

STUDI EMPIRIS PADA INDEKS LQ45 DAN SMINFRA18 : ESG SCORE DAN MARKET CAPITALIZATION TERHADAP RETURN SAHAM

Achmad Yani*¹, Rosita Noviana²

¹Doktor Manajemen dan Bisnis, Institut Pertanian Bogor, Jawa Barat, Indonesia;

² Management Department, BINUS University, Jakarta, Indonesia

¹achmad83yani@apps.ipb.ac.id, ²rosita.noviana@binus.ac.id

Received 13 Januari 2026 | Accepted 14 Januari 2026 | Published 24 Januari 2026

* *Coresponden Author*

Abstrak

Perkembangan investasi berbasis Environmental, Social, and Governance (ESG) meningkat pesat dalam satu dekade terakhir, namun efektivitas ESG sebagai penentu return saham di pasar berkembang masih dipertanyakan. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh ESG Score dan Market Capitalization terhadap return saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan SMinfra18 di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2024. Data diperoleh dari Bloomberg Terminal dan dianalisis menggunakan regresi OLS, model OLS dengan dummy indeks, model interaksi ESG \times MarketCap, dan robust regression untuk mengatasi outlier. Hasil menunjukkan bahwa ESG Score tidak berpengaruh signifikan terhadap return pada seluruh model. Sebaliknya, Market Capitalization berpengaruh positif signifikan pada model robust, meski hanya marginal pada OLS. Hal ini menunjukkan bahwa ESG belum menjadi priced factor di Indonesia, sementara ukuran perusahaan tetap menjadi determinan yang lebih kuat terhadap kinerja saham. Temuan ini memberikan kontribusi terhadap literatur ESG di pasar berkembang dan bermanfaat bagi investor serta regulator.

Kata kunci: ESG Score; Return Saham; Market Capitalization; LQ45; SMinfra18; OLS; Robust Regression

Abstract

The development of Environmental, Social, and Governance (ESG)-based investing has grown rapidly over the past decade, yet the effectiveness of ESG as a determinant of stock returns in emerging markets remains uncertain. This study aims to analyze the effect of ESG Score and Market Capitalization on stock returns of companies included in the LQ45 and SMinfra18 indices on the Indonesia Stock Exchange during the 2019–2024 period. Data were obtained from the Bloomberg Terminal and analyzed using OLS regression, an OLS model with an index dummy, an ESG \times MarketCap interaction model, and robust regression to address outliers. The results show that ESG Score does not have a significant effect on returns across all models. Conversely, Market Capitalization has a significant positive effect in the robust model, although only marginally significant in the OLS model. These findings indicate that ESG has not yet become a priced factor in Indonesia, while firm size remains a stronger determinant of stock performance. This study contributes to the ESG literature in emerging markets and offers insights for investors and regulators.

Keywords: ESG Score; Stock Return; Market Capitalization; LQ45; SMinfra18; OLS; Robust Regression

PENDAHULUAN

Integrasi dimensi *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam pengambilan keputusan investasi telah menjadi salah satu perkembangan paling signifikan dalam keuangan modern. Dalam satu dekade terakhir, investor global semakin memandang praktik keberlanjutan dan tata kelola yang baik sebagai faktor yang berpotensi meningkatkan nilai jangka panjang perusahaan, menurunkan risiko non-keuangan, serta memperkuat legitimasi korporasi. *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) melaporkan bahwa total aset investasi berbasis ESG secara global telah melampaui USD 30 triliun pada tahun 2021, mencerminkan meningkatnya kepercayaan investor terhadap relevansi ESG dalam proses valuasi aset.

Meskipun demikian, hubungan antara ESG dan return saham masih menjadi perdebatan akademik yang belum mencapai konsensus. Pada pasar maju, berbagai studi menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang tinggi cenderung memiliki risiko lebih rendah, biaya modal yang lebih kecil, serta kinerja keuangan yang lebih stabil (Friede et al., 2015; Khan et al., 2016). Dalam kerangka asset pricing, ESG dipandang berpotensi berfungsi sebagai faktor risiko baru apabila mampu merefleksikan eksposur perusahaan terhadap risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola yang bersifat sistematis.

