaku rektor Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara
2. Bapak **Dr. Marah Doly Nasution, S.Pd., M.Si.** Wakil Rektor I Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara.
3. Bapak **Prof. Dr. Muhammad Qorib, M.A.** Wakil Rektor II Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara.
4. Bapak **Dr. Faisal, S.H., M.Hum.** Wakil Rektor III Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara
5. Bapak **Dr. Rudianto, S.Sos., M.Si.** Wakil Rektor IV Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara
6. Bapak **Prof. Dr. Triono Eddy, S.H., M.Hum** selaku Direktur Pasca Sarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara.
7. Ibu **Prof. Dr. Maya Sari, S.E., M.Si., Ak., CA.,** selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Pasca Sarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sekaligus sebagai dosen penguji pada Seminar Hasil.
8. Ibu **Dr. Eka Nurmala Sari, S.E., M.Si., Ak., CA** selaku Sekretaris Program Studi Magister Akuntansi Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara
9. Bapak **Assoc. Prof. Dr. Januri, S.E., M.M., M.Si** selaku Komisi Pembimbing I yang telah memberikan dukungan, arahan serta masukan sehingga Tesis ini dapat diselesaikan.

10. Ibu **Assoc. Prof. Dr. Syafrida Hani, S.E., M.Si.** selaku Komisi Pembimbing II yang telah memberikan dukungan, arahan serta masukan sehingga Tesis ini dapat diselesaikan.
11. Bapak **Dr. Sukma Lesmana, S.E., M.Si.** selaku Pembimbing dan Penguji pada Seminar Kolokium dan Seminar Hasil sehingga Tesis ini dapat disempurnakan.
12. Ibu **Assoc. Prof. Dr. Zulia Hanum, S.E., M.Si.** selaku Penguji pada Seminar Hasil, Sehingga Tesis ini dapat disempurnakan dan diselesaikan, serta dukungan dan motivasi yang tidak dapat dibalas dengan materi.
13. Seluruh Staf Pengajar, Bapak/Ibu Dosen dan Staf Administrasi di Pascasarjana Program Studi Magister Akuntansi Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara.
14. Penulis menyampaikan rasa terima kasih yang tulus kepada kakak dan adik tercinta yang senantiasa memberikan dukungan, perhatian, semangat, motivasi, dan doa kepada penulis selama menempuh pendidikan hingga proses penyelesaian tesis ini.
15. Penulis juga menyampaikan terima kasih kepada seluruh teman-teman seperjuangan Program Studi Magister Akuntansi yang telah menjadi bagian dari perjalanan akademik penulis. Terima kasih atas kebersamaan, dukungan, bantuan, motivasi, serta berbagai pengalaman yang telah dilalui bersama selama masa perkuliahan hingga proses penyelesaian tesis ini.

16. Kepada Pimpinan dan Rekan-Rekan tempat dimana saya bekerja yang senantiasa dalam mendukung dan memberikan semangat dalam menyelesaikan S2.
17. Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada seluruh pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan, dukungan, motivasi, dan doa selama proses penyelesaian pendidikan dan tesis ini. Semoga segala kebaikan dan bantuan yang telah diberikan mendapatkan balasan terbaik dari Allah SWT.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kata sempurna dan masih terdapat berbagai kekurangan, baik dari segi penyusunan, pembahasan, maupun penyajian. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat membangun demi penyempurnaan Tesis ini di masa yang akan datang.

Akhir kata, penulis berharap semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi penulis, pembaca, akademisi, serta pihak-pihak yang berkepentingan, khususnya dalam pengembangan ilmu pengetahuan di bidang akuntansi. Semoga Allah SWT senantiasa memberikan rahmat, keberkahan, dan kemudahan kepada kita semua. Aamiin Ya Rabbal 'Alamin.

Medan, Januari 2026
Penulis

RISKI DWI SAHPUTRA
2420050020

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
<i>ABSTRACT</i>	ii
KATA PENGANTAR.....	iii
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah	12
1.3 Rumusan Masalah	13
1.4 Tujuan Penelitian.....	14
1.5 Manfaat Penelitian.....	15
BAB II KAJIAN PUSTAKA	17
2.1 Landasan Teori	17
2.1.1 Teori Sinyal	17
2.1.2 Teori Stakeholder.....	21
2.1.3 Teori Triple Bottom Line.....	25
2.1.3 Reaksi Investor	29
A. Konsep Reaksi Investor	29
B. Pengukuran Reaksi Investor	32
C. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Investor	36

2.1.4	Pengungkapan ESG (Environmental, Social, and Governance)	39
	A. Konsep ESG Disclosure	39
	B. Regulasi dan Standar Pengungkapan ESG	43
	C. Pengukuran ESG Disclosure	48
	D. Hubungan ESG Disclosure dengan Reaksi Investor	52
2.1.5	Ukuran Perusahaan (Firm Size)	56
	A. Konsep Ukuran Perusahaan	56
	B. Proksi Pengukuran Ukuran Perusahaan	59
	C. Karakteristik Perusahaan Berdasarkan Ukuran	62
	D. Hubungan Firm Size dengan Reaksi Investor	66
2.1.6	Profitabilitas	70
	A. Konsep Profitabilitas	70
	B. Proksi Pengukuran Profitabilitas	73
	C. Determinan Profitabilitas	77
	D. Hubungan Profitabilitas dengan Reaksi Investor	80
2.1.7	Leverage	81
	A. Konsep Leverage	81
	B. Proksi Pengukuran Leverage	86
	C. Leverage sebagai Variabel Moderasi	89
	D. Leverage dalam Konteks Sektor Energi	92
2.2	Kerangka Konseptual	95
2.3	Hipotesis	98

BAB III METODE PENELITIAN	104
3.1 Pendekatan Penelitian.....	104
3.2 Tempat dan Jadwal Penelitian	105
3.3 Defenisi Operasional Variabel	107
3.4 Populasi dan Sampel.....	109
3.5 Jenis dan Sumber Data	111
3.6 Teknik Pengumpulan Data	112
3.7 Teknik Analisis Data	113
3.8 Pengujian Hipotesis	116
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	118
4.1 Deskripsi Data	118
4.2 Hasil Penelitian.....	119
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	119
4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	123
A. Uji Normalitas	124
B. Uji Multikolinearitas.....	127
C. Uji Autokorelasi	130
D. Uji Heteroskedastisitas	131
4.2.3 Analisis Regresi (Pengujian Hipotesis)	133
A. Analisis <i>Moderated Regression Analysis (MRA)</i>	133
B. Uji Koefisien Determinasi (R^2)	136
C. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	139
D. Uji Signifikansi Parsial (Uji t).....	141

4.3	Pembahasan	142
4.3.1	Pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor.....	142
4.3.2	Pengaruh Firm Size terhadap Reaksi Investor.....	147
4.3.3	Pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor.....	151
4.3.4	Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor	158
4.3.5	Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh Firm Size terhadap Reaksi Investor	161
4.3.5	Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor	162
BAB V PENUTUP		164
5.1	Kesimpulan.....	164
5.2	Saran	166
DAFTAR PUSTAKA		168
LAMPIRAN.....		177

DAFTAR TABEL

Halaman

Tabel 1. 1 Daftar Harga Saham Perusahaan Sektor Energy Klasifikasi Utama yang Terdaftar Tahun 2021-2025.....	3
Tabel 2. 1 Penelitiann Terdahulu	100
Tabel 3. 1 Jadwal Penelitian.....	106
Tabel 3. 2 Defenisi Operasional Varibel.....	107
Tabel 3. 3 Klasifikasi Populasi dan Sampel.....	110
Tabel 3. 4 Daftar Sampel Perusahaan	110
Tabel 4. 1 Descriptive Statistics.....	120
Tabel 4. 2 One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	125
Tabel 4. 3 Coefficients pada Uji Multikolinearitas	128
Tabel 4. 4 Coefficients pada Uji Multikolinearitas Sesudah Mean-Centering ...	129
Tabel 4. 5 Model Summary ^b pada Uji Autokorelasi	131
Tabel 4. 6 Model Summary ^b pada Uji Koefisien Determinasi.....	137
Tabel 4. 7 ANOVA pada Uji F	139
Tabel 4. 8 Coefficients pada Uji t	141

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual	95
Gambar 4. 1 Grafik Histogram.....	126
Gambar 4. 2 <i>Normal Probability Plot (Normal P-P Plot)</i>	126
Gambar 4. 3 <i>Scatterplot</i> pada uji Heteroskedastisitas.....	132

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Reaksi investor di pasar modal Indonesia menunjukkan sensitivitas yang tinggi terhadap dinamika ekonomi domestik dan global. Investor secara aktif merespons informasi terkait inflasi, suku bunga, nilai tukar, serta arah kebijakan fiskal dan moneter (Kasnelly & Habibah, 2025). Respons tersebut mencerminkan bahwa keputusan investasi tidak hanya didasarkan pada data historis, tetapi juga pada ekspektasi terhadap risiko dan peluang di masa depan. Dengan demikian, informasi yang mampu memberikan gambaran mengenai prospek jangka panjang perusahaan menjadi semakin penting dalam proses pengambilan keputusan investasi (Hartono, 2022). Dalam perspektif Signaling Theory, informasi yang disampaikan perusahaan kepada pasar dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan. Semakin jelas informasi yang tersedia, semakin mudah investor mengurangi ketidakpastian dalam menilai risiko dan peluang Perusahaan (Bunaya, M. A. A. F. et al, 2026).

Ditambah lagi transformasi menuju ekonomi berkelanjutan menjadi agenda strategis global dalam satu dekade terakhir. Laporan *United Nations* melalui *Sustainable Development Goals (SDGs)* menekankan pentingnya integrasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dalam aktivitas korporasi untuk mencapai pembangunan berkelanjutan (Judijanto et al., 2025). Sejalan dengan itu, Otoritas Jasa Keuangan mewajibkan penyampaian laporan keberlanjutan melalui POJK No. 51/POJK.03/2017 sebagai bentuk peningkatan transparansi dan akuntabilitas

emiten di pasar modal (OJK, 2017). Kebijakan ini menunjukkan bahwa pengungkapan ESG (ESG disclosure) bukan lagi bersifat sukarela semata, melainkan telah menjadi bagian dari regulasi formal yang memengaruhi persepsi dan keputusan investor. Dalam konteks pasar modal modern, investor tidak hanya mempertimbangkan kinerja keuangan, tetapi juga komitmen keberlanjutan perusahaan sebagai indikator risiko jangka panjang dan prospek pertumbuhan.

Pengungkapan ESG pada dasarnya tidak hanya memberikan informasi mengenai aktivitas keberlanjutan perusahaan, tetapi juga dapat memberikan gambaran mengenai bagaimana perusahaan mengidentifikasi dan mengelola berbagai risiko yang timbul dari aktivitas bisnisnya (Farhan, 2024). Risiko lingkungan, seperti emisi, pencemaran, dan penggunaan sumber daya; risiko sosial, seperti keselamatan kerja dan hubungan dengan masyarakat; serta risiko tata kelola, seperti transparansi dan pengawasan perusahaan, dapat memengaruhi keberlangsungan usaha apabila tidak dikelola dengan baik. Dalam perspektif Signaling Theory, pengungkapan mengenai bagaimana perusahaan mengelola risiko tersebut dapat menjadi sinyal kepada investor mengenai kualitas manajemen dan kemampuan perusahaan dalam menjaga keberlanjutan usahanya. Sebaliknya, keterbatasan informasi mengenai pengelolaan risiko dapat meningkatkan ketidakpastian investor dalam menilai perusahaan.

Sektor energi merupakan salah satu sektor strategis sekaligus paling terdampak oleh tuntutan keberlanjutan. Berdasarkan publikasi *International Energy Agency* (IEA, 2023), industri energi menghadapi tekanan global untuk menurunkan emisi karbon dan meningkatkan efisiensi energi guna mendukung transisi menuju

energi bersih. Di Indonesia, sektor energy dengan klasifikasi perusahaan utama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan dinamika harga saham yang fluktuatif dalam lima tahun terakhir (2021–2025), berikut tabel yang menyajikan data tersebut:

Tabel 1. 1 Daftar Harga Saham Perusahaan Sektor Energy Klasifikasi Utama yang Terdaftar Tahun 2021-2025

NO	Kode Perusahaan	(Dalam Rp)				
		2021	2022	2023	2024	2025
1	ABMM	1,420	3,280	3,400	3,540	2,780
2	ADRO	2,250	3,850	2,380	2,430	1,810
3	AKRA	4,110	1,400	1,475	1,120	1,260
4	BUMI	67	161	85	118	366
5	BYAN	27,000	21,000	19,900	20,250	15,700
6	DEWA	50	53	60	111	670
7	DOID	264	304	352	540	316
8	DSSA	49,000	39,800	80,000	37,000	101,000
9	ELSA	276	312	388	432	498
10	ENRG	102	294	220	230	1,600
11	GEMS	7,950	7,050	5,800	10,625	8,125
12	GTSI	67	53	50	44	292
13	HRUM	10,325	1,620	1,335	1,035	1,075
14	INDY	1,545	2,730	1,435	1,495	2,240
15	ITMG	20,400	39,025	25,650	26,700	21,875
16	KKGI	264	400	368	545	334
17	MBSS	1,090	1,195	1,210	1,020	3,130
18	MCOL	3,700	6,975	5,650	5,300	3,710
19	MEDC	446	1,015	1,155	1,100	1,345
20	PGAS	1,375	1,760	1,130	1,590	1,910
21	PSSI	402	595	505	402	360
22	PTBA	2,710	3,690	2,440	2,750	2,310
23	PTRO	2,170	4,330	5,250	27,625	10,925
24	RAJA	182	1,045	1,410	2,720	6,100
25	RMKE	222	940	595	498	5,925
26	SGER	1,120	650	1,935	382	418
27	SHIP	980	880	1,045	1,010	4,830
28	TEBE	655	850	780	625	2,610

NO	Kode Perusahaan	(Dalam Rp)				
		2021	2022	2023	2024	2025
29	TOBA	1,100	605	304	398	740
30	TPMA	388	462	705	640	565
31	UNIQ	88	59	216	438	356
32	WINS	192	326	400	440	535
	Jumlah	141,910	146,709	167,628	153,153	205,710
	Rata-Rata Harga Saham	4,435	4,585	5,238	4,786	6,428
	Pertumbuhan (%)	-	3.38	14.26	(8.64)	34.32

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Data pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa total kapitalisasi harga saham sektor energi meningkat dari 141.910 pada tahun 2021 menjadi 205.710 pada tahun 2025, dengan pertumbuhan signifikan sebesar 34,32% pada tahun 2025 setelah sempat mengalami kontraksi sebesar -8,64% pada tahun 2024. Rata-rata harga saham juga meningkat dari 4.435 (2021) menjadi 6.428 (2025). Fenomena ini mencerminkan adanya reaksi investor yang dinamis terhadap informasi pasar, baik yang bersifat finansial maupun non-finansial.

Secara individual, beberapa emiten menunjukkan lonjakan harga saham yang signifikan, seperti PTRO yang meningkat dari 2.170 (2021) menjadi 10.925 (2025), DSSA dari 49.000 (2021) menjadi 101.000 (2025), serta RAJA yang meningkat tajam dari 182 (2021) menjadi 6.100 (2025). Namun, di sisi lain terdapat perusahaan yang mengalami fluktuasi tajam bahkan penurunan pada periode tertentu, seperti BYAN yang menurun dari 27.000 (2021) menjadi 15.700 (2025) setelah mencapai puncaknya pada 2022, serta GEMS dan HRUM yang menunjukkan tren penurunan dibandingkan tahun awal pengamatan. Variasi ini mengindikasikan bahwa reaksi investor tidak homogen dan kemungkinan

dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan, termasuk kualitas pengungkapan ESG, ukuran perusahaan (*firm size*), serta tingkat profitabilitas.

Sejalan dengan teori *Triple Bottom Line*, konsep *Environmental, Social, and Governance (ESG)* berkembang sebagai kerangka pelaporan yang merepresentasikan tiga dimensi utama keberlanjutan tersebut. *ESG disclosure* menjadi bentuk konkret komunikasi perusahaan mengenai komitmennya terhadap praktik bisnis berkelanjutan. *ESG* menekankan bahwa keberhasilan perusahaan tidak hanya diukur dari kinerja finansial, tetapi juga dari bagaimana perusahaan mengelola dampak lingkungan, hubungan sosial, dan tata kelola perusahaan. Informasi ESG dianggap mampu memberikan sinyal mengenai kualitas manajemen dan kemampuan perusahaan dalam menjaga keberlanjutan usaha (Alsayegh et al., 2020). Oleh karena itu, *ESG disclosure* menjadi salah satu bentuk komunikasi penting antara perusahaan dan investor (Nian & Said, 2025).

Dalam perspektif *Stakeholder Theory*, perusahaan tidak hanya memiliki tanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada berbagai pihak yang berkepentingan terhadap aktivitas perusahaan, seperti karyawan, masyarakat, pemerintah, kreditur, konsumen, dan investor (Fitriana, N., et al, 2025). Aktivitas perusahaan yang tidak memperhatikan kepentingan stakeholder dapat menimbulkan konflik, penurunan kepercayaan, gangguan operasional, maupun risiko reputasi (Siswati, N. D., et al, 2025). Oleh karena itu, pengelolaan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola menjadi bagian penting dalam menjaga hubungan perusahaan dengan stakeholder. *ESG disclosure* kemudian menjadi salah satu sarana bagi perusahaan untuk menunjukkan kepada stakeholder bagaimana

perusahaan menjalankan tanggung jawabnya serta mengelola risiko yang berkaitan dengan kepentingan mereka.

Di Indonesia, penerapan ESG disclosure mengalami percepatan seiring dengan diberlakukannya regulasi keuangan berkelanjutan. Sebagian besar perusahaan publik telah menyampaikan laporan keberlanjutan sebagai bentuk kepatuhan regulasi sekaligus upaya meningkatkan transparansi (Wijaya, A., et al, 2021). Tingginya tingkat pengungkapan ESG menunjukkan bahwa praktik pelaporan keberlanjutan telah menjadi standar baru dalam pelaporan korporasi. Namun, tingginya tingkat pengungkapan tersebut belum tentu diikuti oleh reaksi investor yang seragam di pasar saham (Sutrisno et al., 2024).

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa investor di pasar berkembang, termasuk Indonesia, masih cenderung lebih memprioritaskan informasi keuangan tradisional dibandingkan informasi ESG. Hal ini menunjukkan adanya kesenjangan antara ketersediaan informasi keberlanjutan dan pemanfaatannya dalam pengambilan keputusan investasi (Sutrisno et al., 2024). Kondisi ini menimbulkan pertanyaan penting mengenai sejauh mana *ESG disclosure* benar-benar memengaruhi reaksi investor saham. Oleh karena itu, pengujian empiris terhadap pengaruh *ESG disclosure* terhadap reaksi investor masih relevan untuk dilakukan.

Selain *ESG disclosure*, karakteristik perusahaan seperti ukuran perusahaan (*firm size*) juga berperan dalam membentuk persepsi investor. Perusahaan dengan ukuran besar umumnya diasosiasikan dengan stabilitas operasional, akses pendanaan yang lebih luas, serta tingkat transparansi yang lebih tinggi. Kondisi

tersebut menyebabkan investor cenderung lebih responsif terhadap informasi yang disampaikan oleh perusahaan besar (Bolton & Kacperczyk, 2021). Dengan demikian, *firm size* sering digunakan sebagai variabel penting dalam penelitian pasar modal untuk menjelaskan variasi reaksi investor.

Dalam perspektif Signaling Theory, ukuran perusahaan dapat menjadi salah satu informasi yang digunakan investor sebagai sinyal mengenai kapasitas operasional, stabilitas, dan kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko (Wulandari et al., 2025). Perusahaan yang lebih besar pada umumnya memiliki sumber daya yang lebih luas untuk melakukan pengelolaan risiko dan memenuhi tuntutan stakeholder. Namun, ukuran perusahaan yang besar juga dapat menyebabkan perusahaan menghadapi eksposur risiko yang lebih luas karena aktivitas dan perhatian publik terhadap perusahaan tersebut semakin tinggi (Gayatri et al., 2025). Oleh karena itu, ukuran perusahaan dapat memengaruhi bagaimana investor menilai informasi yang disampaikan perusahaan.

Firm size juga berkaitan dengan tingkat visibilitas perusahaan di pasar. Perusahaan besar biasanya menjadi sorotan analis dan media, sehingga informasi yang mereka sampaikan lebih cepat dan luas diterima oleh investor. Hal ini berpotensi memperkuat pengaruh *ESG disclosure* terhadap reaksi investor dibandingkan perusahaan dengan ukuran kecil. Oleh karena itu, *firm size* tidak hanya berfungsi sebagai variabel kontrol, tetapi juga sebagai faktor yang dapat memengaruhi efektivitas informasi *ESG* dalam membentuk persepsi pasar (Rahmat, 2025).

Di sisi lain, profitabilitas tetap menjadi indikator fundamental utama dalam penilaian kinerja perusahaan. Rasio *profitabilitas* seperti *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimilikinya (Hani et al., 2025). Investor cenderung memberikan respons positif terhadap perusahaan dengan profitabilitas tinggi karena dianggap memiliki prospek pengembalian yang lebih baik. Oleh karena itu, *profitabilitas* masih menjadi dasar penting dalam pembentukan reaksi investor saham (Pangentas & Prasetyo, 2023).

Profitabilitas juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi dan mengelola risiko bisnis. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba secara baik memiliki sumber daya yang lebih besar untuk membiayai kegiatan operasional, memenuhi kewajiban, melakukan investasi, serta menjalankan program keberlanjutan. Dalam perspektif Signaling Theory, profitabilitas yang baik dapat menjadi sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Namun, kemampuan menghasilkan laba tidak terlepas dari bagaimana perusahaan mengelola risiko lingkungan, sosial, tata kelola, dan risiko keuangan yang dapat memengaruhi keberlanjutan laba di masa mendatang.

Namun, dalam konteks investasi modern, *profitabilitas* tidak lagi dinilai secara terpisah dari aspek keberlanjutan. Investor mulai mengaitkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan praktik ESG yang dijalankan, karena praktik keberlanjutan diyakini dapat memengaruhi stabilitas laba di masa depan (Pangentas & Prasetyo, 2023). Dengan demikian, profitabilitas dan *ESG disclosure* menjadi

dua informasi yang saling melengkapi dalam membentuk persepsi investor terhadap kinerja dan risiko perusahaan (Nian & Said, 2025).

Relevansi *ESG disclosure* dan profitabilitas menjadi semakin kuat ketika dikaitkan dengan sektor energi. Sektor ini memiliki kontribusi signifikan terhadap IHSG, namun juga menghadapi risiko lingkungan yang tinggi. Isu emisi karbon, eksploitasi sumber daya alam, dan tuntutan transisi energi menjadikan perusahaan sektor energi berada di bawah tekanan besar dari investor dan regulator. Oleh karena itu, *ESG disclosure* di sektor energi berpotensi menjadi sinyal penting dalam menilai risiko jangka panjang perusahaan (Budhijana, 2022).

Kemudian salah satu faktor juga yang dapat berpotensi memengaruhi hubungan tersebut adalah struktur permodalan perusahaan yang tercermin dalam tingkat leverage. *Leverage* menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan berbasis utang dalam membiayai aktivitas operasionalnya. Tingkat leverage yang tinggi sering dikaitkan dengan peningkatan risiko keuangan, sehingga dapat memengaruhi persepsi investor terhadap informasi *ESG* dan kinerja keuangan perusahaan (Hasan et al, 2022).

Dalam perspektif Stakeholder Theory, tingginya leverage juga dapat meningkatkan perhatian perusahaan terhadap kreditur sebagai salah satu stakeholder utama. Perusahaan perlu menjaga kemampuan memenuhi kewajiban kepada kreditur sekaligus mempertahankan kepercayaan investor dan stakeholder lainnya. Kondisi tersebut menyebabkan struktur pendanaan dan risiko keuangan menjadi bagian yang perlu diperhatikan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Apabila risiko utang tidak dikelola dengan baik, perusahaan dapat menghadapi

tekanan keuangan yang pada akhirnya berpotensi memengaruhi kepercayaan stakeholder dan persepsi investor (Eftasari, N. D., & Desriani, 2024).

Dalam konteks ini, *leverage* berpotensi berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau memperlemah pengaruh *ESG disclosure*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap reaksi investor. Investor mungkin merespons ESG disclosure secara berbeda pada perusahaan dengan tingkat leverage tinggi dibandingkan perusahaan dengan *leverage* rendah (Safriani & Utomo, 2020). Oleh karena itu, memasukkan leverage sebagai variabel moderasi dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai perilaku investor, khususnya karena investor tidak hanya mempertimbangkan informasi keberlanjutan dan kinerja perusahaan, tetapi juga risiko keuangan yang melekat pada perusahaan.

Meskipun sejumlah penelitian empiris sebelumnya menunjukkan hubungan positif antara *ESG disclosure* dan reaksi pasar atau return saham, sebagian besar studi belum mengkhususkan pada sektor energi yang memiliki risiko lingkungan tinggi. Menurut Suhendri & Apriadi (2025) menemukan pengaruh positif ESG terhadap return saham di sektor energi, tetapi tanpa mempertimbangkan faktor karakteristik perusahaan seperti ukuran dan profitabilitas, serta tanpa menganalisis variabel moderasi seperti leverage. Selain itu, Itan et al., (2025) menguji pengaruh ESG disclosure terhadap market reaction di BEI dengan variabel kepemilikan, namun tidak meneliti peran leverage sebagai variabel yang memoderasi hubungan tersebut.

Penelitian lain lebih banyak fokus pada hubungan ESG dengan kinerja keuangan atau nilai perusahaan daripada reaksi investor itu sendiri (Mulya, Melati,

Ilham Wahyudi, 2025). Oleh karena itu, masih terdapat kesenjangan penelitian (research gap) terkait pengaruh *ESG disclosure*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham, serta peran leverage sebagai variabel moderasi khususnya pada perusahaan sektor energi di Bursa Efek Indonesia. Padahal, pendekatan simultan diperlukan untuk menangkap kompleksitas faktor-faktor yang memengaruhi reaksi investor di pasar modal (Itan et al., 2025).

Dari perspektif teoretis, penelitian ini relevan dengan *signaling theory* dan *stakeholder theory*, Karena *ESG disclosure* dapat dipandang sebagai sinyal yang disampaikan perusahaan kepada investor mengenai kualitas manajemen dan keberlanjutan usaha (Azizah & Machdar, 2025). Sementara itu, *stakeholder theory* menekankan pentingnya pemenuhan kepentingan berbagai pemangku kepentingan dalam menciptakan nilai jangka panjang perusahaan. Integrasi kedua perspektif ini memperkuat landasan konseptual penelitian.

Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi investor dalam memahami faktor-faktor yang memengaruhi reaksi pasar terhadap saham perusahaan sektor energi. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian dapat menjadi dasar dalam merumuskan strategi pelaporan *ESG* dan pengelolaan struktur modal. Sementara itu, bagi regulator, temuan penelitian dapat menjadi masukan dalam penyempurnaan kebijakan pelaporan keberlanjutan di pasar modal Indonesia (Hartono, 2022).

Berdasarkan seluruh uraian tersebut, penelitian berjudul “Pengaruh *ESG Disclosure*, *Firm Size*, dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan *Leverage* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Sektor Energi yang Terdaftar

di Bursa Efek Indonesia” menjadi penting dan relevan untuk dilakukan. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi teoretis dan empiris dalam pengembangan literatur *ESG* dan pasar modal, serta memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai perilaku investor di tengah meningkatnya tuntutan terhadap keberlanjutan bisnis.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian fenomena, kondisi empiris perusahaan, serta hasil telaah teori dan penelitian terdahulu, maka identifikasi masalah dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Meskipun pengungkapan *ESG* semakin berkembang dalam pelaporan perusahaan publik di Indonesia, bukti empiris mengenai bagaimana informasi *ESG* diterjemahkan oleh pasar dan memengaruhi reaksi investor masih menunjukkan variasi hasil, sehingga hubungan antara *ESG* disclosure dan reaksi investor masih relevan untuk diuji secara empiris.
2. Meskipun perhatian investor terhadap informasi *ESG* semakin meningkat, pertimbangan terhadap kinerja keuangan perusahaan tetap menjadi faktor penting dalam pengambilan keputusan investasi. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa kemampuan *ESG* disclosure dalam memberikan informasi yang relevan bagi investor masih perlu diuji bersama dengan karakteristik keuangan perusahaan.
3. Firm size mencerminkan skala dan visibilitas perusahaan di pasar modal serta dapat memengaruhi ketersediaan informasi yang diterima investor.

Namun, pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi investor, khususnya ketika perusahaan berada dalam sektor yang memiliki eksposur lingkungan tinggi seperti sektor energi, masih memberikan ruang untuk pengujian lebih lanjut.

4. Investor tidak hanya menerima informasi nonkeuangan ESG, tetapi juga mengevaluasi apakah perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan.
5. Tingkat *leverage* perusahaan mencerminkan risiko keuangan yang dapat memengaruhi persepsi investor, namun peran leverage sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara *ESG disclosure*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham masih relatif jarang diteliti.
6. Penelitian yang secara khusus mengkaji sektor energi di Bursa Efek Indonesia dengan mengintegrasikan variabel *ESG disclosure*, *firm size*, profitabilitas, dan *leverage* dalam satu model penelitian masih terbatas, sehingga diperlukan penelitian lebih lanjut untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai pengaruh informasi ESG dan karakteristik keuangan perusahaan terhadap reaksi investor saham.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang dan gap penelitian, maka rumusan masalah penelitian ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

1. Apakah *ESG disclosure* berpengaruh terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

2. Apakah *firm size* berpengaruh terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
4. Apakah leverage memoderasi pengaruh ESG disclosure terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
5. Apakah leverage memoderasi pengaruh *firm size* terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
6. Apakah leverage memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.4 Tujuan Penelitian

Ini adalah beberapa poin dari tujuan penelitian ini yang dilihat melalui keinginan dan perumusan masalah di atas :

1. Untuk menganalisis pengaruh ESG disclosure terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk menganalisis pengaruh *firm size* terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
4. Untuk menganalisis peran leverage dalam memoderasi pengaruh ESG disclosure terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
5. Untuk menganalisis peran leverage dalam memoderasi pengaruh firm size terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
6. Untuk menganalisis peran leverage dalam memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.5 Manfaat Penelitian

Dari penelitian ini maka diharapkan memberikan manfaat baik itu secara teoritis maupun praktis, berikut disampaikan dalam beberapa poin:

1. Manfaat Teoretis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan literatur akuntansi dan keuangan, khususnya terkait pengaruh *ESG disclosure* terhadap reaksi investor di pasar modal negara berkembang. Selain itu, penelitian ini memperkaya kajian empiris dengan mengintegrasikan *firm size* dan profitabilitas sebagai variabel independen serta leverage sebagai variabel moderasi, sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai mekanisme reaksi investor saham.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Investor.

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi dengan mempertimbangkan tidak hanya kinerja keuangan perusahaan, tetapi juga pengungkapan ESG dan tingkat risiko keuangan perusahaan.

b. Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi manajemen perusahaan sektor energi dalam menyusun strategi pelaporan ESG dan pengelolaan struktur modal guna meningkatkan kepercayaan dan respons positif investor.

c. Bagi Regulator dan Pembuat Kebijakan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi regulator pasar modal dan pembuat kebijakan dalam mengevaluasi efektivitas regulasi terkait pelaporan keberlanjutan serta merumuskan kebijakan yang mendorong transparansi dan stabilitas pasar modal.

d. Bagi Akademisi dan Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dan landasan bagi penelitian selanjutnya yang mengkaji topik ESG, reaksi investor, dan pasar modal, khususnya dengan pendekatan moderasi dan fokus sektor tertentu.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Sinyal

Signaling Theory atau teori sinyal merupakan teori yang menjelaskan bagaimana informasi disampaikan oleh pihak yang memiliki informasi lebih banyak kepada pihak yang memiliki informasi lebih sedikit (Bunaya, M. A. A. F., et al, 2026). Spence (1973) memperkenalkan konsep signaling dalam kondisi adanya asimetri informasi, yaitu ketika terdapat perbedaan informasi antara pihak yang mengetahui kondisi sebenarnya dengan pihak yang membutuhkan informasi tersebut. Dalam konteks perusahaan publik, manajemen perusahaan pada umumnya memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi keuangan, operasional, risiko, dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan perlu menyampaikan informasi yang relevan kepada pasar.

Dalam pasar modal, informasi mempunyai peranan penting karena investor menggunakan informasi yang tersedia untuk menilai kondisi dan prospek perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi. Informasi dapat berasal dari laporan keuangan, laporan tahunan, laporan keberlanjutan, keterbukaan informasi, maupun informasi lain yang dipublikasikan Perusahaan (Listyarti, 2019). Investor kemudian menginterpretasikan informasi tersebut untuk menentukan apakah informasi tersebut memberikan sinyal positif atau negative terhadap prospek perusahaan. Dengan demikian, kualitas dan kelengkapan informasi dapat

memengaruhi bagaimana investor memandang perusahaan.

Signaling Theory menjadi relevan dalam penelitian ini karena perusahaan menyampaikan informasi mengenai aktivitas dan kinerjanya melalui pengungkapan *ESG*. *ESG Disclosure* memberikan informasi mengenai bagaimana perusahaan menjalankan aktivitas yang berkaitan dengan lingkungan, sosial, dan tata kelola. Informasi tersebut dapat menjadi sinyal kepada investor mengenai kualitas pengelolaan perusahaan, keseriusan perusahaan dalam menghadapi risiko keberlanjutan, serta kemampuan perusahaan mempertahankan kegiatan usaha dalam jangka panjang.

Pengungkapan aspek lingkungan dapat memberikan sinyal mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola dampak lingkungan dari aktivitas operasionalnya. Bagi perusahaan sektor energi, informasi tersebut menjadi penting karena aktivitas sektor energi mempunyai keterkaitan yang erat dengan penggunaan sumber daya alam, energi, emisi, limbah, dan dampak lingkungan. Investor dapat menggunakan informasi tersebut untuk menilai apakah perusahaan mempunyai kemampuan mengelola risiko lingkungan yang berpotensi memengaruhi kegiatan operasional dan kinerja perusahaan pada masa mendatang.

Aspek sosial juga dapat menjadi sinyal mengenai kualitas hubungan perusahaan dengan karyawan dan masyarakat. Informasi mengenai keselamatan dan kesehatan kerja, hak tenaga kerja, pengembangan masyarakat, keberagaman, serta hubungan dengan masyarakat sekitar dapat memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko sosial. Apabila risiko sosial tidak dikelola dengan baik, perusahaan dapat menghadapi konflik, gangguan kegiatan

operasional, penurunan reputasi, bahkan biaya tambahan (Listalia et al., 2025). Oleh karena itu, pengungkapan sosial dapat memberikan informasi tambahan bagi investor dalam melakukan penilaian.

Selanjutnya, aspek tata kelola memberikan sinyal mengenai kualitas pengawasan dan pengelolaan perusahaan. Informasi mengenai struktur tata kelola, transparansi, akuntabilitas, pengendalian internal, dan tanggung jawab manajemen dapat membantu investor menilai apakah perusahaan dikelola secara bertanggung jawab. Tata kelola yang baik dapat mengurangi ketidakpastian investor karena mekanisme pengawasan dan pengambilan keputusan perusahaan menjadi lebih jelas.

Selain ESG Disclosure, Signaling Theory juga dapat digunakan untuk menjelaskan Firm Size dan Profitabilitas. Firm Size yang diukur melalui total aset dapat memberikan gambaran mengenai kapasitas dan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang lebih besar biasanya mempunyai sumber daya dan kegiatan operasional yang lebih luas. Namun, ukuran perusahaan tidak secara otomatis menjadi sinyal positif karena investor tetap perlu melihat kemampuan perusahaan dalam mengelola aset tersebut dan menghasilkan nilai ekonomi.

Profitabilitas juga dapat menjadi sinyal penting bagi investor. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan dari sumber daya yang dimilikinya. Tingkat profitabilitas yang baik dapat memberikan sinyal positif mengenai kemampuan manajemen dalam mengelola sumber daya dan menghasilkan manfaat ekonomi. Sebaliknya, profitabilitas yang rendah dapat

memberikan sinyal mengenai adanya permasalahan dalam efisiensi atau kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan.

Dalam penelitian ini, sinyal yang diterima investor tidak hanya berkaitan dengan keuntungan perusahaan, tetapi juga dengan risiko yang mungkin dihadapi. Investor pada dasarnya tidak hanya mempertimbangkan berapa besar keuntungan yang mungkin diperoleh, tetapi juga mempertimbangkan ketidakpastian dan risiko yang menyertai investasi tersebut. Salah satu risiko yang dapat diperhatikan adalah risiko keuangan yang tercermin melalui leverage. Leverage menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai aset atau aktivitasnya.

Informasi yang disampaikan perusahaan selanjutnya dapat memengaruhi perilaku investor di pasar modal. Ketika investor menerima informasi yang dianggap positif, investor dapat meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan. Sebaliknya, informasi yang dianggap negatif dapat menyebabkan investor mengurangi permintaan atau menjual saham yang dimilikinya. Perubahan keputusan tersebut dapat menyebabkan perubahan harga saham dan return saham. Dalam penelitian pasar modal, respons tersebut dapat diamati melalui abnormal return.

Abnormal return menunjukkan perbedaan antara return aktual saham dengan return yang diharapkan berdasarkan kondisi pasar. Dengan demikian, istilah *abnormal return* tidak berarti bahwa perusahaan melakukan sesuatu yang tidak normal atau terdapat kesalahan dalam data perusahaan. *Abnormal return* merupakan ukuran statistik yang digunakan dalam event study untuk melihat apakah terdapat respons pasar yang berbeda dari return yang diperkirakan.

Apabila respons investor terjadi selama beberapa hari di sekitar publikasi suatu informasi, maka abnormal return dapat dijumlahkan menjadi *Cumulative Abnormal Return* (CAR). CAR digunakan dalam penelitian ini sebagai ukuran Reaksi Investor. Dengan demikian, investor tidak harus ditanya secara langsung melalui kuesioner mengenai apakah mereka tertarik atau tidak terhadap perusahaan. Reaksi investor dapat diamati melalui perilaku pasar yang tercermin pada perubahan return saham di sekitar periode informasi.

Berdasarkan uraian tersebut, *Signaling Theory* menjadi teori utama dalam penelitian ini karena menjelaskan hubungan antara informasi perusahaan dan reaksi investor. ESG Disclosure, Firm Size, dan Profitabilitas dapat menjadi informasi atau sinyal yang digunakan investor untuk menilai kondisi dan prospek perusahaan. Pada saat yang sama, Leverage memberikan informasi mengenai risiko keuangan perusahaan. Investor kemudian melakukan evaluasi terhadap informasi tersebut dan respons pasar dapat tercermin dalam perubahan *abnormal return* dan CAR.

2.1.2 Teori Stakeholder

Stakeholder Theory merupakan teori yang memandang perusahaan sebagai suatu entitas yang mempunyai tanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kepada berbagai pihak yang mempunyai kepentingan terhadap perusahaan (Julythiawati, N. P. M., & Ardiana, 2023). Freeman (1984) menjelaskan bahwa stakeholder merupakan pihak yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh pencapaian tujuan organisasi. Dengan demikian, perusahaan tidak hanya

berorientasi pada pencapaian keuntungan, tetapi juga perlu memperhatikan kepentingan pihak-pihak yang berhubungan dengan aktivitas perusahaan.

