Available at https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jie
Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam, 10(03), 2024, 3171-3180

Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance Disclosure* Terhadap Volatilitas Harga Saham Syariah Dimoderasikan oleh Likuiditas

Ferdi Ardianto[1*], Agung Slamet Sukardi[2]
[1,2] Ekonomi dan Bisnis Islam, Institut Agama Islam Negeri Kudus
*Email korespondensi: ardianto.ferdi110@gmail.com

Abstract

This study examines the effect of ESG (Environmental, Social, and Governance) factors on the volatility of Islamic stock prices in the Jakarta Islamic Index (JII). The aim is to understand how sharia compliance, sustainability, social impact, and corporate responsibility affect sharia stock price fluctuations, as well as attract Muslim investors and potential investors to sharia instruments. Secondary data from JII companies for the 2021-2023 period was analyzed using purposive sampling method. The results show that ESG has a significant negative effect on Islamic stock price volatility. This suggests that companies with good ESG practices tend to be more stable and attractive to investors. However, this study also found that liquidity does not moderate the relationship between ESG and Islamic share price volatility. This means that the liquidity level of the company does not affect the negative effect of ESG on stock price volatility. This study has limitations, such as the use of JII data and a short research period. In the future, further research could consider ESG scores from various sources and compare the Islamic and conventional stock markets to understand the differences in characteristics and dynamics, as well as the role of ESG in both markets.

Keywords: *Environmental Social, and Governance (ESG); Liquidity; Jakarta Islamic Index (JII)*

Saran sitasi: Ardianto, F., & Sukardi, A. S. (2024). Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance Disclosure* Terhadap Volatilitas Harga Saham Syariah Dimoderasikan oleh Likuiditas. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam, 10*(03), 3171-3180. Doi: http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i3.15431

DOI: http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i3.15431

1. PENDAHULUAN

Pasar modal syariah berkembangan secara pesat beriringan dengan pertumbuhan ekonomi yang dinamis dan kompleks, sehingga menambah minat investasi masyarakat, karena instrumen investasi yang sesuai prinsip syariah. Namun terdapat tantangan dibalik hal itu, berupa minimnya pemahaman investor dan pelaku pasar terhadap prinsip-prinsip syariah (Supriadi dkk., 2023). Dibutuhkan prinsip kehati-hatian terhadap resiko investasi pasar modal syariah untuk stabilisasi agar selalu terjaga (Norrahman, 2023). Karena, pasar modal syariah dapat menjadi penggerak produk keuangan inovatif (Nurwita dkk., 2023) yang bermanfaat dalam mengatasi tantangan, diversifikasi investasi, dan akan membuka peluang baru bertumbuhnya pasar modal syariah (Atikah & Sayudin, 2024).

Gambar 1. Historical Performance Indeks Saham Syariah 2015-2024

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2024

Perkembangan pasar modal syariah bisa dilihat pada sajian data di atas, dimana indeks ISSI mengalami kenaikan sebesar 24.32% per maret 2024, sedangkan indeks JII70 mengalami penurunan sebesar -22.60% dan JII -24.75%. Penurunan besar terjadi pada tahun 2020, disebabkan oleh masuknya pandemi Covid-19 masuk di Indonesia pada awal tahun, hal

itulah yang memberikan dampak kepada harga saham yang berfluktuasi.

Investasi di pasar modal akan berkaitan erat dengan naik dan turunnya harga, investor perlu menguasai analisis untuk mempertimbangkan tingkat resiko untuk menghindari kerugian (Indarningsih & Hasbi, 2022). Karakteristik pasar modal sangat sensitif terhadap informasi yang beredar sehingga akan berdampak pada permintaan saham, karena investor akan merespon kondisi pasar dengan membeli, menjual maupun menyimpan asetnya, sehingga menyebabkan harga saham berfluktuasi (Hidayati & Sukmaningrum, 2021). Fluktuasi ini lah yang selanjutnya disebut volatilitas harga saham(Mukmin & Firmansyah, 2020).