Namun, bukti empiris di pasar berkembang menunjukkan hasil yang jauh lebih heterogen. Sejumlah penelitian menemukan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham di negara berkembang, yang ditandai oleh dominasi investor ritel, kualitas pelaporan ESG yang belum matang, serta horizon investasi yang relatif pendek (Haque & Ntim, 2018; Broadstock et al., 2021). Dalam kondisi tersebut, informasi ESG cenderung belum dianggap relevan dalam proses price discovery, sehingga gagal berfungsi sebagai priced factor.

Indonesia merupakan contoh menarik dari pasar berkembang dengan karakteristik tersebut. Struktur pasar modal Indonesia masih didominasi oleh investor ritel, sementara tekanan institusional terhadap materialitas ESG relatif terbatas. Meskipun Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mewajibkan pelaporan keberlanjutan sejak 2017, praktik pengungkapan ESG di Indonesia masih bersifat normatif dan belum sepenuhnya mencerminkan kinerja keberlanjutan yang material secara ekonomi. Selain itu, ketersediaan data ESG yang komprehensif, khususnya dari Bloomberg, baru relatif stabil sejak periode 2018–2020, sehingga studi empiris berbasis ESG di Indonesia masih terbatas.

Penelitian ini berfokus pada dua indeks utama di Bursa Efek Indonesia, yaitu LQ45 dan SMinfra18 (Jakinfra). Indeks LQ45 merepresentasikan perusahaan besar dengan likuiditas tinggi, sedangkan SMinfra18 mencakup perusahaan infrastruktur yang secara inheren memiliki eksposur lingkungan dan sosial yang lebih tinggi. Perbedaan karakteristik sektor dan risiko ini menjadikan kedua indeks tersebut sebagai konteks empiris yang relevan untuk menguji apakah ESG dan ukuran perusahaan memengaruhi return saham di pasar Indonesia.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis:

- (1) pengaruh ESG Score terhadap return saham,
- (2) pengaruh market capitalization sebagai proksi ukuran perusahaan,
- (3) peran ukuran perusahaan dalam memoderasi hubungan antara ESG dan return saham,
- (4) perbedaan return saham antara perusahaan LQ45 dan SMinfra18 setelah mengontrol ESG dan ukuran perusahaan.

Secara teoretis, penelitian ini berkontribusi dengan menguji batas efektivitas ESG sebagai faktor harga (boundary condition) dalam kerangka asset pricing di pasar berkembang. Secara praktis, hasil penelitian diharapkan memberikan implikasi bagi investor dan regulator terkait peran ESG dalam pembentukan harga saham di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Meta-analisis komprehensif yang dilakukan oleh Friede et al. (2015) terhadap lebih dari 2.000 studi empiris menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan kinerja keuangan perusahaan pada umumnya bersifat positif atau netral. Temuan ini mengindikasikan bahwa praktik keberlanjutan dan tata kelola yang baik tidak merugikan kinerja keuangan perusahaan, bahkan dalam banyak kasus justru memberikan nilai tambah. ESG dipandang mampu meningkatkan reputasi perusahaan, menurunkan risiko litigasi dan regulasi, serta mendorong efisiensi operasional melalui pengelolaan sumber daya yang lebih baik (Khan et al., 2016). Namun demikian, efektivitas ESG dalam meningkatkan kinerja keuangan tidak bersifat universal dan sangat bergantung pada konteks pasar. Pada pasar berkembang, sejumlah studi menemukan bahwa pengaruh ESG terhadap kinerja dan return saham sering kali tidak signifikan. Kondisi ini terutama disebabkan oleh kualitas pelaporan ESG yang masih rendah, keterbatasan transparansi, serta dominasi investor jangka pendek yang kurang mempertimbangkan faktor keberlanjutan dalam pengambilan keputusan investasi (Broadstock et al., 2021; Utama & Mirhard, 2021).