Stakeholder perusahaan dapat mencakup investor, kreditor, karyawan, pelanggan, pemasok, pemerintah, masyarakat, dan lingkungan. Masing-masing stakeholder mempunyai kepentingan yang berbeda terhadap perusahaan. Investor berkepentingan terhadap return dan peningkatan nilai perusahaan, kreditor berkepentingan terhadap kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya, karyawan berkepentingan terhadap kesejahteraan dan keselamatan kerja, sedangkan pemerintah dan masyarakat berkepentingan terhadap kepatuhan dan dampak kegiatan perusahaan (Rahmawati, I., Rikumahu, B., & Dillak, 2017).

Keberlangsungan perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuannya menjaga hubungan dengan stakeholder (Suharyani, 2019). Perusahaan membutuhkan modal dari investor dan kreditor, tenaga kerja dari karyawan, izin dan regulasi dari pemerintah, serta penerimaan sosial dari masyarakat. Oleh karena itu, perusahaan perlu menjaga kepercayaan stakeholder melalui kegiatan usaha yang bertanggung jawab dan transparan (Setiawati, 2018).

Salah satu bentuk tanggung jawab tersebut adalah penyampaian informasi mengenai aktivitas perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, ESG Disclosure dapat dipahami sebagai bentuk komunikasi dan pertanggungjawaban perusahaan kepada stakeholder. Informasi mengenai lingkungan, sosial, dan tata kelola memberikan kesempatan kepada stakeholder untuk mengetahui bagaimana perusahaan menjalankan kegiatan bisnis dan mengelola dampaknya.

Aspek Environmental dalam ESG berhubungan dengan tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan. Perusahaan perlu menjelaskan bagaimana penggunaan energi, emisi, limbah, sumber daya alam, dan dampak lingkungan dikelola. Informasi tersebut penting bagi stakeholder karena kerusakan lingkungan dapat memberikan dampak tidak hanya kepada perusahaan, tetapi juga kepada masyarakat dan lingkungan sekitar.

Aspek Sosial berkaitan dengan hubungan perusahaan dengan manusia. Pengungkapan mengenai keselamatan kerja, kesehatan karyawan, hak tenaga kerja, keberagaman, pengembangan masyarakat, dan hubungan dengan komunitas dapat menunjukkan bagaimana perusahaan memenuhi tanggung jawab sosialnya. Bagi perusahaan sektor energi, aspek sosial menjadi penting karena aktivitas operasional dapat bersentuhan langsung dengan tenaga kerja dan masyarakat di sekitar wilayah operasi.

Aspek Governance berhubungan dengan bagaimana perusahaan dikelola dan diawasi. Transparansi, akuntabilitas, integritas, struktur pengawasan, serta pengendalian internal merupakan bagian penting dalam menjaga kepentingan stakeholder. Tata kelola yang lemah dapat menimbulkan konflik kepentingan dan meningkatkan risiko bagi investor maupun stakeholder lainnya.

Stakeholder Theory juga berkaitan dengan manajemen risiko. Perusahaan yang gagal mengelola hubungan dengan stakeholder dapat menghadapi berbagai risiko, seperti konflik sosial, permasalahan ketenagakerjaan, sanksi hukum, permasalahan lingkungan, dan kerusakan reputasi. Risiko tersebut pada akhirnya dapat memengaruhi operasional dan kinerja keuangan perusahaan. Oleh sebab itu,

pengelolaan stakeholder dapat menjadi bagian dari upaya perusahaan mengurangi risiko jangka panjang.

Investor sebagai salah satu stakeholder mempunyai kepentingan yang sangat besar terhadap informasi perusahaan. Investor membutuhkan informasi untuk menilai apakah perusahaan mampu menciptakan nilai dan mempertahankan keberlangsungan usahanya. Dalam mengambil keputusan investasi, investor dapat mempertimbangkan informasi keuangan seperti profitabilitas dan leverage serta informasi nonkeuangan seperti *ESG Disclosure*.

Leverage dalam perspektif stakeholder juga berkaitan dengan kepentingan kreditor dan investor. Tingkat leverage menunjukkan seberapa besar perusahaan menggunakan pendanaan berbasis utang. Leverage yang tinggi dapat meningkatkan kewajiban perusahaan kepada kreditor dan meningkatkan risiko keuangan apabila perusahaan mengalami penurunan kinerja. Oleh karena itu, investor dapat mempertimbangkan leverage ketika menilai kualitas dan risiko perusahaan.

Namun demikian, investor tidak hanya melihat tingkat leverage secara terpisah. Investor dapat mempertimbangkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, ukuran perusahaan, kualitas tata kelola, serta kemampuan perusahaan mengelola lingkungan dan sosial. Hal tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi merupakan hasil evaluasi terhadap berbagai informasi yang tersedia, bukan hanya satu indikator.

Berdasarkan uraian tersebut, Stakeholder Theory menjadi teori pendukung dalam penelitian ini karena menjelaskan pentingnya tanggung jawab perusahaan terhadap berbagai stakeholder, termasuk investor. *ESG Disclosure* menjadi salah

satu sarana perusahaan untuk menunjukkan bagaimana kepentingan lingkungan, sosial, dan tata kelola dikelola. Informasi tersebut kemudian dapat digunakan investor untuk menilai keberlanjutan, kualitas pengelolaan, dan risiko perusahaan yang pada akhirnya dapat berhubungan dengan reaksi investor di pasar modal.

2.1.3 Teori Triple Bottom Line

Triple Bottom Line (TBL) merupakan konsep keberlanjutan yang diperkenalkan oleh Elkington (1997). Konsep ini menjelaskan bahwa keberhasilan perusahaan tidak cukup hanya dilihat dari pencapaian keuntungan ekonomi, tetapi juga perlu memperhatikan aspek sosial dan lingkungan. Elkington memperkenalkan tiga dimensi utama dalam TBL, yaitu profit, people, dan planet. Ketiga dimensi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan perlu menciptakan nilai ekonomi sekaligus memperhatikan manusia dan lingkungan.

Profit menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi. Perusahaan membutuhkan keuntungan untuk menjalankan kegiatan operasional, membayar kewajiban, melakukan investasi, mengembangkan usaha, dan memberikan manfaat kepada pemegang saham. Oleh karena itu, profit tetap menjadi bagian penting dalam keberlanjutan perusahaan. Namun, keuntungan yang diperoleh perusahaan perlu dihasilkan melalui aktivitas yang dapat dipertahankan dalam jangka panjang.

People menggambarkan perhatian perusahaan terhadap manusia dan masyarakat. Perusahaan tidak dapat menjalankan kegiatan bisnis tanpa melibatkan tenaga kerja dan masyarakat. Oleh karena itu, perusahaan perlu memperhatikan

keselamatan kerja, kesehatan, hak tenaga kerja, kesejahteraan karyawan, pengembangan masyarakat, serta hubungan dengan masyarakat sekitar.

Planet menggambarkan perhatian perusahaan terhadap lingkungan. Aktivitas perusahaan dapat menggunakan sumber daya alam dan menghasilkan dampak lingkungan. Oleh karena itu, perusahaan perlu memperhatikan penggunaan energi, emisi, limbah, pencemaran, konservasi sumber daya, dan berbagai dampak lingkungan lainnya. Pengelolaan lingkungan menjadi semakin penting bagi perusahaan sektor energi karena kegiatan operasionalnya memiliki hubungan erat dengan sumber daya alam dan lingkungan.

Konsep profit, people, dan planet mempunyai hubungan yang erat dengan pengungkapan ESG. Aspek Environmental dalam ESG mempunyai keterkaitan dengan planet karena memberikan informasi mengenai tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan. Aspek Social berkaitan dengan people karena menjelaskan bagaimana perusahaan memperhatikan tenaga kerja dan masyarakat. Sementara itu, Governance memberikan mekanisme pengelolaan dan pengawasan agar kegiatan perusahaan dapat dilakukan secara bertanggung jawab.

TBL memberikan pandangan bahwa perusahaan tidak dapat hanya mengejar profit tanpa memperhatikan dampak sosial dan lingkungan. Perusahaan yang menghasilkan keuntungan tinggi tetapi mempunyai permasalahan lingkungan dan sosial dapat menghadapi risiko yang mengganggu keberlangsungan usahanya. Misalnya, permasalahan lingkungan dapat menyebabkan biaya pemulihan dan sanksi, sedangkan konflik sosial dapat menyebabkan gangguan kegiatan operasional.

Dalam konteks investor, konsep TBL membantu menjelaskan bahwa keputusan investasi dapat mempertimbangkan penciptaan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Investor tidak hanya melihat kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada saat ini, tetapi juga dapat memperhatikan apakah kegiatan perusahaan dapat dipertahankan dalam jangka panjang. Dengan demikian, informasi mengenai lingkungan dan sosial dapat menjadi informasi tambahan dalam menilai prospek perusahaan.

TBL juga berkaitan dengan risiko yang dihadapi investor. Risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat memengaruhi nilai perusahaan apabila tidak dikelola dengan baik. Sebagai contoh, perusahaan yang menghadapi masalah lingkungan dapat mengalami peningkatan biaya dan risiko hukum. Perusahaan yang menghadapi konflik sosial dapat mengalami gangguan operasional. Sementara itu, tata kelola yang buruk dapat meningkatkan risiko fraud dan kesalahan pengambilan keputusan.

Oleh karena itu, ESG Disclosure dapat memberikan informasi kepada investor mengenai bagaimana perusahaan berusaha mengelola berbagai risiko tersebut. Semakin lengkap informasi yang tersedia, semakin besar kesempatan investor untuk melakukan penilaian terhadap perusahaan. Namun, informasi ESG tidak secara otomatis menjamin perusahaan bebas dari risiko. Investor tetap perlu membandingkan informasi ESG dengan informasi keuangan dan kondisi pasar.

Hubungan TBL dengan Profitabilitas juga dapat dilihat dari konsep penciptaan nilai ekonomi. Perusahaan membutuhkan profit untuk mempertahankan keberlangsungan usaha. Dalam penelitian ini, Profitabilitas digunakan untuk

menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Informasi profitabilitas kemudian dapat menjadi salah satu informasi yang digunakan investor bersama dengan ESG Disclosure dalam menilai perusahaan.

TBL juga dapat dikaitkan dengan Firm Size. Perusahaan dengan ukuran besar biasanya mempunyai aktivitas dan sumber daya yang lebih luas sehingga dampak kegiatan perusahaan terhadap stakeholder dan lingkungan juga dapat menjadi lebih besar. Kondisi tersebut dapat meningkatkan kebutuhan perusahaan untuk memperhatikan aspek keberlanjutan dan mengkomunikasikan tanggung jawabnya kepada stakeholder.

Selanjutnya, TBL dapat dikaitkan dengan Leverage melalui aspek keberlanjutan ekonomi perusahaan. Penggunaan utang dapat membantu perusahaan membiayai ekspansi dan menciptakan nilai ekonomi. Namun, penggunaan utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko keuangan. Oleh karena itu, keberlanjutan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kemampuan memperoleh keuntungan, tetapi juga kemampuan mengelola kewajiban keuangan.

Bagi perusahaan sektor energi, pendekatan TBL menjadi semakin relevan karena perusahaan berada pada titik pertemuan antara kepentingan ekonomi, masyarakat, dan lingkungan. Perusahaan harus menghasilkan keuntungan bagi investor, menyediakan lapangan kerja dan memberikan manfaat bagi masyarakat, serta mengelola dampak terhadap lingkungan. Ketidakseimbangan pada salah satu aspek dapat menimbulkan risiko bagi keberlangsungan perusahaan.

Dengan demikian, Triple Bottom Line memberikan dasar pemikiran bahwa kinerja perusahaan perlu dilihat secara lebih luas melalui aspek profit, people, dan

planet. Ketiga aspek tersebut dapat tercermin dalam informasi ESG yang disampaikan perusahaan. Informasi tersebut kemudian dapat digunakan investor untuk mengevaluasi kualitas perusahaan, keberlanjutan usaha, serta berbagai risiko yang mungkin memengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, Triple Bottom Line digunakan dalam penelitian ini untuk memperkuat penjelasan mengenai hubungan ESG Disclosure dengan Reaksi Investor. TBL menjelaskan bahwa perusahaan yang berorientasi pada keberlanjutan tidak hanya memperhatikan keuntungan, tetapi juga memperhatikan manusia dan lingkungan. Ketika informasi tersebut disampaikan kepada investor melalui ESG Disclosure, investor dapat menggunakan informasi tersebut sebagai salah satu dasar untuk menilai prospek dan risiko perusahaan. Selanjutnya, penilaian tersebut dapat tercermin melalui reaksi pasar yang diukur menggunakan Cumulative Abnormal Return.

2.1.3 Reaksi Investor

A. Konsep Reaksi Investor

Reaksi investor dapat dipahami sebagai respons pasar modal terhadap informasi baru yang dipublikasikan oleh perusahaan, yang tercermin dalam perubahan harga saham dan aktivitas perdagangan. Ketika informasi baru diumumkan, investor melakukan penilaian ulang terhadap nilai intrinsik perusahaan sehingga memunculkan penyesuaian harga saham dalam jangka pendek. Penelitian empiris terkini menunjukkan bahwa informasi yang dianggap relevan dan material oleh investor akan segera direspons oleh pasar melalui

abnormal return sebagai refleksi perubahan ekspektasi terhadap kinerja perusahaan di masa depan (Mujianti & Novitasari, 2025).

Selain perubahan harga saham, reaksi investor juga tercermin dalam volume perdagangan saham. Peningkatan volume perdagangan menunjukkan adanya perbedaan interpretasi dan reaksi antar investor terhadap informasi yang sama, sehingga mendorong aktivitas jual beli yang lebih intensif (Xie et al., 2023). Studi terbaru menegaskan bahwa volume perdagangan merupakan indikator penting dalam mengukur intensitas reaksi pasar karena mampu menangkap dinamika keputusan investasi yang tidak selalu tercermin sepenuhnya dalam perubahan harga saham (Krueger et al., 2020a).

Reaksi investor terhadap informasi perusahaan juga dapat dianalisis melalui perubahan bid-ask spread, yang mencerminkan tingkat likuiditas dan ketidakpastian informasi di pasar. Ketika informasi baru meningkatkan ketidakpastian atau risiko persepsi investor, spread cenderung melebar sebagai kompensasi atas risiko transaksi (Hernanda & David Kaluge, 2024). Dalam hal ini menunjukkan bahwa bid-ask spread sensitif terhadap pengumuman informasi perusahaan, khususnya informasi yang bersifat kompleks dan sulit diinterpretasikan seperti informasi keberlanjutan dan non-keuangan.

Lebih lanjut, reaksi investor tidak bersifat homogen karena dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik dan perilaku investor dalam memproses informasi. Investor institusional dan investor ritel sering kali menunjukkan pola reaksi yang berbeda terhadap informasi yang sama, terutama dalam kondisi ketidakpastian pasar (Sutrisno et al., 2024). Penelitian terkini menunjukkan bahwa

heterogenitas investor dapat memperkuat volatilitas harga dan volume perdagangan di sekitar pengumuman informasi penting, yang mengindikasikan adanya perbedaan persepsi risiko dan peluang investasi (Hisam, 2024).

Dalam konteks informasi non-keuangan, reaksi investor terhadap pengungkapan ESG semakin mendapat perhatian dalam literatur pasar modal. Informasi ESG dipandangz sebagai sinyal yang berkaitan dengan risiko jangka panjang, reputasi, dan keberlanjutan perusahaan, sehingga dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Studi empiris terbaru menemukan bahwa pengungkapan ESG yang lebih transparan dan berkualitas cenderung memicu reaksi pasar yang lebih positif, yang tercermin dalam abnormal return dan peningkatan likuiditas saham (Bolton & Kacperczyk, 2021).

Secara keseluruhan, konsep reaksi investor mencerminkan bagaimana pasar modal memproses dan merespons informasi baru yang dipublikasikan oleh perusahaan. Reaksi tersebut dapat diukur melalui berbagai indikator pasar seperti abnormal return, volume perdagangan, dan bid-ask spread, yang masing-masing memberikan gambaran berbeda mengenai perilaku investor (Mustanwir & Rosalia, 2023). Dalam penelitian ini, reaksi investor digunakan sebagai variabel dependen untuk menangkap respons pasar terhadap pengungkapan ESG, ukuran perusahaan, dan profitabilitas, dengan mempertimbangkan leverage sebagai faktor yang dapat memoderasi hubungan tersebut.

B. Pengukuran Reaksi Investor

Reaksi investor dalam pasar modal tidak dapat diamati secara langsung, sehingga perlu diukur melalui indikator kuantitatif yang merefleksikan respons pasar terhadap informasi baru. Literatur keuangan menyatakan bahwa informasi yang dipublikasikan perusahaan akan direspons oleh investor melalui perubahan harga saham, volume perdagangan, dan tingkat volatilitas return. Oleh karena itu, penelitian empiris umumnya menggunakan pendekatan *event study* untuk mengukur reaksi investor dengan memanfaatkan data pasar di sekitar tanggal peristiwa (Singh et al, 2024). Pendekatan ini memungkinkan peneliti mengisolasi dampak informasi tertentu terhadap perilaku investor dari pengaruh faktor pasar secara umum.

(1) Abnormal Return (AR)

Abnormal return merupakan ukuran utama dalam mengidentifikasi reaksi investor terhadap suatu peristiwa informasi. Abnormal return didefinisikan sebagai selisih antara return aktual saham dan return yang diharapkan apabila tidak terjadi peristiwa tertentu (Yang et al, 2021). Konsep ini digunakan untuk menangkap komponen return yang secara khusus disebabkan oleh informasi baru yang diterima pasar, bukan oleh pergerakan pasar secara keseluruhan. Literatur empiris menyatakan bahwa abnormal return merupakan indikator paling langsung dari reaksi investor karena mencerminkan perubahan persepsi pasar terhadap nilai fundamental perusahaan setelah informasi diumumkan (Farrell & Naimah, 2025).

Secara umum, return aktual saham dihitung sebagai berikut:

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

Dimana :

R_{it} = Return saham perusahaan i pada hari ke t
 P_{it} = Harga saham perusahaan i pada hari ke t
 P_{it-1} = Harga saham perusahaan i pada hari sebelumnya

Kemudian, untuk memperoleh return pasar dapat dihitung sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana :

R_{mt} = Return pasar pada hari ke-t
 $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t
 $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari sebelumnya(t-1)
 t = Periode waktu pengamatan (hari ke-t)

Dalam *Market Adjusted Model*, asumsi dasarnya adalah bahwa return yang diharapkan (expected return) suatu saham sama dengan return pasar secara keseluruhan, sehingga tidak memerlukan regresi untuk mengestimasi parameter khusus saham seperti alpha atau beta; dengan kata lain, model ini mengasumsikan bahwa pengembalian normal saham hanya dipengaruhi oleh pergerakan pasar secara umum, bukan oleh karakteristik risiko saham individual (Shanti & Putri, 2025).

Return pasar pada hari t yang biasanya diukur menggunakan indeks pasar seperti IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) artinya jika IHSG naik 2 % pada hari t, maka model ini mengharapkan saham tertentu juga memiliki return 2 % sebagai *normal return*-nya, tanpa mempertimbangkan sensitivitas risiko saham tersebut terhadap pasar. Pendekatan ini digunakan karena

sederhana dan hanya membutuhkan data indeks pasar, tetapi dengan asumsi kuat bahwa semua saham bereaksi sama terhadap pergerakan pasar sebagaimana dijelaskan dalam literatur event study modern.

(2) *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Cumulative Abnormal Return (CAR) merupakan ukuran yang digunakan untuk menangkap dampak kumulatif suatu peristiwa terhadap harga saham selama periode jendela peristiwa (*event window*) (Sun & Wen, 2023). Penggunaan CAR didasarkan pada asumsi bahwa reaksi investor terhadap informasi tidak selalu terjadi secara instan pada satu hari, melainkan dapat berlangsung selama beberapa hari sebelum atau sesudah tanggal pengumuman. Oleh karena itu, CAR memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai total reaksi pasar terhadap suatu peristiwa informasi (Amali, 2023).

CAR dihitung dengan menjumlahkan abnormal return selama periode event window sebagai berikut:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Dimana :

$CAR_i(t_1, t_2)$ = Cumulative abnormal return saham i dari t_1 hingga t_2

AR_{it} = Abnormal return saham i pada hari t

Nilai CAR yang positif menunjukkan bahwa informasi dipersepsikan sebagai *good news* oleh investor, sedangkan nilai CAR negatif mengindikasikan *bad news* (Fatihul Barokah & Pujiono, 2024). Dalam penelitian ESG, CAR sering digunakan untuk menilai apakah pengungkapan keberlanjutan dipandang bernilai tambah atau justru meningkatkan persepsi risiko oleh investor.

(3) Trading Volume Activity (TVA)

Selain harga saham, reaksi investor juga tercermin dalam aktivitas perdagangan saham. *Trading Volume Activity (TVA)* digunakan untuk mengukur intensitas reaksi investor melalui perubahan volume transaksi di sekitar tanggal peristiwa. Volume perdagangan yang meningkat menunjukkan adanya perbedaan interpretasi dan keyakinan investor terhadap informasi yang sama, sehingga mendorong aktivitas jual dan beli yang lebih tinggi (Bunaya, M. A. A. F., Manulang, J. W., Nisa, D. I., & Yusmaniarti, 2026).

TVA dirumuskan sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{Volume_{it}}{ShareOutstanding_i}$$

Di mana :

TVA_{it} = Trading volume activity saham i pada periode t
 $Volume_{it}$ = Jumlah saham perusahaan I yang diperdagangkan pada periode t
 $ShareOutstanding_i$ = Jumlah saham beredar perusahaan i

(4) Volatilitas Harga Saham

Volume perdagangan yang tinggi di sekitar pengumuman informasi mengindikasikan adanya reaksi investor yang kuat, meskipun arah reaksi (positif atau negatif) tidak selalu dapat ditentukan hanya dari volume perdagangan (Ali Nawawi et al., 2026).

Volatilitas return saham umumnya diukur menggunakan varians atau standar deviasi return sebagai berikut:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)^2}$$

Di mana :

σ_i = Volatilitas return saham i
 R_{it} = Return saham i pada periode t
 $\bar{R}_i$ = Rata-rata return saham i selama periode pengamatan
 n = Jumlah hari pengamatan

Peningkatan volatilitas setelah pengumuman informasi menunjukkan bahwa investor menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi dalam menilai dampak informasi tersebut terhadap prospek perusahaan.

(5) Sintesis Pengukuran Reaksi Investor

Berdasarkan literatur, tidak ada satu indikator tunggal yang sepenuhnya mampu menangkap reaksi investor. Oleh karena itu, penggunaan beberapa proksi seperti abnormal return, CAR, trading volume activity, dan volatilitas harga secara simultan memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai respons pasar terhadap informasi Perusahaan (Wu et al., 2022).

C. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Investor

(1) Kualitas Informasi

Kualitas informasi merupakan faktor fundamental yang sangat menentukan kuat atau lemahnya reaksi investor terhadap pengungkapan perusahaan. Informasi yang berkualitas tinggi umumnya bersifat relevan, andal, tepat waktu, dan mudah dipahami, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Novi Alvionita et al., 2025). Ketika investor menilai informasi yang diterima memiliki kualitas yang baik, mereka akan lebih percaya diri dalam menyesuaikan keputusan investasinya, yang tercermin dalam perubahan harga saham dan aktivitas perdagangan.

Dalam pasar modal kualitas informasi juga berkaitan erat dengan kredibilitas sumber informasi tersebut. Informasi yang disampaikan secara konsisten dan didukung oleh tata kelola perusahaan yang baik cenderung dipersepsikan lebih kredibel oleh investor. Sebaliknya, informasi yang disampaikan secara tidak konsisten atau bersifat simbolik tanpa substansi yang jelas dapat menurunkan kepercayaan investor dan menghasilkan reaksi pasar yang lemah (Begawati et al., 2025).

Penelitian empiris menunjukkan bahwa informasi yang ambigu atau kompleks sering kali menghasilkan reaksi pasar yang tertunda atau tidak signifikan. Investor membutuhkan waktu lebih lama untuk menginterpretasikan informasi semacam ini, terutama jika informasi tersebut berkaitan dengan isu jangka panjang seperti keberlanjutan dan ESG. Dalam kondisi tersebut, reaksi investor dapat menyebar selama beberapa hari atau bahkan tidak tercermin secara jelas dalam abnormal return harian (Herdiansyah, 2025).

Selain itu, ketepatan waktu (timeliness) informasi juga memainkan peran penting dalam membentuk reaksi investor (Meiryani & Hendriana, 2024). Informasi yang diumumkan lebih cepat dibandingkan ekspektasi pasar cenderung menghasilkan reaksi yang lebih kuat karena mengandung unsur kejutan (information surprise). Sebaliknya, informasi yang telah diprediksi sebelumnya oleh pasar akan menghasilkan reaksi yang relatif lebih kecil karena telah tercermin dalam harga saham (Ginting, 2025).

Dalam konteks penelitian ini, kualitas pengungkapan ESG menjadi faktor penting yang memengaruhi reaksi investor. ESG disclosure yang disusun

secara komprehensif, terukur, dan mengikuti standar pelaporan yang diakui secara internasional cenderung menghasilkan reaksi investor yang lebih positif dibandingkan pengungkapan yang bersifat umum dan naratif semata. Hal ini menunjukkan bahwa bukan hanya keberadaan informasi, tetapi juga kualitasnya, yang menentukan respons pasar.

(2) Karakteristik Perusahaan

Karakteristik perusahaan merupakan faktor internal yang turut memengaruhi bagaimana investor bereaksi terhadap informasi yang dipublikasikan (Djapri et al., 2025). Ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage, dan struktur aset sering kali digunakan oleh investor sebagai dasar awal dalam menilai risiko dan prospek perusahaan. Perusahaan dengan karakteristik tertentu dapat menghasilkan reaksi pasar yang berbeda meskipun menyampaikan jenis informasi yang sama.

Ukuran perusahaan (*firm size*) berperan penting dalam membentuk intensitas reaksi investor (Pratiwi, 2016). Perusahaan besar umumnya memiliki basis investor yang lebih luas, liputan analis yang lebih intensif, serta tingkat transparansi yang lebih tinggi. Akibatnya, sebagian besar informasi perusahaan besar sering kali telah diantisipasi oleh pasar, sehingga reaksi investor cenderung lebih moderat dibandingkan perusahaan kecil yang relatif kurang mendapat perhatian pasar.

Profitabilitas juga menjadi karakteristik penting yang memengaruhi reaksi investor. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dipersepsikan memiliki kinerja keuangan dan prospek yang lebih baik, sehingga

informasi tambahan yang bersifat positif akan memperkuat reaksi investor. Sebaliknya, pada perusahaan dengan profitabilitas rendah, informasi yang sama dapat ditafsirkan secara lebih hati-hati atau bahkan negatif oleh investor (Jessica & Prasetyo, 2020).

Leverage sebagai karakteristik struktur modal perusahaan turut memengaruhi reaksi investor karena berkaitan langsung dengan risiko keuangan. Tingkat leverage yang tinggi meningkatkan risiko gagal bayar dan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur (Oneng et al., 2025). Oleh karena itu, investor cenderung merespons informasi perusahaan dengan lebih sensitif ketika perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi.

Dalam penelitian ini, karakteristik perusahaan tidak hanya dipandang sebagai variabel kontrol, tetapi juga sebagai faktor yang dapat memperkuat atau memperlemah reaksi investor terhadap pengungkapan ESG. Hal ini menunjukkan bahwa reaksi pasar merupakan hasil interaksi antara kualitas informasi dan kondisi internal perusahaan.

2.1.4 Pengungkapan ESG (Environmental, Social, and Governance)

A. Konsep ESG Disclosure

Pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) merupakan bentuk pelaporan non-keuangan yang semakin mendapat perhatian dalam pasar modal modern karena berhubungan langsung dengan persepsi dan reaksi investor. Gillan et al., (2021) mendefinisikan *ESG disclosure* sebagai kerangka informasi yang digunakan investor untuk menilai bagaimana

perusahaan mengelola risiko non-finansial yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan. Sejalan dengan itu, Krueger et al., (2020) menegaskan bahwa ESG disclosure berfungsi sebagai sinyal kualitas perusahaan yang memengaruhi keputusan investasi saham. Dalam konteks pasar modal, informasi ESG menjadi pelengkap laporan keuangan dalam membentuk ekspektasi investor. Oleh karena itu, ESG disclosure memiliki peran penting dalam memicu reaksi investor di pasar saham.

ESG disclosure juga dipahami sebagai mekanisme komunikasi perusahaan kepada investor terkait keberlanjutan kinerja jangka panjang. Johan et al., (2025) menyatakan bahwa transparansi ESG dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Selanjutnya, Semadhi, I. N. S. Y., & Masdiantini, (2024) menjelaskan bahwa pengungkapan ESG yang berkualitas meningkatkan kepercayaan investor dan berpotensi memengaruhi harga saham serta volume perdagangan. Reaksi investor muncul ketika informasi ESG dianggap relevan dan kredibel dalam menilai prospek perusahaan. Dengan demikian, ESG disclosure berperan sebagai faktor non-keuangan yang memengaruhi respons pasar modal terhadap perusahaan.

Salah satu komponen utama ESG disclosure adalah dimensi environmental yang mencerminkan tanggung jawab perusahaan terhadap dampak lingkungan. Yesiani et al., (2023) menjelaskan bahwa pengungkapan lingkungan meliputi informasi emisi karbon, efisiensi energi, serta pengelolaan sumber daya alam. Sementara itu, Krueger et al., (2020) menunjukkan bahwa investor institusional memandang risiko iklim sebagai risiko yang memiliki

implikasi finansial terhadap perusahaan dalam portofolio mereka, khususnya risiko regulasi. Oleh karena itu, pengungkapan environmental menjadi faktor yang diperhatikan investor dalam menilai risiko dan peluang investasi. Dimensi ini berpotensi memengaruhi reaksi investor saham.

Dalam perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dimensi environmental memiliki relevansi yang sangat tinggi. Bolton & Kacperczyk (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan intensitas emisi karbon tinggi menghadapi tekanan pasar yang lebih besar dari investor. Selanjutnya, Bolton & Kacperczyk (2021) menyatakan bahwa pengungkapan target pengurangan emisi dan strategi transisi energi dapat meningkatkan persepsi positif investor. Informasi lingkungan menjadi dasar bagi investor dalam mengevaluasi risiko regulasi dan risiko reputasi perusahaan energi. Dengan demikian, pengungkapan environmental berpotensi memengaruhi reaksi investor saham sektor energi.

Informasi social dalam ESG disclosure dapat menjadi salah satu informasi non-keuangan yang dipertimbangkan investor dalam mengevaluasi perusahaan. Amel-Zadeh & Serafeim (2018) menunjukkan bahwa relevansi terhadap kinerja investasi merupakan motivasi utama investor dalam menggunakan informasi ESG. Persepsi tersebut dapat meningkatkan minat investasi dan memicu reaksi pasar saham. Oleh karena itu, dimensi social menjadi bagian penting dalam membentuk respons investor.

Pada perusahaan sektor energi, dimensi social memiliki relevansi yang tinggi karena kegiatan operasional perusahaan berkaitan dengan tenaga kerja,

keselamatan dan kesehatan kerja, serta masyarakat di sekitar wilayah operasional. Oleh karena itu, pengungkapan mengenai aspek ketenagakerjaan dan keselamatan kerja dapat memberikan informasi tambahan kepada investor mengenai risiko sosial perusahaan. Selain itu, Amel-Zadeh & Serafeim, (2018) mengungkapkan sosial juga memberikan informasi mengenai hubungan perusahaan dengan masyarakat dan pemangku kepentingan. Informasi tersebut dapat membantu investor menilai bagaimana perusahaan mengelola risiko sosial yang timbul dari aktivitas operasionalnya. Dengan demikian, pengungkapan sosial berkontribusi terhadap dinamika reaksi investor di pasar modal.

Dimensi governance melengkapi ESG disclosure dengan menekankan pada struktur tata kelola perusahaan yang menjamin akuntabilitas dan transparansi. Friede (2019) menunjukkan bahwa investor semakin berupaya mengintegrasikan faktor environmental, social, dan governance ke dalam keputusan investasi. Namun, kualitas data, ketersediaan informasi, dan kejelasan standar ESG menjadi beberapa faktor yang memengaruhi proses integrasi tersebut. Selanjutnya, Friede, (2019) menemukan bahwa dimensi governance memberikan informasi mengenai struktur tata kelola, transparansi, akuntabilitas, pengawasan, dan mekanisme pengendalian perusahaan. Informasi tersebut dapat membantu investor dalam mengevaluasi risiko tata kelola dan kualitas pengelolaan perusahaan. Informasi tata kelola menjadi pertimbangan penting investor dalam menilai risiko investasi saham. Oleh karena itu, dimensi governance berperan dalam memperkuat pengaruh ESG disclosure terhadap reaksi investor.

Secara keseluruhan, ESG disclosure merupakan satu kesatuan informasi non-keuangan yang berpotensi memengaruhi reaksi investor saham melalui dimensi environmental, social, dan governance. Broadstock et al. (2021) menunjukkan bahwa investor dapat memandang kinerja ESG sebagai sinyal mengenai kinerja saham masa depan dan mitigasi risiko.

B. Regulasi dan Standar Pengungkapan ESG

Penerapan dan pengungkapan ESG di Indonesia didukung oleh kerangka regulasi keuangan berkelanjutan yang dikembangkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). OJK memiliki peran penting dalam mengatur penerapan prinsip keuangan berkelanjutan serta transparansi dan akuntabilitas informasi keberlanjutan oleh pelaku sektor jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik. Melalui regulasi tersebut, pengungkapan informasi keberlanjutan menjadi bagian dari kerangka penerapan keuangan berkelanjutan di Indonesia.

Regulasi utama yang menjadi dasar penerapan keuangan berkelanjutan adalah Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik. Peraturan tersebut mengatur kewajiban penerapan prinsip keuangan berkelanjutan serta penyampaian laporan keberlanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik. Sementara itu, penyampaian Rencana Aksi Keuangan Berkelanjutan (RAKB) secara khusus diatur bagi Lembaga Jasa Keuangan. POJK 51/2017 juga mengatur mengenai Tanggung

Jawab Sosial dan Lingkungan, insentif, sanksi, serta tahapan implementasi keuangan berkelanjutan.

Selain POJK 51/POJK.03/2017, OJK mengembangkan Roadmap Keuangan Berkelanjutan sebagai panduan strategis pengembangan keuangan berkelanjutan di Indonesia. Roadmap Keuangan Berkelanjutan Tahap I mencakup periode 2015–2019, sedangkan Roadmap Keuangan Berkelanjutan Tahap II mencakup periode 2021–2025. Roadmap Tahap II disusun untuk mempercepat penerapan prinsip lingkungan, sosial, dan tata kelola di Indonesia serta membangun ekosistem keuangan berkelanjutan yang komprehensif. OJK juga menempatkan implementasi aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai salah satu prioritas dalam pengembangan keuangan berkelanjutan.

Kerangka regulasi tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan informasi keberlanjutan di Indonesia tidak hanya berkembang berdasarkan inisiatif sukarela perusahaan, tetapi juga didukung oleh kebijakan regulator. Bagi perusahaan publik, keberadaan kewajiban pelaporan keberlanjutan memberikan kerangka formal bagi penyampaian informasi mengenai aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Informasi tersebut selanjutnya dapat menjadi informasi tambahan bagi investor dalam mengevaluasi kondisi, risiko, dan prospek perusahaan. Dengan demikian, perkembangan regulasi keuangan berkelanjutan di Indonesia menjadi salah satu konteks penting dalam mengkaji hubungan ESG disclosure dengan reaksi investor di pasar modal.

Berikut contoh standar yang sering digunakan pada perusahaan yang melakukan pengungkapan ESG:

(1) Global Reporting Initiative (GRI)

Global Reporting Initiative (GRI) merupakan salah satu standar pelaporan keberlanjutan yang digunakan organisasi untuk mengidentifikasi dan melaporkan dampaknya terhadap ekonomi, lingkungan, dan manusia. GRI Standards memiliki struktur yang terdiri atas Universal Standards, Sector Standards, dan Topic Standards. Struktur tersebut memungkinkan organisasi menyajikan informasi mengenai topik material dan dampak keberlanjutan secara lebih sistematis dan dapat dibandingkan. GRI juga menyatakan bahwa standar tersebut relevan bagi berbagai pengguna informasi, termasuk investor, regulator, pasar modal, dan pemangku kepentingan lainnya.

Dalam penelitian ini, GRI Standards digunakan sebagai dasar dalam mengidentifikasi pengungkapan pada dimensi environmental, social, dan governance. Penggunaan GRI relevan karena penelitian berfokus pada ESG disclosure yang diperoleh dari laporan keberlanjutan dan laporan perusahaan. GRI 2021 memperbarui Universal Standards melalui GRI 1, GRI 2, dan GRI 3, yang memberikan dasar mengenai prinsip pelaporan, pengungkapan umum organisasi, serta penentuan topik material.

(2) Sustainability Accounting Standards Board (SASB)

Sustainability Accounting Standards Board (SASB) merupakan standar keberlanjutan yang memiliki pendekatan berbasis industri dan berorientasi pada kebutuhan informasi investor. SASB mengidentifikasi isu keberlanjutan yang

secara wajar dapat memengaruhi arus kas, akses terhadap pembiayaan, atau biaya modal perusahaan dalam jangka pendek, menengah, maupun panjang. Oleh karena itu, informasi yang dihasilkan melalui SASB memiliki orientasi yang lebih kuat terhadap kebutuhan pengambilan keputusan di pasar modal.

Pendekatan berbasis materialitas industri juga menjadikan SASB relevan bagi perusahaan sektor energi karena risiko dan peluang keberlanjutan dapat berbeda antarindustri. Penelitian Khan et al. (2016) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja yang lebih baik pada isu keberlanjutan yang material bagi industrinya memiliki kinerja saham yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan kinerja yang lebih rendah pada isu material tersebut. Temuan tersebut menunjukkan bahwa materialitas informasi keberlanjutan dapat memiliki relevansi bagi keputusan investasi.

(3) Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) merupakan kerangka pengungkapan yang dikembangkan atas inisiatif Financial Stability Board (FSB) untuk meningkatkan penyediaan informasi mengenai risiko dan peluang keuangan yang berkaitan dengan perubahan iklim. TCFD dirancang agar informasi tersebut dapat membantu investor, kreditur, dan pihak lainnya dalam menilai risiko keuangan yang berkaitan dengan perubahan iklim.

Kerangka TCFD terdiri atas empat pilar utama, yaitu governance, strategy, risk management, serta metrics and targets. Keempat pilar tersebut mencakup informasi mengenai pengawasan dewan dan manajemen terhadap risiko iklim, dampak risiko dan peluang iklim terhadap strategi dan perencanaan

keuangan, proses pengelolaan risiko iklim, serta indikator dan target yang digunakan perusahaan.

Kerangka TCFD relevan bagi perusahaan sektor energi karena sektor tersebut memiliki keterkaitan yang kuat dengan risiko transisi menuju ekonomi rendah karbon. Dalam konteks pasar modal, informasi mengenai risiko iklim dapat menjadi bagian dari informasi non-keuangan yang dipertimbangkan investor. Bolton & Kacperczyk (2021) menunjukkan bahwa risiko emisi karbon telah tercermin dalam pasar saham dan investor institusional melakukan penyaringan berdasarkan intensitas emisi pada beberapa industri dengan emisi tinggi.

(4) International Organization for Standardization (ISO)

Selain standar pelaporan seperti GRI dan SASB serta kerangka pengungkapan seperti TCFD, perusahaan juga dapat menggunakan standar ISO untuk mendukung penerapan praktik keberlanjutan. Namun, ISO lebih tepat diposisikan sebagai standar sistem manajemen, bukan sebagai standar pengukuran ESG disclosure.