Banyak aspek yang menjadi pengaruh volatilitas harga saham, meliputi aspek internal Perusahaan, faktor mikro dan makroekonomi, dan faktor analisis teknikal (Ovami dkk., 2022). Fluktuasi harga saham disebabkan oleh hukum *Supplay and Demand*, Selain itu preferensi investor juga berpengaruh, investasi di saham dengan volatilitas rendah untuk mendapatkan ketenangan dan stabilisasi menjadi pilihan beberapa investor (Wati, 2023), sebagian lain juga lebih memilih saham yang berfluktuasi harga tinggi dengan menganalisis jangka panjang peluang *return* yang tinggi (Siswana & Ratmono, 2024). Oleh karena itu, pentingnya membuat strategi investasi dahulu sebelum memutuskan investasi.

Secara umum, investor akan mengutamakan kriteria ekonomi dalam pertimbangan Keputusan investasinya, namun di sisi lain, faktor non ekonomi seharusnya juga menjadi pertimbangan mereka, karena dewasa ini masyarakat memperhatikan tanggungjawab sosial perusahaan (Azhar dkk., 2023) dan pembangunan berkelanjutan (Wangi & Aziz, 2024) dalam bisnis mereka. Pembangunan keberlanjutan yang dimaksud berupa *Environmental* (Lingkungan), *Soscial* (Sosial) *and Governance* (Tata Kelola) yang selanjutnya disebut ESG (Grisales & Aguilera, 2021). Pentingnya isu ini sebagai keseimbangan pemenuhan kebutuhan sekarang tanpa mengurangi hak kebutuhan masa mendatang dalam lingkup bisnis global (Suparmoko, 2020).

Permasalahan kerusakan dan pencemaran lingkungan yang dihasilkan oleh berbagai kegiatan bisnis tentunya saling berhubungan erat dengan kegiatan investasi sebagai pendanaan modal yang dibutuhkan dalam penyelenggaraan kegiatan bisnis tersebut (Fikri & Agung, 2023). Investasi berkelanjutan tidak mempertimbangkan kebutuhan finansial saja, tetapi juga bertanggung jawab terhadap kriteria lingkungan, sosial dan tata Kelola Perusahaan yang baik (Pástor dkk., 2021). Perusahaan yang memperhatikan kriteria lingkungan, sosial, dan tata Kelola yang baik cenderung lebih berkelanjutan secara finansial karena mereka dapat mengelola risiko lingkungan dan sosial yang dapat berpengaruh pada operasional bisnis Perusahaan (Jeanice & Kim, 2023). Investor akan dapat menilai risiko dan membaca peluang investasi suatu Perusahaan dengan baik Ketika menerapkan ESG dengan baik pula (Pieritsz, 2021), sehingga akan meminimalisir ketidakpastian dan volatilitas harga saham yang rendah, karena investor dapat membuat Keputusan investasi yang lebih baik dan memilih saham sesuai dengan preferensi mereka (Duuren dkk., 2016).

Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana Faktor ESG dapat berkaitan dengan Indeks Saham Syariah, khususnya *Jakarta Islamic Index* (JII) (Mukmin & Firmansyah, 2020) dengan mempertimbangkan aspek kepatuhan syariah serta aspek keberlanjutan, dampak sosial dan tanggung jawab Perusahaan. Hal tersebut menjadi sesuatu yang fundamental untuk dipahami sebagai prinsip bagaimana ESG bisa membantu kriteria pemilihan emiten yang sesuai (Haryati dkk., 2024). Selain itu diharapkan investor muslim maupun calon investor dapat ikut serta berinvestasi di instrument syariah. Beberapa peneliti melakukan penelitian empiris terkait bagaimana Volatilitas dipengaruhi oleh kinerja ESG, seperti penelitian Siswana dan Ratmono (2024) menyatakan bahwa kinerja ESG mempengaruhi volatilitas harga saham secara negatif, hasil dari Zhou (2021)dan Albuquerque dkk (2020) juga mengungkapkan bahwa kinerja ESG berpengaruh terhadap Volatilitas. Namun berbeda dengan pengungkapan oleh Zanatto dkk (2023) menghasilkan kinerja ESG tidak ada pengaruh terhadap Volatilitas harga saham di era pandemi covid 19.