Dalam kerangka asset pricing, ukuran perusahaan telah lama diidentifikasi sebagai salah satu faktor risiko utama. Fama dan French (1993) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan tercermin dalam size factor, di mana secara klasik perusahaan kecil cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar, yang dikenal sebagai size premium. Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa pola tersebut tidak selalu berlaku secara konsisten di pasar berkembang. Di negara-negara dengan tingkat ketidakpastian ekonomi dan institusional yang relatif tinggi, investor cenderung melakukan *flight to quality* dengan memprioritaskan saham-saham berkapitalisasi besar yang dianggap lebih stabil dan likuid (Drew & Veeraraghavan, 2002; Rouwenhorst, 1999). Dalam konteks ini, ukuran perusahaan tidak hanya mencerminkan faktor risiko, tetapi juga merepresentasikan persepsi keamanan dan kepercayaan investor. Oleh karena itu, pada pasar seperti Indonesia, ukuran perusahaan berpotensi berkorelasi positif dengan return saham, berbeda dengan temuan size premium di pasar maju.

Implementasi ESG di Indonesia masih berada pada tahap perkembangan dan belum merata antar sektor industri. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) baru mulai mewajibkan pelaporan keberlanjutan sejak tahun 2017, sehingga praktik pengungkapan ESG perusahaan relatif masih baru dan beragam dalam hal kualitas serta kedalaman informasi. Selain itu, ketersediaan data ESG yang komprehensif, khususnya Bloomberg ESG *Score*, baru relatif lengkap sejak periode 2018–2020, yang menyebabkan rentang data empiris masih terbatas. Kondisi ini membatasi kemampuan pasar untuk menginternalisasi informasi ESG secara konsisten. Sejalan dengan hal tersebut, penelitian empiris di Indonesia menunjukkan bahwa ESG belum dihargai secara signifikan oleh pasar, terutama karena dominasi investor ritel serta belum kuatnya tekanan institusional yang mendorong integrasi ESG ke dalam proses valuasi dan pembentukan harga saham (Utama & Mirhard, 2021). Dengan karakteristik tersebut, pasar modal Indonesia menjadi konteks yang relevan untuk menguji apakah ESG telah berfungsi sebagai faktor harga atau masih berada di luar mekanisme price discovery.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan data sekunder dari Bloomberg Terminal. Variabel yang digunakan:

- *Return* saham: perubahan harga tahunan
- *ESG Score*: Bloomberg ESG *Score*

- *Market Capitalization (Size)*: logaritma natural kapitalisasi pasar (CUR_MKT_CAP)
- Dummy indeks: 1 = anggota SMinfra18, 0 = LQ45

Data mencakup periode 2019–2024 dengan total 230 observasi setelah data *cleaning*.

Model dasar mengacu pada konsep regresi lintas-seksi Fama & French (1993), dengan model tambahan:

1. OLS + Dummy indeks
2. Interaksi ESG × Size
3. *Robust Regression (M-estimation)* untuk mengatasi *outlier* (Huber, 1964).

Estimasi dilakukan dengan OLS (fungsi lm) dan *robust regression* (rlm) menggunakan R, serta diverifikasi menggunakan Excel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil estimasi regresi OLS dasar menunjukkan bahwa ESG Score tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan SMinfra18. Temuan ini konsisten dengan sebagian besar literatur di pasar berkembang yang menyatakan bahwa ESG belum menjadi determinan return saham (Haque & Ntim, 2018; Broadstock et al., 2021). Dalam perspektif *asset pricing*, hasil ini mengindikasikan bahwa ESG belum memenuhi kriteria sebagai faktor risiko sistematis yang dihargai pasar sebagaimana dikemukakan oleh Cochrane (2011). Hasil OLS Dasar ditunjukkan pada Tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1. Hasil OLS

Variabel	Koefisien	Std. Error	p-value
Intercept	-0.613452	0.349248	0.0804
ESG_SCORE	-0.008505	0.023952	0.7228
log(MarketCap)	0.037994	0.019895	0.0574
Adjusted R ²	0.007156	–	–