ISO 14001 berkaitan dengan sistem manajemen lingkungan dan menyediakan kerangka bagi organisasi untuk mengelola serta meningkatkan kinerja lingkungan. ISO 45001 berkaitan dengan sistem manajemen keselamatan dan kesehatan kerja, sedangkan ISO 37001 berkaitan dengan sistem manajemen anti-penyuapan. Dengan demikian, ketiga standar tersebut dapat mendukung aspek environmental, social, dan governance dalam praktik perusahaan, tetapi tidak secara langsung menggantikan standar pelaporan ESG seperti GRI.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menggunakan GRI Standards 2021 sebagai dasar identifikasi ESG disclosure. GRI dipilih karena memiliki struktur pengungkapan yang memungkinkan informasi keberlanjutan perusahaan diidentifikasi secara sistematis pada berbagai topik material. Sementara itu, SASB dan TCFD digunakan sebagai referensi tambahan untuk memahami orientasi informasi keberlanjutan yang relevan bagi investor dan risiko keberlanjutan yang bersifat material, khususnya pada perusahaan sektor energi.

C. Pengukuran ESG Disclosure

Pengukuran ESG disclosure merupakan tahapan penting dalam penelitian empiris karena menentukan sejauh mana informasi keberlanjutan perusahaan dapat direpresentasikan secara objektif dan terukur. Dalam konteks pasar modal, ESG disclosure berfungsi sebagai sinyal non-keuangan yang memengaruhi persepsi risiko dan prospek jangka panjang perusahaan oleh investor. García-Sánchez et al. (2020) menegaskan bahwa ketepatan pengukuran ESG disclosure sangat menentukan kekuatan hubungan antara pengungkapan keberlanjutan dan reaksi investor saham. Sejalan dengan itu, Velte (2024) menyatakan bahwa variasi metode pengukuran ESG sering kali menjadi penyebab perbedaan hasil penelitian empiris. Oleh karena itu, pemilihan metode pengukuran ESG disclosure harus mempertimbangkan tujuan penelitian, ketersediaan data, dan karakteristik industri, khususnya sektor energi.

Metode yang paling banyak digunakan dalam pengukuran ESG disclosure adalah content analysis, karena mampu menangkap informasi kualitatif yang terkandung dalam laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Krippendorff (2018) menjelaskan bahwa content analysis merupakan teknik penelitian yang memungkinkan peneliti menarik inferensi yang valid dan dapat direplikasi dari teks yang dianalisis. Dalam konteks ESG, peneliti menyusun indeks pengungkapan berdasarkan standar seperti GRI, SASB, atau TCFD, kemudian menilai keberadaan setiap item pengungkapan. García-Sánchez et al. (2022) menyatakan bahwa metode ini sangat relevan untuk perusahaan sektor energi karena memungkinkan evaluasi langsung atas transparansi dampak lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.

Dalam penerapannya, content analysis umumnya menggunakan metode binary scoring, yaitu pemberian skor 1 jika item ESG diungkapkan dan 0 jika tidak diungkapkan. Indeks pengungkapan ESG kemudian dihitung sebagai berikut:

$$ESGDI_i = \frac{\sum_{j=1}^n X_{ij}}{n}$$

di mana dijelaskan $ESGDI_i$ merupakan indeks pengungkapan ESG perusahaan ke- i , X_{ij} adalah skor item ESG ke- j , dan n adalah jumlah total item ESG. Metode ini menekankan kuantitas pengungkapan dan banyak digunakan karena kesederhanaan serta objektivitasnya (Atan et al., 2023). Namun demikian, Talbot dan Barbat (2023) menunjukkan bahwa investor sektor energi tidak hanya merespons keberadaan informasi ESG, tetapi juga kualitas pengungkapan tersebut.

Untuk menangkap kualitas pengungkapan ESG secara lebih komprehensif, beberapa penelitian menggunakan weighted scoring method, yaitu pemberian bobot berbeda pada setiap item ESG sesuai tingkat materialitasnya. Rumus pengukuran indeks ESG dengan metode ini adalah:

$$ESGDI_i = \frac{\sum_{j=1}^n w_j X_{ij}}{\sum_{j=1}^n w_j}$$

di mana dapat dijelaskan bahwa w_j merupakan bobot item ESG ke- j . Metode ini lebih mampu merepresentasikan kualitas ESG disclosure, terutama pada perusahaan sektor energi yang memiliki isu lingkungan material seperti emisi karbon dan transisi energi (Velte, 2024). Dengan demikian, weighted scoring dinilai lebih relevan untuk mengukur potensi reaksi investor saham secara lebih akurat.

Selain pengukuran agregat, ESG disclosure juga dapat dianalisis berdasarkan masing-masing dimensi, yaitu environmental, social, dan governance. Pengukuran terpisah ini memungkinkan peneliti mengidentifikasi dimensi ESG yang paling memengaruhi reaksi investor. Secara matematis, pengukuran setiap dimensi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E_Score_i = \frac{\sum E_{ij}}{n_E}, S_Score_i = \frac{\sum S_{ij}}{n_S}, G_Score_i = \frac{\sum G_{ij}}{n_G}$$

Skor ESG total kemudian dihitung dengan merata-ratakan ketiga dimensi tersebut. Khan et al. (2021) menegaskan bahwa pendekatan ini lebih mencerminkan materialitas ESG yang relevan bagi investor. Jung et al. (2022) juga menemukan bahwa pada sektor energi, dimensi environmental dan governance memiliki pengaruh paling kuat terhadap persepsi risiko investor.

Selain content analysis, pengukuran ESG disclosure juga dapat menggunakan ESG rating dari provider eksternal seperti Refinitiv, Bloomberg, MSCI, dan Sustainalytics. ESG rating ini dikembangkan berdasarkan metodologi proprietary yang menggabungkan berbagai indikator ESG dan memudahkan perbandingan antar perusahaan. Grewal et al. (2020) menyatakan bahwa penggunaan ESG rating eksternal meningkatkan efisiensi analisis empiris karena data telah terstandarisasi. Namun demikian, perbedaan metodologi antar provider dapat menimbulkan variasi skor ESG yang signifikan.

Untuk menjaga konsistensi skala data dalam analisis statistik, skor ESG dari provider eksternal umumnya dinormalisasi dengan rumus berikut:

$$ESG_i = \frac{Skor\ ESG_i - Skore\ minimum}{Skor\ maksimum - Skore\ minimum}$$

Metode lain yang digunakan dalam penelitian ESG adalah pengembangan composite ESG index menggunakan teknik statistik seperti Principal Component Analysis (PCA). Metode ini menggabungkan berbagai indikator ESG menjadi satu skor komposit yang menangkap varians maksimal data. Secara matematis, skor ESG komposit dapat dirumuskan sebagai:

$$ESG_i = \alpha_1 z_{1i} + \alpha_2 z_{2i} + \dots + \alpha_k z_{ki}$$

di mana z_{ki} merupakan indikator ESG yang telah distandarisasi dan α_k adalah eigenvector komponen utama. Drempetic et al. (2020) menyatakan bahwa metode ini efektif untuk mengurangi kompleksitas data ESG. Velte (2024) menambahkan bahwa composite index cocok digunakan ketika peneliti ingin menangkap pengaruh ESG secara agregat terhadap reaksi investor.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengukuran ESG disclosure dapat dilakukan melalui content analysis, ESG rating dari provider eksternal, maupun composite ESG index, dengan masing-masing metode memiliki kelebihan dan keterbatasan. Dalam penelitian ini, pengukuran ESG disclosure yang paling relevan adalah ESG Disclosure Index berbasis content analysis, baik dengan pendekatan binary maupun weighted scoring, serta analisis terpisah dimensi environmental, social, dan governance. Pemilihan metode ini sejalan dengan karakteristik perusahaan sektor energi di BEI dan tujuan penelitian untuk menganalisis reaksi investor saham dengan leverage sebagai variabel moderasi. Dengan demikian, pengukuran ESG disclosure menjadi fondasi metodologis yang menentukan validitas dan kontribusi ilmiah penelitian ini (García-Sánchez et al., 2022; Velte, 2024).

D. Hubungan ESG Disclosure dengan Reaksi Investor

Hubungan antara ESG disclosure dan reaksi investor menjadi topik yang semakin mendapat perhatian dalam literatur pasar modal, seiring meningkatnya kesadaran investor terhadap risiko non-keuangan dan keberlanjutan jangka panjang perusahaan. ESG disclosure dipandang sebagai sinyal informasi tambahan yang melengkapi laporan keuangan tradisional dalam menilai prospek dan risiko investasi. Namun demikian, hasil penelitian empiris menunjukkan temuan yang beragam, di mana sebagian penelitian menemukan hubungan positif, sementara penelitian lain menunjukkan hubungan yang lemah, tidak signifikan, atau bahkan negatif. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa

reaksi investor terhadap ESG disclosure bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan, industri, serta tipe investor (Christensen et al., 2021; Velte, 2024).

Pandangan yang mendukung hubungan positif berangkat dari teori sinyal dan teori stakeholder, yang menyatakan bahwa pengungkapan ESG mencerminkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan pengelolaan risiko jangka panjang. Dhaliwal et al. (2011) menemukan bahwa perusahaan yang secara sukarela mengungkapkan laporan keberlanjutan mengalami penurunan cost of equity capital, yang mengindikasikan respons positif investor terhadap informasi ESG. Temuan ini menunjukkan bahwa ESG disclosure dapat mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan investor. Dalam konteks pasar modal, pengurangan persepsi risiko ini pada akhirnya tercermin dalam reaksi harga saham dan volume perdagangan.

Sejalan dengan itu, Serafeim dan Yoon (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memperoleh valuasi pasar yang lebih tinggi, terutama di negara dengan norma sosial dan regulasi keberlanjutan yang kuat. Studi ini menegaskan bahwa ESG disclosure tidak hanya bersifat simbolik, tetapi juga memiliki implikasi ekonomi nyata ketika informasi tersebut relevan dengan nilai jangka panjang perusahaan. Investor memandang ESG disclosure sebagai indikator kualitas manajemen dan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko keberlanjutan. Dengan demikian, ESG disclosure dapat memperkuat persepsi positif investor terhadap prospek perusahaan.

Selain itu, Fatemi et al. (2018) menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang tinggi menunjukkan abnormal return yang lebih positif di sekitar pengumuman laba. Hal ini mengindikasikan bahwa investor menilai informasi keuangan dari perusahaan dengan ESG disclosure yang baik sebagai lebih kredibel dan berkualitas. ESG disclosure dipandang meningkatkan transparansi dan reputasi perusahaan, sehingga memperkuat reaksi pasar terhadap informasi keuangan. Temuan ini mendukung argumen bahwa ESG disclosure berperan sebagai mekanisme peningkatan kualitas informasi bagi investor.

Di sisi lain, terdapat pandangan yang lebih skeptis terhadap hubungan ESG disclosure dan reaksi investor. secara klasik tanggung jawab utama perusahaan adalah memaksimalkan keuntungan pemegang saham, sehingga aktivitas ESG berpotensi dianggap sebagai pemborosan sumber daya. Dalam perspektif ini, investor mungkin merespons negatif ESG disclosure apabila dipersepsikan mengurangi efisiensi atau profitabilitas perusahaan. Pandangan ini masih relevan dalam konteks investor yang berorientasi jangka pendek dan fokus pada kinerja keuangan semata.

Manchiraju dan Rajgopal (2017) memperkuat pandangan skeptis dengan menunjukkan bahwa pengeluaran CSR dan aktivitas ESG tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan, dan dalam beberapa kasus justru dipersepsikan sebagai agency cost. Investor dapat merespons negatif ESG disclosure apabila menilai aktivitas tersebut tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham. Selain itu, isu greenwashing juga menjadi perhatian, di mana ESG disclosure dilakukan lebih sebagai strategi reputasi daripada komitmen substantif terhadap

keberlanjutan. Kondisi ini menyebabkan reaksi investor terhadap ESG disclosure menjadi tidak seragam.

Christensen et al. (2021) menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap ESG disclosure juga sangat dipengaruhi oleh jenis dan horizon investasi. Investor institusional dengan orientasi jangka panjang cenderung merespons ESG disclosure secara positif karena informasi tersebut relevan dengan risiko keberlanjutan dan stabilitas nilai perusahaan. Sebaliknya, investor retail atau trader jangka pendek cenderung kurang memperhatikan informasi ESG karena fokus pada fluktuasi harga jangka pendek. Temuan ini menegaskan bahwa heterogenitas investor menjadi faktor penting dalam menjelaskan variasi reaksi pasar terhadap ESG disclosure.

Dalam konteks sektor energi, hubungan antara ESG disclosure dan reaksi investor menjadi semakin signifikan mengingat tingginya risiko lingkungan dan tekanan regulasi yang dihadapi industri ini. El Ghouli et al. (2011) menemukan bahwa perusahaan pada industri dengan environmental concern tinggi, termasuk sektor energi, mengalami penurunan cost of capital yang lebih besar ketika meningkatkan kinerja ESG. Griffin et al. (2017) juga menunjukkan bahwa perusahaan energi yang transparan dalam mengungkapkan risiko perubahan iklim dan strategi mitigasi memperoleh valuasi yang lebih tinggi. Selain itu, Semenova dan Hassel (2015) menemukan bahwa dimensi environmental memiliki pengaruh yang lebih kuat terhadap reaksi investor dibandingkan dimensi sosial pada industri dengan jejak lingkungan besar. Dengan demikian, ESG disclosure pada sektor energi memiliki relevansi yang

lebih tinggi dalam memengaruhi reaksi investor, terutama di tengah transisi energi dan meningkatnya perhatian terhadap risiko keberlanjutan

2.1.5 Ukuran Perusahaan (Firm Size)

A. Konsep Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (firm size) merupakan salah satu karakteristik fundamental perusahaan yang sering digunakan dalam penelitian keuangan dan pasar modal untuk menjelaskan perbedaan perilaku dan kinerja perusahaan. Firm size mencerminkan skala operasi perusahaan yang dapat diukur melalui berbagai proksi, seperti total aset, total penjualan, nilai kapitalisasi pasar, maupun jumlah karyawan. Dang et al. (2018) dalam kajian komprehensifnya menyatakan bahwa meskipun tidak terdapat satu ukuran tunggal yang paling sempurna, total aset dan kapitalisasi pasar merupakan proksi yang paling banyak digunakan karena stabilitas dan konsistensinya dalam menjelaskan fenomena keuangan perusahaan. Dengan demikian, firm size menjadi indikator penting dalam menilai posisi perusahaan dalam struktur industri dan pasar modal.

Secara teoritis, ukuran perusahaan berkaitan erat dengan tingkat kompleksitas operasional dan struktur organisasi. perusahaan berukuran besar cenderung memiliki diversifikasi bisnis yang lebih luas, struktur organisasi yang kompleks, serta kebutuhan pendanaan yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Kompleksitas ini mendorong perusahaan besar untuk mengembangkan sistem manajemen dan pelaporan yang lebih formal dan transparan. Dalam konteks pasar modal, karakteristik tersebut menjadikan firm

size sebagai variabel penting yang memengaruhi perilaku pengungkapan informasi dan persepsi investor terhadap risiko perusahaan.

Dari perspektif teori sinyal, ukuran perusahaan dapat berfungsi sebagai sinyal kualitas bagi investor. Perusahaan besar umumnya diasosiasikan dengan stabilitas operasional, reputasi yang lebih baik, serta probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah. Dang et al. (2018) menyatakan bahwa investor cenderung memandang perusahaan besar sebagai entitas yang lebih kredibel karena memiliki sumber daya yang memadai untuk bertahan dalam kondisi ekonomi yang tidak pasti. Oleh karena itu, firm size sering dikaitkan dengan tingkat kepercayaan investor dan menjadi salah satu faktor yang memengaruhi reaksi pasar terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan.

Selain itu, firm size juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengakses sumber pendanaan eksternal. perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dan lembaga keuangan karena informasi yang tersedia tentang perusahaan tersebut lebih banyak dan lebih transparan. Akses pendanaan yang lebih baik ini memungkinkan perusahaan besar untuk melakukan ekspansi, investasi jangka panjang, dan pengelolaan risiko yang lebih efektif. Dalam konteks penelitian ini, kemudahan akses pendanaan menjadi faktor penting yang dapat memengaruhi persepsi investor saham terhadap prospek perusahaan sektor energi.

Ukuran perusahaan juga memengaruhi tingkat pengungkapan informasi, termasuk pengungkapan non-keuangan seperti ESG disclosure. Perusahaan besar berada di bawah pengawasan publik dan regulator yang lebih

ketat, sehingga terdorong untuk mengungkapkan informasi secara lebih luas dan mendalam. Dang et al. (2018) menegaskan bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki kualitas pelaporan yang lebih baik karena memiliki sumber daya dan sistem informasi yang memadai. Hal ini relevan dalam penelitian ini karena firm size berpotensi memengaruhi sejauh mana ESG disclosure dapat diterima dan direspons oleh investor.

Dalam sektor energi, firm size memiliki implikasi yang lebih signifikan dibandingkan sektor lain. Perusahaan energi berukuran besar umumnya memiliki dampak lingkungan yang lebih luas, eksposur regulasi yang lebih tinggi, serta proyek investasi jangka panjang dengan nilai besar. Kondisi ini menjadikan ukuran perusahaan sebagai indikator penting dalam menilai risiko dan keberlanjutan bisnis perusahaan energi. Investor cenderung lebih memperhatikan perusahaan energi besar karena potensi risiko lingkungan dan finansial yang ditimbulkan lebih sistemik terhadap pasar (Dang et al., 2018).

Dalam penelitian pasar modal, firm size umumnya dioperasionalkan menggunakan logaritma natural dari total aset atau kapitalisasi pasar (Mufit & Handayani, 2025). Penggunaan logaritma bertujuan untuk mengurangi skewness data dan meningkatkan kestabilan model empiris. Pendekatan ini efektif untuk menangkap perbedaan skala perusahaan tanpa menghilangkan informasi ekonomis yang terkandung dalam ukuran perusahaan. Oleh karena itu, firm size menjadi variabel independen yang relevan dan penting dalam menjelaskan variasi reaksi investor saham.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan mencerminkan skala, kompleksitas, dan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya serta mengakses pasar modal. Dalam konteks penelitian ini, firm size berperan sebagai variabel independen yang diduga memengaruhi reaksi investor saham secara langsung maupun melalui interaksinya dengan variabel lain seperti ESG disclosure dan leverage. Dengan demikian, ukuran perusahaan menjadi salah satu faktor kunci dalam memahami perilaku investor pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

B. Proksi Pengukuran Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan berbagai proksi yang mencerminkan skala ekonomi, kapasitas operasional, serta posisi perusahaan di pasar. Pemilihan proksi firm size menjadi penting karena masing-masing ukuran memiliki implikasi teoretis dan empiris yang berbeda terhadap perilaku perusahaan dan respons investor. Dang et al. (2018) menegaskan bahwa tidak terdapat satu proksi ukuran perusahaan yang sepenuhnya unggul, sehingga peneliti perlu memilih ukuran yang paling sesuai dengan konteks penelitian dan karakteristik industri. Dalam penelitian pasar modal, proksi yang umum digunakan antara lain total aset, kapitalisasi pasar, total penjualan, dan jumlah karyawan, yang masing-masing menangkap dimensi firm size yang berbeda.

Total aset merupakan proksi yang paling banyak digunakan dalam penelitian keuangan untuk mengukur ukuran perusahaan karena mencerminkan

keseluruhan sumber daya ekonomi yang dikuasai perusahaan. Total aset menggambarkan kapasitas produksi, kemampuan investasi, serta skala operasional perusahaan secara menyeluruh. Logaritma natural dari total aset untuk mengatasi masalah skewness dalam distribusi data firm size serta mengurangi pengaruh outliers. Penggunaan logaritma natural juga memudahkan interpretasi koefisien regresi, karena perubahan variabel dapat ditafsirkan dalam persentase relatif. Dalam konteks perusahaan sektor energi, total aset menjadi proksi yang relevan mengingat industri ini bersifat capital intensive dan membutuhkan investasi aset jangka panjang yang besar.

Selain total aset, kapitalisasi pasar juga sering digunakan sebagai proksi ukuran perusahaan, khususnya dalam penelitian yang berfokus pada reaksi investor saham. Kapitalisasi pasar dihitung dengan mengalikan jumlah saham beredar dengan harga saham di pasar, sehingga mencerminkan penilaian pasar terhadap nilai perusahaan Firm size yang diukur dengan market capitalization merupakan faktor penting dalam menjelaskan variasi return saham lintas perusahaan. Berbeda dengan total aset yang bersifat historis, kapitalisasi pasar bersifat forward-looking karena mencerminkan ekspektasi investor terhadap prospek dan risiko perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, proksi ini sangat relevan untuk penelitian yang mengkaji respons pasar modal.

Proksi lain yang digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan adalah total penjualan (revenue), yang mencerminkan skala aktivitas operasional dan pangsa pasar perusahaan dalam industrinya. Penjualan sebagai ukuran firm size dalam studi struktur industri karena dianggap mencerminkan kemampuan

perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Keunggulan utama proksi ini adalah relatif tidak terpengaruh oleh perbedaan kebijakan akuntansi dibandingkan total aset. Namun demikian, total penjualan cenderung bersifat siklikal dan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro, sehingga fluktuasinya dapat lebih tinggi dari waktu ke waktu. Dalam sektor energi, penjualan juga sangat dipengaruhi oleh volatilitas harga komoditas energi.

Selain proksi berbasis keuangan, jumlah karyawan digunakan untuk mencerminkan skala operasional dan kompleksitas organisasi perusahaan. Employment size untuk menganalisis hubungan antara ukuran perusahaan dan struktur upah. Jumlah karyawan menunjukkan tingkat intensitas tenaga kerja dan kebutuhan manajerial perusahaan, yang dapat berkorelasi dengan kompleksitas pengambilan keputusan. Meskipun proksi ini relatif jarang digunakan dalam penelitian pasar modal, jumlah karyawan dapat menjadi indikator penting dalam mengukur dimensi sosial perusahaan dan dampak operasional terhadap pemangku kepentingan. Hal ini relevan dalam konteks ESG dan sektor energi yang memiliki implikasi ketenagakerjaan yang besar.

Dalam penelitian empiris, pemilihan proksi ukuran perusahaan sering kali disesuaikan dengan tujuan analisis dan ketersediaan data. Dang et al. (2018) menyarankan penggunaan lebih dari satu proksi firm size untuk meningkatkan robustness hasil penelitian. Namun, dalam praktiknya, sebagian besar penelitian pasar modal di Indonesia menggunakan logaritma natural total aset atau kapitalisasi pasar karena data yang tersedia lebih konsisten dan mudah diperoleh.

Penggunaan proksi yang tepat akan meningkatkan validitas hasil analisis hubungan firm size dengan reaksi investor saham.

Berdasarkan pertimbangan teoritis dan empiris tersebut, penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel independen yang diukur dengan logaritma natural total aset, karena proksi ini paling mencerminkan skala ekonomi perusahaan sektor energi yang bersifat padat modal (Salsabillah et al., 2025). Selain itu, menurut Pangau et al., (2024) total aset relatif stabil dan tidak terlalu dipengaruhi oleh fluktuasi harga pasar jangka pendek. Dengan demikian, penggunaan proksi ini diharapkan mampu memberikan gambaran yang akurat mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

C. Karakteristik Perusahaan Berdasarkan Ukuran

Ukuran perusahaan (firm size) merupakan indikator yang mencerminkan skala operasional suatu entitas bisnis yang umumnya diukur melalui total aset, total penjualan, atau kapitalisasi pasar. Dalam literatur keuangan kontemporer, firm size dipandang sebagai variabel fundamental yang memengaruhi struktur organisasi, kebijakan keuangan, serta perilaku investor di pasar modal (Dang, Li, & Yang, 2020). Selain itu, penelitian terbaru menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berkaitan erat dengan kualitas dan kelengkapan pengungkapan informasi, termasuk pengungkapan ESG, karena perusahaan besar memiliki sistem pelaporan yang lebih matang dan terstruktur (Friede, Busch, & Bassen, 2021). Oleh karena itu, firm size tidak hanya

berfungsi sebagai ukuran kuantitatif, tetapi juga mencerminkan kompleksitas operasional dan kapasitas manajerial perusahaan.

Sejalan dengan hal tersebut, perusahaan besar (large firms) umumnya memiliki keunggulan dalam mengakses sumber pembiayaan eksternal dengan biaya modal yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Penelitian empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran besar memiliki tingkat kredibilitas yang lebih tinggi di mata investor dan kreditor, sehingga mampu memperoleh pendanaan dengan risiko yang lebih terkendali (Atan et al., 2022). Selain itu, perusahaan besar cenderung memiliki hubungan yang lebih kuat antara kinerja ESG dan nilai perusahaan karena investor menilai komitmen keberlanjutan mereka lebih dapat diandalkan (Li, Gong, Zhang, & Koh, 2021). Kondisi ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berperan penting dalam membentuk persepsi pasar terhadap kualitas dan prospek perusahaan.

Karakteristik perusahaan besar juga tercermin dari tingkat diversifikasi usaha yang lebih luas, baik dari sisi produk, wilayah geografis, maupun sumber pendapatan. Diversifikasi ini memungkinkan perusahaan untuk menyebarkan risiko bisnis dan mengurangi ketergantungan pada satu segmen usaha tertentu, sehingga meningkatkan stabilitas kinerja keuangan (Saha, Kabir, & Rahman, 2020). Studi terbaru menemukan bahwa perusahaan besar yang terdiversifikasi lebih menarik bagi investor institusional karena dianggap memiliki risiko yang lebih terkendali dan prospek jangka panjang yang lebih stabil (Alareeni & Hamdan, 2022). Dengan demikian, ukuran perusahaan berkontribusi dalam

membentuk profil risiko dan return yang menjadi pertimbangan utama investor saham.

Selain diversifikasi, perusahaan besar juga memiliki sumber daya yang lebih memadai untuk melakukan investasi jangka panjang dalam teknologi, inovasi, dan pengembangan sumber daya manusia. Penelitian menunjukkan bahwa kapasitas sumber daya ini memungkinkan perusahaan besar untuk merespons perubahan regulasi dan tuntutan pasar, termasuk kewajiban pengungkapan ESG, secara lebih efektif dan berkelanjutan (Buallay et al., 2021). Di sisi lain, kemampuan perusahaan besar dalam melakukan inovasi berkelanjutan memberikan sinyal positif kepada investor mengenai potensi pertumbuhan dan daya saing perusahaan di masa depan (Velte, 2021). Hal ini memperkuat peran firm size sebagai determinan penting dalam reaksi investor di pasar modal.

Berbeda dengan perusahaan besar, perusahaan kecil (small firms) umumnya menghadapi keterbatasan sumber daya yang lebih besar, baik dari sisi keuangan maupun organisasi. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa perusahaan kecil cenderung memiliki kemampuan yang lebih terbatas dalam menyusun dan mengungkapkan informasi ESG secara komprehensif karena keterbatasan dana dan infrastruktur pelaporan (Nguyen, Rahman, & Zhao, 2021). Selain itu, tingkat transparansi perusahaan kecil relatif lebih rendah, sehingga meningkatkan asimetri informasi antara manajemen dan investor (Kumar & Firoz, 2022). Kondisi ini dapat memengaruhi tingkat kepercayaan investor terhadap informasi yang disampaikan oleh perusahaan kecil.

Keterbatasan tersebut juga berdampak pada tingkat risiko yang dihadapi perusahaan kecil, dimana volatilitas kinerja dan risiko bisnis cenderung lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Studi empiris menemukan bahwa perusahaan kecil memiliki akses yang lebih terbatas terhadap pembiayaan eksternal dan lebih bergantung pada dana internal untuk mendanai aktivitas investasinya (Ahsan & Rahman, 2021). Selain itu, rendahnya perhatian analis dan media terhadap perusahaan kecil memperparah asimetri informasi di pasar modal, yang pada akhirnya memengaruhi reaksi investor terhadap saham perusahaan tersebut (Boubaker, Cellier, & Manita, 2020). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berperan penting dalam membentuk persepsi risiko investor.

Lebih lanjut, literatur lima tahun terakhir menegaskan bahwa ukuran perusahaan tidak hanya berfungsi sebagai variabel independen, tetapi juga sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara karakteristik keuangan dan reaksi investor. Penelitian di kawasan Asia menunjukkan bahwa pengaruh ESG disclosure terhadap return saham lebih kuat pada perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil karena investor menilai implementasi ESG pada perusahaan besar lebih kredibel (Wong et al., 2021). Selain itu, firm size juga memoderasi hubungan leverage dan reaksi pasar, dimana perusahaan besar dengan leverage tinggi masih dianggap relatif stabil dibandingkan perusahaan kecil dalam kondisi yang sama (Sial et al., 2023). Temuan ini menegaskan pentingnya firm size dalam model empiris pasar modal.

Berdasarkan keseluruhan kajian tersebut, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan karakteristik fundamental yang memengaruhi struktur risiko, kapasitas pelaporan, serta reaksi investor di pasar saham. Perusahaan besar memiliki keunggulan dalam akses modal, diversifikasi usaha, legitimasi pasar, dan kemampuan pengungkapan ESG, sehingga cenderung memperoleh respons investor yang lebih positif. Sebaliknya, perusahaan kecil menghadapi keterbatasan sumber daya dan tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi, yang memengaruhi persepsi risiko investor. Oleh karena itu, *firm size* menjadi variabel yang sangat relevan dalam menganalisis pengaruh ESG disclosure, profitabilitas, dan leverage terhadap reaksi investor saham di Bursa Efek Indonesia.

D. Hubungan Firm Size dengan Reaksi Investor

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan salah satu karakteristik fundamental yang memengaruhi bagaimana investor merespons informasi keuangan dan non-keuangan di pasar modal. Literatur keuangan dalam lima tahun terakhir menunjukkan bahwa *firm size* berkaitan erat dengan persepsi risiko, stabilitas kinerja, dan kualitas informasi yang diterima investor (Dang, Li, & Yang, 2020). Penelitian lain juga menegaskan bahwa ukuran perusahaan memengaruhi sensitivitas harga saham terhadap informasi baru, karena investor menggunakan *firm size* sebagai sinyal mengenai tingkat ketidakpastian dan kapasitas perusahaan dalam menghadapi tekanan ekonomi (Kumar & Firoz, 2022). Dengan demikian, reaksi investor tidak hanya dipengaruhi oleh isi

informasi, tetapi juga oleh karakteristik ukuran perusahaan yang menyampaikannya.

Dari perspektif return saham, studi empiris terbaru menunjukkan bahwa perusahaan kecil dan besar menghasilkan reaksi pasar yang berbeda terhadap risiko. Fama dan French (2020) dalam pengembangan lanjutan model faktor mereka menunjukkan bahwa firm size tetap relevan sebagai penjelas perbedaan return saham, khususnya di pasar berkembang. Penelitian lain menemukan bahwa perusahaan kecil cenderung memiliki volatilitas return yang lebih tinggi, sehingga investor menuntut kompensasi risiko yang lebih besar dibandingkan perusahaan besar (Hou, Xue, & Zhang, 2020). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan masih menjadi determinan penting dalam pembentukan ekspektasi return dan reaksi investor.

Namun, hubungan antara firm size dan reaksi investor tidak selalu bersifat stabil sepanjang waktu. Penelitian terkini menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap return saham bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh siklus pasar serta tingkat ketidakpastian ekonomi (Akbar, Jiang, & Liu, 2023). Selain itu, studi lain menemukan bahwa size effect cenderung melemah pada periode pasar yang lebih efisien dan transparan, karena informasi lebih cepat terdistribusi ke seluruh pelaku pasar (Chiah, Zhong, & Li, 2022). Temuan ini mengindikasikan bahwa reaksi investor terhadap firm size bersifat dinamis dan kontekstual.

Selain dari sisi return, hubungan firm size dan reaksi investor juga dapat dijelaskan melalui perbedaan lingkungan informasi (information environment).

Penelitian terbaru menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki tingkat transparansi yang lebih tinggi dan liputan analis yang lebih luas, sehingga mengurangi ketidakpastian informasi bagi investor (Boubaker, Cellier, & Manita, 2020). Sebaliknya, perusahaan kecil cenderung memiliki keterbatasan dalam pengungkapan informasi, yang menyebabkan reaksi harga saham terhadap pengumuman menjadi lebih kuat dan volatil (Kothari, Li, & Short, 2021). Kondisi ini memperkuat peran firm size dalam menentukan intensitas reaksi investor.

Lebih lanjut, risiko informasi (information risk) menjadi mekanisme penting yang menghubungkan ukuran perusahaan dengan perilaku investor. Studi empiris menunjukkan bahwa perusahaan kecil memiliki information risk yang lebih tinggi karena kualitas pelaporan dan sistem pengendalian internal yang relatif lebih lemah (Easley, O'Hara, & Yang, 2021). Penelitian lain juga menemukan bahwa investor meminta risk premium tambahan atas saham perusahaan kecil sebagai kompensasi atas risiko informasi yang tidak dapat didiversifikasi (Nguyen, Rahman, & Zhao, 2021). Oleh karena itu, perbedaan risiko informasi berdasarkan ukuran perusahaan secara langsung memengaruhi reaksi investor di pasar saham.

Aspek perhatian investor (investor attention) juga berperan dalam menjelaskan perbedaan reaksi pasar berdasarkan firm size. Studi terbaru menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki visibilitas yang lebih tinggi karena lebih sering muncul dalam pemberitaan media dan laporan analis, sehingga lebih mudah menarik perhatian investor (Fang, Peress, & Zheng,

2021). Namun, penelitian lain menemukan bahwa perubahan perhatian investor memiliki dampak harga yang lebih besar pada perusahaan kecil, karena saham perusahaan kecil lebih sensitif terhadap arus informasi baru (Da, Engelberg, & Gao, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa firm size memengaruhi cara investor memproses dan merespons informasi pasar.

Dalam konteks sektor energi, hubungan antara firm size dan reaksi investor menjadi semakin kompleks karena keterkaitannya dengan isu keberlanjutan dan ESG. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan energi besar memiliki kapasitas sumber daya yang lebih besar untuk berinvestasi dalam teknologi rendah karbon dan energi terbarukan, yang dapat meningkatkan persepsi positif investor (Zhang, Broadstock, & Lv, 2022). Studi lain juga menemukan bahwa pasar cenderung merespons lebih kuat pengungkapan ESG dari perusahaan energi besar karena dampak lingkungannya yang signifikan terhadap masyarakat dan regulator (Bolton & Kacperczyk, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memperkuat sensitivitas investor terhadap informasi ESG di sektor energi.

Meskipun demikian, ukuran perusahaan yang besar juga meningkatkan risiko skeptisisme investor terhadap kredibilitas pengungkapan. Penelitian lima tahun terakhir menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih rentan terhadap tuduhan greenwashing karena tekanan reputasi dan ekspektasi publik yang tinggi (Testa, Boiral, & Iraldo, 2020). Studi lain menemukan bahwa investor semakin kritis terhadap pengungkapan ESG perusahaan besar dan cenderung menunggu bukti implementasi nyata sebelum memberikan reaksi positif di pasar saham

(Yu, Guo, & Luu, 2023). Dengan demikian, hubungan firm size dan reaksi investor dalam sektor energi bersifat tidak linear dan sangat bergantung pada kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan.

2.1.6 Profitabilitas

A. Konsep Profitabilitas

Profitabilitas merupakan konsep fundamental dalam analisis keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aktivitas operasionalnya. Dalam literatur akuntansi modern, profitabilitas dipahami sebagai indikator utama yang mencerminkan efektivitas manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang optimal. Penelitian oleh Widyastuti dan Nugroho (2021) menjelaskan bahwa profitabilitas berperan sebagai tolok ukur keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi bagi pemegang saham. Sejalan dengan itu, Rahman et al. (2022) menegaskan bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan efisiensi operasional yang baik serta daya saing perusahaan di pasar.

Dalam konteks pasar modal, profitabilitas sering digunakan oleh investor sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Studi empiris menunjukkan bahwa investor cenderung memberikan respons positif terhadap perusahaan dengan kinerja laba yang stabil dan meningkat. Putri dan Sari (2020) menyatakan bahwa profitabilitas menjadi sinyal penting yang digunakan investor untuk memprediksi return saham di masa depan. Hal ini diperkuat oleh

temuan Husna dan Handayani (2023) yang menyimpulkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi umumnya memiliki tingkat kepercayaan investor yang lebih besar karena dianggap mampu memberikan pengembalian investasi yang berkelanjutan.

Profitabilitas juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Rasio seperti Return on Assets (ROA) banyak digunakan untuk menilai seberapa efisien perusahaan mengelola total asetnya. Menurut Santoso dan Wibowo (2021), ROA merupakan indikator yang relevan untuk mengukur efektivitas manajemen dalam mengoptimalkan aset produktif. Sementara itu, Lestari et al. (2024) menyatakan bahwa ROA yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba tanpa ketergantungan berlebihan pada pendanaan eksternal.

Selain ROA, Return on Equity (ROE) juga sering digunakan untuk menggambarkan profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. ROE menunjukkan tingkat pengembalian atas modal yang ditanamkan oleh pemilik perusahaan. Kurniawan dan Prasetyo (2022) menjelaskan bahwa ROE menjadi perhatian utama investor karena berkaitan langsung dengan kesejahteraan pemegang saham. Penelitian lain oleh Amalia dan Rahardjo (2023) menemukan bahwa perusahaan dengan ROE tinggi cenderung memiliki valuasi pasar yang lebih baik karena dianggap mampu memaksimalkan penggunaan modal sendiri.

Dalam penelitian terkini, profitabilitas tidak hanya dipandang sebagai ukuran kinerja keuangan jangka pendek, tetapi juga sebagai indikator keberlanjutan laba (*earnings sustainability*). Fauzi dan Indriani (2021)

menyatakan bahwa profitabilitas yang konsisten mencerminkan stabilitas bisnis dan kemampuan perusahaan menghadapi ketidakpastian ekonomi. Pendapat ini diperkuat oleh Sutrisno et al. (2024) yang menegaskan bahwa profitabilitas berkelanjutan meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek jangka panjang perusahaan.

Khusus pada sektor energi, profitabilitas memiliki peran strategis mengingat karakteristik industri yang padat modal dan berisiko tinggi. Maulana dan Hidayat (2022) mengemukakan bahwa perusahaan energi dengan tingkat profitabilitas tinggi lebih mampu mengelola fluktuasi harga komoditas dan tekanan regulasi. Selanjutnya, Putra dan Laksana (2023) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar saham sektor energi, terutama ketika dikaitkan dengan kebijakan keuangan dan strategi bisnis perusahaan.

Profitabilitas juga berkaitan erat dengan teori sinyal (*signaling theory*), di mana informasi laba digunakan perusahaan untuk memberikan sinyal positif kepada investor. Spence (dalam Yuniarti & Saputra, 2021) menjelaskan bahwa kinerja laba yang baik akan diinterpretasikan pasar sebagai indikasi prospek perusahaan yang cerah. Penelitian empiris oleh Nabila dan Utami (2024) menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas mampu memperkuat persepsi positif investor, yang tercermin dalam peningkatan volume perdagangan dan harga saham.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan indikator penting yang mencerminkan kemampuan perusahaan

dalam menghasilkan laba secara efisien dan berkelanjutan. Profitabilitas tidak hanya berfungsi sebagai ukuran kinerja keuangan internal, tetapi juga sebagai sinyal eksternal yang memengaruhi persepsi dan reaksi investor di pasar modal. Oleh karena itu, dalam penelitian ini profitabilitas diposisikan sebagai variabel independen yang relevan untuk menjelaskan reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

B. Proksi Pengukuran Profitabilitas

Profitabilitas dalam penelitian empiris diukur menggunakan beberapa rasio keuangan yang merepresentasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari berbagai sudut pandang. Penggunaan proksi yang tepat penting untuk memastikan bahwa profitabilitas dapat diukur secara objektif dan relevan dengan tujuan penelitian. Widyastuti dan Nugroho (2021) menyatakan bahwa pemilihan proksi profitabilitas harus mempertimbangkan karakteristik industri dan fokus analisis investor. Sejalan dengan itu, Rahman et al. (2022) menegaskan bahwa rasio profitabilitas yang digunakan harus mampu menangkap kinerja operasional perusahaan secara akurat dan konsisten. Berikut dijelaskan sebagai berikut:

(1) Return on Assets (ROA)

Return on Assets (ROA) merupakan proksi profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari seluruh aset yang dimiliki. ROA mencerminkan efisiensi manajemen dalam memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk menciptakan keuntungan. Santoso dan Wibowo

(2021) menjelaskan bahwa ROA merupakan indikator yang paling banyak digunakan dalam penelitian pasar modal karena mampu menggambarkan kinerja operasional secara menyeluruh. Penelitian oleh Lestari et al. (2024) juga menemukan bahwa ROA memiliki hubungan positif dengan reaksi investor, khususnya pada perusahaan sektor energi.