Keterkaitan antara variabel independen dengan variabel dependen akan dikuatkan atau dilemahkan oleh variabel moderasi (Siswana & Ratmono, 2024). Inkonsistensi penelitian terdahulu menjadi alasan peneliti menambahkan likuiditas sebagai variabel moderasi. Likuiditas menjelaskan kemampuan jangka pendek perusahaan untuk melunasi hutang tanpa mengurangi kinerja operasionalnya. Perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi akan mudah mengakses modal dari pasar, sehingga bisa digunakan untuk

mendanai program berkelanjutan seperti ESG (Masyitoh & Indrabudiman, 2024) dan akan berpengaruh pada fluktuasi harga saham yang rendah. Namun terdapat kasus bahwa likuiditas akan memperkuat hubungan negatif ESG terhadap Volatilitas harga saham, karena spekulasi investor mudah memanipulasi harga saham dengan kinerja ESG buruk (Haludin dkk., 2024) sehingga volatilitas meningkat (Hidayati & Sukmaningrum, 2021). Oleh karena itu menarik dikaji lebih dalam terkait peran Likuiditas dalam memoderasi ESG dengan Volatilitas harga saham.

1.1. Tori Sinyal

Teori sinyal menyatakan bahwa setiap pihak yang terlibat dalam transaksi mempunyai perbedaan tingkat informasi tentang nilai dari informasi tersebut (Samsiar & Haryono, 2023). Bagaimana bisnis memberikan sinyal kepada pemangku kepentingannya untuk mewujudkan keputusan tentang planing yang harus dilaksanakan (Alamsyah dkk., 2022). Sinyal dapat berupa hal-hal seperti memberikan informasi kepada masyarakat, yang dapat digunakan oleh investor untuk menciptakan pendapat, dan reaksi investor akan berdampak pada harga saham. Sinyal dianggap sebagai komponen penting yang dapat berpengaruh terhadap investasi oleh pihak investor. Oleh sebab itu, sinyal Perusahaan harus mempunyai kekuatan agar bisa mendistribusikan informasi Perusahaan yang dapat mengubah perspektif investor (Safriani & Utomo, 2020). Karena investor mendominasi pasar modal dengan asimetri informasi, yang berarti mereka tidak selalu mempunyai informasi yang sama tentang perusahaan yang seringkali mendapati kesukaran ketika menentukan nilai sebenarnya dari suatu Perusahaan (Siswana & Ratmono, 2024). Teori sinyal mengatakan bahwa Perusahaan dapat memberi sinyal atau isyarat positif maupun negatif untuk investor terkait perkembangan keberlanjutan Perusahaan.

Perusahaan memberi informasi ESG untuk berkomunikasi dengan investor dalam perspektif teori sinyal, Ketika kinerja ESG suatu Perusahaan positif, maka akan memberikan sinyal yang positif pula kepada investor tentang program keberlanjutannya (Zanatto dkk., 2023). Sinyal itu dapat mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga akan mengurangi volatilitas harga saham (Sari & Setiyawan, 2023). Di sisi lain, suatu Perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih mudah untuk memperoleh modal dari pasar, yang dapat digunakan untuk menjalankan program keberlanjutan (Cheriyan & Lazar, 2019) sehingga Ketika berjalan dengan baik maka akan menurunkan volatilitas harga saham Perusahaan. Investor dapat menggunakan perspektif teori ini dalam pengambilan Keputusan investasi mereka .