Hasil menunjukkan bahwa ESG Score tidak memengaruhi return saham. Hasil ini selaras dengan penelitian di banyak pasar berkembang, yang menunjukkan bahwa ESG belum menjadi determinan *return* (Broadstock et al., 2021; Haque & Ntim, 2018). Ada beberapa alasan teoretis mengapa ESG tidak signifikan di Indonesia:

1. ESG bukan *priced factor*

Menurut Cochrane (2011), variabel baru hanya dihargai pasar jika mampu menjelaskan risiko sistematis. ESG di Indonesia belum memenuhi kriteria tersebut.

2. Dominasi investor ritel

Investor Indonesia cenderung mementingkan sentimen, analisis teknikal, dan informasi jangka pendek. Faktor ESG yang sifatnya jangka panjang belum menjadi prioritas.

3. Kualitas pelaporan ESG rendah

Rata-rata perusahaan Indonesia masih mengungkapkan ESG secara normatif, bukan kuantitatif atau berbasis risiko yang material.

4. Rentang waktu ESG yang pendek

Bloomberg baru menyediakan data ESG Indonesia yang kuat sejak 2018–2020. Rentang waktu pendek menyebabkan variasi data rendah.

Tidak signifikannya ESG Score dapat dijelaskan oleh beberapa faktor struktural pasar Indonesia. Pertama, dominasi investor ritel menyebabkan pembentukan harga saham lebih

banyak dipengaruhi oleh sentimen jangka pendek, analisis teknikal, dan informasi non-fundamental, dibandingkan oleh faktor keberlanjutan yang bersifat jangka panjang. Kedua, ESG Score Bloomberg lebih banyak merefleksikan intensitas pengungkapan (*disclosure*) dibandingkan kinerja keberlanjutan yang material secara ekonomi. Dalam konteks Indonesia, pengungkapan ESG masih cenderung bersifat kepatuhan regulasi (*compliance-driven*) dan belum terintegrasi secara kuat dengan risiko dan arus kas perusahaan. Ketiga, manfaat ekonomi ESG, seperti penurunan biaya modal dan mitigasi risiko reputasi, umumnya bersifat jangka panjang dan tidak selalu tercermin dalam return tahunan.

Sebaliknya, *market capitalization* menunjukkan pengaruh positif terhadap return saham, meskipun hanya bersifat marginal pada estimasi OLS. Temuan ini menjadi lebih kuat ketika dilakukan estimasi menggunakan *robust regression*, di mana ukuran perusahaan terbukti signifikan secara statistik. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan prediktor return yang lebih stabil dibandingkan ESG Score, bahkan setelah pengaruh observasi ekstrem diminimalkan.

MarketCap menunjukkan signifikansi marginal. Ini berarti ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap return. Fenomena ini berbeda dari *small-cap* premium pada pasar maju, tetapi selaras dengan penelitian emerging markets yang menunjukkan preferensi investor terhadap perusahaan besar (Rouwenhorst, 1999). Hal ini dikarenakan: (i) perusahaan besar memiliki tata kelola lebih baik, (ii) risiko kebangkrutan lebih rendah, (iii) sering memiliki dukungan pemerintah dan (iv) menjadi target utama dana asing.

Hasil ini mengindikasikan adanya *large-cap* premium pada pasar Indonesia. Adjusted R² hanya 0.7%, ini menegaskan bahwa *return* saham Indonesia sangat dipengaruhi oleh volatilitas IHSG, arus modal asing, nilai tukar, kebijakan suku bunga, rumor dan sentimen. Dengan demikian, variabel fundamental seperti ESG dan ukuran perusahaan hanya menjelaskan sebagian kecil variasi return. Hasil OLS dengan dummy indeks ditunjukkan Tabel 2 di bawah ini:

Tabel 2. Skor OLS dengan Dummy Indeks

Variabel	Koefisien	Std. Error	p-value
Intercept	-0.600591	0.349105	0.0867
ESG_SCORE	-0.008551	0.230000	0.7212
log(MarketCap)	0.038276	0.019878	0.0554
Adjusted R ²	-0.058366	0.049229	0.2370