Secara matematis, Return on Assets dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih (Net Income)}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

ROA yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu menggunakan asetnya secara efisien untuk menghasilkan laba. Husna dan Handayani (2023) menyatakan bahwa ROA relatif tidak terpengaruh oleh struktur modal, sehingga cocok digunakan dalam penelitian yang melibatkan variabel leverage sebagai variabel moderasi. Selain itu, Putra dan Laksana (2023) menegaskan bahwa investor cenderung lebih responsif terhadap ROA dibandingkan rasio profitabilitas lainnya karena mencerminkan efisiensi operasional yang sesungguhnya.

(2) Return on Equity (ROE)

Return on Equity (ROE) mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham berdasarkan modal sendiri yang diinvestasikan. ROE mencerminkan tingkat pengembalian yang diterima pemilik perusahaan atas investasinya. Kurniawan dan Prasetyo (2022) menyatakan bahwa ROE merupakan rasio yang paling relevan dari perspektif pemegang saham karena berkaitan langsung dengan kesejahteraan investor.

Temuan Amalia dan Rahardjo (2023) menunjukkan bahwa ROE yang tinggi cenderung meningkatkan kepercayaan pasar terhadap perusahaan.

Rumus Return on Equity adalah sebagai berikut:

$$ROE = \frac{Laba Bersih (Net Income)}{Total Ekuitas} \times 100\%$$

Namun demikian, ROE memiliki keterbatasan karena dapat meningkat akibat penggunaan utang yang tinggi. Maulana dan Hidayat (2022) menegaskan bahwa ROE perlu dianalisis secara hati-hati pada perusahaan dengan leverage besar. Sejalan dengan itu, Sutrisno et al. (2024) menyarankan penggunaan ROE bersamaan dengan ROA agar interpretasi profitabilitas menjadi lebih komprehensif.

(3) Net Profit Margin (NPM)

Net Profit Margin (NPM) mengukur persentase laba bersih yang dihasilkan dari setiap unit penjualan. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengendalikan biaya dan menerapkan strategi harga yang efektif. Putri dan Sari (2020) menyatakan bahwa NPM menggambarkan kualitas laba yang dihasilkan perusahaan. Penelitian oleh Fauzi dan Indriani (2021) menemukan bahwa NPM yang tinggi menunjukkan stabilitas profitabilitas dan efisiensi operasional perusahaan.

Secara matematis, Net Profit Margin dirumuskan sebagai berikut:

$$NPM = \frac{Laba Bersih (Net Income)}{Total Penjualan} \times 100\%$$

NPM yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu mempertahankan struktur biaya yang efisien. Rahmawati dan Nugroho (2022)

menyatakan bahwa margin laba yang stabil lebih berkelanjutan dibandingkan peningkatan laba yang hanya berasal dari volume penjualan. Hal ini menjadikan NPM relevan dalam menilai kualitas kinerja laba jangka panjang.

(4) Gross Profit Margin (GPM)

Gross Profit Margin mengukur tingkat profitabilitas pada tahap awal operasi perusahaan dengan membandingkan laba kotor terhadap penjualan. Rasio ini mencerminkan efisiensi proses produksi dan kekuatan ekonomi inti perusahaan. Yuniarti dan Saputra (2021) menjelaskan bahwa gross profit margin merupakan indikator awal yang penting dalam menilai profitabilitas sebelum dipengaruhi oleh biaya operasional dan keputusan pendanaan. Nabila dan Utami (2024) menemukan bahwa perusahaan dengan gross profit margin tinggi cenderung memperoleh respons pasar yang lebih positif.

Rumus Gross Profit Margin adalah sebagai berikut:

$$NPM = \frac{\text{Laba Kotor (Gross Profit)}}{\text{Total Penjualan}} \times 100\%$$

(5) EBITDA Margin

EBITDA Margin mengukur profitabilitas operasional perusahaan sebelum memperhitungkan bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi. Rasio ini memberikan gambaran kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktivitas inti. Damayanti dan Prabowo (2021) menyatakan bahwa EBITDA margin sangat relevan digunakan dalam industri padat modal seperti sektor energi. Sementara itu, Putri et al. (2023) menegaskan bahwa EBITDA margin memungkinkan perbandingan profitabilitas yang lebih objektif antar perusahaan dengan struktur modal yang berbeda.

Rumus EBITDA Margin adalah sebagai berikut:

$$EBITDA\ Margin = \frac{EBITDA}{Total\ Penjualan} \times 100\%$$

Meskipun demikian, EBITDA margin sebaiknya tidak digunakan secara tunggal karena mengabaikan kebutuhan belanja modal. Sutrisno et al. (2024) menyarankan penggunaan EBITDA margin sebagai pelengkap rasio profitabilitas lainnya agar analisis menjadi lebih akurat dan tidak menyesatkan.

C. Determinan Profitabilitas

Profitabilitas perusahaan tidak terbentuk secara kebetulan, melainkan dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal yang saling berinteraksi. Literatur keuangan modern menekankan bahwa determinan profitabilitas mencakup aspek operasional, strategis, struktural, serta kebijakan manajerial perusahaan. Rahman et al. (2022) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan hasil akhir dari efektivitas pengambilan keputusan manajemen dalam merespons lingkungan bisnis. Sejalan dengan itu, Widyastuti dan Nugroho (2021) menegaskan bahwa pemahaman terhadap determinan profitabilitas penting untuk menjelaskan perbedaan kinerja antar perusahaan, bahkan dalam industri yang sama.

Salah satu determinan utama profitabilitas adalah efisiensi operasional, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam meminimalkan pemborosan dan mengoptimalkan penggunaan sumber daya. Efisiensi operasional berperan penting dalam menekan biaya produksi dan meningkatkan margin laba. Santoso dan Wibowo (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat efisiensi

operasional yang tinggi cenderung memiliki profitabilitas yang lebih stabil. Penelitian Husna dan Handayani (2023) juga menunjukkan bahwa peningkatan efisiensi operasional berkontribusi signifikan terhadap kenaikan ROA dan NPM, terutama pada perusahaan sektor energi.

Selain efisiensi, market power dan keunggulan bersaing (competitive advantage) menjadi faktor penting dalam menentukan tingkat profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki posisi pasar yang kuat mampu menetapkan harga yang lebih tinggi atau mempertahankan margin laba yang lebih besar. Putra dan Laksana (2023) menyatakan bahwa perusahaan dengan pangsa pasar dominan memiliki kemampuan lebih besar dalam mempertahankan profitabilitas jangka panjang. Temuan Amalia dan Rahardjo (2023) juga mengonfirmasi bahwa strategi diferensiasi dan pengendalian biaya berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan publik.

Skala ekonomi (economies of scale) juga menjadi determinan profitabilitas yang relevan, khususnya pada industri padat modal seperti sektor energi. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki biaya per unit yang lebih rendah karena mampu memanfaatkan kapasitas produksi secara optimal. Lestari et al. (2024) menemukan bahwa firm size berpengaruh positif terhadap profitabilitas karena perusahaan besar memiliki efisiensi biaya yang lebih baik. Penelitian oleh Maulana dan Hidayat (2022) menegaskan bahwa skala operasi yang besar memungkinkan perusahaan energi mencapai profitabilitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan berskala kecil.

Struktur industri turut memengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan melalui karakteristik persaingan yang ada di dalamnya. Industri dengan hambatan masuk yang tinggi dan tingkat konsentrasi pasar yang besar cenderung menghasilkan profitabilitas rata-rata yang lebih tinggi. Rahmawati dan Nugroho (2022) menyatakan bahwa struktur industri yang terkonsentrasi memberikan ruang bagi perusahaan untuk mempertahankan margin laba. Sejalan dengan itu, Nabila dan Utami (2024) menemukan bahwa perusahaan yang beroperasi dalam industri dengan persaingan rendah menunjukkan profitabilitas yang lebih stabil.

Manajemen modal kerja merupakan determinan internal lain yang berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Pengelolaan persediaan, piutang, dan utang usaha yang efisien dapat meningkatkan likuiditas dan arus kas operasional. Putri dan Sari (2020) menyatakan bahwa manajemen modal kerja yang efektif berkontribusi langsung terhadap peningkatan laba bersih perusahaan. Penelitian oleh Fauzi dan Indriani (2021) juga menunjukkan bahwa siklus kas yang lebih pendek berhubungan positif dengan profitabilitas perusahaan.

Selain faktor internal, kondisi eksternal seperti dinamika pasar dan ketidakpastian ekonomi juga memengaruhi profitabilitas. Perusahaan yang mampu beradaptasi dengan perubahan lingkungan bisnis cenderung memiliki profitabilitas yang lebih baik. Sutrisno et al. (2024) menekankan bahwa fleksibilitas operasional dan kebijakan keuangan yang adaptif dapat memperkuat kinerja laba perusahaan. Sementara itu, Kurniawan dan Prasetyo (2022)

menyatakan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang baik lebih mampu menjaga profitabilitas di tengah tekanan eksternal.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas perusahaan dipengaruhi oleh kombinasi faktor internal dan eksternal, meliputi efisiensi operasional, keunggulan bersaing, skala ekonomi, struktur industri, dan manajemen modal kerja. Faktor-faktor tersebut saling berinteraksi dalam membentuk kinerja laba perusahaan. Oleh karena itu, analisis determinan profitabilitas dalam penelitian ini penting untuk memahami variasi kinerja perusahaan sektor energi serta implikasinya terhadap reaksi investor saham.

D. Hubungan Profitabilitas dengan Reaksi Investor

Profitabilitas merupakan indikator kinerja fundamental yang memiliki peran penting dalam memengaruhi reaksi investor di pasar modal. Informasi laba yang disajikan dalam laporan keuangan dipandang sebagai sinyal utama mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa pengumuman laba masih memiliki kandungan informasi yang signifikan dalam membentuk abnormal return saham. Kothari et al. (2020) menyatakan bahwa earnings announcement tetap relevan dalam menjelaskan reaksi pasar, sementara Biddle et al. (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi dan stabil memiliki tingkat relevansi nilai informasi akuntansi yang lebih tinggi di mata investor.

Reaksi investor terhadap profitabilitas tidak hanya ditentukan oleh tingkat laba, tetapi juga oleh unsur kejutan laba serta kualitas dan persistensi

earnings. Investor cenderung merespons lebih kuat terhadap laba yang melampaui ekspektasi pasar dibandingkan laba yang sesuai dengan perkiraan. Chen et al. (2022) menunjukkan bahwa unexpected earnings berhubungan positif dengan cumulative abnormal return, sedangkan Dechow et al. (2020) menegaskan bahwa laba yang berkualitas tinggi dan persisten memperoleh respons pasar yang lebih positif dibandingkan laba yang bersifat sementara atau berbasis akrual tinggi.

Dalam konteks sektor energi, hubungan antara profitabilitas dan reaksi investor menjadi lebih kompleks karena dipengaruhi oleh volatilitas harga komoditas serta risiko transisi energi. Investor tidak hanya menilai profitabilitas jangka pendek, tetapi juga mempertimbangkan keberlanjutan model bisnis perusahaan. Sadorsky (2021) menemukan bahwa fluktuasi harga energi berdampak signifikan terhadap return saham perusahaan energi, sementara Bolton dan Kacperczyk (2021) menunjukkan bahwa pasar saham semakin sensitif terhadap risiko iklim dan keberlanjutan ketika menilai kinerja dan profitabilitas perusahaan energi.

2.1.7 Leverage

A. Konsep Leverage

Leverage dalam konteks keuangan perusahaan didefinisikan sebagai penggunaan utang dalam struktur modal untuk membiayai aset dan aktivitas operasional perusahaan. Leverage biasanya diukur melalui rasio keuangan seperti debt to equity ratio dan debt to asset ratio yang menggambarkan proporsi

pendanaan eksternal terhadap total modal perusahaan. Penelitian kontemporer menyatakan bahwa leverage tidak hanya mencerminkan keputusan pendanaan, tetapi juga menjadi indikator risiko keuangan yang diperhatikan oleh investor dalam menilai kelangsungan usaha perusahaan. Tingkat leverage yang tinggi dapat meningkatkan risiko gagal bayar dan volatilitas laba, sehingga mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Dalam konteks pasar modal, leverage berfungsi sebagai sinyal yang menggambarkan kebijakan manajemen dalam mengelola struktur pendanaan. Oleh karena itu, leverage menjadi variabel penting dalam analisis keuangan modern. (Baker & Martin, 2020; Vo, 2021)

Dalam perkembangan teori struktur modal modern, leverage dipahami sebagai hasil dari upaya perusahaan menyeimbangkan manfaat dan biaya penggunaan utang. Manfaat utama leverage berasal dari penghematan pajak (tax shield), sedangkan biaya leverage muncul dalam bentuk risiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Penelitian empiris terbaru menunjukkan bahwa perusahaan dengan struktur leverage optimal cenderung memiliki kinerja pasar yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan leverage ekstrem. Leverage juga memengaruhi fleksibilitas keuangan perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi dan fluktuasi pendapatan. Investor memanfaatkan informasi leverage untuk menilai stabilitas keuangan dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dengan demikian, leverage menjadi komponen penting dalam evaluasi nilai perusahaan. (Frank & Shen, 2020; Nguyen & Ramachandran, 2022)

Dari perspektif konflik keagenan, leverage dapat memicu perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan kreditur. Penelitian mutakhir mengungkapkan bahwa tingkat utang yang tinggi berpotensi mendorong manajemen untuk mengambil keputusan berisiko tinggi demi meningkatkan return pemegang saham, yang pada akhirnya dapat merugikan kreditur. Kondisi ini dikenal sebagai konflik keagenan utang dan menjadi perhatian utama dalam analisis struktur modal. Selain itu, leverage yang berlebihan dapat menyebabkan masalah underinvestment, di mana perusahaan enggan melakukan proyek bernilai positif karena manfaatnya lebih banyak dinikmati oleh kreditur. Studi empiris terkini menegaskan bahwa konflik keagenan akibat leverage berdampak signifikan terhadap kebijakan investasi dan reaksi pasar. (Dang et al., 2021; Li & Zeng, 2023)

Leverage juga dipandang sebagai sinyal risiko yang memengaruhi perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi saham. Investor cenderung menginterpretasikan leverage tinggi sebagai indikasi meningkatnya risiko finansial, terutama dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil. Penelitian lima tahun terakhir menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap informasi keuangan sangat dipengaruhi oleh tingkat leverage perusahaan. Leverage yang moderat dapat diterima sebagai strategi pendanaan yang efisien, sedangkan leverage yang terlalu tinggi seringkali menimbulkan sentimen negatif di pasar. Oleh karena itu, leverage berperan dalam membentuk ekspektasi investor terhadap risiko dan return saham. (Almeida & Philippon, 2021; Chen et al., 2022)

Dalam penelitian keuangan empiris, leverage semakin sering digunakan sebagai variabel moderasi untuk menguji hubungan antara variabel fundamental perusahaan dan reaksi pasar. Leverage dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel lain tergantung pada tingkat risiko keuangan perusahaan. Studi terbaru menunjukkan bahwa leverage mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan, di mana pengaruh profitabilitas terhadap nilai pasar menjadi lebih lemah pada perusahaan dengan leverage tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan risiko utang ketika merespons kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian, leverage memiliki peran strategis dalam model analisis pasar modal. (Rajan & Zingales, 2020; Putri & Handayani, 2022)

Dalam konteks pengungkapan ESG, leverage juga terbukti memengaruhi bagaimana investor merespons informasi non-keuangan perusahaan. Penelitian terkini menemukan bahwa manfaat pengungkapan ESG terhadap nilai perusahaan cenderung berkurang pada perusahaan dengan leverage tinggi. Kondisi ini terjadi karena investor lebih memfokuskan perhatian pada risiko finansial dibandingkan pada sinyal keberlanjutan ketika tingkat utang perusahaan tinggi. Sebaliknya, pada perusahaan dengan leverage rendah, pengungkapan ESG dapat memberikan sinyal positif yang lebih kuat terhadap pasar. Oleh karena itu, leverage berperan penting sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara ESG disclosure dan reaksi investor. (Fatemi et al., 2021; Vo & Arslan, 2023)

Pada sektor energi, peran leverage menjadi semakin krusial mengingat karakteristik industri yang padat modal dan berisiko tinggi. Perusahaan energi sering membutuhkan pembiayaan utang dalam jumlah besar untuk mendukung eksplorasi dan pengembangan aset. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa investor di sektor energi sangat sensitif terhadap tingkat leverage karena volatilitas pendapatan dan ketergantungan pada harga komoditas. Leverage yang tinggi dalam sektor ini dapat memperbesar persepsi risiko dan memperlemah reaksi positif investor terhadap kinerja keuangan maupun pengungkapan ESG. Oleh karena itu, leverage perlu dianalisis secara khusus dalam konteks industri energi. (Sadiq et al., 2022; Rahman & Ntim, 2024)

Secara keseluruhan, leverage merupakan indikator penting yang mencerminkan kebijakan pendanaan dan tingkat risiko keuangan perusahaan. Sebagai variabel moderasi, leverage mampu memengaruhi kekuatan dan arah hubungan antara ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham. Literatur empiris lima tahun terakhir menunjukkan bahwa leverage dapat memperlemah atau memperkuat reaksi pasar tergantung pada tingkat utang dan karakteristik industri perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan leverage sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini relevan untuk menjelaskan dinamika reaksi investor pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (Baker & Martin, 2020; Fatemi et al., 2021)

B. Proksi Pengukuran Leverage

Leverage sebagai variabel moderasi dalam penelitian keuangan diukur menggunakan beberapa rasio keuangan yang merepresentasikan tingkat penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan berbagai proksi leverage bertujuan untuk menangkap dimensi risiko keuangan secara komprehensif, baik dari sisi struktur pendanaan maupun kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Literatur empiris menunjukkan bahwa masing-masing rasio leverage memiliki implikasi yang berbeda terhadap risiko kebangkrutan, fleksibilitas keuangan, dan reaksi investor. Oleh karena itu, pemilihan proksi leverage harus disesuaikan dengan tujuan penelitian dan karakteristik sektor energi yang bersifat padat modal dan berisiko tinggi.

(1) Debt-to-Equity Ratio (DER)

Debt-to-Equity Ratio (DER) merupakan proksi leverage yang mengukur proporsi utang perusahaan terhadap ekuitas pemegang saham. Rasio ini menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan berbasis utang dibandingkan dengan modal sendiri dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. DER banyak digunakan dalam penelitian struktur modal lintas negara karena mampu merepresentasikan perbedaan kebijakan pendanaan antar perusahaan. DER dihitung dengan membandingkan total utang dengan total ekuitas perusahaan (Baker & Martin, 2020).

Rumus Debt-to-Equity Ratio (DER):

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

DER yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki tingkat risiko finansial yang lebih besar karena ketergantungan pada utang semakin dominan. Investor cenderung menilai DER tinggi sebagai sinyal meningkatnya risiko gagal bayar, terutama ketika kondisi ekonomi tidak stabil. Selain itu, perubahan DER juga dipengaruhi oleh strategi market timing, di mana perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas saat valuasi pasar tinggi dan meningkatkan utang ketika valuasi pasar rendah (Baker & Wurgler, 2002; Frank & Shen, 2020).

(2) Debt-to-Assets Ratio (DAR)

Debt-to-Assets Ratio (DAR) merupakan rasio leverage yang mengukur proporsi aset perusahaan yang dibiayai oleh utang. Rasio ini memberikan gambaran menyeluruh mengenai tingkat klaim kreditur terhadap total aset perusahaan. DAR sering digunakan untuk menilai tingkat solvabilitas dan risiko kebangkrutan perusahaan, khususnya pada industri yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar. DAR dihitung dengan membandingkan total utang dengan total aset perusahaan (Nguyen & Ramachandran, 2022).

Rumus Debt-to-Assets Ratio (DAR):

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

DAR yang tinggi menunjukkan bahwa sebagian besar aset perusahaan dibiayai oleh utang, sehingga meningkatkan risiko keuangan apabila perusahaan mengalami tekanan likuiditas. Dalam konteks likuidasi, DAR tinggi berarti kreditur memiliki klaim yang lebih besar terhadap aset perusahaan. Penelitian empiris terbaru menunjukkan bahwa investor sektor energi cenderung lebih

sensitif terhadap DAR karena besarnya nilai aset yang dijadikan jaminan utang (Dang et al., 2021; Rahman & Ntim, 2024).

(3) Interest Coverage Ratio (ICR)

Interest Coverage Ratio (ICR) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga dari laba operasional yang dihasilkan. Rasio ini menekankan aspek kemampuan arus kas dan profitabilitas dalam menanggung beban utang, sehingga sering digunakan sebagai indikator tekanan keuangan dan financial constraints. ICR dihitung dengan membandingkan laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga perusahaan (Almeida & Philippon, 2021).

Rumus Interest Coverage Ratio (ICR):

$$ICR = \frac{EBIT}{Beban\ Bunga}$$

Interest coverage ratio yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang lebih tinggi karena laba operasional tidak cukup untuk menutup kewajiban bunga. Investor umumnya menganggap ICR di bawah ambang batas tertentu sebagai sinyal financial distress. Studi empiris lima tahun terakhir menunjukkan bahwa perusahaan dengan ICR rendah cenderung memperoleh reaksi pasar negatif, terutama pada periode kenaikan suku bunga (Chen et al., 2022; Li & Zeng, 2023).

(4) Long-Term Debt Ratio

Long-Term Debt Ratio merupakan rasio leverage yang berfokus pada proporsi utang jangka panjang terhadap total struktur pendanaan perusahaan. Rasio ini penting untuk menganalisis struktur jatuh tempo utang, karena utang

jangka panjang memiliki implikasi berbeda terhadap fleksibilitas keuangan dan konflik keagenan dibandingkan utang jangka pendek. Rasio ini sering digunakan untuk menilai strategi pembiayaan jangka panjang perusahaan, terutama pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi (Vo & Arslan, 2023).

Rumus Long-Term Debt Ratio:

$$\text{Long Term Debt Ratio} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

Atau

$$\text{Long Term Debt Ratio} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Kapitalitas}}$$

Pemilihan formula disesuaikan dengan ketersediaan data dan tujuan analisis. Dalam penelitian sektor energi, penggunaan utang jangka panjang sering dikaitkan dengan pembiayaan aset tetap dan proyek jangka panjang, sehingga rasio ini relevan untuk menilai risiko dan fleksibilitas keuangan perusahaan.

C. Leverage sebagai Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang memengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen. Konsep moderasi membantu menjelaskan kondisi di mana pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dapat berubah tergantung nilai variabel ketiga. Penelitian kontemporer menekankan bahwa leverage dapat menjadi variabel moderasi yang signifikan karena mempengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan return saham di sektor energi. Studi terbaru menegaskan bahwa efek moderasi leverage

terjadi ketika hubungan antara variabel independen seperti ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas diperkuat atau dilemahkan berdasarkan tingkat leverage perusahaan (Li & Zeng, 2023; Rahman & Ntim, 2024).

(1) Leverage Memoderasi Hubungan ESG Disclosure dengan Reaksi Investor

Leverage dapat memoderasi hubungan antara pengungkapan ESG dan reaksi investor melalui beberapa mekanisme. Perusahaan dengan leverage tinggi menghadapi *financial constraints* yang lebih besar, sehingga komitmen terhadap investasi ESG dapat dipersepsikan berbeda oleh investor. Studi terbaru menunjukkan bahwa perusahaan dengan akses modal terbatas tetapi memiliki ESG disclosure yang baik dapat mengurangi biaya modal mereka, karena investor menilai perusahaan lebih bertanggung jawab secara sosial (Vo & Arslan, 2023; Fatemi et al., 2021). Selain itu, kreditur memandang aktivitas ESG berbeda dibanding pemegang saham, dan perusahaan dengan leverage tinggi cenderung menyesuaikan strategi ESG untuk menjaga arus kas dan mengurangi risiko reputasi (Sadiq et al., 2022; Rahman & Ntim, 2024).

(2) Leverage Memoderasi Hubungan Firm Size dengan Reaksi Investor

Interaksi antara firm size dan leverage memengaruhi reaksi investor karena implikasi risiko berbeda. Perusahaan besar dengan leverage tinggi mungkin dianggap lebih stabil (*too big to fail*), sehingga risiko *financial distress* lebih rendah dibanding perusahaan kecil dengan leverage tinggi. Studi kontemporer menemukan bahwa pasar menilai risiko leverage berbeda berdasarkan ukuran perusahaan, di mana perusahaan kecil dengan leverage tinggi cenderung menghadapi reaksi pasar negatif lebih tajam (Almeida &

Philippon, 2021; Vo, 2021). Temuan ini menegaskan peran leverage sebagai variabel moderasi yang dapat memengaruhi persepsi risiko berdasarkan ukuran perusahaan.

(3) Leverage Memoderasi Hubungan Profitabilitas dengan Reaksi Investor

Leverage juga mempengaruhi bagaimana investor menanggapi informasi profitabilitas. Perusahaan dengan leverage tinggi memiliki *financial leverage* yang dapat memperbesar efek perubahan laba (*magnification effect*). Penelitian terbaru menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap earnings lebih sensitif pada perusahaan dengan leverage tinggi karena adanya risiko kebangkrutan yang meningkat saat profitabilitas menurun (Li & Zeng, 2023; Vo & Arslan, 2023). Sebaliknya, perusahaan dengan leverage rendah memiliki risiko lebih terkendali, sehingga dampak profitabilitas terhadap reaksi pasar cenderung moderat.

(4) Sintesis dan Implikasi Moderasi Leverage

Secara keseluruhan, leverage berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau melemahkan pengaruh ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor. Tingkat leverage yang berbeda menghasilkan persepsi risiko yang berbeda di mata investor, memengaruhi respons pasar terhadap informasi keuangan maupun non-keuangan. Dalam sektor energi yang padat modal, leverage menjadi lebih relevan karena risiko kebangkrutan dan beban utang tinggi dapat memengaruhi strategi pengungkapan ESG, persepsi investor terhadap ukuran perusahaan, serta reaksi terhadap kinerja profitabilitas. Oleh karena itu, analisis leverage sebagai moderator penting untuk

memahami dinamika reaksi investor pada perusahaan sektor energi di Bursa Efek Indonesia (Fatemi et al., 2021; Sadiq et al., 2022; Vo & Arslan, 2023).

D. Leverage dalam Konteks Sektor Energi

Sektor energi dikenal sebagai industri yang sangat padat modal (capital-intensive), karena memerlukan investasi besar untuk kegiatan eksplorasi, produksi, distribusi, dan pembangunan infrastruktur. Studi empiris terbaru pada perusahaan sektor energi di Indonesia menemukan bahwa meskipun capital intensity tidak secara signifikan memengaruhi stabilitas keuangan, profitabilitas berperan lebih kuat dalam mengurangi tingkat leverage dan meningkatkan stabilitas finansial perusahaan energi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja laba lebih baik cenderung memiliki struktur modal yang lebih sehat dalam menghadapi volatilitas pasar energi (Kesuma et al., 2025).

Hasil penelitian lain menyatakan bahwa rasio utang terhadap ekuitas (debt-to-equity ratio) menjadi indikator penting untuk mengevaluasi aspek solvabilitas perusahaan energi di Indonesia. Meskipun capital intensity tidak terbukti signifikan terhadap stabilitas, hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas secara signifikan membantu menurunkan leverage, sedangkan ukuran perusahaan hanya memengaruhi solvabilitas dan bukan leverage secara langsung. Temuan ini konsisten dengan karakter industri energi yang menghadapi tekanan harga komoditas dan tingkat investasi tinggi (Kesuma et al., 2025).

Dalam konteks pembiayaan sustainable finance, instrumen green bonds juga mulai memainkan peran penting dalam strategi pendanaan sektor energi global. Penelitian akademik menunjukkan bahwa penerbitan green bonds dapat berkontribusi pada penurunan emisi gas rumah kaca perusahaan dalam jangka menengah, yang menunjukkan adanya hubungan antara leverage ramah lingkungan dan investasi berkelanjutan. Implikasi temuan ini adalah bahwa instrumen pembiayaan ESG dapat menjadi alternatif bagi perusahaan energi untuk mengakses modal yang mendukung proyek transisi energi sekaligus menjaga struktur utang yang sehat (Springer, 2025).

Selain itu, pasar obligasi hijau (green bond market) terus berkembang di sektor energi sebagai salah satu solusi pembiayaan transisi energi. Studi lain mencatat bahwa pertumbuhan pasar obligasi hijau sering kali mencerminkan tekanan kebijakan publik terhadap penurunan emisi dan dukungan terhadap energi bersih. Hal ini menyiratkan bahwa perusahaan energi yang dapat mengeksplorasi instrumen ini berpotensi memperbaiki struktur leveragenya sambil memanfaatkan sumber modal berbiaya lebih kompetitif dibandingkan utang tradisional (BIS Quarterly, 2024).

Volatilitas harga komoditas energi seperti minyak dan gas berdampak langsung pada dinamika finansial perusahaan energi, yang kemudian memengaruhi keputusan struktur modal termasuk tingkat leverage. Perusahaan dengan leverage tinggi menghadapi peningkatan financial distress risk ketika pendapatan menurun akibat gejolak harga komoditas, sehingga manajemen utang harus mempertimbangkan risiko pasar secara hati-hati. Penelitian empiris

mengikuti periode 2019–2023 menunjukkan bahwa sensitivitas kinerja keuangan sektor energi terhadap fluktuasi eksternal semakin menegaskan pentingnya rasio utang sebagai indikator risiko (Kesuma et al., 2025).

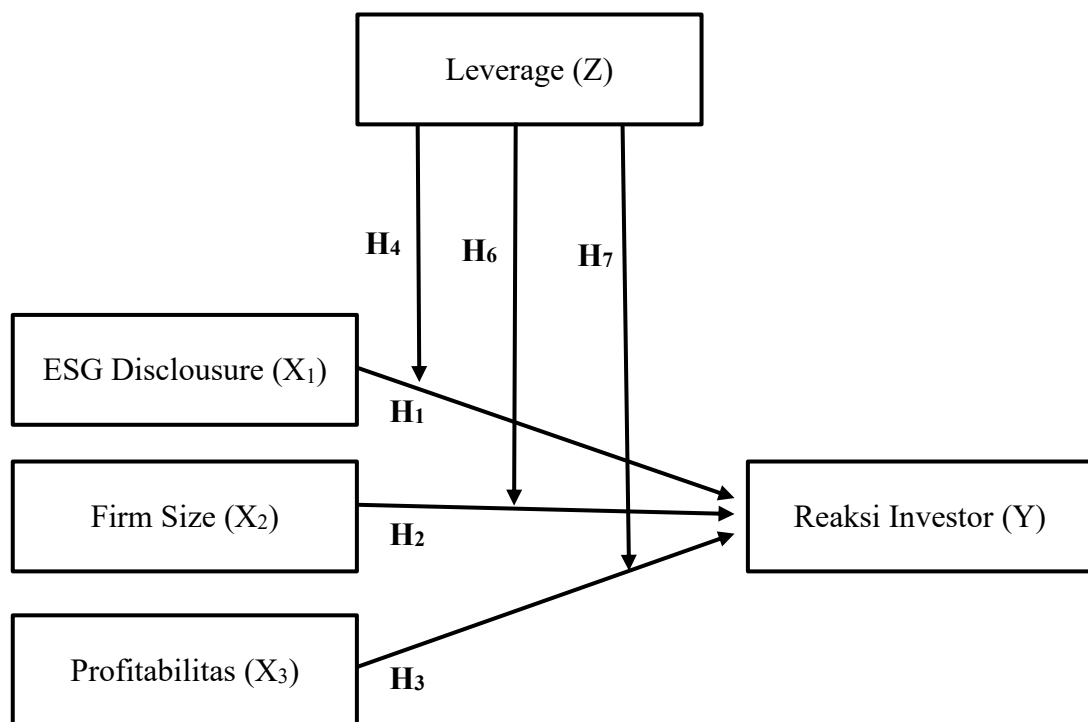
Beberapa penelitian juga menyoroti peran profitabilitas dalam pengelolaan leverage pada sektor energi, menunjukkan bahwa perusahaan dengan laba yang lebih tinggi cenderung memiliki kemampuan lebih baik dalam menahan ketergantungan terhadap utang. Hal ini memberikan implikasi bahwa profitabilitas dapat menjadi mitigator terhadap risiko leverage tinggi di tengah ketidakpastian pasar, terutama ketika harga komoditas mengalami tekanan turun naik tajam (Kesuma et al., 2025).

Perubahan kerangka kebijakan global terhadap pembiayaan berkelanjutan juga mendorong perusahaan energi untuk mempertimbangkan green financing dan instrumen ESG lain sebagai bagian dari strategi leverage. Penelitian tentang pasar obligasi hijau menunjukkan bahwa penerbitan green bonds sering dikaitkan dengan proyek energi bersih dan dapat membantu menurunkan emisi seiring waktu, sehingga memberikan sinyal positif kepada investor dan kreditor tentang komitmen perusahaan terhadap transisi energi (Springer, 2025).

Secara keseluruhan, leverage dalam sektor energi mencerminkan bukan hanya struktur modal tradisional tetapi juga dinamika pembiayaan modern yang melibatkan risiko volatilitas komoditas dan kebutuhan modal besar. Instrumen pembiayaan berkelanjutan seperti green bonds menyediakan alternatif yang dapat memperbaiki struktur utang sambil mendukung transisi energi, sekaligus

memperkuat kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko finansial yang kompleks dalam industri padat modal ini. Temuan-temuan ini relevan bagi investor dan manajemen perusahaan dalam merumuskan strategi pendanaan yang seimbang antara kebutuhan modal dan risiko utang.

2.2 Kerangka Konseptual



Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual penelitian ini dibangun berdasarkan pandangan bahwa reaksi investor saham merupakan respons pasar terhadap informasi yang disampaikan perusahaan, baik berupa informasi keuangan maupun non-keuangan. Dalam konteks pasar modal modern, investor tidak lagi hanya mengandalkan laporan keuangan, tetapi juga memperhatikan informasi keberlanjutan sebagai

dasar pengambilan keputusan investasi. Pengungkapan informasi yang komprehensif diyakini dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor, sehingga memengaruhi reaksi pasar. Hal ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa informasi yang dipublikasikan perusahaan menjadi sinyal bagi investor mengenai prospek dan risiko perusahaan di masa depan (Spence, 2020). Dengan demikian, reaksi investor dipandang sebagai refleksi dari persepsi pasar terhadap kualitas informasi perusahaan. Oleh karena itu, variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan relevansinya dalam membentuk persepsi tersebut.

ESG disclosure diposisikan sebagai variabel independen utama karena pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola mencerminkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan jangka panjang. Penelitian terkini menunjukkan bahwa investor semakin mempertimbangkan ESG sebagai indikator kualitas manajemen dan pengelolaan risiko non-keuangan, terutama pada sektor yang memiliki dampak lingkungan tinggi seperti sektor energi. ESG disclosure dianggap mampu memberikan sinyal positif terkait tanggung jawab perusahaan dan keberlanjutan operasionalnya (Friede, Busch, & Bassen, 2021). Namun, beberapa penelitian di negara berkembang menemukan bahwa respons investor terhadap ESG masih bervariasi karena orientasi investor yang cenderung jangka pendek (Buallay, 2020). Perbedaan hasil ini menunjukkan adanya ketidakpastian empiris yang relevan untuk diuji lebih lanjut. Oleh sebab itu, ESG disclosure diasumsikan memiliki pengaruh terhadap reaksi investor saham.

Firm size dan profitabilitas juga dimasukkan sebagai variabel independen karena keduanya merupakan indikator fundamental yang umum digunakan investor dalam menilai kinerja perusahaan. Ukuran perusahaan mencerminkan stabilitas, kapasitas sumber daya, serta tingkat pengawasan publik yang lebih tinggi, sehingga sering diasosiasikan dengan risiko yang lebih rendah. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan berukuran besar cenderung mendapatkan respons pasar yang lebih positif dibandingkan perusahaan kecil (Dang, Li, & Yang, 2020). Sementara itu, profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemegang saham dan menjadi sinyal penting mengenai kinerja manajemen. Investor umumnya merespons positif perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi karena dianggap memiliki prospek keuangan yang baik (Khan, Zhao, & Zhang, 2022). Oleh karena itu, kedua variabel ini diharapkan memengaruhi reaksi investor saham.

Leverage dalam penelitian ini diposisikan sebagai variabel moderasi yang memengaruhi hubungan antara ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham. Leverage mencerminkan struktur pendanaan perusahaan dan tingkat risiko keuangan yang ditanggung oleh investor. Tingkat leverage yang tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan ketidakpastian arus kas, sehingga berpotensi mengubah cara investor merespons informasi perusahaan. Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa leverage dapat memperlemah pengaruh sinyal positif dari kinerja dan pengungkapan perusahaan karena meningkatnya persepsi risiko (Rahman & Saima, 2021). Dalam konteks ini, leverage tidak hanya berdiri sebagai faktor risiko, tetapi juga sebagai variabel yang

mengondisikan efektivitas sinyal yang diberikan perusahaan. Dengan demikian, leverage dianggap relevan sebagai variabel moderasi dalam model penelitian ini.

Berdasarkan hubungan antarvariabel tersebut, kerangka konseptual penelitian ini menggambarkan bahwa ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas secara langsung memengaruhi reaksi investor saham, sementara leverage memoderasi hubungan tersebut. Model ini menekankan bahwa respons investor tidak bersifat linier, melainkan dipengaruhi oleh kondisi struktur keuangan perusahaan. Ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya terkait pengaruh ESG dan variabel fundamental terhadap reaksi investor menunjukkan adanya gap penelitian yang perlu diuji secara empiris, khususnya pada perusahaan sektor energi di Indonesia. Penelitian sektor energi masih terbatas, padahal sektor ini memiliki tingkat risiko dan perhatian publik yang tinggi (Li, Gong, Zhang, & Koh, 2021). Oleh karena itu, kerangka konseptual ini diharapkan mampu memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai perilaku investor. Dengan demikian, model penelitian ini memiliki relevansi teoretis dan empiris yang kuat.

2.3 Hipotesis

Reaksi investor saham merupakan respons pasar terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan, baik berupa informasi keuangan maupun non-keuangan. Dalam perkembangan pasar modal modern, investor tidak lagi hanya berfokus pada kinerja keuangan, tetapi juga memperhatikan aspek keberlanjutan, tata kelola, dan praktik bisnis etis sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Informasi tersebut dipandang sebagai sinyal yang dapat mengurangi asimetri

informasi antara manajemen dan investor, sehingga tercermin dalam perubahan harga saham dan reaksi pasar (Friede, Busch, & Bassen, 2021). Oleh karena itu, penelitian ini memfokuskan pada ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas sebagai faktor yang berpotensi memengaruhi reaksi investor saham, dengan leverage sebagai variabel moderasi yang dapat mengubah kekuatan hubungan tersebut.