1.2. Volatilitas Harga Saham

Volatilitas harga saham merupakan pergerakan tinggi dan rendahnya grafik harga saham pada satu periode tertentu. Penjelasan lainnya mengenai volatilitas harga saham merupakan tolak ukur untuk memperkirakan resiko investasi yang menyajikan Tingkat harga pergerakan saham dalam jangka waktu tertentu (Hutama & Budhidharma, 2022). Volatilitas harga yang tinggi menunjukkan ketidakpastian keadaan pasar di masa mendatang sehingga akan menurunkan minat investor untuk transaksi. Hal inilah yang menjadi resiko tinggi Ketika volatilitasnya juga tinggi (Sukmana, 2023). Penggunaan informasi untuk mengukur resiko agar supaya dapat melakukan evaluasi maupun analisis terhadap kinerja suatu saham Perusahaan maupun pasar modal seluruhnya masih terdapat hubungan erat dengan volatilitas harga saham (Sari dan Setiyawan, 2023). Volatilitas didefinisikan sebagai perubahan harga sekuritas dalam waktu singkat (Alamsyah dkk., 2022). Hal ini menunjukkan risiko investasi terkait keamanan. Volatilitas harga saham dianggap sebagai risiko karena menunjukkan ketidaktahuan investor tentang kondisi masa depan, sedangkan kenaikan dan penurunan harga saham menunjukkan banyak peluang (Octavia dkk., 2022).

1.3. *Environmental, Social, and Governance* (ESG)

ESG menggambarkan standarisasi Perusahaan dalam praktik investasi yang terbagi dalam *Environmental* (lingkungan) yang dalam operasi dan investasi Perusahaan ditekankan untuk memperhatikan faktor berkelanjutan meliputi, *Social* (Sosial) menggambarkan konsep menjaga hubungan baik dengan eksternal maupun internal Perusahaan bahkan sesama Perusahaan, *Governance* (Tata Kelola) yang mengedepankan hak investor, menjaga kualitas dan legitimasi Perusahaan (Zhou & Zhou, 2021). Standar lingkungan mengajarkan Perusahaan untuk dapat mengurangi atau mencegah resiko terkait operasinya meliputi energi apa yang digunakan Perusahaan, pengelolaan limbah, Tindakan pencegahan polusinya, dan hal lainnya (Hutama & Budhidharma, 2022). Sedangkan konsep social

menegaskan kesiapan beradaptasi secara sosial yang tujuannya penggambaran citra Perusahaan agar lebih baik dan meminimalkan resiko sosial Perusahaan (Azhar dkk., 2023). Sedangkan konsep Tata Kelola mendorong Perusahaan memberikan kepercayaan kepada investor terkait bagaimana pengelolaan Perusahaan yang berkelanjutan (Van Duuren dkk., 2016).

Perusahaan didorong untuk mempunyai kesadaran dan komitmen diri terhadap isu berkelanjutan juga tanggung jawab sosial (Haludin dkk., 2024), pengungkapan ESG yang komprehensif dan terpercaya dianggap investor sebagai sinyal positif yang mengindikasikan perusahaan mempunyai langkah bisnis berkelanjutan, manajemen risiko yang berkualitas, serta peduli dengan dampak lingkungan dan Masyarakat (Duuren dkk., 2016). Ketika ini terjadi, investor yang memperhatikan praktik ESG mungkin lebih menaruh minat untuk investasi dalam perusahaan terkait, yang pada gilirannya akan mendorong permintaan pasar dan menaikkan harga saham (Hutama & Budhidharma, 2022). Sebaliknya, investor menganggap perusahaan dengan skor ESG disclosure yang rendah sebagai sinyal buruk. Ketidakpercayaan investor dapat muncul sebagai akibat dari pengungkapan praktik ESG yang kurang atau tidak memadai. Keadaan seperti ini dapat membuktikan bahwa perusahaan tidak memperhatikan kondisi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang akan menimbulkan tidak stabilnya fluktuasi harga saham (Zhou & Zhou, 2021).