Berdasarkan hasil estimasi OLS dengan penambahan dummy indeks pada Tabel 2, ESG Score menunjukkan koefisien negatif dan tidak signifikan secara statistik. Hasil ini mengindikasikan bahwa variasi pengungkapan ESG antar perusahaan, baik yang tergabung dalam indeks LQ45 maupun SMinfra18, belum mampu memengaruhi return saham secara signifikan. Temuan ini memperkuat argumen bahwa dalam konteks pasar modal Indonesia, ESG belum berfungsi sebagai faktor risiko sistematis yang dihargai pasar (*priced factor*), sebagaimana disyaratkan dalam kerangka asset pricing (Cochrane, 2011), serta konsisten dengan temuan di pasar berkembang lainnya (Haque & Ntim, 2018; Broadstock et al., 2021).

Ketidaksignifikanan ESG Score pada Tabel 2 juga mencerminkan karakteristik struktural pasar modal Indonesia yang masih didominasi oleh investor ritel. Dalam kondisi tersebut, pembentukan harga saham cenderung lebih dipengaruhi oleh sentimen jangka pendek, analisis teknikal, dan informasi non-fundamental, dibandingkan oleh faktor keberlanjutan yang bersifat jangka panjang. Selain itu, ESG Score Bloomberg yang

digunakan dalam penelitian ini lebih merepresentasikan intensitas pengungkapan (*disclosure*) dibandingkan kinerja keberlanjutan yang material secara ekonomi. Praktik pengungkapan ESG di Indonesia masih bersifat *compliance-driven* dan belum terintegrasi secara kuat dengan risiko serta arus kas perusahaan, sehingga belum menjadi informasi yang relevan dalam proses *price discovery*.

Sebaliknya, variabel market capitalization pada Tabel 2 menunjukkan koefisien positif dengan tingkat signifikansi yang mendekati batas konvensional. Meskipun pengaruhnya belum sepenuhnya kuat pada estimasi OLS, arah koefisien yang konsisten mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tetap memiliki peran dalam menjelaskan variasi return saham. Ketika dilakukan estimasi menggunakan *robust regression*, pengaruh *market capitalization* menjadi signifikan secara statistik, yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan prediktor return yang lebih stabil setelah pengaruh observasi ekstrem diminimalkan.

Temuan ini sejalan dengan karakteristik pasar berkembang, di mana investor cenderung memprioritaskan perusahaan berkapitalisasi besar yang dipersepsikan memiliki tata kelola lebih mapan, risiko kebangkrutan lebih rendah, serta akses pendanaan yang lebih luas (Rouwenhorst, 1999). Dengan demikian, dalam konteks Indonesia, *market capitalization* tidak hanya berfungsi sebagai faktor ukuran sebagaimana dalam model klasik Fama dan French (1993), tetapi juga merefleksikan tingkat kepercayaan investor terhadap stabilitas perusahaan. Secara keseluruhan, hasil pada Tabel 2 menegaskan bahwa return saham di Indonesia lebih responsif terhadap karakteristik perusahaan yang bersifat konvensional dibandingkan terhadap informasi ESG yang masih bersifat jangka panjang dan belum sepenuhnya terinternalisasi dalam mekanisme pembentukan harga saham.

Penambahan dummy SMinfra18 menunjukkan hasil tidak signifikan. Ini berarti tidak ada perbedaan return antara LQ45 dan SMinfra18 setelah dikontrol ESG dan ukuran perusahaan. Hasil ini logis karena: (i) kedua indeks didominasi perusahaan besar, (ii) keduanya dipengaruhi sentimen makro global dan (iii) risiko sektoral tidak cukup kuat memengaruhi return tahunan. Hasil interaksi ESG score dengan ukuran perusahaan dalam indeks dapat dilihat pada Tabel 3 di bawah ini :

Tabel 3. Interaksi ESG v Size

Variabel	Koefisien	Std. Error	p-value
Interaksi ESG×Size	-0.0008312	0.0213005	0.969