Pengungkapan ESG semakin mendapat perhatian investor karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola yang berdampak pada keberlanjutan jangka panjang. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa perubahan kualitas dan skor ESG disclosure dapat memengaruhi return saham serta persepsi investor, khususnya ketika pasar semakin sensitif terhadap risiko non-keuangan (Suhendri & Apriadi, 2025). Namun demikian, temuan empiris di pasar berkembang masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, termasuk di Indonesia, yang mengindikasikan bahwa respons investor terhadap ESG disclosure belum sepenuhnya stabil (Buallay, 2020). Selain itu, firm size dan profitabilitas sebagai indikator fundamental juga terbukti memengaruhi persepsi dan reaksi investor, meskipun kekuatan pengaruhnya dapat berbeda antar sektor dan kondisi pasar (Dang, Li, & Yang, 2020; Khan, Zhao, & Zhang, 2022). Kondisi ini menunjukkan adanya gap penelitian, khususnya pada perusahaan sektor energi yang memiliki karakteristik risiko dan volatilitas tinggi.

Lebih lanjut, leverage dipandang sebagai faktor penting yang dapat memoderasi hubungan antara ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham. Tingkat leverage yang tinggi mencerminkan risiko keuangan

yang lebih besar, sehingga investor cenderung lebih berhati-hati dalam merespons sinyal positif yang diberikan perusahaan. Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa leverage dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel fundamental dan non-keuangan terhadap reaksi pasar karena risiko utang menjadi pertimbangan utama investor (Rahman & Saima, 2021). Berdasarkan landasan teori dan gap penelitian tersebut, penelitian ini merumuskan hipotesis bahwa ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas berpengaruh terhadap reaksi investor saham, serta leverage memoderasi pengaruh ketiga variabel tersebut pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 2. 1 Penelitiann Terdahulu

No.	Peneliti & Tahun	Variabel Utama	Metode & Sampel	Temuan Utama	Relevansi ke Penelitian Ini
1	Wang et al., (2023)	Mandatory ESG Disclosure to Stock Market Reaction	Event study; perusahaan publik AS	Pengumuman regulasi mandatory ESG disclosure menghasilkan reaksi pasar yang signifikan; reaksi awal tercatat negatif dan lebih kuat pada perusahaan/industri intensif karbon.	Sangat tinggi untuk metode Y. Mendukung bahwa informasi ESG dapat dianalisis melalui stock market reaction/event study, bukan harus melalui survei investor
2	(Alves et al., 2025)	ESG rating, return saham	Kuantitatif, sampel global	ESG rating memengaruhi return saham	Mendukung pengaruh ESG terhadap reaksi investor
3	Suhendri & Apriadi (2025)	ESG disclosure, volatilitas harga energi, return	Kuantitatif, purposive sampling	ESG disclosure berpengaruh positif signifikan terhadap return saham	Mendukung pengaruh ESG terhadap reaksi investor

No.	Peneliti & Tahun	Variabel Utama	Metode & Sampel	Temuan Utama	Relevansi ke Penelitian Ini
		saham, sektor energi, Bursa Efek Indonesia			
4	Itan et al., (2025)	ESG, Market Reaction	Kuantitatif	ESG berpengaruh positif terhadap market reaction	Mendukung pengaruh ESG terhadap reaksi investor
5	Susilowati et al., (2025)	ESG; Disclosure; Financial Ratios, Firm Value	Kuantitatif	ESG disclosure & profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; leverage tidak signifikan.	Mendukung moderasi antara ESG, Profitabilitas, Firm Size, dengan Leverage

Berdasarkan landasan teori, hasil penelitian terdahulu, serta gap penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

Pengungkapan ESG dipandang sebagai sinyal penting mengenai kualitas manajemen, keberlanjutan usaha, dan pengelolaan risiko non-keuangan perusahaan. Investor cenderung merespons positif perusahaan yang transparan dalam aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola karena informasi tersebut mencerminkan prospek jangka panjang dan mitigasi risiko perusahaan. Namun, temuan empiris di pasar berkembang masih menunjukkan hasil yang beragam, sehingga perlu diuji kembali dalam konteks sektor energi di Indonesia.

H1: *ESG disclosure berpengaruh positif terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

Ukuran perusahaan mencerminkan tingkat stabilitas operasional, kemampuan akses pendanaan, serta reputasi perusahaan di mata publik. Perusahaan berukuran besar umumnya diasosiasikan dengan risiko yang lebih rendah dan tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi. Meski demikian, pengaruh firm size terhadap reaksi investor pada sektor energi masih relatif terbatas diteliti secara spesifik.

H2: *Firm size berpengaruh positif terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

Profitabilitas merupakan indikator utama kinerja keuangan perusahaan yang mencerminkan kemampuan menghasilkan laba. Investor cenderung memberikan reaksi positif terhadap perusahaan dengan profitabilitas tinggi karena dianggap memiliki prospek dividen dan pertumbuhan yang baik. Namun, volatilitas sektor energi dapat memengaruhi kekuatan hubungan tersebut, sehingga pengujian empiris tetap diperlukan.

H3: *Profitabilitas berpengaruh positif terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

Leverage mencerminkan tingkat risiko keuangan perusahaan. Tingkat leverage yang tinggi dapat meningkatkan kekhawatiran investor terhadap risiko gagal bayar, sehingga berpotensi mengubah cara investor merespons sinyal positif dari ESG disclosure. Oleh karena itu, leverage diduga memoderasi hubungan antara ESG disclosure dan reaksi investor saham.

H4: *Leverage memoderasi pengaruh ESG disclosure terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

Meskipun perusahaan berukuran besar cenderung dipersepsikan stabil, tingkat leverage yang tinggi dapat menurunkan persepsi positif tersebut karena meningkatnya risiko keuangan. Dengan demikian, leverage diperkirakan memengaruhi kekuatan hubungan antara firm size dan reaksi investor saham.

H5: *Leverage memoderasi pengaruh firm size terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

Profitabilitas tinggi umumnya memberikan sinyal positif kepada investor, namun dalam kondisi leverage tinggi, investor dapat menjadi lebih berhati-hati dalam merespons kinerja laba perusahaan. Oleh sebab itu, leverage diasumsikan berperan dalam memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor saham.

H6: *Leverage memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif. Penelitian asosiatif bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis hubungan serta pengaruh antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2019). Dalam konteks penelitian ini, penelitian asosiatif digunakan untuk menguji hubungan dan pengaruh antara ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham, serta untuk menganalisis peran leverage sebagai variabel moderasi dalam memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut.

Pendekatan kuantitatif digunakan karena seluruh variabel dalam penelitian ini dapat diukur secara numerik dan dianalisis menggunakan metode statistik. Data kuantitatif memungkinkan peneliti melakukan pengujian hipotesis secara objektif dan sistematis berdasarkan data empiris yang diperoleh dari laporan keuangan, laporan keberlanjutan perusahaan, serta data pasar saham. Menurut Sugiyono (2019), penelitian kuantitatif menekankan pada pengujian teori melalui pengukuran variabel dan analisis statistik untuk menarik kesimpulan yang bersifat generalisasi.

Jenis penelitian asosiatif dalam penelitian ini bersifat kausal, karena tidak hanya menguji hubungan antarvariabel, tetapi juga menguji hubungan sebab-akibat antara variabel independen dan variabel dependen. ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas diposisikan sebagai variabel independen yang diduga memengaruhi reaksi investor saham sebagai variabel dependen. Sementara itu, leverage digunakan sebagai variabel moderasi untuk mengetahui apakah tingkat leverage

perusahaan dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham.

Selain itu, penelitian ini termasuk dalam penelitian eksplanatori (explanatory research), karena bertujuan untuk menjelaskan mekanisme pengaruh antarvariabel melalui pengujian hipotesis yang dirumuskan berdasarkan teori dan temuan empiris sebelumnya. Penelitian eksplanatori berfokus pada pengujian signifikansi hubungan antarvariabel dalam model penelitian, sehingga sangat sesuai dengan penggunaan analisis regresi dan uji moderasi. Menurut (Ghozali, 2021), penelitian eksplanatori tepat digunakan dalam penelitian kuantitatif yang bertujuan menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara empiris.

Dengan demikian, penggunaan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif yang bersifat kausal dan eksplanatori dinilai tepat untuk menjawab tujuan penelitian, yaitu menganalisis pengaruh ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham dengan leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3.2 Tempat dan Jadwal Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan Bursa Efek Indonesia sebagai tempat penelitian didasarkan pada ketersediaan data yang lengkap, terstruktur, dan dapat diakses secara publik, baik berupa laporan keuangan, laporan tahunan, laporan

keberlanjutan, maupun data harga saham perusahaan. Data penelitian diperoleh melalui situs resmi BEI, situs resmi masing-masing perusahaan, serta sumber pendukung lain yang relevan dengan kebutuhan penelitian. Dengan menggunakan data perusahaan yang terdaftar di BEI, diharapkan hasil penelitian memiliki tingkat reliabilitas dan validitas yang tinggi serta mampu merepresentasikan kondisi pasar modal di Indonesia.

Jadwal penelitian direncanakan berlangsung selama kurang lebih enam bulan. Tahapan penelitian dimulai dengan penyusunan proposal dan studi literatur, dilanjutkan dengan pengumpulan dan pengolahan data, analisis data, serta pembahasan hasil penelitian. Berikut disajikan tabel rencana jadwal penelitian

Tabel 3. 1 Jadwal Penelitian

NO	Aktivitas Penelitian	Waktu Penelitian (2025-2026)															
		NOV-JAN				FEB-APR				MEI-JUL				AGUST-OKT			
		1 - <br/ 3	4 - <br/ 6	7 - <br/ 9	10 - <br/ 12	1 - <br/ 3	4 - <br/ 6	7 - <br/ 9	10 - <br/ 12	1 - <br/ 3	4 - <br/ 6	7 - <br/ 9	10 - <br/ 12	1 - <br/ 3	4 - <br/ 6	7 - <br/ 9	10 - <br/ 12
1	Penelitian pendahuluan (prariset)																
2	Pengajuan Judul																
3	Penyusunan proposal																
4	Pembimbingan Proposal																
5	Seminar Kolokium																
6	Penyempurnaan Proposal																
7	Pengumpulan Data																
8	Pengolahan dan analisis data																
9	Seminar Hasil																
10	Penyusunan Tesis (laporan penelitian)																
11	Pembimbingan Tesis																
12	Sidang Akhir																
13	Penyempurnaan Tesis dan penulisan jurnal																

3.3 Defenisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel disusun untuk memberikan batasan yang jelas mengenai konsep-konsep yang digunakan dalam penelitian ini serta menjelaskan bagaimana masing-masing variabel diukur secara empiris. Penjabaran definisi operasional bertujuan untuk menghindari perbedaan penafsiran terhadap variabel penelitian dan memastikan konsistensi antara konsep teoritis dan pengukuran statistik yang digunakan. Dalam penelitian ini, variabel reaksi investor saham sebagai variabel terikat diukur menggunakan cumulative abnormal return (CAR), sedangkan variabel independen terdiri dari ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas yang masing-masing diukur melalui indeks pengungkapan ESG, logaritma natural total aset, dan return on equity (ROE). Adapun leverage sebagai variabel moderasi diukur menggunakan debt to asset ratio (DAR). Seluruh variabel diukur berdasarkan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan, laporan tahunan, laporan keberlanjutan, serta data harga saham perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 3. 2 Defenisi Operasional Varibel

Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Instrumen Pengukuran	Skala
Reaksi Investor Saham (Y)	Reaksi investor saham merupakan respon pasar modal terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan, yang tercermin melalui perubahan harga saham di sekitar waktu pengungkapan informasi. Reaksi investor diukur menggunakan Cumulative Abnormal Return (CAR) yang menggambarkan	1. Return aktual saham 2. Return pasar Periode jendela peristiwa a	$CAR = \sum$ Abnormal Return (AR), dengan $AR =$ Return aktual – Return ekspektasian (market-adjusted model)	Rasio

Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Instrumen Pengukuran	Skala
	akumulasi abnormal return selama jendela peristiwa tertentu (<i>Adawiyah & Faozan, 2024</i>)			
ESG Disclosure (X₁)	ESG Disclosure adalah tingkat pengungkapan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan yang disajikan dalam laporan tahunan atau laporan keberlanjutan, yang bertujuan meningkatkan transparansi dan menjadi sinyal non-keuangan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (<i>Friede, 2019</i>)(<i>Broadstock et al., 2021</i>).	1. Environmental disclosure 2. Social disclosure 3. Governance disclosure	Indeks ESG melalui content analysis (skor 1 jika diungkapkan, 0 jika tidak) berdasarkan item ESG	Nominal 0&1 (dummy), diolah menjadi indeks
Firm Size (X₂)	Firm size mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang menunjukkan kapasitas sumber daya, stabilitas operasional, serta kemampuan perusahaan dalam mengakses pendanaan. Ukuran perusahaan yang besar cenderung memperoleh perhatian lebih dari investor (<i>Mufit & Handayani, 2025</i>).	Total aset perusahaan	Ln (Total Aset)	Rasio (logaritmik)
Profitabilitas (X₃)	Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi pemegang saham. Profitabilitas mencerminkan efektivitas manajemen dalam mengelola modal sendiri dan menjadi salah satu indikator utama kinerja keuangan perusahaan	1. Laba bersih 2. Total ekuitas	ROE = Laba Bersih / Total Ekuitas	Rasio

Variabel	Definisi Operasional	Indikator	Instrumen Pengukuran	Skala
	<i>(Nguyen et al., 2021; Saleh et al., 2023).</i>			
Leverage (Z)	Leverage menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai asetnya. Tingkat leverage mencerminkan risiko keuangan perusahaan dan dapat memperkuat atau memperlemah respon investor terhadap informasi keuangan maupun non-keuangan <i>(Afrizal et al., 2023)</i>	1. Total liabilitas 2. Total aset	DAR = Total Liabilitas / Total Aset	Rasio

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021-2024, dengan jumlah total sebanyak 91 perusahaan energi. Pemilihan sektor energi didasarkan pada perannya yang strategis dalam perekonomian nasional serta tingginya perhatian investor terhadap isu keberlanjutan dan kinerja keuangan di sektor ini. Seluruh perusahaan dalam populasi memiliki karakteristik yang relatif homogen dari sisi industri, sehingga relevan untuk dianalisis dalam kaitannya dengan pengungkapan ESG, kinerja keuangan, dan reaksi investor saham.

Sampel penelitian ditentukan menggunakan teknik purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Dari total 91 perusahaan energi sebagai populasi, diperoleh 39 perusahaan berdasarkan papan pencatatan dengan kriteria utama, yang diperkecil

dengan syarat pencatatan sejak 2021-2024 sehingga terdapat 32 emiten yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian dan yang akan diolah datanya. Kriteria tersebut meliputi perusahaan sektor energi yang terdaftar secara berturut-turut di BEI selama periode penelitian, tidak mengalami delisting, menerbitkan laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan secara lengkap, serta memiliki data keuangan dan data harga saham yang tersedia secara konsisten. Pemilihan perusahaan utama sebagai sampel diharapkan mampu menghasilkan data yang representatif dan mendukung pengujian hipotesis secara akurat. Berikut turunan tabel dalam menentukan sampel pada penelitian ini :

Tabel 3. 3 Klasifikasi Populasi dan Sampel

Populasi	
Klasifikasi Utama	40
Klasifikasi Pengembang	39
Klasifikasi Pemantauan Khusus	12
Total Populasi Perusahaan Energy di BEI	91
Sampel	
Klasifikasi Utama	40
Tanggal Pencatatan 2023-2024	(8)
Total Memenuhi Kriteria 2021-2024	32

Berikut daftar 32 perusahaan yang menjadi sampel yang akan dilakukan pada penelitian ini:

Tabel 3. 4 Daftar Sampel Perusahaan

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Pencatatan	Papan Pencatatan
1	ABMM	ABM Investama Tbk.	06 Des 2011	Utama
2	ADRO	Alamtri Resources Indonesia Tb	16 Jul 2008	Utama
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	03 Okt 1994	Utama
4	BUMI	Bumi Resources Tbk.	30 Jul 1990	Utama
5	BYAN	Bayan Resources Tbk.	12 Agt 2008	Utama
6	DEWA	Darma Henwa Tbk	26 Sep 2007	Utama
7	DOID	BUMA Internasional Grup Tbk.	15 Jun 2001	Utama

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Pencatatan	Papan Pencatatan
8	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	10 Des 2009	Utama
9	ELSA	Elnusa Tbk.	06 Feb 2008	Utama
10	ENRG	Energi Mega Persada Tbk.	07 Jun 2004	Utama
11	GEMS	Golden Energy Mines Tbk.	17 Nov 2011	Utama
12	GTSI	GTS Internasional Tbk.	08 Sep 2021	Utama
13	HRUM	Harum Energy Tbk.	06 Okt 2010	Utama
14	INDY	Indika Energy Tbk.	11 Jun 2008	Utama
15	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.	18 Des 2007	Utama
16	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk.	01 Jul 1991	Utama
17	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk	06 Apr 2011	Utama
18	MCOL	Prima Andalan Mandiri Tbk.	07 Sep 2021	Utama
19	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk	12 Okt 1994	Utama
20	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero	15 Des 2003	Utama
21	PSSI	IMC Pelita Logistik Tbk.	05 Des 2017	Utama
22	PTBA	Bukit Asam Tbk.	23 Des 2002	Utama
23	PTRO	Petrosea Tbk.	21 Mei 1990	Utama
24	RAJA	Rukun Raharja Tbk.	19 Apr 2006	Utama
25	RMKE	RMK Energy Tbk.	07 Des 2021	Utama
26	SGER	Sumber Global Energy Tbk.	10 Agt 2020	Utama
27	SHIP	Sillo Maritime Perdana Tbk.	16 Jun 2016	Utama
28	TEBE	Dana Brata Luhur Tbk.	18 Nov 2019	Utama
29	TOBA	TBS Energi Utama Tbk.	06 Jul 2012	Utama
30	TPMA	Trans Power Marine Tbk.	20 Feb 2013	Utama
31	UNIQ	Ulima Nitra Tbk.	08 Mar 2021	Utama
32	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk.	29 Nov 2010	Utama

3.5 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif. Data kuantitatif digunakan karena penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan dan pengaruh antarvariabel berdasarkan pengukuran numerik yang dianalisis secara statistik. Data sekunder dianggap relevan dan efisien dalam penelitian pasar modal karena mampu merepresentasikan kondisi riil perusahaan dan respon pasar secara objektif. Menurut Hair et al. (2020), data sekunder sangat

sesuai digunakan dalam penelitian kuantitatif yang menguji model empiris karena memiliki tingkat konsistensi dan reliabilitas yang tinggi. Selain itu, penggunaan data kuantitatif memungkinkan peneliti melakukan pengujian hipotesis secara sistematis dan terukur (Sekaran & Bougie, 2020).

Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari sumber-sumber resmi dan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Data laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan perusahaan sektor energi diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia dan situs resmi masing-masing perusahaan. Sementara itu, data harga saham yang digunakan untuk mengukur reaksi investor saham melalui cumulative abnormal return (CAR) diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan basis data pasar modal lainnya. Penggunaan sumber data resmi bertujuan untuk meminimalkan bias data serta meningkatkan validitas hasil penelitian. Hal ini sejalan dengan penelitian Kothari dan Warner (2021) yang menyatakan bahwa data pasar modal yang bersumber dari lembaga resmi lebih akurat dalam menangkap reaksi investor terhadap informasi perusahaan.

3.6 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data dengan cara menelaah, mencatat, dan mengolah dokumen-dokumen yang relevan dengan kebutuhan penelitian. Metode dokumentasi dipilih karena data yang digunakan berupa data sekunder yang telah dipublikasikan secara resmi, seperti laporan keuangan, laporan tahunan, dan laporan keberlanjutan perusahaan. Menurut Bowen (2020), analisis

dokumen merupakan teknik yang efektif dalam penelitian kuantitatif karena mampu menyediakan data yang stabil, konsisten, dan dapat diuji secara empiris tanpa melibatkan intervensi langsung peneliti terhadap objek penelitian.

Data dikumpulkan dari berbagai sumber resmi, antara lain situs Bursa Efek Indonesia, situs resmi masing-masing perusahaan, serta basis data pasar modal yang relevan. Proses pengumpulan data dilakukan dengan memastikan kelengkapan dan kesesuaian data dengan kriteria sampel penelitian, terutama data pengungkapan ESG, data keuangan yang mencakup total aset, laba bersih, ekuitas, dan total liabilitas, serta data harga saham yang digunakan untuk menghitung *cumulative abnormal return (CAR)*. Penggunaan teknik dokumentasi ini sejalan dengan penelitian pasar modal yang menekankan pada keandalan data sekunder dalam menganalisis reaksi investor dan kinerja perusahaan (Bowen, 2020; Kothari & Warner, 2021).

3.7 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan secara bertahap dengan menggunakan pendekatan statistik kuantitatif. Analisis data bertujuan untuk menguji hipotesis penelitian serta menjelaskan pengaruh ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham dengan leverage sebagai variabel moderasi. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan perangkat lunak statistik, yakni SPSS versi 26. Tahapan analisis data dimulai dari statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik, analisis regresi, hingga pengujian moderasi.

Tahap pertama adalah statistik deskriptif, yang digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian. Statistik deskriptif meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Analisis ini bertujuan untuk memahami distribusi data dan kecenderungan umum variabel sebelum dilakukan analisis lanjutan.

Tahap kedua adalah pengujian asumsi klasik, sebelum membentuk variable interaksi dalam analisis moderasi maka dilakukan *mean centering*. *Mean centering* merupakan proses mengurangi setiap nilai variabel dengan nilai rata-ratanya. Teknik ini bertujuan untuk mengurangi potensi multikolinearitas yang muncul akibat pembentukan variabel interaksi, tanpa mengubah hubungan antarvariabel maupun nilai koefisien determinasi (Park, S. J., & Yi, 2024).

Pengujian asumsi klasik, yang dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Uji asumsi klasik meliputi uji normalitas untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal, uji multikolinearitas untuk memastikan tidak terdapat hubungan yang kuat antarvariabel independen, uji heteroskedastisitas untuk melihat kesamaan varians residual, serta uji autokorelasi untuk mengetahui ada tidaknya korelasi residual antarperiode. Model regresi yang baik harus memenuhi seluruh asumsi tersebut agar hasil pengujian dapat diinterpretasikan secara valid.

Tahap ketiga adalah *Moderated Regression Analysis (MRA)*, yang digunakan untuk menguji peran leverage sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara variabel independen dan reaksi investor saham. Leverage diukur

menggunakan Debt to Asset Ratio (DAR). Model regresi moderasi dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR = \alpha + \beta_1 ESGc + \beta_2 SIZEc + \beta_3 ROEc + \beta_4 DARc + \beta_5 (ESGc \times DARc) + \beta_6 (SIZEc \times DARc) + \beta_7 (ROEc \times DARc) + \varepsilon$$

Keterangan :

CAR = Cumulative Abnormal Return (Y)
 ESG = ESG Disclosure (X_1)
 $SIZE$ = Firm Size (X_2)
 ROE = Return On Equity (X_3)/Profitabilitas
 DAR = Debt to Asset Ratio (Z)/Leverage
 α = Konstanta
 $\beta_1 - \beta_7$ = Koefisien Regresi
 ε = *Error term*

Interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi digunakan untuk mengetahui apakah leverage mampu memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham.

Selain itu, perhitungan Cumulative Abnormal Return (CAR) dilakukan dengan terlebih dahulu menghitung abnormal return (AR) menggunakan market-adjusted model, dengan rumus sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$$CAR = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Keterangan:

AR_{it} = Abnormal return saham i pada periode t
 R_{it} = Return aktual saham i pada periode t
 R_{mt} = Return pasar pada periode t
 t_1-t_2 = jendela peristiwa (event window)

3.8 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kebenaran hipotesis yang telah dirumuskan berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi memenuhi seluruh asumsi klasik, sehingga hasil pengujian dapat diinterpretasikan secara valid. Seluruh pengujian hipotesis dilakukan dengan tingkat signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0,05$), yang umum digunakan dalam penelitian bidang akuntansi dan keuangan.

Tahap pertama dalam pengujian hipotesis adalah uji t (uji parsial). Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas, terhadap reaksi investor saham secara individual. Selain itu, uji t juga digunakan untuk menguji signifikansi koefisien interaksi antara variabel independen dan leverage sebagai variabel moderasi. Hipotesis dinyatakan diterima apabila nilai signifikansi (p-value) lebih kecil dari 0,05 dan koefisien regresi menunjukkan arah pengaruh yang sesuai dengan hipotesis penelitian.

Tahap kedua adalah uji F (uji simultan). Uji F bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor saham. Uji ini digunakan untuk menilai kelayakan model regresi secara keseluruhan. Hipotesis simultan diterima apabila nilai signifikansi uji F lebih kecil dari 0,05, yang menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan layak dan mampu menjelaskan hubungan antarvariabel dalam penelitian.

Tahap ketiga adalah uji koefisien determinasi (R^2). Uji ini digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi reaksi investor saham. Nilai R^2 yang semakin mendekati satu menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan penjelasan yang semakin baik, sedangkan nilai R^2 yang kecil menunjukkan bahwa masih terdapat variabel lain di luar model yang memengaruhi reaksi investor saham.

Tahap keempat adalah uji moderasi, yang dilakukan melalui pengujian variabel interaksi dalam model Moderated Regression Analysis (MRA). Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah leverage mampu memoderasi hubungan antara ESG disclosure, firm size, dan profitabilitas terhadap reaksi investor saham. Variabel leverage dinyatakan sebagai variabel moderasi apabila koefisien interaksi antara leverage dan variabel independen signifikan secara statistik. Hasil uji moderasi ini menunjukkan apakah leverage memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen terhadap reaksi investor saham.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan objek penelitian berupa perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2024. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik purposive sampling berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dalam penelitian. Berdasarkan proses pemilihan sampel tersebut, diperoleh 32 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian dengan jumlah keseluruhan 128 observasi, yang terdiri dari 32 perusahaan selama empat tahun pengamatan.

Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari annual report, sustainability report, serta data harga saham perusahaan selama periode penelitian. Variabel yang digunakan terdiri atas ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, dan Reaksi Investor. ESG Disclosure diukur menggunakan ESG Disclosure Index, Firm Size diukur menggunakan Ln Total Assets, Profitabilitas diproksikan dengan Return on Equity (ROE), sedangkan Leverage diproksikan menggunakan Debt to Asset Ratio (DAR). Adapun Reaksi Investor diukur menggunakan Abnormal Return dalam pendekatan event study.

Selanjutnya, data yang telah dikumpulkan diolah dan dianalisis menggunakan IBM SPSS Statistics. Analisis dilakukan melalui statistik deskriptif, pengujian persyaratan analisis, serta pengujian hipotesis menggunakan Moderated Regression Analysis (MRA) untuk mengetahui pengaruh ESG Disclosure, Firm

Size, dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor serta menguji kemampuan Leverage dalam memoderasi hubungan tersebut.

4.2 Hasil Penelitian

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif merupakan tahap awal dalam pengolahan data penelitian yang bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data dari setiap variabel yang digunakan. Melalui analisis statistik deskriptif, peneliti dapat mengetahui nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (*standard deviation*) dari masing-masing variabel penelitian. Informasi tersebut penting untuk memberikan gambaran mengenai kondisi data penelitian sebelum dilakukan pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi moderasi (*Moderated Regression Analysis*). Dengan demikian, statistik deskriptif tidak digunakan untuk menguji hubungan antarvariabel, tetapi lebih berfungsi untuk menjelaskan karakteristik data yang digunakan dalam penelitian.

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan SPSS, diketahui bahwa jumlah observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 128 data perusahaan yang memenuhi kriteria sampel selama periode penelitian. Variabel yang dianalisis meliputi Reaksi Investor sebagai variabel dependen, ESG Disclosure, Firm Size, dan Profitabilitas sebagai variabel independen, serta Leverage sebagai variabel moderasi. Hasil analisis statistik deskriptif disajikan pada Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4. 1 *Descriptive Statistics*

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Reaksi Investor	128	-.36	.26	-.0013	.08570
ESG Disclosure	128	.17	.95	.5971	.22565
Firm Size	128	26.97	32.76	30.1038	1.45827
Profitabilitas	128	-.34	1.25	.2260	.24054
Leverage	128	.05	.88	.4268	.19331
<i>Valid N (listwise)</i>	128				

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan Tabel 4.1, variabel Reaksi Investor memiliki nilai minimum sebesar -0,36 dan nilai maksimum sebesar 0,26 dengan rata-rata (mean) sebesar -0,0013 serta standar deviasi sebesar 0,08570. Nilai rata-rata yang mendekati nol menunjukkan bahwa secara umum perusahaan dalam sampel tidak mengalami abnormal return yang tinggi selama periode pengamatan. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa reaksi investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan cenderung relatif kecil atau stabil. Di sisi lain, rentang nilai antara minimum dan maksimum menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang memperoleh respons pasar negatif maupun positif, sehingga perilaku investor terhadap informasi perusahaan masih menunjukkan variasi. Standar deviasi yang lebih besar dibandingkan nilai rata-rata mengindikasikan bahwa tingkat penyebaran data reaksi investor cukup tinggi. Dengan kata lain, respons investor terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan tidak bersifat seragam, melainkan dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing perusahaan serta kondisi pasar selama periode penelitian.

Variabel ESG Disclosure memiliki nilai minimum sebesar 0,17, nilai maksimum sebesar 0,95, rata-rata sebesar 0,5971, dan standar deviasi sebesar

0,22565. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam sampel telah mengungkapkan sekitar 59,71% indikator ESG yang digunakan dalam penelitian. Hasil ini mengindikasikan bahwa kesadaran perusahaan terhadap praktik keberlanjutan mulai meningkat, meskipun tingkat pengungkapan antarperusahaan masih belum merata. Perbedaan tersebut terlihat dari rentang nilai minimum dan maksimum yang cukup lebar, yang menunjukkan adanya perusahaan dengan tingkat pengungkapan ESG yang masih rendah serta perusahaan yang telah mengungkapkan hampir seluruh indikator ESG. Standar deviasi yang lebih kecil daripada nilai rata-rata menunjukkan bahwa penyebaran data ESG Disclosure relatif baik, sehingga tidak terdapat variasi yang terlalu ekstrem di antara perusahaan sampel. Temuan ini mencerminkan bahwa implementasi pengungkapan ESG di Indonesia telah berkembang, tetapi tingkat kepatuhan dan kualitas pengungkapannya masih berbeda-beda sesuai dengan karakteristik dan kebijakan masing-masing perusahaan.

Variabel Firm Size memiliki nilai minimum sebesar 26,97, nilai maksimum sebesar 32,76, rata-rata sebesar 30,1038, dan standar deviasi sebesar 1,45827. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan dengan ukuran aset yang relatif besar. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sampel memiliki kapasitas ekonomi yang cukup tinggi dan memiliki sumber daya yang lebih besar dalam menjalankan aktivitas operasional maupun pengungkapan informasi kepada publik. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan rata-rata mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan dalam penelitian ini relatif homogen. Meskipun

demikian, masih terdapat variasi ukuran perusahaan yang dapat memberikan perbedaan dalam kemampuan perusahaan mengelola informasi, termasuk informasi terkait ESG maupun kinerja keuangan.

Variabel Profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar -0,34, nilai maksimum sebesar 1,25, nilai rata-rata sebesar 0,2260, dan standar deviasi sebesar 0,24054. Nilai minimum yang bernilai negatif menunjukkan bahwa masih terdapat perusahaan yang mengalami kerugian selama periode penelitian. Sebaliknya, nilai maksimum sebesar 1,25 menunjukkan bahwa terdapat perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi. Nilai rata-rata sebesar 0,2260 mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan mampu menghasilkan laba yang cukup baik dibandingkan dengan sumber daya yang dimiliki. Standar deviasi yang relatif mendekati nilai rata-rata menunjukkan bahwa variasi profitabilitas antarperusahaan masih cukup tinggi. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti efisiensi operasional, strategi bisnis, kondisi industri, dan dinamika ekonomi selama periode penelitian.

Selanjutnya, variabel Leverage memiliki nilai minimum sebesar 0,05, nilai maksimum sebesar 0,88, nilai rata-rata sebesar 0,4268, dan standar deviasi sebesar 0,19331. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel memiliki tingkat penggunaan utang sekitar 42,68% berdasarkan proksi leverage yang digunakan dalam penelitian. Angka tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung menggunakan kombinasi pendanaan yang cukup seimbang antara modal sendiri dan utang dalam menjalankan aktivitas operasionalnya.

Standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata menunjukkan bahwa variasi leverage antarperusahaan relatif rendah. Dengan demikian, tingkat penggunaan utang pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian cenderung berada pada kisaran yang tidak jauh berbeda.

Secara keseluruhan, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa data penelitian memiliki karakteristik yang cukup baik untuk dianalisis lebih lanjut. Seluruh variabel independen memiliki nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya, yang mengindikasikan bahwa penyebaran data relatif homogen dan tidak didominasi oleh nilai-nilai ekstrem. Selain itu, jumlah observasi sebanyak 128 data memberikan ukuran sampel yang memadai untuk melakukan analisis regresi moderasi. Karakteristik data tersebut memberikan dasar yang baik bagi pengujian asumsi klasik dan pengujian hipotesis pada tahap selanjutnya, sehingga hasil analisis yang diperoleh diharapkan dapat menggambarkan hubungan antara ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, dan Reaksi Investor secara lebih akurat.

4.2.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis menggunakan *Moderated Regression Analysis (MRA)*, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik bertujuan untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan telah memenuhi asumsi-asumsi dasar dalam analisis regresi linear sehingga estimasi parameter yang dihasilkan bersifat *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Model regresi yang memenuhi asumsi klasik akan

menghasilkan estimasi yang tidak bias, efisien, dan dapat dipercaya sebagai dasar dalam pengambilan keputusan penelitian.

Dalam penelitian ini, pengujian asumsi klasik dilakukan terhadap residual model regresi yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Keempat pengujian tersebut merupakan tahapan penting untuk memastikan bahwa hubungan antara ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, dan Reaksi Investor dapat dianalisis secara tepat menggunakan *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Hasil masing-masing pengujian dijelaskan sebagai berikut.

A. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual yang dihasilkan dari model regresi berdistribusi normal. Dalam analisis regresi linear, yang diuji bukanlah normalitas data mentah masing-masing variabel, melainkan normalitas residual. Hal ini dikarenakan residual merupakan selisih antara nilai aktual dan nilai prediksi model regresi. Apabila residual berdistribusi normal, maka estimasi parameter regresi dapat dikatakan memenuhi salah satu asumsi penting dalam analisis regresi sehingga hasil pengujian hipotesis menjadi lebih valid.

Pada penelitian ini, uji normalitas dilakukan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* terhadap nilai *Unstandardized Residual*. Penggunaan uji Kolmogorov-Smirnov dipilih karena jumlah sampel penelitian mencapai 128 observasi, sehingga metode ini dinilai sesuai untuk menguji distribusi normal

residual. Selain itu, SPSS juga menghasilkan nilai *Monte Carlo Significance* yang memberikan estimasi signifikansi yang lebih stabil ketika jumlah sampel relatif besar.

Tabel 4. 2 *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

		<i>Unstandardized Residual</i>
<i>N</i>		128
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.08111924
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.063
	<i>Positive</i>	.063
	<i>Negative</i>	-.050
<i>Test Statistic</i>		.063
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)^c</i>		.200 ^d
<i>Monte Carlo Sig. (2-tailed)^e</i>	<i>Sig.</i>	.249
	<i>99% Confidence Interval</i>	<i>Lower Bound</i> .238
		<i>Upper Bound</i> .261

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

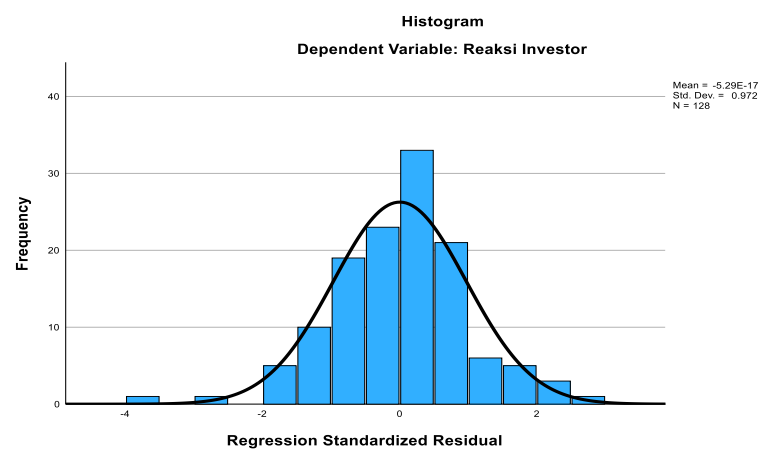
e. Lilliefors' method based on 10000 Monte Carlo samples with starting seed 2000000.

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.2, diperoleh nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,200, sedangkan nilai *Monte Carlo Sig.* sebesar 0,249. Kedua nilai tersebut lebih besar daripada tingkat signifikansi 0,05 sehingga menunjukkan bahwa residual model regresi berdistribusi normal. Dengan demikian, hipotesis nol (H_0) yang menyatakan bahwa residual berdistribusi normal tidak dapat ditolak. Oleh karena itu, model regresi dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi normalitas.

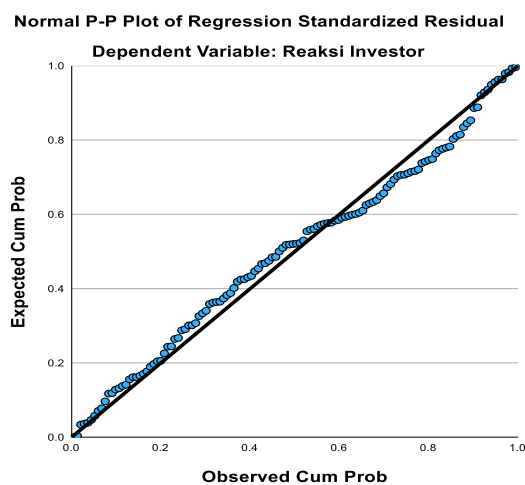
Selain didukung oleh uji statistik, normalitas residual juga diperkuat melalui grafik histogram pada Gambar 4.1 dan *Normal Probability Plot (Normal*

P-P Plot) pada Gambar 4.2. Histogram menunjukkan pola distribusi yang menyerupai kurva normal, sedangkan titik-titik pada grafik *Normal P-P Plot* mengikuti garis diagonal tanpa penyimpangan yang berarti. Hal tersebut menunjukkan bahwa distribusi residual tidak mengalami skewness maupun kurtosis yang berlebihan sehingga semakin memperkuat kesimpulan bahwa residual berdistribusi normal.



Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Gambar 4. 1 Grafik Histogram



Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Gambar 4. 2 Normal Probability Plot (Normal P-P Plot)

Terpenuhinya asumsi normalitas memberikan keyakinan bahwa model regresi telah memenuhi salah satu syarat utama dalam analisis *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Dengan demikian, hasil estimasi koefisien regresi dan pengujian hipotesis yang dilakukan pada tahap berikutnya dapat diinterpretasikan secara lebih akurat. Selain itu, normalitas residual juga menunjukkan bahwa variasi kesalahan prediksi model masih berada dalam batas yang dapat diterima sehingga hasil penelitian memiliki tingkat validitas yang baik.

B. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan atau korelasi yang sangat kuat antarvariabel independen dalam model regresi. Keberadaan multikolinearitas dapat menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak stabil, meningkatkan standar error, dan menyulitkan dalam mengidentifikasi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, pengujian multikolinearitas menjadi salah satu tahapan penting sebelum dilakukan analisis regresi moderasi.

Dalam penelitian ini, multikolinearitas diuji menggunakan nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Menurut Ghazali (2021), model regresi dinyatakan bebas dari multikolinearitas apabila nilai *Tolerance* lebih besar dari 0,10 dan nilai *VIF* lebih kecil dari 10. Kriteria tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan linear yang berlebihan antarvariabel independen

sehingga setiap variabel mampu menjelaskan pengaruhnya secara mandiri terhadap variabel dependen.