Ketika terjadi ketidakpastian dan ketegangan di pasar keuangan, seperti munculnya wabah Covid-19 memberikan dampak terhadap ketidakstabilan kondisi ekonomi (Darmastuti dkk., 2021) hingga masa pemulihan di tahun-tahun setelah terjadinya pandemi. Investor perlu memahami apakah pengungkapan ESG mampu menjadi benteng pertahanan dalam meminimalisir risiko investasi (Duuren dkk., 2016). Dalam hal ini, walaupun ketidakpastian dan ketegangan di pasar keuangan terjadi, Perusahaan dengan kinerja ESG yang berkualitas akan dapat memberikan ketahanan yang lebih baik dalam menghadapi permasalahan tersebut (Siswana & Ratmono, 2024). Investor akan semakin menaruh kepercayaan terhadap Perusahaan yang menerapkan praktik berkelanjutan (Fikri & Agung, 2023) sehingga dampaknya menurunkan volatilitas harga saham. Oleh karena itulah peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Environmental, *Social and Governance Disclosure* berpengaruh negatif terhadap Volatilitas harga saham syariah di masa Pemulihan pandemi Covid-19

1.4. Likuiditas

Menurut Sukmana (2023) Likuiditas diartikan sebagai suatu aset yang diperdagangkan di pasar, dengan arti lain adalah kemampuan untuk memperjualbelikan saham tanpa terjadinya fluktuasi harga yang ekstrem dan dengan sedikitnya biaya. Ketika pasar sangat bergejolak, likuiditas menurun karena penyedia likuiditas mempertahankan rasio likuiditas terhadap modal yang stabil (Wangi & Aziz, 2024), dan perdagangan di pasar yang lebih bergejolak memerlukan premi yang lebih tinggi. Penurunan pasar yang signifikan akan merusak nilai portofolio dan mendorong investor untuk keluar dari pasar (Masyitoh & Indrabudiman, 2024). Akibatnya, penurunan likuiditas dikaitkan dengan peningkatan volatilitas (Cheriyan dan Lazar, 2019).

Perusahaan dengan likuiditas tinggi mendapatkan modal dari pasar dengan mudah, yang dapat digunakan untuk mendanai program berkelanjutan seperti ESG (Zanatto dkk., 2023) dan berdampak kepada rendahnya volatilitas harga saham. Namun, terkadang likuiditas akan memperkuat hubungan negatif ESG dengan volatilitas harga saham karena spekulasi investor dapat dengan mudah memanipulasi harga saham dengan kinerja ESG yang buruk (Zhao dkk., 2018), sehingga menyebabkan volatilitas meningkat. Melalui penjelasan tersebut, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H2: Likuiditas memperlemah pengaruh negatif *Environmental, Social and Governance Disclosure* terhadap Volatilitas harga saham syariah di masa Pemulihan pandemi Covid-19

2. METODE PENELITIAN

Metode Penelitian menggunakan variabel Independen berupa *Environmental, Social, and Governance* yang di ukur dengan pengukuran *Content Analysis* dengan berpedoman pada Nasdaq, variabel dependen berupa Volatilitas Harga Saham, dan variabel moderasi berupa Likuiditas dengan pengukuran menggunakan *Current Ratio*. Selain itu, variabel control yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Leverage (DER), Return on Equity (RoE),* dan *Price to Earning Ratio (PER).*

Populasi dalam penelitian ini adalah Perusahaan yang terdaftar dalam indeks *Jakarta Islamic Index (JII)* dengan periode penelitian tahun 2021-2023. Kemudian, dalam menentukan sampel data menggunakan metode *Purposive Sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

a. Perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan dan laporan berkelanjutan yang melampirkan indikator untuk perhitungan ESG Disclosure menggunakan metode Content Analysis yang disesuaikan dengan pedoman Nasdaq.
b. Perusahaan tidak terkena suspensi selama periode penelitian.
c. Perusahaan yang secara konsisten termasuk dalam indeks JII selama periode penelitian.