Penambahan dummy indeks SMinfra18 pada model sebelumnya tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, yang mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* yang bermakna antara perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan SMinfra18 setelah dikontrol oleh *ESG Score* dan ukuran perusahaan. Temuan ini diperkuat oleh hasil model interaksi *ESG Score* dan ukuran perusahaan yang disajikan pada Tabel 3, di mana koefisien interaksi *ESG × Size* bernilai negatif dan tidak signifikan secara statistik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa karakteristik sektoral dan perbedaan indeks tidak memoderasi hubungan antara ESG dan *return* saham.

Tidak signifikannya koefisien interaksi pada Tabel 3 mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh *ESG Score* terhadap *return* saham. Dengan kata lain, perusahaan berkapitalisasi besar tidak memperoleh ESG premium yang lebih tinggi, sementara perusahaan berkapitalisasi lebih kecil juga tidak mengalami penalti pasar akibat skor ESG yang lebih rendah. Temuan ini konsisten dengan pandangan bahwa ESG belum berfungsi sebagai sinyal risiko yang relevan bagi investor

dalam proses pembentukan harga saham di pasar berkembang (Haque & Ntim, 2018; Broadstock et al., 2021).

Secara struktural, hasil pada Tabel 3 mencerminkan keseragaman perilaku investor terhadap saham-saham yang tergabung dalam kedua indeks. Baik LQ45 maupun SMinfra18 didominasi oleh perusahaan berkapitalisasi besar dan sama-sama terpapar sentimen makroekonomi global, seperti pergerakan arus modal asing, nilai tukar, dan kebijakan suku bunga. Dalam kondisi tersebut, risiko sektoral yang melekat pada perusahaan infrastruktur tidak cukup kuat untuk menciptakan perbedaan return tahunan yang signifikan, terutama ketika faktor-faktor fundamental jangka panjang seperti ESG belum terinternalisasi dalam mekanisme *price discovery*.

Lebih lanjut, dalam kerangka asset pricing, ketidaksignifikanan interaksi ESG \times Size pada Tabel 3 mengindikasikan bahwa ESG belum memenuhi prasyarat sebagai faktor risiko sistematis yang dihargai pasar sebagaimana dikemukakan oleh Cochrane (2011). Jika ESG dipersepsikan sebagai faktor risiko yang relevan, maka pengaruhnya seharusnya lebih kuat pada perusahaan berukuran besar yang memiliki tingkat visibilitas, pengawasan publik, dan eksposur reputasi yang lebih tinggi. Namun, hasil empiris menunjukkan bahwa bahkan pada perusahaan besar, ESG *Score* tidak berkontribusi terhadap pembentukan return saham.

Dengan demikian, berdasarkan hasil pada Tabel 3, dapat disimpulkan bahwa perbedaan indeks dan ukuran perusahaan tidak mengubah ketidaksignifikanan pengaruh ESG terhadap return saham. Temuan ini memperkuat kesimpulan utama penelitian bahwa di pasar modal Indonesia, ESG belum menjadi faktor harga, sementara return saham lebih ditentukan oleh faktor-faktor konvensional dan sentimen pasar yang bersifat makro.

Model interaksi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh ESG terhadap return. Temuan ini menandakan bahwa: (i) perusahaan besar tidak memperoleh “reward ESG” yang lebih besar, (ii) perusahaan kecil tidak mendapat penalti karena ESG rendah, (iii) ESG tidak menjadi sinyal risiko yang kuat bagi investor Indonesia dan (iv) Hasil ini mengindikasikan bahwa ESG belum masuk ke mekanisme *price discovery* pada pasar Indonesia. Hasil *Robust Regression* antara ESG score dengan market cap dapat dilihat pada Tabel 4 di bawah ini:

Tabel 4. Interaksi ESG v *Size*

Variabel	Koefisien	Std. Error	p-value
ESG_SCORE	-0.0117	0.0188	-0.622
log(MarketCap)	0.0486	0.0156	3.1199*