Tabel 4. 3 *Coefficients* pada Uji Multikolinearitas

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlati on	Collinearity Statistics		
					Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1 Firm Size	-59.874 ^b	-2.360	.020	-.211	1.116E-5	89595.285	1.116E-5

a. Dependent Variable: Reaksi Investor

b. Predictors in the Model: (Constant), PROF.LEV, ESG.LEV, Leverage, SIZE.LEV, ESG Disclosure, Profitabilitas

Berdasarkan hasil pengujian awal pada tabel 4.3, ditemukan adanya indikasi multikolinearitas yang tinggi dimana Nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada beberapa variabel menunjukkan nilai yang sangat besar, bahkan Firm Size memiliki nilai VIF sebesar 89.595,285 dan dikeluarkan oleh SPSS dari model akibat masalah kolinearitas. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, penelitian ini melakukan *mean centering* terhadap variabel yang terlibat dalam pembentukan variabel interaksi. *Mean centering* dilakukan dengan mengurangi setiap nilai observasi dengan nilai rata-rata variabel tersebut (McClelland et al., 2017). Prosedur ini tidak mengubah hubungan substantif antarvariabel maupun informasi dasar yang terkandung dalam data, tetapi membantu mengurangi korelasi non-esensial antara variabel utama dan variabel interaksi sehingga estimasi efek moderasi dapat diinterpretasikan dengan lebih baik.

Tabel 4. 4 *Coefficients* pada Uji Multikolinearitas Sesudah *Mean-Centering*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error				Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.001	.008		-.068	.946		
ESG_C	.134	.042	.353	3.159	.002	.599	1.669
SIZE_C	-.018	.007	-.302	-2.415	.017	.477	2.097
PROF_C	.073	.036	.205	2.053	.042	.746	1.341
LEV_C	.070	.044	.157	1.585	.115	.765	1.307
ESG.LEV_C	-.046	.201	-.023	-.228	.820	.744	1.345
SIZE.LEV_C	-.008	.034	-.024	-.241	.810	.778	1.285
PRO.LEV_C	-.273	.196	-.143	-1.394	.166	.710	1.409

a. Dependent Variable: Reaksi Investor

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Pada Tabel 4.4 Hasil pengujian setelah dilakukannya mean centering menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai *Tolerance* antara 0,477 hingga 0,778, sedangkan nilai VIF berkisar antara 1,285 hingga 2,097. Seluruh nilai tersebut memenuhi kriteria yang telah ditetapkan, yaitu nilai *Tolerance* berada di atas 0,10 dan nilai VIF jauh di bawah angka 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa *ESG Disclosure*, *Firm Size*, *Profitabilitas*, *Leverage*, maupun variabel interaksi hasil perkalian antara variabel independen dengan variabel moderasi tidak memiliki hubungan yang terlalu tinggi satu sama lain. Kondisi ini menunjukkan bahwa setiap variabel masih mampu memberikan informasi yang berbeda dalam menjelaskan perubahan Reaksi Investor. Selain itu, penggunaan teknik *mean centering*

sebelum membentuk variabel interaksi terbukti efektif dalam menurunkan potensi multikolinearitas yang umumnya muncul pada penelitian dengan variabel moderasi.

Tidak ditemukannya gejala multikolinearitas memberikan implikasi bahwa koefisien regresi yang dihasilkan relatif stabil dan tidak mengalami distorsi akibat hubungan yang terlalu tinggi antarvariabel independen. Oleh karena itu, hasil pengujian hipotesis yang dilakukan pada tahap berikutnya dapat dipercaya sebagai dasar dalam menarik kesimpulan penelitian.

C. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara residual pada suatu observasi dengan residual pada observasi lainnya dalam model regresi. Autokorelasi umumnya menjadi perhatian pada penelitian yang menggunakan data runtut waktu (*time series*), namun pada data panel yang dianalisis menggunakan regresi juga perlu dipastikan bahwa residual tidak saling berkorelasi. Apabila autokorelasi terjadi, maka varians residual menjadi tidak independen sehingga dapat mengurangi efisiensi model regresi.

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan statistik *Durbin-Watson (DW)*. Nilai Durbin-Watson berkisar antara 0 hingga 4, di mana nilai yang mendekati angka 2 menunjukkan bahwa residual tidak mengalami autokorelasi (Field, 2018). Sebaliknya, nilai yang terlalu mendekati 0 mengindikasikan adanya autokorelasi positif, sedangkan nilai yang mendekati 4 menunjukkan adanya autokorelasi negatif.

Tabel 4. 5 Model Summary^b pada Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.323 ^a	.104	.052	.08345	1.924

a. Predictors: (Constant), PRO.LEV_C, ESG_C, SIZE.LEV_C, LEV_C, PROF_C, ESG.LEV_C, SIZE_C

b. Dependent Variable: Reaksi Investor

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.5, diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,924. Nilai tersebut berada sangat dekat dengan angka 2 sehingga menunjukkan bahwa residual model regresi tidak mengalami autokorelasi. Dengan demikian, residual antarobservasi bersifat independen dan tidak saling memengaruhi.

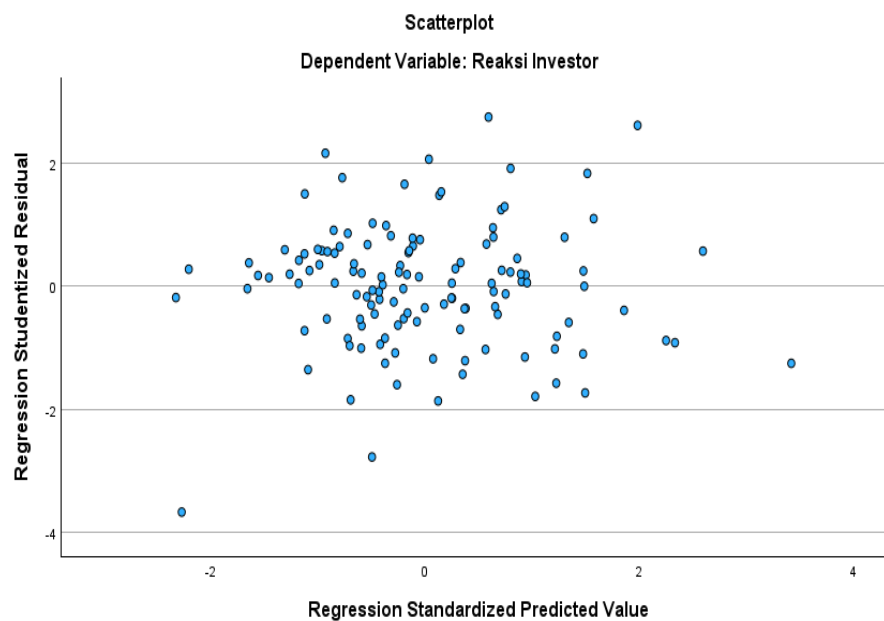
Kemudian tidak ditemukannya autokorelasi menunjukkan bahwa model regresi mampu memberikan estimasi parameter yang efisien. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa variasi kesalahan prediksi pada suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh kesalahan prediksi perusahaan lainnya selama periode penelitian. Dengan demikian, model regresi memenuhi salah satu syarat penting dalam analisis MRA.

D. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah varians residual pada model regresi bersifat konstan (*homoskedastisitas*) atau justru berbeda-beda (*heteroskedastisitas*). Model regresi yang baik adalah model yang memiliki varians residual yang relatif sama pada seluruh nilai prediksi. Apabila terjadi heteroskedastisitas, maka hasil estimasi koefisien regresi dapat menjadi

kurang efisien dan menyebabkan kesalahan dalam pengambilan keputusan statistik.

Dalam penelitian ini, pengujian heteroskedastisitas dilakukan menggunakan grafik *Scatterplot* antara nilai *Regression Studentized Residual* dengan *Regression Standardized Predicted Value*. Metode ini digunakan untuk melihat pola penyebaran residual secara visual. Apabila titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu, maka model regresi dinyatakan tidak mengalami heteroskedastisitas.



Gambar 4. 3 *Scatterplot* pada uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil *Scatterplot* pada Gambar 4.3, terlihat bahwa titik-titik residual menyebar secara acak di atas dan di bawah garis nol pada sumbu Y. Selain itu, tidak terlihat pola tertentu seperti pola mengerucut (*funnel*), melebar, maupun bergelombang. Penyebaran titik yang acak tersebut menunjukkan

bahwa varians residual bersifat konstan pada seluruh nilai prediksi, sehingga model regresi memenuhi asumsi homoskedastisitas.

Terpenuhinya asumsi homoskedastisitas menunjukkan bahwa model regresi tidak mengalami masalah perbedaan varians residual. Dengan demikian, estimasi koefisien regresi yang diperoleh dapat dianggap efisien dan tidak dipengaruhi oleh perubahan varians residual pada tingkat prediksi tertentu. Hal ini semakin memperkuat bahwa model regresi yang digunakan telah memenuhi seluruh asumsi klasik yang diperlukan dalam analisis *Moderated Regression Analysis (MRA)*.

4.2.3 Analisis Regresi (Pengujian Hipotesis)

A. Analisis *Moderated Regression Analysis (MRA)*

Analisis Moderated Regression Analysis (MRA) merupakan pengembangan dari analisis regresi linear berganda yang digunakan untuk menguji apakah suatu variabel moderasi mampu memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam penelitian ini, MRA digunakan untuk menganalisis pengaruh ESG Disclosure, Firm Size, dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor dengan Leverage sebagai variabel moderasi. Penggunaan MRA dinilai tepat karena penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh langsung (*direct effect*), tetapi juga menguji apakah tingkat leverage perusahaan mampu mengubah kekuatan hubungan antara variabel independen dengan Reaksi Investor.

Sebelum membentuk variabel interaksi, seluruh variabel independen dan variabel moderasi telah dilakukan proses *mean centering*. Proses ini bertujuan untuk mengurangi potensi multikolinearitas yang umumnya muncul akibat pembentukan variabel interaksi dalam model regresi. *Mean centering* dilakukan dengan mengurangi nilai setiap observasi dengan nilai rata-rata masing-masing variabel. Teknik ini tidak mengubah hubungan antarvariabel maupun tingkat signifikansi model, tetapi membantu menghasilkan estimasi koefisien regresi yang lebih stabil. Hal ini juga dibuktikan dengan hasil uji multikolinearitas yang menunjukkan seluruh nilai VIF berada jauh di bawah angka 10, sehingga model regresi bebas dari gejala multikolinearitas.

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini melibatkan tujuh variabel prediktor, yaitu tiga variabel independen (ESG Disclosure, Firm Size, dan Profitabilitas), satu variabel moderasi (Leverage), serta tiga variabel interaksi (ESG×Leverage, Firm Size×Leverage, dan Profitabilitas×Leverage).

Persamaan regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} CAR &= -0,001 + 0,134ESG_c - 0,018SIZE_c + 0,073ROE_c \\ &+ 0,070DAR_c - 0,046(ESG_c \times DAR_c) \\ &+ -0,008(SIZE_c \times DAR_c) - 0,273(ROE_c \times DAR_c) + \varepsilon \end{aligned}$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa setiap koefisien regresi menggambarkan arah hubungan masing-masing variabel terhadap Reaksi Investor. Nilai konstanta sebesar -0,001 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen, variabel moderasi, dan variabel interaksi diasumsikan bernilai nol, maka Reaksi Investor diperkirakan sebesar -0,001. Nilai konstanta yang sangat kecil menunjukkan bahwa perubahan Reaksi Investor lebih banyak

dipengaruhi oleh variabel-variabel yang terdapat dalam model dibandingkan oleh nilai dasar konstanta itu sendiri.

Koefisien regresi ESG Disclosure sebesar 0,134 menunjukkan hubungan positif. Artinya, semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG, maka Reaksi Investor cenderung meningkat, dengan asumsi variabel lain konstan. Sebaliknya, koefisien Firm Size sebesar -0,018 menunjukkan hubungan negatif, yang mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, Reaksi Investor justru cenderung menurun. Kondisi ini menarik karena berbeda dengan sebagian besar penelitian terdahulu, sehingga memerlukan pembahasan teoritis yang lebih mendalam pada bagian pembahasan hipotesis. Sementara itu, koefisien Profitabilitas sebesar 0,073 menunjukkan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan meningkatkan Reaksi Investor.

Pada variabel moderasi, Leverage memiliki koefisien positif sebesar 0,070, namun secara statistik tidak signifikan (Sig. = 0,115). Hal ini menunjukkan bahwa leverage tidak memiliki pengaruh langsung yang meyakinkan terhadap Reaksi Investor. Lebih lanjut, seluruh koefisien variabel interaksi juga tidak signifikan, yaitu $ESG \times Leverage$ (Sig. = 0,820), $Firm\ Size \times Leverage$ (Sig. = 0,810), dan $Profitabilitas \times Leverage$ (Sig. = 0,166). Dengan demikian, leverage tidak terbukti memoderasi hubungan antara ESG Disclosure, Firm Size, maupun Profitabilitas terhadap Reaksi Investor.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa tingkat utang perusahaan bukan merupakan faktor yang mampu memperkuat ataupun memperlemah respons investor terhadap informasi ESG, ukuran perusahaan, maupun profitabilitas. Hal

ini dapat mengindikasikan bahwa investor pada perusahaan-perusahaan sampel lebih mempertimbangkan kualitas informasi fundamental dan keberlanjutan perusahaan dibandingkan struktur pendanaannya ketika mengambil keputusan investasi. Selain itu, kondisi pasar modal Indonesia yang masih berada pada tahap perkembangan dalam penerapan investasi berkelanjutan memungkinkan leverage belum menjadi faktor utama yang memengaruhi persepsi investor terhadap informasi ESG maupun kinerja perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil analisis MRA menunjukkan bahwa model penelitian mampu menjelaskan adanya pengaruh langsung dari beberapa variabel independen terhadap Reaksi Investor, namun belum mampu membuktikan adanya efek moderasi dari Leverage. Temuan ini memberikan indikasi bahwa hubungan antara ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, dan Reaksi Investor lebih bersifat langsung (*direct relationship*) daripada hubungan yang dipengaruhi oleh kondisi leverage perusahaan. Oleh karena itu, pembahasan selanjutnya akan difokuskan pada pengujian kelayakan model melalui koefisien determinasi, uji simultan (Uji F), serta pengujian hipotesis secara parsial (Uji t) untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai hasil penelitian.

B. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) merupakan ukuran statistik yang digunakan untuk mengetahui sejauh mana kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Dalam penelitian ini, koefisien

determinasi digunakan untuk mengukur kemampuan ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, serta variabel interaksi dalam menjelaskan perubahan Reaksi Investor. Semakin besar nilai koefisien determinasi, maka semakin besar pula kemampuan model dalam menjelaskan fenomena yang diteliti.

Tabel 4. 6 *Model Summary*^b pada Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.323 ^a	.104	.052	.08345	1.924

a. Predictors: (Constant), PRO.LEV_C, ESG_C, SIZE.LEV_C, LEV_C, PROF_C, ESG.LEV_C, SIZE_C

b. Dependent Variable: Reaksi Investor

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan hasil analisis regresi moderasi diperoleh nilai R Square sebesar 0,104 atau 10,4%, sedangkan nilai Adjusted R Square sebesar 0,052 atau 5,2%. Nilai Adjusted R Square digunakan sebagai dasar interpretasi karena model penelitian melibatkan lebih dari satu variabel independen dan variabel moderasi. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, serta variabel interaksinya mampu menjelaskan 5,2% variasi Reaksi Investor, sedangkan 94,8% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Nilai koefisien determinasi yang relatif rendah tidak serta-merta menunjukkan bahwa model penelitian tidak baik. Dalam penelitian yang berkaitan dengan pasar modal, khususnya yang menggunakan Reaksi Investor sebagai variabel dependen, nilai koefisien determinasi yang rendah merupakan kondisi yang umum dijumpai. Hal tersebut disebabkan oleh perilaku investor yang dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal yang bersifat kompleks dan

dinamis. Reaksi investor tidak hanya dipengaruhi oleh informasi ESG, ukuran perusahaan, profitabilitas, maupun leverage, tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi, tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar, sentimen pasar, kebijakan pemerintah, kondisi geopolitik, volatilitas pasar modal, hingga faktor psikologis investor dalam mengambil keputusan investasi.

Selain faktor eksternal, karakteristik informasi yang diterima investor juga turut memengaruhi besarnya variasi Reaksi Investor. Investor tidak hanya mempertimbangkan informasi yang berasal dari laporan tahunan perusahaan, tetapi juga memperhatikan berbagai informasi lain seperti pengumuman dividen, perubahan manajemen, aksi korporasi, kondisi industri, kinerja pesaing, serta ekspektasi terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, meskipun variabel ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, dan Leverage memiliki kontribusi terhadap Reaksi Investor, pengaruhnya relatif kecil apabila dibandingkan dengan berbagai faktor lain yang turut membentuk keputusan investasi.

Dari perspektif akademik, hasil ini menunjukkan bahwa model penelitian masih memiliki kemampuan dalam menjelaskan Reaksi Investor, meskipun kontribusinya terbatas. Temuan ini sekaligus membuka peluang bagi penelitian selanjutnya untuk menambahkan variabel lain yang lebih mampu menjelaskan perilaku investor, seperti earnings surprise, likuiditas saham, risiko sistematis (beta), corporate governance, kualitas laba, kebijakan dividen, maupun variabel makroekonomi. Dengan demikian, model penelitian pada masa mendatang diharapkan mampu menghasilkan nilai koefisien determinasi yang

lebih tinggi sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi Reaksi Investor.

C. Uji Signifikansi Simultan (F)

Uji signifikansi simultan atau Uji F bertujuan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, Uji F digunakan untuk mengetahui apakah ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, serta seluruh variabel interaksi secara simultan mampu menjelaskan perubahan Reaksi Investor.

Tabel 4. 7 *ANOVA* pada Uji F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.097	7	.014	1.992	.062 ^b
	Residual	.836	120	.007		
	Total	.933	127			

a. Dependent Variable: Reaksi Investor

b. Predictors: (Constant), PRO.LEV_C, ESG_C, SIZE.LEV_C, LEV_C, PROF_C, ESG.LEV_C, SIZE_C

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tabel 4.7 diperoleh nilai F hitung sebesar 1,992 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,062. Nilai signifikansi tersebut lebih besar daripada tingkat signifikansi penelitian sebesar 0,05, sehingga secara statistik model regresi tidak signifikan secara simultan pada taraf signifikansi 5%. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa

seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap Reaksi Investor tidak didukung pada tingkat signifikansi 5%.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa meskipun terdapat beberapa variabel yang berpengaruh secara individual terhadap Reaksi Investor, namun ketika seluruh variabel dimasukkan secara bersamaan ke dalam model regresi, kontribusi gabungannya belum cukup kuat untuk menjelaskan perubahan Reaksi Investor secara signifikan. Kondisi ini sejalan dengan nilai Adjusted R Square yang relatif rendah, yaitu sebesar 5,2%, sehingga kemampuan model dalam menjelaskan variasi Reaksi Investor masih terbatas.

Meskipun demikian, hasil Uji F ini tidak berarti bahwa penelitian gagal atau model regresi tidak layak digunakan. Dalam penelitian pasar modal, khususnya yang menggunakan variabel dependen berupa abnormal return atau Reaksi Investor, hasil Uji F yang tidak signifikan masih sering dijumpai karena perilaku investor dipengaruhi oleh banyak faktor yang sulit dikontrol dalam satu model penelitian. Investor sering kali bereaksi terhadap informasi yang berasal dari luar laporan keuangan, seperti kondisi ekonomi, sentimen pasar, berita politik, maupun peristiwa global yang terjadi selama periode penelitian (Meilanta Rantina et al., 2025).

Selain itu, apabila menggunakan tingkat signifikansi 10%, nilai signifikansi sebesar 0,062 sebenarnya masih dapat dikategorikan signifikan. Namun demikian, karena penelitian ini sejak awal menetapkan tingkat signifikansi sebesar 5%, maka interpretasi hasil harus tetap mengacu pada batas

signifikansi tersebut agar konsisten dengan metodologi penelitian yang telah ditetapkan.

D. Uji Signifikansi Parsial (t)

Uji signifikansi parsial dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual. Dalam penelitian ini, Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh ESG Disclosure, Firm Size, Profitabilitas, Leverage, serta masing-masing variabel interaksi terhadap Reaksi Investor. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi masing-masing variabel dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05). Variabel dinyatakan berpengaruh signifikan apabila memiliki nilai signifikansi kurang dari 0,05.

Tabel 4. 8 *Coefficients* pada Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.001	.008		-.068	.946		
ESG_C	.134	.042	.353	3.159	.002	.599	1.669
SIZE_C	-.018	.007	-.302	-2.415	.017	.477	2.097
PROF_C	.073	.036	.205	2.053	.042	.746	1.341
LEV_C	.070	.044	.157	1.585	.115	.765	1.307
ESG.LEV_C	-.046	.201	-.023	-.228	.820	.744	1.345
SIZE.LEV_C	-.008	.034	-.024	-.241	.810	.778	1.285
PRO.LEV_C	-.273	.196	-.143	-1.394	.166	.710	1.409

a. Dependent Variable: Reaksi Investor

Sumber: Output SPSS V.31.0.1.0 (2026)

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tabel 4.8, diperoleh bahwa variabel ESG Disclosure memiliki nilai signifikansi sebesar 0,002, Firm Size sebesar 0,017, dan Profitabilitas sebesar 0,042, sehingga ketiga variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap Reaksi Investor. Sebaliknya, variabel Leverage memiliki nilai signifikansi sebesar 0,115, sedangkan variabel interaksi $ESG \times Leverage$, $Firm\ Size \times Leverage$, dan $Profitabilitas \times Leverage$ masing-masing memiliki nilai signifikansi sebesar 0,820, 0,810, dan 0,166, sehingga seluruhnya tidak berpengaruh signifikan terhadap Reaksi Investor.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa informasi mengenai tingkat pengungkapan ESG, ukuran perusahaan, dan profitabilitas masih menjadi pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Sebaliknya, tingkat leverage perusahaan belum mampu menjadi faktor yang mengubah hubungan antara ketiga variabel tersebut dengan Reaksi Investor. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih memfokuskan perhatian pada kualitas informasi perusahaan dan kemampuan perusahaan menghasilkan kinerja yang baik dibandingkan pada struktur pendanaannya.

4.3 Pembahasan

4.3.1 Pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa ESG Disclosure berpengaruh terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil pengujian Moderated Regression Analysis (MRA), diperoleh koefisien regresi sebesar 0,134 dengan nilai signifikansi sebesar 0,002, yang lebih kecil dari tingkat

signifikansi 0,05. Dengan demikian, hipotesis pertama diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa *ESG Disclosure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan informasi *Environmental, Social, and Governance (ESG)* yang dilakukan perusahaan, maka semakin tinggi pula respons positif investor terhadap perusahaan tersebut. Dengan kata lain, investor tidak hanya mempertimbangkan informasi keuangan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi, tetapi juga mulai memperhatikan informasi non-keuangan yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial, keberlanjutan lingkungan, dan tata kelola perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa praktik keberlanjutan telah menjadi salah satu indikator penting dalam menilai prospek perusahaan di masa depan.

Temuan penelitian ini menunjukkan adanya perubahan paradigma dalam perilaku investor. Apabila pada masa lalu keputusan investasi lebih banyak dipengaruhi oleh laba, dividen, dan rasio keuangan, maka saat ini investor mulai memperhatikan kualitas pengelolaan perusahaan secara menyeluruh. Investor menilai bahwa perusahaan yang memiliki komitmen terhadap keberlanjutan cenderung memiliki risiko jangka panjang yang lebih rendah, reputasi yang lebih baik, serta kemampuan yang lebih besar dalam menciptakan nilai perusahaan secara berkelanjutan. Oleh karena itu, pengungkapan ESG menjadi informasi yang relevan bagi investor dalam mengevaluasi kualitas perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Triple Bottom Line Theory yang dikemukakan oleh John Elkington (1997). Teori ini menjelaskan bahwa keberhasilan perusahaan tidak lagi diukur hanya dari aspek keuntungan (*profit*), tetapi juga dari kontribusinya terhadap masyarakat (*people*) dan lingkungan (*planet*). Ketiga aspek tersebut merupakan fondasi utama dari konsep keberlanjutan yang saat ini diwujudkan melalui praktik Environmental, Social, and Governance (ESG).

Dalam konteks penelitian ini, perusahaan yang mengungkapkan informasi ESG secara lebih luas menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba jangka pendek, tetapi juga memperhatikan dampak sosial dan lingkungan dari aktivitas bisnisnya. Investor cenderung memberikan respons positif terhadap perusahaan seperti ini karena dipandang memiliki komitmen terhadap keberlanjutan usaha, pengelolaan risiko yang lebih baik, serta prospek jangka panjang yang lebih menjanjikan. Dengan demikian, hasil penelitian ini memperkuat pandangan bahwa implementasi prinsip People, Planet, dan Profit dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Selain itu, pengungkapan ESG juga menunjukkan bahwa perusahaan telah menerapkan strategi bisnis yang lebih adaptif terhadap perkembangan tuntutan global mengenai keberlanjutan. Dalam beberapa tahun terakhir, isu perubahan iklim, tanggung jawab sosial perusahaan, serta tata kelola yang baik semakin menjadi perhatian investor institusional maupun regulator pasar modal. Oleh karena itu, perusahaan yang mampu mengintegrasikan ketiga dimensi

Triple Bottom Line dalam aktivitas bisnisnya akan memperoleh legitimasi yang lebih tinggi di mata investor.

Hasil penelitian ini juga mendukung Signaling Theory yang dikemukakan oleh Spence (1973). Menurut teori ini, perusahaan akan menyampaikan informasi kepada pasar sebagai sinyal mengenai kualitas perusahaan. Informasi tersebut digunakan oleh investor untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pihak eksternal.

Dalam penelitian ini, *ESG Disclosure* merupakan salah satu bentuk sinyal yang diberikan perusahaan kepada investor. Pengungkapan informasi ESG menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik, kepedulian terhadap lingkungan, serta tanggung jawab sosial yang tinggi. Investor menangkap informasi tersebut sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, semakin luas pengungkapan ESG yang dilakukan perusahaan, semakin besar pula kemungkinan investor memberikan respons positif terhadap perusahaan tersebut.

Temuan ini menunjukkan bahwa informasi ESG telah berkembang menjadi salah satu informasi strategis yang dipertimbangkan investor dalam mengambil keputusan investasi. Hal ini berbeda dengan beberapa tahun sebelumnya ketika laporan keberlanjutan masih dianggap sebagai pelengkap laporan tahunan. Saat ini, ESG telah menjadi bagian penting dalam proses penilaian perusahaan karena mampu memberikan gambaran mengenai risiko non-keuangan yang mungkin memengaruhi keberlanjutan perusahaan pada masa mendatang.

Hasil penelitian ini juga mendukung Stakeholder Theory yang dikembangkan oleh Freeman (1984). Menurut teori ini, perusahaan memiliki tanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham (shareholders), tetapi juga kepada seluruh pemangku kepentingan (stakeholders), seperti pemerintah, masyarakat, karyawan, konsumen, kreditor, maupun lingkungan.

Perusahaan yang mengungkapkan informasi ESG secara luas menunjukkan adanya komitmen dalam memenuhi kepentingan para stakeholder tersebut. Pengungkapan tersebut meningkatkan transparansi perusahaan sehingga mampu membangun kepercayaan publik terhadap aktivitas bisnis perusahaan. Kepercayaan tersebut pada akhirnya tercermin dalam meningkatnya minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki praktik keberlanjutan yang baik.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, meningkatnya perhatian terhadap isu ESG juga dipengaruhi oleh kebijakan regulator, seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK), yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan kualitas pelaporan keberlanjutan. Kondisi tersebut menyebabkan investor semakin memperhatikan informasi ESG sebagai salah satu dasar dalam mengevaluasi perusahaan sebelum melakukan investasi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Suhendri dan Apriadi (2025) serta Itan et al. (2025) yang menunjukkan bahwa ESG Disclosure berpengaruh positif terhadap return saham dan *market reaction*. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan, sosial, dan tata kelola dapat

menjadi informasi yang dipertimbangkan investor dalam menilai prospek perusahaan sehingga mendorong respons pasar yang lebih positif.

4.3.2 Pengaruh Firm Size terhadap Reaksi Investor

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa Firm Size berpengaruh terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil pengujian Moderated Regression Analysis (MRA), variabel Firm Size memiliki koefisien regresi sebesar -0,018 dengan nilai signifikansi 0,017, yaitu lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa Firm Size berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Dengan demikian, hipotesis kedua diterima, namun arah hubungan yang ditemukan adalah negatif.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan ukuran perusahaan justru diikuti oleh penurunan Reaksi Investor. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dengan total aset yang lebih besar tidak selalu memperoleh respons pasar yang lebih tinggi. Investor tampaknya tidak hanya mempertimbangkan besarnya aset perusahaan sebagai indikator utama dalam mengambil keputusan investasi, tetapi juga menilai efektivitas perusahaan dalam mengelola aset tersebut untuk menciptakan nilai ekonomi.

Secara empiris, hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar belum tentu memiliki prospek pertumbuhan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Dalam beberapa kondisi, perusahaan besar cenderung telah berada pada tahap maturity sehingga peluang pertumbuhan menjadi lebih terbatas. Investor yang berorientasi pada capital gain dapat lebih

tertarik pada perusahaan yang sedang berkembang (growth companies) karena menawarkan potensi kenaikan harga saham yang lebih besar. Oleh karena itu, ukuran perusahaan yang semakin besar tidak selalu direspons positif oleh pasar.

Selain itu, perusahaan besar juga menghadapi kompleksitas operasional yang lebih tinggi, birokrasi yang lebih panjang, serta biaya operasional yang lebih besar. Kondisi tersebut dapat menimbulkan kekhawatiran investor mengenai efisiensi penggunaan sumber daya perusahaan. Dengan demikian, besarnya aset perusahaan tidak secara otomatis mencerminkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai bagi pemegang saham.

Menurut Signaling Theory yang dikemukakan oleh Spence (1973), perusahaan akan memberikan berbagai informasi kepada pasar sebagai sinyal mengenai kualitas perusahaan. Informasi tersebut dapat berupa laporan keuangan, kebijakan dividen, pengungkapan ESG, maupun informasi mengenai ukuran perusahaan.

Secara teoritis, ukuran perusahaan yang besar sering dianggap sebagai sinyal positif karena mencerminkan stabilitas operasional, kemampuan pendanaan yang lebih kuat, serta akses yang lebih mudah terhadap pasar modal. Perusahaan besar umumnya memiliki reputasi yang lebih baik dan lebih mudah memperoleh kepercayaan dari investor maupun kreditor.

Namun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan arah hubungan yang negatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa sinyal yang diberikan oleh ukuran perusahaan tidak selalu diinterpretasikan positif oleh investor. Dalam kondisi tertentu, investor justru menilai bahwa perusahaan yang terlalu besar

memiliki tingkat fleksibilitas yang lebih rendah dalam menghadapi perubahan lingkungan bisnis. Selain itu, perusahaan besar sering menghadapi tantangan berupa tingginya biaya operasional, lambatnya proses pengambilan keputusan, serta meningkatnya risiko inefisiensi.

Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan saja tidak cukup menjadi sinyal yang kuat untuk meningkatkan Reaksi Investor. Investor tampaknya lebih memperhatikan bagaimana perusahaan mengelola sumber daya yang dimiliki dibandingkan sekadar melihat besarnya total aset.

Perusahaan yang memiliki aset dalam jumlah besar umumnya memiliki struktur organisasi yang lebih kompleks. Kompleksitas tersebut menyebabkan proses pengawasan terhadap manajemen menjadi lebih sulit sehingga meningkatkan potensi terjadinya asimetri informasi. Dalam kondisi seperti ini, investor dapat menilai bahwa perusahaan besar memiliki risiko keagenan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil.

Selain itu, perusahaan besar juga memiliki peluang yang lebih besar untuk melakukan investasi yang kurang produktif (*overinvestment*) atau penggunaan sumber daya yang tidak efisien. Investor dapat menganggap bahwa besarnya aset perusahaan belum tentu menghasilkan peningkatan kinerja apabila tidak diimbangi dengan pengelolaan yang efektif. Oleh karena itu, meningkatnya ukuran perusahaan tidak selalu meningkatkan kepercayaan investor.

Meskipun Triple Bottom Line Theory lebih banyak digunakan untuk menjelaskan praktik ESG, teori ini juga dapat digunakan untuk memahami hasil

penelitian mengenai ukuran perusahaan. Perusahaan yang memiliki ukuran besar pada dasarnya memiliki sumber daya yang lebih memadai untuk melaksanakan tanggung jawab terhadap aspek People, Planet, dan Profit.

Namun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak secara otomatis memberikan respons positif hanya karena perusahaan memiliki ukuran yang besar. Investor lebih menghargai bagaimana perusahaan memanfaatkan sumber daya tersebut untuk menciptakan keberlanjutan usaha. Dengan kata lain, perusahaan besar yang gagal menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan atau gagal mengelola sumber daya secara efisien tidak akan memperoleh respons positif dari investor.

Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan bukan merupakan tujuan akhir, melainkan hanya merupakan salah satu karakteristik perusahaan. Yang lebih penting bagi investor adalah bagaimana perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki untuk menciptakan nilai ekonomi sekaligus memberikan manfaat bagi masyarakat dan lingkungan.

Menurut penulis, hasil penelitian ini mencerminkan perubahan perilaku investor di pasar modal Indonesia. Investor mulai bergeser dari pendekatan yang hanya melihat besar kecilnya perusahaan menuju pendekatan yang lebih menekankan pada kualitas perusahaan. Dalam konteks ini, perusahaan besar belum tentu dianggap sebagai pilihan investasi terbaik apabila tidak mampu menunjukkan kinerja yang baik, tata kelola yang efektif, dan komitmen terhadap keberlanjutan.

Hasil ini juga dapat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi selama periode penelitian. Dalam situasi ekonomi yang penuh ketidakpastian, investor cenderung lebih selektif dalam memilih perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar tidak selalu dipandang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi karena sebagian besar telah memasuki tahap kematangan (*mature stage*). Sebaliknya, perusahaan yang lebih kecil tetapi memiliki potensi pertumbuhan tinggi dapat dianggap lebih menarik oleh investor.

Bagi perusahaan, hasil penelitian ini memberikan pesan bahwa peningkatan ukuran aset saja tidak cukup untuk meningkatkan kepercayaan investor. Perusahaan perlu memastikan bahwa aset yang dimiliki dapat dikelola secara produktif dan menghasilkan nilai tambah yang nyata. Efisiensi operasional, kualitas tata kelola, serta transparansi informasi menjadi faktor penting yang harus diperhatikan.

Bagi investor, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan sebaiknya tidak dijadikan satu-satunya dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Investor perlu mengombinasikan informasi mengenai ukuran perusahaan dengan indikator lain seperti profitabilitas, kualitas ESG Disclosure, prospek pertumbuhan, dan efisiensi penggunaan aset agar keputusan investasi menjadi lebih akurat.

4.3.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini menyatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil pengujian Moderated

Regression Analysis (MRA) diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 0,073 dengan nilai signifikansi sebesar 0,042. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05, sehingga menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Dengan demikian, hipotesis ketiga dalam penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, maka semakin positif reaksi investor terhadap saham perusahaan tersebut. Temuan ini mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba masih menjadi salah satu indikator utama yang diperhatikan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi. Profitabilitas mencerminkan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset dan modal yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi cenderung dipersepsikan memiliki prospek usaha yang lebih baik sehingga memperoleh respons positif dari pasar.

Selain itu, tingginya profitabilitas memberikan keyakinan kepada investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menciptakan nilai ekonomi, mempertahankan kelangsungan usaha, serta memenuhi kewajiban kepada pemegang saham maupun kreditor. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba secara konsisten juga dipandang memiliki risiko investasi yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan profitabilitas yang rendah atau bahkan mengalami kerugian. Kondisi tersebut mendorong

meningkatnya minat investor untuk memiliki saham perusahaan sehingga tercermin dalam meningkatnya reaksi investor.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa meskipun isu keberlanjutan melalui ESG semakin mendapat perhatian, informasi mengenai profitabilitas tetap menjadi indikator fundamental yang tidak dapat diabaikan oleh investor. Investor pada dasarnya menginginkan perusahaan yang tidak hanya memiliki komitmen terhadap aspek keberlanjutan, tetapi juga mampu menghasilkan laba yang memadai sebagai dasar penciptaan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Signaling Theory yang dikemukakan oleh Spence (1973). Menurut teori ini, perusahaan akan menyampaikan berbagai informasi kepada pasar sebagai sinyal mengenai kualitas dan prospek perusahaan. Informasi tersebut digunakan investor untuk mengurangi ketidakpastian dan asimetri informasi antara manajemen dengan pihak eksternal.

Dalam penelitian ini, profitabilitas merupakan salah satu sinyal yang paling mudah dipahami oleh investor. Tingkat laba yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola sumber daya secara efisien serta memiliki kemampuan menghasilkan arus kas yang baik pada masa mendatang. Informasi tersebut menjadi sinyal positif (*good news*) yang meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan.

Investor cenderung menganggap bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kemampuan yang lebih besar untuk membayar dividen, melakukan ekspansi usaha, berinvestasi pada proyek-proyek yang

menguntungkan, serta menghadapi ketidakpastian ekonomi. Oleh karena itu, peningkatan profitabilitas akan meningkatkan minat investor untuk membeli saham perusahaan sehingga menghasilkan reaksi pasar yang positif.

Temuan ini menunjukkan bahwa profitabilitas masih menjadi salah satu sinyal fundamental yang sangat diperhatikan oleh investor di pasar modal Indonesia. Meskipun informasi non-keuangan seperti ESG semakin berkembang, informasi mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba tetap memiliki peranan penting dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa manajemen berhasil mengelola sumber daya perusahaan secara efektif sehingga mampu menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Dengan demikian, tingginya profitabilitas dapat dipandang sebagai indikator keberhasilan manajemen dalam menjalankan fungsi pengelolaan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Temuan penelitian ini memperkuat pandangan bahwa profitabilitas bukan hanya mencerminkan keberhasilan operasional perusahaan, tetapi juga menjadi indikator efektivitas tata kelola perusahaan dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Meskipun *Triple Bottom Line Theory* lebih menitikberatkan pada keseimbangan antara aspek People, Planet, dan Profit, teori ini tetap relevan dalam menjelaskan hasil penelitian ini. Dalam konsep *Triple Bottom Line*, dimensi Profit merupakan salah satu pilar utama yang harus dicapai perusahaan agar keberlanjutan usaha dapat terjaga.

Namun demikian, konsep profit dalam *Triple Bottom Line* tidak hanya diartikan sebagai kemampuan menghasilkan laba sebesar-besarnya, melainkan kemampuan perusahaan menciptakan keuntungan secara berkelanjutan tanpa mengabaikan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Dengan demikian, profitabilitas yang tinggi akan memiliki nilai lebih apabila diperoleh melalui praktik bisnis yang bertanggung jawab dan berkelanjutan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor memberikan respons positif terhadap perusahaan yang mampu menghasilkan laba. Akan tetapi, apabila dikaitkan dengan hasil hipotesis pertama mengenai ESG Disclosure, dapat dipahami bahwa investor tidak hanya menginginkan perusahaan yang memperoleh laba tinggi, tetapi juga mengharapkan laba tersebut dihasilkan melalui praktik bisnis yang memperhatikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.

Dengan demikian, temuan penelitian ini semakin memperkuat bahwa keberhasilan perusahaan di era modern tidak cukup hanya diukur dari profitabilitas, tetapi juga dari kemampuan perusahaan dalam mengintegrasikan aspek keberlanjutan ke dalam strategi bisnisnya.