Metode analisis menggunakan regresi linier berganda untuk pengambilan Keputusan dari hipotesis 1, lain daripada itu, untuk pengambilan keputusan hipotesis dua, peneliti menggunakan pengujian regresi moderasi dengan metode *moderated regression analysis*, uji nilai selisih mutlak, dan nilai residual, dengan persamaan sebagai berikut:

Hipotesis 1

$$\text{Volatility}it = \alpha + \beta 1\text{ESG}it + \beta 2\text{DER}it + \beta 3\text{ROE}it + \beta 4\text{PER}it + \Sigma it \quad \ldots\ldots (1)$$

Hipotesis 2

Moderated regression analysis

$$Volatility it = \alpha + \beta 1\text{ESG}it + \beta 2\text{DER}it + \beta 3\text{ROE}it + \beta 4\text{PER}it + \beta 5\text{Likuiditasit} + \beta 6\text{ESG} * \text{Likuiditasit} + \Sigma it \quad \ldots\ldots (2)$$

Uji nilai selisih mutlak

$$Volatility it = \alpha + \beta 1\text{ESG}it + \beta 2\text{Likuiditasit} + \beta 3|\text{ESG} - \text{Likuiditas}|it + \beta 4\text{ROE}it + \beta 5\text{DER}it + \beta 6\text{PER}it + \Sigma it \quad \ldots\ldots (3)$$

Nilai residual

$$\text{ETR} = \alpha + \beta\,\text{ESG}it + \Sigma it \quad \ldots\ldots (4)$$

$$|\Sigma| = \alpha + \beta\, Volatility it \quad \ldots\ldots (5)$$

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil penelitian

Bagian Berikut disajikan pemilihan sampel dan hasil pengujian hipotesis

Tabel 1. Pemilihan Sampel

No	Kriteria Pemilihan Sampel	2021	2022	2023	Total
1	Perusahaan yang tergabung dalam Indeks JII 30	30	30	30	90
2	*Outlier* dikarenakan tidak menerbitkan *Annual Report* dan *Sustainability Report*	-1	-1	-1	-3
3	Perusahaan yang tidak konsisten selama periode penelitian	-10	-10	-10	-30
	Total	19	19	19	57

Sumber: Hasil olah data peneliti, 2024

Tabel 2. Uji Statistik T untuk Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.405293	0.813097	5.417919	0.0000
ESG	-1.638868	0.348040	-4.708854	0.0000
DER	-0.040811	0.021428	-1.904524	0.0624
ROE	-0.005209	0.003259	-1.598406	0.1160
PER	0.002567	0.002676	0.959274	0.3419

Sumber: Hasil olah data peneliti, 2024

Persamaan regresi yang diperoleh dari hasil pegujian di atas adalah sebagai berikut:

Volatility = 4.6157 – 1.7328 ESG – 0.0430 DER – 0.0053 ROE + 0.0022 PER +0.0051 LKDTS – 0.0060

Tabel 3. Uji Statistik T untuk Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.615751	1.072786	4.302582	0.0001
ESG	-1.732825	0.466162	-3.717218	0.0005
DER	-0.043086	0.022950	-1.877409	0.0663
ROE	-0.005369	0.003373	-1.591576	0.1178
PER	0.002296	0.002855	0.804301	0.4250
LKDTS	0.005177	0.020609	0.251221	0.8027
ESG_ LKDTS	-0.006072	0.026352	-0.230420	0.8187

Sumber: Hasil olah data peneliti, 2024

Persamaan regresi berdasarkan hasil Uji T di atas adalah sebagai berikut:

Volatility = 4.6157 – 1.7328 ESG – 0.0430 DER – 0.0053 ROE + 0.0022 PER +0.0051 LKDTS – 0.0060

Tabel 4. Uji Statistik T untuk Model 3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.587898	0.886466	5.175494	0.0000
ESG	-1.678169	0.373561	-4.492354	0.0000
LKDTS	-0.053193	0.085986	-0.618620	0.5390
ABS_ESG_ LKDTS	0.054133	0.086758	0.623952	0.5355
ROE	-0.005757	0.003422	-1.682350	0.0987
DER	-0.042899	0.022703	-1.889570	0.0646
PER	0.002650	0.002862	0.926090	0.3588

Sumber: Hasil olah data peneliti, 2024

Persamaan regresi dari hasil uji statistik T yang ditunjukkan oleh tabel di atas sebagai berikut:

Volatility = 4.5878 – 1.678 ESG - 0.0531 Likuiditas + 0,0541 |ESG-Likuiditas| - 0.0057 ROE – 0.042 DER + 0,0026 PER

Tabel 5. Uji Statistik untuk model 4 dan 5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27.64809	3.640776	7.594012	0.0000
VOL	-10.82991	4.510903	-2.400830	0.0198

Sumber: Hasil olah data peneliti, 2024

Berdasarkan hasil uji di atas didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

$|\mathcal{E}| = \alpha - 10.8299\ Vol_{it}$

3.2. Pembahasan

3.2.1. Pengaruh *Environmental, Social, and Governance Disclosure* Terhadap Volatilitas Harga Saham

Penelitian ini mengajukan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa ESG *Disclosure score* mempunyai pengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham selama periode penelitian. Pengaruh negatif dalam hal ini merupakan terjadinya hubungan yang *invers*, artinya adalah Ketika semakin tingginya nilai ESG oleh Perusahaan, maka semakin rendah nilai volatilitas sahamnya. Nilai volatilitas yang rendah secara umum dianggap sebagai hal yang positif, karena volatilitas menunjukkan stabilitas harga saham yang rendah, dan berdampak pada risko investasi yang rendah pula. Selain itu, pengungkapan ESG yang baik dianggap mampu menjadi benteng pertahanan Perusahaan terhadap guncangan kondisi pasar ekonomi. ESG *disclosure score* didapatkan melalui metode content analisis melalui penerapan dari indeks Nasdaq dengan total keseluruhan berjumlah 58 elemen penilaian dalam perhitungan skor, menggunakan rentang skor nilai 0 sampai dengan 100%. Nasdaq berfokus pada tujuannya yang mendukung upaya Pembangunan Berkelanjutan (SDGs) atau *Sustainable Developent Goals* yang merupakan serangkaian 17 tujuan ambisius yang dirancang untuk meringankan banyak permasalahan sosial, ekonomi, dan lingkungan hidup pada tahun 2030. Terutama masalah-masalah yang dapat menjadi ancaman nyata terhadap tata surya utamanya Bumi. SDGs dimaksudkan untuk menarik kesadaran dan dukungan Perusahaan dalam mengurangi isu-isu yang terkait erat dengan bisnis (kesetaraan gender, kondisi kerja yang layak) dan isu-isu yang mungkin tidak terlalu terkait erat (kehidupan di bawah air, tanpa kelaparan). Setelah pengujian, hipotesis yang diajukan didukung secara empiris. Hal ini dapat dilihat pada model 1 yang menunjukkan nilai koefisien ESG sebesar -1.6388 dengan nilai prob 0.000 yang menunjukkan bahwa ESG berkorelasi negative dengan volatilitas harga saham. Artinya, semakin tingginya skor ESG Perusahaan, maka volatilitas harga sahamnya akan semakin rendah, karena Perusahaan dengan praktik ESG yang baik cenderung memiliki risiko lebih rendah dan volatilitas harga saham yang stabil.