* signifikan $p < 0.01$

Hasil *robust regression* yang disajikan pada Tabel 4 memberikan penguatan empiris terhadap temuan model interaksi sebelumnya. Pada model ini, koefisien ESG *Score* tetap tidak signifikan secara statistik, sementara market capitalization menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Konsistensi ketidaksignifikanan ESG *Score* pada berbagai spesifikasi model, termasuk setelah pengaruh observasi ekstrem diminimalkan, mengindikasikan bahwa ESG tidak memiliki daya jelaskan yang stabil dalam pembentukan return saham di pasar modal Indonesia. Temuan ini semakin menegaskan bahwa ESG belum berfungsi sebagai faktor risiko sistematis yang dihargai pasar sebagaimana disyaratkan dalam kerangka *asset pricing* (Cochrane, 2011), serta sejalan dengan bukti empiris di pasar berkembang yang menunjukkan lemahnya peran ESG terhadap return saham (Haque & Ntim, 2018; Broadstock et al., 2021).

Signifikansi *market capitalization* pada Tabel 4 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan prediktor return yang lebih robust dibandingkan ESG Score. Berbeda dengan estimasi OLS yang sensitif terhadap volatilitas dan outlier, robust regression mengonfirmasi bahwa pengaruh ukuran perusahaan tetap bertahan setelah distorsi data ekstrem dieliminasi. Hal ini mengindikasikan bahwa preferensi investor terhadap perusahaan berkapitalisasi besar bersifat struktural, bukan semata-mata akibat fluktuasi jangka pendek atau anomali pasar. Dalam konteks pasar berkembang, hasil ini konsisten dengan temuan bahwa investor cenderung melakukan *flight to quality* dengan memprioritaskan perusahaan besar yang dianggap lebih stabil dan kredibel (Rouwenhorst, 1999).

Ketidaksignifikanan ESG Score pada Tabel 4 juga menguatkan kesimpulan bahwa ukuran perusahaan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh ESG terhadap return saham. Perusahaan berkapitalisasi besar tidak memperoleh reward ESG yang lebih tinggi, sementara perusahaan berkapitalisasi kecil tidak mengalami penalti pasar akibat skor ESG yang lebih rendah. Dengan demikian, ESG tidak berfungsi sebagai sinyal risiko yang relevan bagi investor Indonesia, bahkan ketika dikombinasikan dengan karakteristik perusahaan yang umumnya diasosiasikan dengan visibilitas dan pengawasan publik yang lebih tinggi.

Dalam kerangka *price discovery*, hasil pada Tabel 4 mengindikasikan bahwa informasi ESG belum terinternalisasi ke dalam harga saham. Return saham di Indonesia masih lebih responsif terhadap faktor-faktor konvensional yang mudah diamati, seperti ukuran perusahaan dan sentimen pasar, dibandingkan terhadap informasi keberlanjutan yang bersifat jangka panjang. Temuan ini memperkuat argumen bahwa keterbatasan kualitas pelaporan ESG dan struktur pasar yang didominasi investor ritel menghambat peran ESG dalam mekanisme pembentukan harga saham di pasar modal Indonesia.

KESIMPULAN DAN SARAN

Jika empat model digabungkan, maka kesimpulan utama dari penelitian ini antara lain: (i) ESG bukan faktor harga di Indonesia, (ii) Ukuran perusahaan jauh lebih penting dan (iii) ESG tidak lebih penting untuk perusahaan besar. Kesimpulan tersebut terangkum dalam Tabel 5 di bawah ini :

Tabel 5. Kesimpulan Hasil Penelitian

Model	ESG	MarketCap	Dummy	Interaksi
OLS Dasar	✗	⚠ marginal	–	–
OLS Dummy	✗	⚠ marginal	✗	–
Interaksi	✗	✗	–	✗
Robust Regression	✗	✓ signifikan	–	–