Menurut Stakeholder Theory (Freeman, 1984), perusahaan memiliki tanggung jawab untuk menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan, bukan hanya bagi pemegang saham. Profitabilitas yang tinggi memberikan perusahaan kemampuan finansial untuk memenuhi kepentingan berbagai stakeholder, seperti memberikan imbalan yang layak kepada karyawan, memenuhi kewajiban kepada kreditor, membayar pajak kepada pemerintah,

memberikan dividen kepada pemegang saham, serta melaksanakan program tanggung jawab sosial perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba juga meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata para stakeholder. Investor sebagai salah satu stakeholder akan memandang profitabilitas sebagai bukti bahwa perusahaan memiliki kemampuan mempertahankan kelangsungan usaha (*going concern*) dan menciptakan nilai ekonomi dalam jangka panjang. Oleh karena itu, peningkatan profitabilitas akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan berbagai penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap reaksi investor. Hal tersebut menunjukkan bahwa laba masih menjadi salah satu informasi utama yang digunakan investor dalam mengevaluasi prospek perusahaan. Investor cenderung memberikan respons positif terhadap perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi karena dipandang memiliki kemampuan menghasilkan arus kas, membayar dividen, dan menciptakan pertumbuhan nilai perusahaan di masa mendatang.

Meskipun demikian, terdapat pula beberapa penelitian yang menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor. Perbedaan hasil tersebut dapat dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik industri, periode penelitian, kondisi ekonomi, serta indikator profitabilitas yang digunakan. Oleh karena itu, hasil penelitian ini memberikan

bukti empiris bahwa pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian, profitabilitas masih menjadi faktor penting yang dipertimbangkan investor.

Menurut penulis, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor di Indonesia masih sangat memperhatikan kinerja keuangan perusahaan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Meskipun tren investasi berkelanjutan terus berkembang, investor tetap mengharapkan perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang stabil dan berkelanjutan.

Temuan ini juga mengindikasikan bahwa profitabilitas dan ESG bukanlah dua konsep yang saling menggantikan, melainkan saling melengkapi. Investor tidak hanya mencari perusahaan yang memiliki komitmen terhadap keberlanjutan, tetapi juga menginginkan perusahaan tersebut mampu menciptakan keuntungan yang berkesinambungan. Dengan demikian, strategi perusahaan yang mengintegrasikan kinerja keuangan dengan praktik keberlanjutan akan lebih mampu menarik minat investor dibandingkan perusahaan yang hanya berfokus pada salah satu aspek saja.

Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini menunjukkan pentingnya menjaga tingkat profitabilitas sebagai salah satu faktor yang dapat meningkatkan kepercayaan investor. Namun, peningkatan laba sebaiknya dicapai melalui praktik bisnis yang etis, efisien, dan berkelanjutan agar mampu menciptakan nilai jangka panjang.

Bagi investor, hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa profitabilitas masih merupakan indikator fundamental yang relevan dalam mengevaluasi prospek perusahaan. Oleh karena itu, keputusan investasi

sebaiknya mempertimbangkan profitabilitas bersama dengan kualitas pengungkapan ESG, tata kelola perusahaan, dan prospek pertumbuhan agar menghasilkan keputusan investasi yang lebih komprehensif.

4.3.4 Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor

Hipotesis keempat dalam penelitian ini menyatakan bahwa Leverage mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil pengujian Moderated Regression Analysis (MRA), variabel interaksi antara ESG Disclosure dan Leverage ($ESG \times Leverage$) memiliki koefisien regresi sebesar -0,046 dengan nilai signifikansi sebesar 0,820, yaitu lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, hipotesis keempat ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa Leverage tidak mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor.

Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat utang perusahaan tidak mengubah hubungan antara pengungkapan ESG dengan reaksi investor. Dengan kata lain, baik perusahaan yang memiliki tingkat leverage tinggi maupun rendah tetap memperoleh respons investor yang relatif sama terhadap informasi ESG yang dipublikasikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih memfokuskan perhatian pada kualitas pengungkapan ESG dibandingkan dengan struktur pendanaan perusahaan.

Namun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa leverage tidak mampu memperkuat maupun memperlemah hubungan antara ESG

Disclosure dengan Reaksi Investor. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan utang tidak mengubah cara investor dalam menilai kualitas informasi ESG. Investor tetap menganggap ESG sebagai informasi strategis yang berdiri sendiri dan tidak bergantung pada tinggi rendahnya tingkat leverage perusahaan.

Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam konteks perusahaan sampel, fungsi leverage lebih banyak dipandang sebagai keputusan struktur modal daripada sebagai indikator keberlanjutan perusahaan. Dengan demikian, investor memisahkan penilaian terhadap kualitas ESG dengan keputusan pendanaan perusahaan.

Menurut Signaling Theory, perusahaan menyampaikan informasi kepada pasar untuk mengurangi asimetri informasi. Dalam penelitian ini, ESG Disclosure merupakan sinyal mengenai komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, sedangkan leverage merupakan sinyal mengenai struktur pendanaan dan risiko keuangan perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor memberikan respons terhadap sinyal ESG tanpa dipengaruhi oleh tingkat leverage perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa sinyal keberlanjutan memiliki bobot informasi yang berbeda dengan sinyal struktur modal. Investor tampaknya lebih percaya bahwa pengungkapan ESG mencerminkan kualitas tata kelola dan prospek jangka panjang perusahaan, sedangkan leverage hanya menggambarkan bagaimana perusahaan membiayai aktivitas operasionalnya.

Dengan demikian, keberadaan leverage tidak mengubah makna informasi ESG di mata investor. Triple Bottom Line Theory menekankan bahwa

keberhasilan perusahaan diukur melalui keseimbangan antara aspek People, Planet, dan Profit. ESG Disclosure merupakan implementasi nyata dari konsep tersebut.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor merespons praktik keberlanjutan perusahaan secara langsung tanpa mempertimbangkan tinggi rendahnya tingkat utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa komitmen terhadap keberlanjutan memiliki nilai yang berdiri sendiri dalam membentuk persepsi investor. Investor cenderung lebih memperhatikan bagaimana perusahaan mengelola dampak sosial dan lingkungan dibandingkan bagaimana perusahaan memperoleh sumber pendanaan.

Dengan demikian, temuan ini memperkuat bahwa dalam konteks penelitian ini, ESG merupakan faktor utama, sedangkan leverage bukan merupakan faktor yang memperkuat ataupun memperlemah pengaruh ESG terhadap Reaksi Investor.

Menurut penulis, tidak signifikannya peran leverage sebagai variabel moderasi dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, investor di pasar modal Indonesia mulai memberikan perhatian yang lebih besar terhadap isu keberlanjutan dibandingkan struktur pendanaan perusahaan. Kedua, tingkat leverage pada perusahaan sampel relatif berada dalam kondisi yang masih dapat diterima sehingga belum menjadi faktor yang mengubah persepsi investor terhadap informasi ESG. Ketiga, investor mungkin menilai bahwa perusahaan dengan leverage tinggi belum tentu memiliki risiko yang lebih besar apabila perusahaan tetap mampu menghasilkan laba dan memiliki tata kelola yang baik.

Hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa perusahaan tidak dapat mengandalkan struktur modal sebagai faktor yang memperkuat manfaat pengungkapan ESG dalam memperoleh respons positif dari investor. Fokus utama perusahaan tetap harus diarahkan pada peningkatan kualitas implementasi dan transparansi ESG.

4.3.5 Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh Firm Size terhadap

Reaksi Investor

Hipotesis kelima menyatakan bahwa Leverage mampu memoderasi pengaruh Firm Size terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil pengujian MRA, variabel interaksi Firm Size $\times$ Leverage memiliki koefisien regresi sebesar -0,008 dengan nilai signifikansi sebesar 0,810. Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga hipotesis kelima ditolak.

Hasil ini menunjukkan bahwa leverage tidak mengubah hubungan antara ukuran perusahaan dengan reaksi investor. Baik perusahaan besar maupun kecil memperoleh respons investor yang tidak dipengaruhi oleh tingkat penggunaan utangnya.

Secara teoritis, perusahaan besar umumnya memiliki akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan sehingga leverage diperkirakan dapat memperkuat kepercayaan investor. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak menjadikan leverage sebagai faktor yang menentukan ketika mengevaluasi perusahaan berdasarkan ukurannya.

Menurut penulis, hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan struktur modal merupakan dua informasi yang dinilai secara terpisah oleh investor. Investor tidak menganggap bahwa perusahaan besar dengan leverage tinggi memiliki prospek yang lebih baik dibandingkan perusahaan besar dengan leverage rendah.

4.3.5 Peran Leverage dalam Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor

Hipotesis keenam menyatakan bahwa Leverage mampu memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor. Berdasarkan hasil analisis MRA diperoleh koefisien regresi sebesar -0,273 dengan nilai signifikansi sebesar 0,166. Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga hipotesis keenam ditolak. Dengan demikian, leverage tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan reaksi investor.

Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan laba tetap memperoleh respons positif dari investor, terlepas dari tinggi atau rendahnya tingkat leverage perusahaan. Investor lebih memandang profitabilitas sebagai indikator fundamental yang mencerminkan kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomi.

Menurut Signaling Theory, laba merupakan salah satu sinyal yang paling kuat mengenai prospek perusahaan. Sinyal tersebut tetap dipercaya investor meskipun perusahaan memiliki tingkat leverage yang berbeda-beda.

Dengan demikian, leverage tidak mengurangi maupun memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap reaksi investor.

Selain itu, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor cenderung mengevaluasi profitabilitas sebagai indikator yang berdiri sendiri. Selama perusahaan mampu mempertahankan kinerja keuangan yang baik, tingkat leverage bukan merupakan faktor utama yang memengaruhi keputusan investasi.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Disclosure berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG yang dilakukan perusahaan, semakin positif reaksi investor terhadap saham perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya memperhatikan informasi keuangan, tetapi juga mempertimbangkan informasi mengenai aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan ini mendukung Triple Bottom Line Theory, Signaling Theory, dan Stakeholder Theory yang menyatakan bahwa pengungkapan informasi keberlanjutan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Firm Size berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan ukuran aset yang lebih besar tidak selalu memperoleh respons pasar yang lebih positif. Investor cenderung lebih mempertimbangkan efisiensi pengelolaan aset, prospek pertumbuhan perusahaan, serta kualitas informasi yang disampaikan dibandingkan hanya melihat besarnya total aset perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan bukan menjadi satu-satunya indikator yang digunakan investor dalam menilai prospek investasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Reaksi Investor. Semakin tinggi kemampuan perusahaan

menghasilkan laba, semakin positif respons investor terhadap perusahaan tersebut. Profitabilitas dipandang sebagai sinyal positif mengenai kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomi dan mempertahankan keberlanjutan usaha. Oleh karena itu, investor cenderung memberikan respons yang lebih baik kepada perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Leverage tidak mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap Reaksi Investor. Tingkat leverage perusahaan tidak memperkuat maupun memperlemah hubungan antara ESG Disclosure dengan Reaksi Investor. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menitikberatkan perhatian pada kualitas pengungkapan ESG dibandingkan struktur pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Leverage tidak mampu memoderasi pengaruh Firm Size terhadap Reaksi Investor. Tinggi rendahnya tingkat leverage perusahaan tidak mengubah hubungan antara ukuran perusahaan dan respons investor. Investor tampaknya menilai ukuran perusahaan dan struktur modal sebagai dua informasi yang berbeda dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Leverage tidak mampu memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Reaksi Investor. Kemampuan perusahaan menghasilkan laba tetap menjadi pertimbangan utama investor tanpa dipengaruhi oleh tingkat leverage perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan indikator fundamental yang lebih dominan dibandingkan struktur modal dalam memengaruhi reaksi investor.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka saran yang dapat diberikan yakni Perusahaan disarankan untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG secara lebih komprehensif dan konsisten. Pengungkapan ESG yang baik dapat meningkatkan transparansi perusahaan dan membangun kepercayaan investor. Selain itu, perusahaan perlu mempertahankan tingkat profitabilitas melalui peningkatan efisiensi operasional dan pengelolaan sumber daya yang optimal. Perusahaan juga perlu memastikan bahwa ukuran aset yang dimiliki mampu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham melalui pengelolaan aset yang efektif.

Investor disarankan untuk tidak hanya mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam mengambil keputusan investasi, tetapi juga memperhatikan kualitas pengungkapan ESG, tingkat profitabilitas, serta faktor-faktor fundamental lainnya. Dengan mempertimbangkan berbagai informasi tersebut secara bersamaan, investor dapat memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai prospek perusahaan.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) diharapkan terus mendorong peningkatan kualitas pelaporan keberlanjutan perusahaan melalui penyempurnaan regulasi dan pengawasan terhadap implementasi ESG. Langkah tersebut diharapkan dapat meningkatkan transparansi informasi sehingga mampu mendukung terciptanya pasar modal yang lebih efisien dan berkelanjutan.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan variabel lain yang secara teoritis dan empiris berpotensi menjelaskan variasi reaksi investor yang

belum sepenuhnya dapat dijelaskan oleh ESG Disclosure, Firm Size, dan Profitabilitas. Variabel tersebut antara lain Corporate Governance yang berkaitan dengan mekanisme pengawasan dan pengurangan konflik kepentingan sebagaimana dijelaskan dalam *agency theory*, kualitas laba, likuiditas saham, dan kebijakan dividen yang dapat memberikan informasi atau sinyal kepada investor sebagaimana dijelaskan dalam *signaling theory*, serta risiko sistematis (Beta Saham) yang mencerminkan risiko pasar yang dihadapi investor. Selain faktor internal perusahaan, penelitian selanjutnya juga dapat mempertimbangkan faktor makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar yang dapat memengaruhi kondisi pasar modal dan keputusan investasi. Penambahan variabel tersebut diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi reaksi investor

DAFTAR PUSTAKA

- Adawiyah, R., & Faozan, A. (2024). Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Journal of Information System, Applied, Management, Accounting and Research*, 8(3), 641. <https://doi.org/10.52362/jisamar.v8i3.1592>
- Afrizal, Safelia, N., & Muda, I. (2023). Determinants of carbon emission disclosure and sustainability reporting and their implications for investors' reactions: The case of Indonesia and Malaysia. *International Journal of Management and Sustainability*, 12(2), 271–288. <https://doi.org/10.18488/11.v12i2.3375>
- Ali Nawawi, Nurrohman Harimulyono, & Ririn Susilawati. (2026). Determinan Trading Volume Activity pada Emiten Makanan dan Minuman Sektor Consumer Non-Cyclicals. *Trending: Jurnal Manajemen Dan Ekonomi*, 4(1), 241–254. <https://doi.org/10.30640/trending.v4i1.7072>
- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate Economic, Environmental, and Social Sustainability Performance Transformation through ESG Disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910. <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Alves, R., Krüger, P., & van Dijk, M. (2025). Drawing up the bill: Are ESG ratings related to stock returns around the world? *Journal of Corporate Finance*, 93, 102768. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102768>
- Amali, L. M. (2023). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pemegang Saham Indonesia Tahun 2017–2020. *JAMBURA: Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 6(1), 386–392. <https://doi.org/10.37479/jimb.v6i1.20432>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Azizah, A. R., & Machdar, N. M. (2025). Nilai Perusahaan pada Sektor Energi: Literature Review ESG Disclosure, Corporate Governance, dan Ukuran Perusahaan dengan Moderasi Kepemilikan Institusional. *Sinergi: Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 1(2), 2256–2270.
- Begawati, N., Anggraini, M. D., & Sunreni. (2025). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Dengan Tipe Investor Sebagai Variabel Moderating: Studi Empiris Pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar Di Bei Periode Tahun 2019-2023. *Jurnal Akademi Akuntansi Indonesia Padang*, 5(1), 217–242. <https://doi.org/10.31933/0can7422>
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal*

- of *Financial Economics*, 142(2), 517–549.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- 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>
- Budhijana, R. B. (2022). The Effect Of Dividend Policy, Financial Performance And Environmental Performance On Investor Reactions. *Journal of Social Science*, 3(5). <https://doi.org/10.46799/jss.v3i5.420>
- Bunaya, M. A. A. F., Manulang, J. W., Nisa, D. I., & Yusmaniarti, Y. (2026). Pengaruh Informasi Asimetris Terhadap Perilaku Investasi Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 2(3), 461–478.
<https://doi.org/10.70248/joieaf.v2i3.3321>
- Djapri, G. K., Nindito, M., & Armeliza, D. (2025). Analisis Faktor - Faktor Audit Eksternal Terhadap Reaksi Pasar. *Jurnal Wahana Akuntansi*, 20(1), 65–82.
<https://doi.org/10.21009/wahana.20.016>
- Eftasari, N. D., & Desriani, N. (2024). Apakah Leverage Menjadi Pedang Bermata Dua Bagi Kinerja Keuangan di Tengah Kondisi Financial Distress ? *Jurnal Mutiara Ilmu Akuntansi*, 3(1), 102–111.
<https://doi.org/10.55606/jumia.v3i1.3540>
- Farhan, M. (2024). Keseimbangan Risiko Dan Imbal Hasil Dalam Strategi Investasi Berkelanjutan: Pendekatan Integratif Terhadap Faktor Lingkungan, Sosial, Dan Tata Kelola Perusahaan (ESG). *CURRENCY: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 2(2), 243–264. <https://doi.org/10.32806/ccy.v2i2.241>
- Farrell, D. M., & Naimah, Z. (2025). Reaksi Pasar pada Ketidaknormalan Pertumbuhan Persediaan. *Owner*, 9(2), 1493–1507.
<https://doi.org/10.33395/owner.v9i2.2694>
- Fatihul Barokah, & Pujiono, P. (2024). Relevansi Nilai Informasi Akuntansi dan Kepemilikan Non Publik Terhadap Keputusan Pengambilan Investasi. *Jurnal Bisnis Mahasiswa*, 4(4), 585–601. <https://doi.org/10.60036/jbm.v4i4.art11>
- Field, A. (2018). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics (Vol. 5)*. London: sage.
- Fitriana, N., Andika, A. R., Lestari, E., Adeliyani, K., & Ramadhani, S. A. (2025). Pengungkapan Informasi Dalam Laporan Keuangan: Perspektif Stakeholder Dan Interpretasi Yang Berbeda. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Perpajakan* | E-ISSN : 3063-8208, 1(3), 334–338. <https://doi.org/10.62379/jakp.v1i3.248>

- Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasyntesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1260–1282. <https://doi.org/10.1002/bse.2346>
- Gayatri, N. P. A. P., Musmini, L. S., & Adiputra, I. M. P. (2025). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Asing Dan Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia. *Owner*, 9(3), 1667–1689. <https://doi.org/10.33395/owner.v9i3.2732>
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Ginting, J. B. (2025). Prediksi Harga Saham Atas Reaksi Pasar pada Pengumuman Dividen BJBR & BMRI 2023-2024. *Jesya*, 8(1), 297–306. <https://doi.org/10.36778/jesya.v8i1.1867>
- Hani, S., Winanda, Y., & Marpaung, A. P. (2025). Profit Management Analysis: The Role of Profitability and Leverage in LQ-45 Companies. *International Journal of Economic, Technology and Social Sciences (Injects)*, 6(1), 130–138. <https://jurnal.ceredindonesia.or.id/index.php/>
- Hartono, J. (2022). *Portofolio dan analisis investasi: Pendekatan modul*. https://books.google.co.id/books?hl=id&lr=&id=s7mBEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=related:VVlCgYKLFbAJ:scholar.google.com/&ots=XuOOydEeqt&sig=wxu1JfB73ng_uPcd5L7q_WCJF3U&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false
- Hasan, S., Elpisah, E., Sabtohadhi, J., Abdullah, A., & Fachrurazi, F. (2022). *Manajemen keuangan*. https://books.google.co.id/books?hl=id&lr=&id=LXKCEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&ots=PQZWjmn14&sig=bFcZ0t2F4X1crDqFm-WrhnrZ4MY&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false
- Herdiansyah, D. (2025). *Kebijakan Dividen Sebagai Instrumen Keuangan Dan Sinyal Pasar*. Dunia Penerbitan buku. https://books.google.co.id/books?hl=id&lr=&id=8_2fEQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA1&dq=Penelitian+empiris+menunjukkan+bahwa+informasi+yang+ambigu+atau+kompleks+sering+kali+menghasilkan+reaksi+pasar+yang+tertunda+atau+tidak+signifikan.+Investor+membutuhkan+waktu
- Hernanda, B., & David Kaluge. (2024). Analisis Pengaruh Harga Saham,

- Volatilitas Harga Saham, Dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Bid-Ask Spread Perusahaan LQ - 45 (PERIODE 2018 – 2022). *Contemporary Studies in Economic, Finance and Banking*, 3(4), 1091–1102. <https://doi.org/10.21776/csefb.2024.03.4.20>
- Hisam, M. (2024). Menavigasi volatilitas pasar: wawasan tentang instrumen keuangan dan strategi investasi. *Currency: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 2(2), 315–328. <https://doi.org/10.32806/ccy.v2i2.248>
- International Energy Agency. (2023). *World Energy Outlook 2023*. IEA. <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2023>
- Itan, I., Sylvia, S., Septiany, S., & Chen, R. (2025). The influence of environmental, social, and governance disclosure on market reaction: evidence from emerging markets. *Discover Sustainability*, 6(1), 347. <https://doi.org/10.1007/s43621-025-01085-0>
- Jessica, J., & Prasetyo, A. H. (2020). Respon Investor Atas Sinyal Laba, Peluang Bertumbuh, Struktur Modal, Dan Ukuran Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei Periode 2014-2018. *Jurnal Akuntansi*, 8(2). <https://doi.org/10.46806/ja.v8i2.621>
- Johan, J. J., Lindrawati, L., & Susanto, A. (2025). Pengungkapan ESG: Apakah Berdampak Ke Cost Of Debt? *Jurnal Akuntansi*, 19(1), 01–21. <https://doi.org/10.25170/jak.v19i1.5929>
- Judijanto, L., Kusumastuti, S. Y., & Mudjiyanti, R. (2025). *Ekonomi Kontemporer: Dinamika dan Tantangan Abad 21*. PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Julythiawati, N. P. M., & Ardiana, P. A. (2023). Pengaruh Pelibatan Pemangku Kepentingan dan Tanggung Jawab Sosial Pada Reputasi Perusahaan. *Public Service and Governance Journal*, 4(2), 239–246. <https://doi.org/10.56444/psgj.v4i2.1016>
- Kasnelly, S., & Habibah, K. (2025). Dampak Kebijakan Moneter Terhadap Penilaian Pasar Modal: Studi Kasus Obligasi Dan Saham di Indonesia. *Zona Keuangan: Program Studi Akuntansi (S1) Universitas Batam*, 15(1). <https://doi.org/10.37776/zuang.v15i1.1873>
- Kuangan, O. J. (2017). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik*. OJK.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>

- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020a). The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020b). The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Listalia, H., Irsyad, I., & Setiawati, M. (2025). Strategi Manajemen Risiko Terhadap Ancaman Finansial Dan Reputasi Dalam Lembaga Pendidikan. *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Pendidikan | E-ISSN: 3062-7788*, 2(3), 922–931. <https://doi.org/10.62379/jimp.v2i3.1292>
- Listyarti, I. (2019). Pengambilan keputusan investasi Investor di pasar modal indonesia ditinjau dari Teori reasoned action. *Journal of Business & Banking*, 7(2). <https://doi.org/10.14414/jbb.v7i2.1461>
- McClelland, G. H., Irwin, J. R., Disatnik, D., & Sivan, L. (2017). Multicollinearity is a red herring in the search for moderator variables: A guide to interpreting moderated multiple regression models and a critique of Iacobucci, Schneider, Popovich, and Bakamitsos (2016). *Behavior Research Methods*, 49(1), 394–402. <https://doi.org/10.3758/s13428-016-0785-2>
- Meilanta Rantina, Gunawan Santoso, & Wilarso. (2025). Analisis pengaruh faktor eksternal terhadap perilaku investor di pasar modal. *Jurnal Manajemen Inovasi Terapan*, 1(2), 92–102. <https://doi.org/10.37373/ejm.v1i2.1704>
- Meiryani, M., & Hendriana, A. A. (2024). Analisis Determinan Financial Reporting Timelines di Indonesia pada Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Kompartemen : Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 22(1), 34. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v22i1.21383>
- Mufit, M. K., & Handayani, F. (2025). Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham oleh Asing, Ukuran Perusahaan (Firm Size), dan Leverage terhadap Kinerja Perusahaan (ROE) Sektor Perbankan pada Indeks LQ45 Periode 2020-2024. *Jurnal Sosial Teknologi*, 5(6). <https://doi.org/10.59188/jurnalsostech.v5i6.32239>
- Mujianti, R., & Novitasari, N. (2025). Pengaruh Kinerja Esg Dan Nilai Perusahaan Terhadap Return Saham Perbankan Di Index Esg Leaders. *Account*, 12(1), 2574–2581. <https://doi.org/10.32722/account.v12i1.7510>
- Mulya, Melati, Ilham Wahyudi, and F. O. (2025). Analisis Hubungan Penerapan Environmental, Social, and Governance (ESG) Reporting dengan Profitabilitas Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Energi yang terdaftar di BEI Periode 2021-2023). *Innovative: Journal Of Social Science*

- Research*, 5(3), 5309–5323.
<https://doi.org/https://doi.org/10.31004/innovative.v5i3.19750>
- Mustanwir, Z., & Rosalia, N. (2023). Stock Split dan Implikasinya Terhadap Abnormal Return, Harga Saham, dan Volume Perdagangan Saham 2016-2019. *Jurnal Manajemen Dan Perbankan (JUMPA)*, 10(1), 1–15.
<https://doi.org/10.55963/jumpa.v10i1.509>
- Nian, H., & Said, F. F. (2025). The Impact of ESG on Firm Risk and Financial Performance: A Systematic Literature Review. *Journal of Scientometric Research*, 13(3s), s144–s155. <https://doi.org/10.5530/jscires.20041187>
- Novi Alvionita, Alisya Cahya Kamila, Lusianti Lusianti, Santi Alfitri, & Ratna Febriyanti. (2025). Peran Transparansi Laporan Keuangan kepada Pihak Eksternal dalam Meminimalisir Asimetri Informasi. *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 2(2), 01–07. <https://doi.org/10.69714/qzcehn49>
- Oneng, M. Y., Muliati, M., Pakawaru, M. I., & Tanra, A. A. M. (2025). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Manajemen Laba Dengan Financial Distress Sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Maneksi*, 14(3), 1147–1164.
<https://doi.org/10.31959/jm.v14i3.3248>
- Pangau, A. C., Dewi, V. I., & Maratno, S. F. E. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Total Asset Turnover, Likuiditas Dan Inflasi Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan. *INOBIIS: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Manajemen Indonesia*, 8(1), 69–81.
<https://doi.org/10.31842/jurnalinobis.v8i1.353>
- Pangentas, V. D., & Prasetyo, A. B. (2023). Pengaruh Pengungkapan Environment, Social, Governance (ESG) terhadap Profitabilitas Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Index KOMPAS 100 periode 2019-2021). *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(4).
- Park, S. J., & Yi, Y. (2024). Mean-centered moderated regression models: A reassessment of their role in moderation analysis. *Seoul Journal of Business*, 30(2), 35–52. <https://doi.org/https://doi.org/10.35152/snusjb.2024.30.2.002>
- Pratiwi, M. W. (2016). Pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar yang dimoderasi investment opportunity set. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 25(1). <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.24856/mem.v25i1.187>
- Rahmat, M. R. A. (2025). Sustainable Finance in the Indonesian Stock Market: A Narrative Review. *International Journal of Economics Management and Social Science*, 8(3), 53–60.

- Rahmawati, I., Rikumahu, B., & Dillak, V. J. (2017). Pengaruh dewan direksi, dewan komisaris, komite audit dan Corporate social responsibility Terhadap kinerja keuangan perusahaan. *JAE (JURNAL AKUNTANSI DAN EKONOMI)*, 2(2), 54–70. <https://doi.org/10.29407/jae.v2i2.866>
- Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(3).
- Salsabillah, A., Gultom, S. A., Napitupulu, I. H., Safrida, E., & Nofianna, S. A. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Energi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Metansi (Manajemen Dan Akuntansi)*, 8(2), 296–307. <https://doi.org/10.57093/metansi.v8i2.410>
- Semadhi, I. N. S. Y., & Masdiantini, P. R. (2024). Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, Dan Governance Terhadap Reaksi Pasar. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 15(04), 1003–1014. <https://doi.org/10.23887/jimat.v15i04.78335>
- Setiawati, L. W. (2018). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Pengungkapan Sosial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. *Jurnal Akuntansi*, 12(1), 29–57. <https://doi.org/10.25170/jara.v12i1.57>
- Shanti, Y. K., & Putri, T. A. (2025). Pengaruh Environmental, Social, Dan Governance Terhadap Abnormal Return. *Journal of Information System, Applied, Management, Accounting and Research*, 9(2), 518. <https://doi.org/10.52362/jisamar.v9i2.1792>
- Singh, B., Dhall, R., Narang, S., & Rawat, S. (2024). The Outbreak of COVID-19 and Stock Market Responses: An Event Study and Panel Data Analysis for G-20 Countries. *Global Business Review*, 25(3), 606–631. <https://doi.org/10.1177/0972150920957274>
- Siswati, N. D., Kusumaningrum, B. I., & Sandari, T. E. (2025). Strategi Manajemen Etika dalam Membangun Kepercayaan Pemangku Kepentingan dan Reputasi Perusahaan. *Journal of Economics, Management, and Accounting*, 1(1), 206–215. <https://doi.org/10.65310/fwqppt22>
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Suharyani, R. (2019). Pengaruh Tekanan Stakeholder Dan Corporate Governance Terhadap Kualitas Sustainability Report. *Jurnal Akademi Akuntansi*, 2(1). <https://doi.org/10.22219/jaa.v2i1.8356>

- Suhendri, S., & Apriadi, D. (2025). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure dan Volatilitas Harga Energi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Energi di BEI. *Jurnal Ekonomi, Bisnis Dan Manajemen*, 4(4), 01–13. <https://doi.org/10.58192/ebismen.v4i4.3771>
- Sun, P., & Wen, Z. (2023). Stock return predictability of the cumulative abnormal returns around the earnings announcement date: Evidence from China. *International Review of Finance*, 23(1), 58–86. <https://doi.org/10.1111/irfi.12380>
- Susilowati, P. I. M., Nordiansyah, M. N., Amiruddin, A., & Darmayanti, D. (2025). Examining the Relationship between ESG Disclosure, Financial Performance, and Company Value. *Amkop Management Accounting Review (AMAR)*, 5(1), 105–115. <https://doi.org/10.37531/amar.v5i1.2453>
- Sutrisno, T., Rahmawati, E., & Nugroho, P. I. (2024). Profitabilitas berkelanjutan dan kepercayaan investor. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 26(1), 1–15. <https://doi.org/10.9744/jak.26.1.1-15>
- Wang, J., Hu, X., & Zhong, A. (2023). Stock market reaction to mandatory ESG disclosure. *Finance Research Letters*, 53, 103402. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103402>
- Wijaya, A., Suryani, B., Pratama, C., Permadi, D., & Putri, E. (2021). Auditors' Perception on Ethical Responsibility in Auditing: A Qualitative Study. *Golden Ratio of Auditing Research*, 1(1), 1–10. <https://doi.org/https://doi.org/10.52970/grar.v1i1.360>
- Wu, N., Xiao, W., Liu, W., & Zhang, Z. (2022). Corporate climate risk and stock market reaction to performance briefings in China. *Environmental Science and Pollution Research*, 29(35), 53801–53820. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-19479-2>
- Wulandari, R., Rahmiati, A., Risal, R., & Kristiawati, E. (2025). Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi Pengaruh Status Indeks Saham Syariah terhadap Nilai Perusahaan: Bukti dari Jakarta Islamic Index. *Tangible Journal*, 10(1), 225–242. <https://doi.org/10.53654/tangible.v10i1.620>
- Xie, J., Tanaka, Y., Keeley, A. R., Fujii, H., & Managi, S. (2023). Do investors incorporate financial materiality? Remapping the environmental information in corporate sustainability reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 2924–2952. <https://doi.org/10.1002/csr.2524>
- Yang, D., Ma, T., Wang, Y., & Wang, G. (2021). Does Investor Attention Affect Stock Trading and Returns? Evidence from Publicly Listed Firms in China.

Journal of Behavioral Finance, 22(4), 368–381.
<https://doi.org/10.1080/15427560.2020.1785469>

Yesiani, M. E. S., Sari, D. P., & Kristina, N. (2023). Pengaruh Kinerja Lingkungan Dan Green Investment Terhadap Pengungkapan Emisi Karbon. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 12(2), 102–111.
<https://doi.org/10.33508/jima.v12i2.5350>

LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Setiap Variabel

NO	Kode	Tahun	Reaksi_Investor (Y)	ESG_Disclosure (X1)	Firm_Size (X2)	Profitabilitas (X3)	Leverage (Z)
1	ABMM	2021	0.26	0.92	30.32	0.52	0.66
2	ADRO		0.15	0.70	32.31	0.23	0.41
3	AKRA		- 0.02	0.83	30.79	0.10	0.52
4	BUMI		- 0.03	0.71	30.26	0.08	0.10
5	BYAN		0.01	0.53	31.17	0.68	0.23
6	DEWA		- 0.05	0.53	29.71	0.00	0.52
7	DOID		- 0.09	0.34	30.78	0.00	0.84
8	DSSA		- 0.36	0.34	31.39	0.15	0.42
9	ELSA		0.02	0.39	29.61	0.03	0.48
10	ENRG		0.02	0.39	30.35	0.09	0.58
11	GEMS		0.05	0.26	30.10	1.12	0.62
12	GTSI		0.01	0.44	28.23	- 0.25	0.63
13	HRUM		0.02	0.58	30.15	0.15	0.26
14	INDY		- 0.06	0.81	31.59	0.02	0.45
15	ITMG		- 0.02	0.68	30.79	0.40	0.28
16	KKGI		- 0.09	0.54	28.26	0.23	0.25
17	MBSS		0.00	0.68	28.56	0.07	0.05
18	MCOL		0.12	0.27	29.73	0.68	0.30
19	MEDC		- 0.02	0.28	32.02	0.04	0.78
20	PGAS		0.02	0.81	32.30	0.11	0.56
21	PSSI		- 0.03	0.17	28.46	0.22	0.29
22	PTBA		0.06	0.70	31.22	0.33	0.33
23	PTRO		0.05	0.50	29.65	0.13	0.51
24	RAJA		- 0.04	0.38	28.88	0.03	0.49
25	RMKE		- 0.14	0.25	27.97	0.25	0.19
26	SGER		0.17	0.25	27.84	0.47	0.65
27	SHIP		- 0.03	0.37	29.16	0.14	0.54
28	TEBE		0.01	0.35	27.62	0.20	0.18
29	TOBA		0.09	0.26	30.13	0.19	0.59
30	TPMA		- 0.03	0.33	27.97	0.05	0.22
31	UNIQ		- 0.24	0.31	26.97	- 0.03	0.35
32	WINS		- 0.08	0.29	28.65	0.00	0.21
1	ABMM	2022	- 0.01	0.91	31.07	0.55	0.69
2	ADRO		- 0.17	0.68	32.76	0.43	0.39
3	AKRA		0.02	0.81	30.93	0.19	0.52

4	BUMI		0.00	0.78	30.46	0.01	0.12
5	BYAN		0.09	0.53	31.75	1.15	0.49
6	DEWA		- 0.00	0.71	32.46	- 0.08	0.60
7	DOID		0.04	0.78	30.83	0.11	0.84
8	DSSA		- 0.02	0.60	32.25	0.42	0.53
9	ELSA		- 0.07	0.35	29.81	0.09	0.53
10	ENRG		0.04	0.59	30.56	0.13	0.57
11	GEMS		0.00	0.93	30.50	1.25	0.51
12	GTSI		- 0.01	0.45	28.29	0.09	0.54
13	HRUM		- 0.09	0.58	30.63	0.69	0.22
14	INDY		0.12	0.86	31.66	0.38	0.63
15	ITMG		0.02	0.83	31.35	0.61	0.22
16	KKGI		- 0.07	0.54	28.61	0.32	0.28
17	MBSS		0.08	0.82	28.83	0.14	0.12
18	MCOL		0.01	0.27	30.07	0.63	0.23
19	MEDC		- 0.11	0.72	32.32	0.31	0.75
20	PGAS		- 0.09	0.81	32.36	0.12	0.52
21	PSSI		- 0.05	0.17	28.66	0.29	0.19
22	PTBA		0.10	0.92	31.45	0.44	0.36
23	PTRO		- 0.01	0.51	29.86	0.14	0.50
24	RAJA		- 0.01	0.39	29.04	0.08	0.49
25	RMKE		0.24	0.46	28.15	0.33	0.28
26	SGER		- 0.09	0.25	28.85	0.58	0.70
27	SHIP		0.07	0.37	29.41	0.15	0.55
28	TEBE		0.07	0.50	27.90	0.31	0.19
29	TOBA		- 0.11	0.64	30.28	0.22	0.53
30	TPMA		- 0.01	0.33	28.52	0.17	0.24
31	UNIQ		- 0.05	0.31	27.09	0.06	0.38
32	WINS		- 0.08	0.70	28.72	0.01	0.18
1	ABMM	2023	- 0.05	0.88	31.13	0.42	0.65
2	ADRO		- 0.03	0.80	32.32	0.27	0.32
3	AKRA		0.04	0.75	31.04	0.22	0.54
4	BUMI		- 0.09	0.77	30.46	0.01	0.12
5	BYAN		0.00	0.48	31.60	0.65	0.43
6	DEWA		- 0.09	0.74	32.46	0.01	0.60
7	DOID		0.13	0.84	30.99	0.13	0.85
8	DSSA		0.01	0.61	31.48	0.50	0.44
9	ELSA		0.04	0.75	29.89	0.11	0.54
10	ENRG		- 0.07	0.81	30.68	0.12	0.57
11	GEMS		- 0.01	0.89	30.63	0.80	0.49
12	GTSI		0.13	0.35	28.13	0.13	0.43
13	HRUM		0.05	0.64	30.85	0.17	0.28

14	INDY	2024	0.01	0.80	31.50	0.11	0.56
15	ITMG		0.03	0.95	31.14	0.28	0.18
16	KKGI		0.13	0.54	28.75	0.19	0.31
17	MBSS		- 0.03	0.95	28.97	0.12	0.15
18	MCOL		0.01	0.27	30.07	0.40	0.21
19	MEDC		- 0.02	0.70	32.37	0.19	0.73
20	PGAS		- 0.03	0.81	32.25	0.11	0.46
21	PSSI		- 0.10	0.45	28.77	0.24	0.17
22	PTBA		- 0.12	0.92	31.29	0.29	0.44
23	PTRO		0.06	0.78	30.04	0.05	0.68
24	RAJA		0.01	0.39	29.25	0.18	0.53
25	RMKE		0.06	0.62	28.44	0.21	0.34
26	SGER		- 0.04	0.25	29.14	0.46	0.67
27	SHIP		- 0.02	0.37	29.52	0.13	0.55
28	TEBE		0.04	0.54	27.77	0.20	0.06
29	TOBA		0.19	0.94	30.31	0.05	0.55
30	TPMA		0.03	0.34	28.72	0.19	0.33
31	UNIQ		0.03	0.31	27.31	0.11	0.46
32	WINS		- 0.00	0.65	28.73	0.04	0.17
1	ABMM		0.04	0.87	31.15	0.16	0.60
2	ADRO		- 0.01	0.82	32.20	0.39	0.44
3	AKRA		- 0.05	0.75	31.13	0.16	0.56
4	BUMI		0.01	0.77	30.55	0.03	0.14
5	BYAN		- 0.02	0.73	31.67	0.41	0.34
6	DEWA		0.12	0.74	32.58	0.00	0.62
7	DOID		0.11	0.83	30.87	- 0.34	0.88
8	DSSA		0.04	0.65	31.72	0.28	0.47
9	ELSA		0.03	0.75	29.99	0.15	0.54
10	ENRG		0.04	0.81	30.87	0.11	0.58
11	GEMS		- 0.01	0.88	30.62	0.73	0.47
12	GTSI		- 0.14	0.36	28.23	0.11	0.41
13	HRUM		0.02	0.74	31.35	0.04	0.31
14	INDY		0.17	0.80	31.49	0.02	0.54
15	ITMG		- 0.02	0.94	31.29	0.19	0.20
16	KKGI		- 0.03	0.54	28.84	0.25	0.23
17	MBSS		0.12	0.93	29.02	0.08	0.11
18	MCOL		- 0.04	0.27	30.13	0.20	0.23
19	MEDC		- 0.05	0.71	32.48	0.16	0.70
20	PGAS		- 0.07	0.81	32.27	0.12	0.43
21	PSSI		- 0.02	0.48	28.75	0.09	0.17
22	PTBA		0.04	0.92	31.45	0.23	0.42
23	PTRO		- 0.10	0.79	30.27	0.04	0.71