Berdasarkan sintesis hasil dari keempat spesifikasi model empiris yang dirangkum dalam Tabel 5, penelitian ini menyimpulkan bahwa ESG Score belum berfungsi sebagai faktor harga (*priced factor*) di pasar modal Indonesia. Ketidaksignifikanan ESG Score

yang konsisten pada model OLS dasar, OLS dengan dummy indeks, model interaksi ESG \times ukuran perusahaan, serta robust regression menunjukkan bahwa informasi ESG belum terinternalisasi dalam mekanisme pembentukan harga saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan SMinfra18. Sebaliknya, market capitalization terbukti sebagai determinan return saham yang lebih dominan dan stabil, khususnya pada model robust regression, yang menegaskan bahwa ukuran perusahaan memiliki daya jelaskan yang lebih kuat dibandingkan ESG. Selain itu, hasil model interaksi mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh ESG terhadap return saham, sehingga perusahaan berkapitalisasi besar tidak memperoleh ESG premium yang lebih tinggi. Secara keseluruhan, temuan ini memperkuat argumen bahwa di pasar berkembang seperti Indonesia, return saham masih lebih responsif terhadap karakteristik perusahaan yang bersifat konvensional dibandingkan terhadap faktor keberlanjutan yang berdampak jangka panjang.

Berdasarkan sintesis hasil dari keempat spesifikasi model empiris yang dirangkum dalam Tabel 5, penelitian ini menyimpulkan bahwa ESG Score belum berfungsi sebagai faktor harga (*priced factor*) di pasar modal Indonesia. Ketidaksignifikanan ESG Score yang konsisten pada model OLS dasar, OLS dengan dummy indeks, model interaksi ESG \times ukuran perusahaan, serta robust regression menunjukkan bahwa informasi ESG belum terinternalisasi dalam mekanisme pembentukan harga saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan SMinfra18. Sebaliknya, *market capitalization* terbukti sebagai determinan return saham yang lebih dominan dan stabil, khususnya pada model *robust regression*, yang menegaskan bahwa ukuran perusahaan memiliki daya jelaskan yang lebih kuat dibandingkan ESG. Selain itu, hasil model interaksi mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh ESG terhadap *return* saham, sehingga perusahaan berkapitalisasi besar tidak memperoleh ESG premium yang lebih tinggi. Secara keseluruhan, temuan ini memperkuat argumen bahwa di pasar berkembang seperti Indonesia, *return* saham masih lebih responsif terhadap karakteristik perusahaan yang bersifat konvensional dibandingkan terhadap faktor keberlanjutan yang berdampak jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the COVID-19 crisis. *Review of Corporate Finance Studies*. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa006>.
- Aiken, L. S., & West, S. G. (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. SAGE.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG scores affect firm performance? *Journal of Business Ethics*, 150(2), 451–471. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>.
- Atilgan, Y., Demirtaş, K., & Ünlü, E. (2021). ESG and asset pricing. *Journal of Banking & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106273>.
- Bannier, C., Bofinger, Y., & Rock, B. (2022). ESG performance and stock returns. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102870>.
- Broadstock, D., et al. (2021). Investor attention and ESG in China. *Journal of International Financial Markets*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101350>.

- Buallay, A. (2019). Sustainability reporting and firm value. Benchmarking. <https://doi.org/10.1108/BIJ-07-2017-0203>.
- Cochrane, J. (2011). Asset Pricing. Princeton University Press.
- Drew, M., & Veeraraghavan, M. (2002). Firm size, book-to-market equity and security returns. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 7(3).
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5).
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG and firm value. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3214-6>.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
- Gül, A., & Altuntaş, M. (2023). Do ESG ratings affect stock prices? *Emerging Markets Review*. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2023.101006>.
- Haque, F., & Ntim, C. (2018). Environmental accountability and firm value. *Business Strategy and the Environment*. <https://doi.org/10.1002/bse.2294>.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>.
- Rouwenhorst, K. G. (1999). Local return factors and turnover in emerging markets. *Journal of Finance*.
- Utama, C., & Mirhard, F. (2021). ESG disclosure and its impact in ASEAN markets. *Asian Journal of Business and Accounting*. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol14no1.4>.