24	RAJA		0.07	0.39	29.30	0.17	0.48
25	RMKE		- 0.01	0.59	28.49	0.16	0.27
26	SGER		- 0.03	0.25	29.17	0.29	0.52
27	SHIP		- 0.10	0.37	29.68	0.11	0.54
28	TEBE		- 0.06	0.55	27.78	0.12	0.06
29	TOBA		- 0.05	0.94	30.30	0.11	0.51
30	TPMA		0.05	0.34	29.01	0.20	0.40
31	UNIQ		- 0.15	0.31	27.32	0.15	0.39
32	WINS		0.06	0.62	28.95	0.17	0.17

Lampiran 2. Data Diolah Untuk Moderasi

NO	Kode	Tahun	ESG_LEV	SIZE_LEV	PROF_LEV
1	ABMM	2021	0.60	19.88	0.34
2	ADRO		0.46	21.19	0.15
3	AKRA		0.55	20.19	0.07
4	BUMI		0.46	19.85	0.05
5	BYAN		0.35	20.44	0.45
6	DEWA		0.35	19.48	0.00
7	DOID		0.23	20.18	0.00
8	DSSA		0.23	20.58	0.10
9	ELSA		0.26	19.42	0.02
10	ENRG		0.26	19.90	0.06
11	GEMS		0.17	19.74	0.73
12	GTSI		0.29	18.51	-0.16
13	HRUM		0.38	19.77	0.10
14	INDY		0.53	20.72	0.01
15	ITMG		0.44	20.19	0.26
16	KKGI		0.35	18.53	0.15
17	MBSS		0.44	18.73	0.05
18	MCOL		0.18	19.50	0.45
19	MEDC		0.19	21.00	0.02
20	PGAS		0.53	21.18	0.07
21	PSSI		0.11	18.66	0.14
22	PTBA		0.46	20.47	0.22
23	PTRO		0.33	19.45	0.09
24	RAJA		0.25	18.94	0.02
25	RMKE		0.17	18.34	0.16
26	SGER		0.17	18.26	0.31

27	SHIP	2022	0.24	19.12	0.09
28	TEBE		0.23	18.11	0.13
29	TOBA		0.17	19.76	0.12
30	TPMA		0.22	18.34	0.03
31	UNIQ		0.21	17.69	-0.02
32	WINS		0.19	18.79	0.00
1	ABMM		0.60	20.37	0.36
2	ADRO		0.44	21.48	0.28
3	AKRA		0.53	20.28	0.12
4	BUMI		0.51	19.97	0.01
5	BYAN		0.35	20.82	0.76
6	DEWA		0.46	21.29	-0.05
7	DOID		0.51	20.22	0.07
8	DSSA		0.39	21.15	0.28
9	ELSA		0.23	19.55	0.06
10	ENRG		0.39	20.04	0.08
11	GEMS		0.61	20.00	0.82
12	GTSI		0.30	18.55	0.06
13	HRUM		0.38	20.08	0.45
14	INDY		0.57	20.76	0.25
15	ITMG		0.55	20.56	0.40
16	KKGI		0.35	18.76	0.21
17	MBSS		0.54	18.91	0.09
18	MCOL		0.18	19.72	0.41
19	MEDC		0.47	21.19	0.20
20	PGAS		0.53	21.22	0.08
21	PSSI		0.11	18.80	0.19
22	PTBA		0.60	20.62	0.29
23	PTRO		0.33	19.58	0.09
24	RAJA		0.26	19.04	0.05
25	RMKE		0.30	18.46	0.22
26	SGER		0.17	18.92	0.38
27	SHIP		0.24	19.29	0.10
28	TEBE		0.33	18.29	0.20
29	TOBA		0.42	19.85	0.15
30	TPMA		0.22	18.70	0.11
31	UNIQ		0.21	17.76	0.04
32	WINS		0.46	18.83	0.00
1	ABMM	2023	0.58	20.41	0.27
2	ADRO		0.53	21.19	0.18
3	AKRA		0.49	20.36	0.14
4	BUMI		0.51	19.97	0.01

5	BYAN		0.32	20.72	0.42
6	DEWA		0.48	21.28	0.01
7	DOID		0.55	20.32	0.09
8	DSSA		0.40	20.64	0.33
9	ELSA		0.49	19.60	0.07
10	ENRG		0.53	20.12	0.08
11	GEMS		0.59	20.09	0.52
12	GTSI		0.23	18.45	0.08
13	HRUM		0.42	20.23	0.11
14	INDY		0.53	20.65	0.07
15	ITMG		0.62	20.42	0.18
16	KKGI		0.35	18.86	0.13
17	MBSS		0.62	19.00	0.08
18	MCOL		0.18	19.72	0.26
19	MEDC		0.46	21.23	0.13
20	PGAS		0.53	21.15	0.07
21	PSSI		0.30	18.87	0.16
22	PTBA		0.60	20.52	0.19
23	PTRO		0.51	19.70	0.03
24	RAJA		0.26	19.18	0.12
25	RMKE		0.41	18.65	0.14
26	SGER		0.17	19.11	0.30
27	SHIP		0.24	19.36	0.09
28	TEBE		0.35	18.21	0.13
29	TOBA		0.62	19.87	0.03
30	TPMA		0.23	18.83	0.12
31	UNIQ		0.21	17.91	0.07
32	WINS		0.42	18.84	0.03
1	ABMM	2024	0.57	20.43	0.11
2	ADRO		0.54	21.11	0.26
3	AKRA		0.50	20.41	0.11
4	BUMI		0.51	20.03	0.02
5	BYAN		0.48	20.77	0.27
6	DEWA		0.48	21.37	0.00
7	DOID		0.55	20.24	-0.22
8	DSSA		0.42	20.80	0.18
9	ELSA		0.49	19.67	0.10
10	ENRG		0.53	20.24	0.07
11	GEMS		0.58	20.08	0.48
12	GTSI		0.24	18.51	0.07
13	HRUM		0.48	20.56	0.03
14	INDY		0.53	20.65	0.02

15	ITMG	0.62	20.52	0.13
16	KKGI	0.35	18.91	0.16
17	MBSS	0.61	19.03	0.05
18	MCOL	0.18	19.76	0.13
19	MEDC	0.46	21.30	0.11
20	PGAS	0.53	21.16	0.08
21	PSSI	0.32	18.85	0.06
22	PTBA	0.60	20.62	0.15
23	PTRO	0.52	19.85	0.03
24	RAJA	0.26	19.22	0.11
25	RMKE	0.39	18.69	0.10
26	SGER	0.17	19.13	0.19
27	SHIP	0.24	19.46	0.07
28	TEBE	0.36	18.22	0.08
29	TOBA	0.62	19.87	0.07
30	TPMA	0.23	19.03	0.13
31	UNIQ	0.21	17.91	0.10
32	WINS	0.41	18.98	0.11

Lampiran 3. Data Diolah Dengan Centering Mean

NO	Kode	Tahun	ESG_Disclosure (X1)-C	Firm_Size (X2)-C	Profitabilitas (X3)-C	Leverage (Z)-C	ESG_LEV-C	SIZE_LEV-C	PROF_LEV-C
1	ABMM	2021	0.32	0.22	0.30	0.23	0.07	0.05	0.07
2	ADRO		0.10	2.21	0.00	- 0.01	0.00	-0.03	0.00
3	AKRA		0.24	0.68	- 0.13	0.09	0.02	0.06	-0.01
4	BUMI		0.11	0.16	- 0.15	- 0.32	-0.03	-0.05	0.05
5	BYAN		- 0.07	1.07	0.45	- 0.19	0.01	-0.21	-0.09
6	DEWA		- 0.07	- 0.39	- 0.22	0.09	-0.01	-0.04	-0.02
7	DOID		- 0.26	0.67	- 0.23	0.41	-0.10	0.28	-0.09
8	DSSA		- 0.26	1.28	- 0.07	- 0.01	0.00	-0.01	0.00
9	ELSA		- 0.21	- 0.49	- 0.20	0.05	-0.01	-0.03	-0.01
10	ENRG		- 0.21	0.24	- 0.14	0.15	-0.03	0.04	-0.02
11	GEMS		- 0.33	- 0.01	0.89	0.19	-0.06	0.00	0.17
12	GTSI		- 0.16	- 1.87	- 0.47	0.20	-0.03	-0.37	-0.09
13	HRUM		- 0.02	0.05	- 0.08	- 0.17	0.00	-0.01	0.01
14	INDY		0.22	1.49	- 0.20	0.03	0.01	0.04	-0.01
15	ITMG		0.08	0.69	0.17	- 0.15	-0.01	-0.10	-0.03
16	KKGI		- 0.06	- 1.84	0.01	- 0.18	0.01	0.32	0.00

17	MBSS	2022	0.08	- 1.54	- 0.15	- 0.38	-0.03	0.58	0.06
18	MCOL		- 0.32	- 0.37	0.46	- 0.12	0.04	0.05	-0.06
19	MEDC		- 0.31	1.92	- 0.19	0.36	-0.11	0.68	-0.07
20	PGAS		0.22	2.20	- 0.12	0.14	0.03	0.30	-0.02
21	PSSI		- 0.43	- 1.64	- 0.01	- 0.14	0.06	0.23	0.00
22	PTBA		0.10	1.11	0.10	- 0.10	-0.01	-0.11	-0.01
23	PTRO		- 0.10	- 0.45	- 0.10	0.08	-0.01	-0.04	-0.01
24	RAJA		- 0.22	- 1.22	- 0.20	0.06	-0.01	-0.08	-0.01
25	RMKE		- 0.34	- 2.14	0.02	- 0.24	0.08	0.52	0.00
26	SGER		- 0.34	- 2.26	0.24	0.22	-0.08	-0.50	0.05
27	SHIP		- 0.23	- 0.94	- 0.09	0.11	-0.02	-0.10	-0.01
28	TEBE		- 0.25	- 2.48	- 0.02	- 0.25	0.06	0.62	0.01
29	TOBA		- 0.33	0.03	- 0.04	0.16	-0.05	0.00	-0.01
30	TPMA		- 0.26	- 2.13	- 0.18	- 0.20	0.05	0.43	0.04
31	UNIQ		- 0.28	- 3.13	- 0.25	- 0.08	0.02	0.25	0.02
32	WINS		- 0.30	- 1.45	- 0.23	- 0.21	0.06	0.31	0.05
1	ABMM		0.31	0.96	0.33	0.26	0.08	0.25	0.09
2	ADRO		0.08	2.66	0.21	- 0.03	0.00	-0.09	-0.01
3	AKRA		0.22	0.83	- 0.04	0.09	0.02	0.07	0.00
4	BUMI		0.19	0.35	- 0.21	- 0.31	-0.06	-0.11	0.07
5	BYAN		- 0.07	1.65	0.93	0.07	0.00	0.11	0.06
6	DEWA		0.11	2.36	- 0.30	0.17	0.02	0.40	-0.05
7	DOID		0.19	0.73	- 0.11	0.41	0.08	0.30	-0.05
8	DSSA		- 0.00	2.15	0.20	0.10	0.00	0.22	0.02
9	ELSA		- 0.25	- 0.29	- 0.13	0.11	-0.03	-0.03	-0.01
10	ENRG		- 0.01	0.46	- 0.10	0.14	0.00	0.06	-0.01
11	GEMS		0.33	0.40	1.02	0.08	0.03	0.03	0.08
12	GTSI		- 0.15	- 1.81	- 0.14	0.11	-0.02	-0.21	-0.02
13	HRUM		- 0.02	0.52	0.46	- 0.20	0.00	-0.11	-0.09
14	INDY		0.26	1.56	0.15	0.20	0.05	0.31	0.03
15	ITMG		0.24	1.25	0.39	- 0.20	-0.05	-0.25	-0.08
16	KKGI		- 0.06	- 1.49	0.09	- 0.15	0.01	0.22	-0.01
17	MBSS		0.23	- 1.27	- 0.09	- 0.31	-0.07	0.39	0.03
18	MCOL		- 0.32	- 0.03	0.41	- 0.20	0.06	0.01	-0.08
19	MEDC		0.12	2.21	0.08	0.32	0.04	0.71	0.03
20	PGAS		0.22	2.25	- 0.11	0.09	0.02	0.21	-0.01
21	PSSI		- 0.43	- 1.44	0.06	- 0.24	0.10	0.35	-0.02
22	PTBA		0.32	1.34	0.22	- 0.06	-0.02	-0.09	-0.01
23	PTRO		- 0.09	- 0.24	- 0.09	0.07	-0.01	-0.02	-0.01
24	RAJA		- 0.21	- 1.07	- 0.14	0.06	-0.01	-0.07	-0.01
25	RMKE		- 0.14	- 1.96	0.11	- 0.15	0.02	0.29	-0.02

26	SGER	2023	- 0.34	- 1.26	0.36	0.27	-0.09	-0.34	0.10
27	SHIP		- 0.23	- 0.69	- 0.07	0.12	-0.03	-0.08	-0.01
28	TEBE		- 0.10	- 2.21	0.08	- 0.24	0.02	0.52	-0.02
29	TOBA		0.04	0.17	- 0.00	0.10	0.00	0.02	0.00
30	TPMA		- 0.26	- 1.58	- 0.05	- 0.18	0.05	0.29	0.01
31	UNIQ		- 0.28	- 3.02	- 0.16	- 0.04	0.01	0.13	0.01
32	WINS		0.10	- 1.39	- 0.22	- 0.25	-0.02	0.34	0.05
1	ABMM		0.28	1.03	0.19	0.22	0.06	0.23	0.04
2	ADRO		0.21	2.21	0.04	- 0.10	-0.02	-0.23	0.00
3	AKRA		0.15	0.94	- 0.01	0.11	0.02	0.10	0.00
4	BUMI		0.18	0.36	- 0.21	- 0.30	-0.05	-0.11	0.06
5	BYAN		- 0.12	1.49	0.42	- 0.00	0.00	0.00	0.00
6	DEWA		0.14	2.35	- 0.22	0.17	0.02	0.40	-0.04
7	DOID		0.24	0.89	- 0.09	0.43	0.10	0.38	-0.04
8	DSSA		0.01	1.38	0.28	0.01	0.00	0.02	0.00
9	ELSA		0.15	- 0.21	- 0.11	0.11	0.02	-0.02	-0.01
10	ENRG		0.22	0.57	- 0.11	0.15	0.03	0.08	-0.02
11	GEMS		0.29	0.53	0.57	0.07	0.02	0.04	0.04
12	GTSI		- 0.25	- 1.97	- 0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
13	HRUM		0.04	0.75	- 0.06	- 0.15	-0.01	-0.11	0.01
14	INDY		0.21	1.39	- 0.12	0.13	0.03	0.18	-0.02
15	ITMG		0.35	1.04	0.05	- 0.24	-0.09	-0.25	-0.01
16	KKGI		- 0.06	- 1.35	- 0.03	- 0.12	0.01	0.16	0.00
17	MBSS		0.35	- 1.14	- 0.11	- 0.28	-0.10	0.32	0.03
18	MCOL		- 0.32	- 0.04	0.17	- 0.21	0.07	0.01	-0.04
19	MEDC		0.10	2.27	- 0.03	0.30	0.03	0.68	-0.01
20	PGAS		0.22	2.14	- 0.12	0.04	0.01	0.08	0.00
21	PSSI		- 0.15	- 1.33	0.02	- 0.25	0.04	0.34	0.00
22	PTBA		0.32	1.18	0.07	0.02	0.01	0.02	0.00
23	PTRO		0.19	- 0.06	- 0.17	0.25	0.05	-0.02	-0.04
24	RAJA		- 0.21	- 0.86	- 0.05	0.10	-0.02	-0.09	-0.01
25	RMKE		0.02	- 1.66	- 0.02	- 0.09	0.00	0.15	0.00
26	SGER		- 0.34	- 0.96	0.23	0.25	-0.08	-0.24	0.06
27	SHIP		- 0.23	- 0.58	- 0.09	0.12	-0.03	-0.07	-0.01
28	TEBE		- 0.06	- 2.33	- 0.02	- 0.37	0.02	0.87	0.01
29	TOBA		0.34	0.20	- 0.18	0.13	0.04	0.03	-0.02
30	TPMA		- 0.26	- 1.39	- 0.04	- 0.10	0.03	0.14	0.00
31	UNIQ		- 0.28	- 2.79	- 0.12	0.04	-0.01	-0.10	0.00
32	WINS		0.05	- 1.38	- 0.19	- 0.26	-0.01	0.36	0.05
1	ABMM	2024	0.27	1.04	- 0.06	0.17	0.05	0.18	-0.01
2	ADRO		0.23	2.10	0.17	0.01	0.00	0.03	0.00

3	AKRA	0.16	1.03	- 0.06	0.13	0.02	0.14	-0.01
4	BUMI	0.18	0.45	- 0.20	- 0.29	-0.05	-0.13	0.06
5	BYAN	0.13	1.56	0.18	- 0.08	-0.01	-0.13	-0.02
6	DEWA	0.14	2.48	- 0.22	0.20	0.03	0.49	-0.04
7	DOID	0.24	0.77	- 0.57	0.45	0.11	0.35	-0.26
8	DSSA	0.05	1.61	0.05	0.05	0.00	0.08	0.00
9	ELSA	0.15	- 0.11	- 0.08	0.11	0.02	-0.01	-0.01
10	ENRG	0.22	0.76	- 0.12	0.16	0.03	0.12	-0.02
11	GEMS	0.28	0.52	0.50	0.04	0.01	0.02	0.02
12	GTSI	- 0.24	- 1.88	- 0.11	- 0.01	0.00	0.03	0.00
13	HRUM	0.14	1.25	- 0.18	- 0.12	-0.02	-0.15	0.02
14	INDY	0.21	1.39	- 0.20	0.12	0.02	0.16	-0.02
15	ITMG	0.34	1.18	- 0.03	- 0.23	-0.08	-0.27	0.01
16	KKGI	- 0.06	- 1.26	0.02	- 0.20	0.01	0.25	0.00
17	MBSS	0.33	- 1.09	- 0.14	- 0.31	-0.10	0.34	0.05
18	MCOL	- 0.32	0.03	- 0.03	- 0.19	0.06	-0.01	0.00
19	MEDC	0.11	2.37	- 0.06	0.28	0.03	0.66	-0.02
20	PGAS	0.22	2.16	- 0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
21	PSSI	- 0.12	- 1.36	- 0.14	- 0.26	0.03	0.36	0.04
22	PTBA	0.32	1.34	0.00	- 0.00	0.00	-0.01	0.00
23	PTRO	0.20	0.16	- 0.19	0.29	0.06	0.05	-0.05
24	RAJA	- 0.21	- 0.80	- 0.06	0.05	-0.01	-0.04	0.00
25	RMKE	- 0.01	- 1.61	- 0.07	- 0.16	0.00	0.25	0.01
26	SGER	- 0.34	- 0.94	0.07	0.09	-0.03	-0.08	0.01
27	SHIP	- 0.23	- 0.42	- 0.12	0.11	-0.03	-0.05	-0.01
28	TEBE	- 0.05	- 2.32	- 0.10	- 0.37	0.02	0.85	0.04
29	TOBA	0.34	0.19	- 0.12	0.08	0.03	0.02	-0.01
30	TPMA	- 0.26	- 1.09	- 0.03	- 0.03	0.01	0.03	0.00
31	UNIQ	- 0.28	- 2.79	- 0.07	- 0.04	0.01	0.10	0.00
32	WINS	0.02	- 1.15	- 0.06	- 0.25	0.00	0.29	0.01



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Ela menjelek surat ini agar disebarkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024

Jl. Denal No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id>

pps@umsu.ac.id

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari ini, Jumat, 04 September 2026 telah dilaksanakan Ujian Tesis bagi mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Prog.Studi/Konsentrasi : Magister Akuntansi / Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

Pembimbing I :

Pembimbing II :

Penguji I : *Sinkronisasi latar belakang, landasan teori dan pembahasan*

Penguji II :

Penguji III : *Memakan pembahasan lebih dibahas lebih dalam*

Berita acara ini ditandatangani setelah tesis diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas.

Medan,

1 Assoc. Prof. Dr. JANURI, S.E., M.M., M.Si.

Pembimbing I

2 Assoc. Prof. Dr. SYAFRIDA HANI, S.E., M.Si.

Pembimbing II

3 Dr. SUKMA LESMANA, SE., M.Si.

Penguji I

4 Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Penguji II

5 Assoc. Prof. Dr. ZULIA HANUM, S.E., M.Si.

Penguji III

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Nama : Riski Dwi Sahputra
Nomor Pokok Mahasiswa : 2420050020
Prodi/Konsentrasi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Pengaruh ESG Disclose, Firm Size dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan Leverage sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Sektor Energi yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Disetujui untuk disampaikan Kepada

Panitia Tesis

Medan, Agustus 2026

Komisi Pembimbing

Pembimbing I



Assoc. Prof. Dr. Januri, S.E.MM., M.Si, CMA

Pembimbing II



Assoc Prof. Dr. Syafrida Hani S.E, M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menjawab surat ini agar disebutkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024
Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 38011111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [fumsu](#) [@umsu](#) [umsu](#) [umsu](#)

BERITA ACARA SEMINAR HASIL

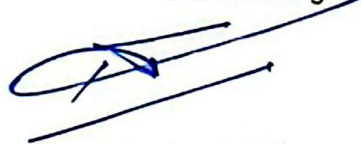
Pada hari ini, tgl. 15 Agustus 2026 telah dilaksanakan Seminar Hasil bagi mahasiswa Magister Akuntansi Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. 
2. _____
3. _____

Pembimbing I



Assoc. Prof. Dr. JANURI, S.E., M.M., M.Si.

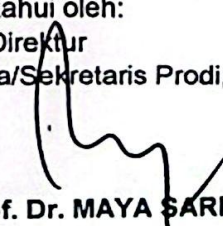
Tesis ini telah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas, untuk selanjutnya dapat disetujui didaftarkan pada panitia Ujian Tesis.

Medan, _____

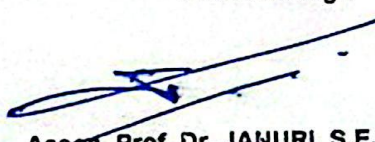
Diketahui oleh:

An. Direktur

Ketua/Sekretaris Prodi,


Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Pembimbing I



Assoc. Prof. Dr. JANURI, S.E., M.M., M.Si.



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menjabar surat ini agar disebutkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Ppj/PT/III/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id>

pps@umsu.ac.id

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

[umsu.ac.id](#)

BERITA ACARA SEMINAR HASIL

Pada hari ini, tgl. 15 Agustus 2026 telah dilaksanakan Seminar Hasil bagi mahasiswa Magister Akuntansi Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. *Perbaikan sesuai arahan penguji.*

2.

3.

Pembimbing II

Assoc. Prof. Dr. SYAFRIDA HANI, S.E., M.Si

Tesis ini telah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas, untuk selanjutnya dapat disetujui didaftarkan pada panitia Ujian Tesis.

Medan,

Diketahui oleh:

An. Direktur
Ketua/Sekretaris Prodi,

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Pembimbing II

Assoc. Prof. Dr. SYAFRIDA HANI, S.E., M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menjawab surat ini agar disertakan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id>

pps@umsu.ac.id

[umsu.medan](#)

[umsu.medan](#)

[umsu.medan](#)

[umsu.medan](#)

BERITA ACARA SEMINAR HASIL

Pada hari ini, tgl. 15 Agustus 2026 telah dilaksanakan Seminar Hasil bagi mahasiswa Magister Akuntansi Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. _____
2. _____
3. Pembahasan harus di dalam deskripsi data dan dari hasil uji hipotesis diterima maupun ditolak

Penguji/Pembahas I

Dr. SUKMA LESMANA, SE., M.Si

Tesis ini telah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas, untuk selanjutnya dapat disetujui didaftarkan pada panitia Ujian Tesis.

Medan, _____

Diketahui oleh:

An. Direktur

Ketua/Sekretaris Prodi,

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Penguji/Pembahas I

Dr. SUKMA LESMANA, SE., M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menjawab surat ini agar disebutkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024

Jl. Denal No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsu.medan](#) [umsu.medan](#) [umsu.medan](#) [umsu.medan](#)

BERITA ACARA SEMINAR HASIL

Pada hari ini, tgl. 15 Agustus 2026 telah dilaksanakan Seminar Hasil bagi mahasiswa Magister Akuntansi Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. Perhatikan kembali Variabel X nya yaitu Reaksi Investor Saham & Indikator yang digunakan.
- 2.
- 3.

Penguji/Pembahas II

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Tesis ini telah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas, untuk selanjutnya dapat disetujui didaftarkan pada panitia Ujian Tesis.

Diketahui oleh:

An. Direktur
Ketua/Sekretaris Prodi,

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Medan,

Penguji/Pembahas II

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menandatangani surat ini agar disebutkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#)

BERITA ACARA SEMINAR HASIL

Pada hari ini, tgl. 15 Agustus 2026 telah dilaksanakan Seminar Hasil bagi mahasiswa Magister Akuntansi Sekolah Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. Abstrak
2. Pembahasan lebih ekspresif / diperjelas kembali
masukan temanya
- 3.

Penguji/Pembahas III

Assoc. Prof. Dr. ZULIA HANUM, S.E., M.Si

Tesis ini telah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/ pembahas, untuk selanjutnya dapat disetujui didaftarkan pada panitia Ujian Tesis.

Medan, _____

Diketahui oleh:

An. Direktur

Ketua/Sekretaris Prodi,

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Penguji/Pembahas III

Assoc. Prof. Dr. ZULIA HANUM, S.E., M.Si

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Nama : Riski Dwi Sahputra
Nomor Pokok Mahasiswa : 2420050020
Prodi/Konsentrasi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Pengaruh ESG Disclosure, Firm Size dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan Leverage sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Sektor Energi yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Disetujui untuk disampaikan Kepada

Panitia Seminar Hasil

Medan, Agustus 2026

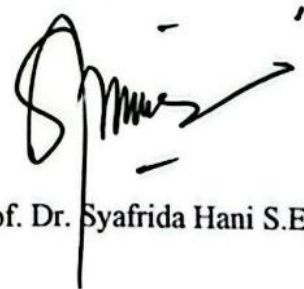
Komisi Pembimbing

Pembimbing I



Assoc Prof. Dr. Januri, S.E.MM.,M.Si, CMA

Pembimbing II



Assoc Prof. Dr. Syafrida Hani S.E, M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya
Dua menjadi satu ini agar disekolah
murid dan bangganya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pp/PT/III/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#)

LEMBAR BIMBINGAN TESIS

Nama Mahasiswa : Riski Dwi Sahputra
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : AKUNTANSI MANAJEMEN.
Judul Tesis : Pengaruh ESG Disclosure, Firm Size dan Profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan Leverage sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Sektor Energi yang terdaftar di BEI
Tgl. Seminar Proposal :

No.	Tanggal	Materi Bimbingan	Tanda Tangan
1	26/06-26	Bab 4 Hasil penelitian harus menjawab dan membahas hipotesis.	
2	12/08-26	Bab 5 simpulan dari yang dibahas serta Sarankan apa yang di simpulkan Pembahasan menolak atau mendukung peneliti terdahulu.	
3			
4			
5			
6			

Medan, ...

Pembimbing I,

Pembimbing II,

Assoc. Prof. Dr. Januri S.E., M.Si, CMA

Diketahui Oleh :
Ketua / Sekretaris,

Prof. Dr. Mayn Sari, S.E., Ak., M.Si., CA



UMSU
Unggul | Cerdas | Terpercaya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
PROGRAM PASCASARJANA

Jl. Denal No. 217 Medan 20226 Telp. 061 - 88811104 Fax. 061 - 88811111
Website: www.umsu.ac.id - www.pascasarjana.umsu.ac.id
E-mail: pps@umsu.ac.id

LEMBAR BIMBINGAN TESIS

Nama Mahasiswa : Risli Dui Sahputra
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh ESR Disclosure, Firm Size, & Profitabilitas terhadap realisasi investor saham dengan leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI.
Tgl. Seminar Proposal : SABTU, 07 Februari 2026

No.	Tanggal	Materi Bimbingan	Tanda Tangan
1	09/07-26	Bab 1, setiap tabel menggunakan repeat header, serta pastikan setiap kutipan memiliki sumber yang jelas.	St
2		Bab 2, Sub bab langsung buat poin teori yang digunakan.	St
3		Bab 3, pastikan jumlah populasi, sampel dan jumlah data yang diolah.	St
4		Bab 4, Awali dengan deskripsi data dengan menjelaskan informasi setiap variabel secara ringkas.	St
5		Bab 5, Hasil penelitian secara spesifik menjawab rumusan masalah & mencapai tujuan penelitian.	St
6		Acc Suwinan Hanil	

Medan, ...

Pembimbing I,

Pembimbing II,

Assoc. Prof. Dr. Supriada Hanil SE, M.Si

Diketahui Oleh :

Ketua/Sekretaris,

Prof. Dr. Maya Sari - S.E., Ak., M.Si., CA



UMSU
Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menandatangani surat ini akan disahkan
maka dan sebagainya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pg/PT/00/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#)

BERITA ACARA SEMINAR KOLOKIUUM

Pada hari ini, Sabtu, 07 Februari 2026 tgl.13.00 WIB - Selesai telah dilaksanakan Seminar Kolokium secara bagi mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Prog.Studi/Konsentrasi : Magister Akuntansi / 15.00-16.00 WIB
Judul Proposal Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. *latar Belakang*
Publiski dengan mamunculkan fenomena pada Data yang relevan
2. *Landasan Teori*
Memperbaiki sesuai arahan pembimbing di tambahkan teori TBL
3. *Sesuai kan* populasi dan sampel penelitian

Pembimbing I


Prof. Januri, S.E., M.M., M.Si

Proposal ini *ditandatangani* setelah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/Pembahas, selanjutnya dapat disetujui untuk diteruskan menjadi sebuah tesis.

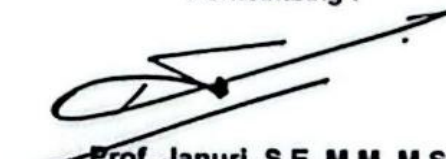
Medan, Maret 2026

Diketahui oleh:

An. Direktur
Ketua/Sekretaris Prodi,


Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Pembimbing I


Prof. Januri, S.E., M.M., M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

MAJLIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Pgy/PT/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#) [umsu.ac.id](#)

BERITA ACARA SEMINAR KOLOKIUUM

Pada hari ini, Sabtu, 07 Februari 2026 tgl.13.00 WIB - Selesai telah dilaksanakan Seminar Kolokium secara bagi mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Prog.Studi/Konsentrasi : Magister Akuntansi / 15.00-16.00 WIB
Judul Proposal Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. Paragraf 2 sesuai arahan penguji

2. _____
3. _____

Pembimbing II

Assoc. Prof. Dr. SYAFRIDA HANI, S.E., M.Si

Proposal ini **ditandatangani** setelah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/Pembahas, selanjutnya dapat disetujui untuk diteruskan menjadi sebuah tesis.

Medan,

Maret 2026

Diketahui oleh:

An. Direktur
Ketua/Sekretaris Prodi,

Pembimbing II

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Assoc. Prof. Dr. SYAFRIDA HANI, S.E., M.Si



UMSU
Unggul | Cerdas | Terpercaya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/IAA Pp/PTN/2024

Jl. Denal No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> ✉ pps@umsu.ac.id 📠 [umsu.medan](#) 📱 [umaumedan](#) 📺 [umsu.medan](#) 📺 [umsu.medan](#)

BERITA ACARA SEMINAR KOLOKIU

Pada hari Ini, Sabtu, 07 Februari 2026 tgl.13.00 WIB - Selesai telah dilaksanakan Seminar Kolokium secara bagi mahasiswa Magister Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara, sbb:

Nama Mahasiswa : RISKI DWI SAHPUTRA
NPM : 2420050020
Prog.Studi/Konsentrasi : Magister Akuntansi / 15.00-16.00 WIB
Judul Proposal Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE, FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

dengan catatan wajib memperbaiki:

1. BAB 1. Perbaiki data di Latar Belakang.
Poin 1. Perbaiki data dengan memunculkan fenomena langsung dari data perusahaan yang diteliti
2. BAB 2. Tambahkan teori TBL (Triple Bottom Line).
3. BAB 3. Populasi dan Sampel diperjelas dan di spesifikasikan.

Pembanding

Dr. SUKMA LESMANA, SE., M.Si

Proposal ini *ditandatangani* setelah diperbaiki sesuai petunjuk/arahan dari Pembimbing dan Penguji/Pembahas, selanjutnya dapat disetujui untuk diteruskan menjadi sebuah tesis.

Medan,

Maret 2026

Diketahui oleh:
An. Direktur
Ketua/Sekretaris Prodi,

Prof. Dr. MAYA SARI, S.E., Ak., M.Si., CA

Pembanding

Dr. SUKMA LESMANA, SE., M.Si

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Nama : Riski Dwi Sahputra
Nomor Pokok Mahasisw : 2420050020
Prodi/Konsentrasi : Magister Akuntansi / Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh ESG Disclosures, Firm Size, Dan Profitabilitas Terhadap Reaksi Investor Saham Dengan Leverage Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sektor Energi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Disetujui untuk disampaikan Kepada
Panitia Seminar Kolokium
Medan, Januari 2026

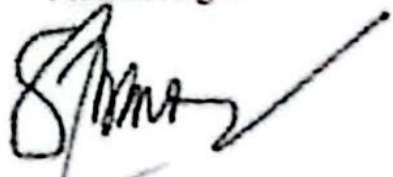
Komisi Pembimbing

Pembimbing I



Assoc. Prof. Dr. Januri, S.E., M.M., M.Si

Pembimbing II



Assoc. Prof. Dr. Syafrida Hani, S.E., M.Si



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
PROGRAM PASCASARJANA

Jl. Denal No. 217 Medan 20226 Telp. 061 - 88811104 Fax. 061 - 88811111

Website: www.umsu.ac.id - www.pascasarjana.umsu.ac.id

E-mail: pps@umsu.ac.id

LEMBAR BIMBINGAN PROPOSAL TESIS

Nama Mahasiswa : Riski Dwi Sahputra
NPM : 2420050020
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi manajemen
Judul Tesis : pengaruh ESG Disclosure, firm size, dan prop.tabilitas terhadap Reaksi Investor saham dengan leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yg terdaftar di BEI
Tgl. Seminar Proposal :

No.	Tanggal	Materi Bimbingan	Tanda Tangan
1	31/12/21	DATA HUK, BEI	
2		- book theory	
3		- fungsi fungsi	
4			
5			
6			

19/1/26.

Pembimbing I,

Medan, ...

Pembimbing II,

Assoc. Prof. Dr. Januri, S.E., M.M., M.Si

Assoc. Prof. Dr. Syarifick Hani, S.E., M.Si

Diketahui Oleh :

Ketua/Sekretaris,

Prof. Dr. Maya Sari, S.E., AK., M.Si., CA



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara
Jl. Denail No. 217 Medan 20226 Telp. 061 - 88811104 Fax. 061 - 88811111
Website: www.umsu.ac.id - www.pascasarjana.umsu.ac.id
E-mail: pps@umsu.ac.id

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA
PROGRAM PASCASARJANA

Jl. Denail No. 217 Medan 20226 Telp. 061 - 88811104 Fax. 061 - 88811111
Website: www.umsu.ac.id - www.pascasarjana.umsu.ac.id
E-mail: pps@umsu.ac.id

LEMBAR BIMBINGAN PROPOSAL TESIS

Nama Mahasiswa : Riski Awi Sahputra
NPM : 24 200 500 20
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh ESG Disclosure, Firm size, dan profitabilitas terhadap Reaksi Investor Saham dengan leverage sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI
Tgl. Seminar Proposal :

No.	Tanggal	Materi Bimbingan	Tanda Tangan
1	18/02.25	Seputar UTM dan fokus ke Variabel & fenomena masalah,	Sfr.
2		Identifikasi masalah	Sfr.
3		Metode Penelitian.	Sfr.
4	24/01.24	Definisi operasional	Sfr.
5		Referensi pustaka.	Sfr.
6		Acc Kolokium Sfr.	

Medan, ...

Pembimbing I,

Pembimbing II,

Assoc. Prof. Dr. Syarifida Hani SE, M.Si

Diketahui Oleh :

Ketua / Sekretaris,

Prof. Dr. Maya Sari, S.E., Ak., M.Si., CA



UMSU

Unggul | Cerdas | Terpercaya

Bila menjawab surat ini agar disebutkan nomor dan tanggalnya

MAJELIS PENDIDIKAN TINGGI PENELITIAN & PENGEMBANGAN PIMPINAN PUSAT MUHAMMADIYAH

UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA

SEKOLAH PASCASARJANA

UMSU Terakreditasi Unggul Berdasarkan Keputusan Badan Akreditasi Nasional Perguruan Tinggi No. 174/SK/BAN-PT/Ak.Ppj/PT/III/2024

Jl. Denai No. 217 Medan 20226 Telp. (061) - 88811104 Fax. (061) - 88811111

<https://pascasarjana.umsu.ac.id> pps@umsu.ac.id [umsuMEDAN](https://www.facebook.com/umsuMEDAN) [umsuMEDAN](https://www.instagram.com/umsuMEDAN) [umsuMEDAN](https://www.linkedin.com/company/umsuMEDAN) [umsuMEDAN](https://www.youtube.com/channel/UC...)

SURAT PERSETUJUAN

Nomor : 169/II.3.AU/UMSU-SPs/F/2026

Tentang:

**JUDUL TESIS DAN DOSEN PEMBIMBING MAHASISWA
SEKOLAH STUDI MAGISTER AKUNTANSI
SEKOLAH PASCASARJANA
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SUMATERA UTARA**

Nama Mahasiswa : **RISKI DWI SAHPUTRA**
NPM : 2420050020
Prodi / Konsentrasi : Magister Akuntansi / Akuntansi Manajemen
Judul Tesis : PENGARUH ESG DISCLOSURE FIRM SIZE DAN PROFITABILITAS TERHADAP REAKSI INVESTOR SAHAM DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA.
Pembimbing I : Assoc. Prof. Dr. Januri, SE., MM., M.Si.
Pembimbing II : Assoc. Prof. Dr. Syafrida Hani, S.E., M.Si.

Surat persetujuan ini berlaku sampai tanggal 23 Januari 2027, Apabila hingga batas tersebut yang bersangkutan belum menyelesaikan Tesisnya, maka Surat Persetujuan ini dinyatakan batal.

Medan, 04 Sya'ban 1447 H
23 Januari 2026 M



Direktur,


Prof. Dr. Triono Eddy, S.H., M.Hum
NIDN. 1012125601

Tembusan:

1. Ketua Prodi MAKSI UMSU;
2. Dosen Pembimbing I dan II;
3. Pertinggal.