Rata-rata nilai variabel ESG adalah 0,80 atau setara dengan 80% yang menjadi gambaran bahwa Tingkat pengungkapan yang tergolong tinggi. Variabel ESG memiliki nilai tertinggi yaitu 0.94 atau senilai 94% pengungkapan yang diduduki oleh PT Bank Syariah Indonesia Tbk, yang menunjukkan bahwa BSI sangat berkomitmen untuk mengungkapkan aspek ESG. Di sisi lain, variabel ESG memiliki nilai terendah sebesar 0,60 atau 60%, dimiliki oleh PT United Tracktor tbk pada tahun 2021, menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan informasi terkait dengan ESG oleh UNTR pada tahun 2021 rendah. Sebagai contoh di tahun 2022, Perusahaan Pertamina Gas Negara memiliki nilai pengungkapan sebesar 0.77 dan memiliki volatilitas harga saham yang rendah sebesar 3.4%. Sedangkan, Perusahaan Unilever pada laporan keberlanjutan tahun 2023 mengungkapkan skor ESG sebesar 0.64, tetapi mengalami volatilitas harga saham yang tinggi sebesar 16%. Pada analisis sensitivitas, peneliti hanya menggunakan metode pengungkapan dari satu sumber atau Lembaga, yang merupakan keterbatasan dalam penelitian ini. Namun, hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan tambahan bagi para investor untuk memahami perbedaan dampak ketika menganalisis ESG sebuah saham berdasarkan Indeks dari Nasdaq dan metode analisis dari Lembaga lainnya.

Hasil analisis menunjukkan adanya hubungan antara skor variabel ESG disclosure dan volatilitas harga saham selama periode 2021–2023, mendukung teori sinyal penelitian. Menurut teori sinyal, bisnis menggunakan tindakan atau informasi tertentu sebagai sinyal kepada orang-orang yang berkepentingan, termasuk investor, untuk mendapatkan sudut pandang yang lebih baik tentang kinerja dan masa depan perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, perusahaan dengan skor disclosure ESG yang tinggi akan menunjukkan kepada investor bahwa mereka memiliki komitmen yang kuat terhadap tanggungjawab sosial dan lingkungan. Semakin

banyak pengungkapan ESG yang dilakukan oleh Perusahaan, semakin kecil kemungkinan terjadinya perubahan harga saham yang signifikan selama masa pemulihan kondisi ekonomi akibat pandemi Covid-19. Dengan skor ESG disclosure yang tinggi, investor menunjukkan bahwa perusahaan memiliki praktik bisnis yang lebih berkelanjutan dan bertanggungjawab, yang pada akhirnya dapat mengurangi risiko volatilitas yang berlebih pada harga saham (Jeanice & Kim, 2023). Peristiwa atau suatu kondisi ekonomi yang penuh ketidakpastian seperti pancemi Covid-19, tingginya fluktuasi harga, dan sulit untuk diprediksi akan membuat Perusahaan tidak bisa bertahan dalam kondisi tersebut. Namun, Ketika Perusahaan yang mempunyai ESG *disclosure score* tinggi cenderung lebih kuat bertahan dalam menghadapi tantangan dan ketidakpastian kondisi ekonomi, yang pada akhirnya dapat mengurangi volatilitas harga saham.

Penelitian terdahulu mendukung penelitian ini, seperti penelitian oleh Siswana dan Ratmono (2024), Zhou et.al (2021) , dan Albuquerque (2020), yang mengungkapkan bahwasannya Perusahaan yang menunjukkan kinerja ESG tinggi mengalami volatilitas yang lebih rendah selama periode krisis atau ketidakpastian kondisi ekonomi dibandingkan dengan Perusahaan yang kinerja ESG-nya rendah. Hal ini menunjukkan ketahanan perusahaan untuk pulih lebih cepat dari tantangan krisis dengan lebih baik. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik mempunyai keunggulan dalam menghadapi tekanan dan ketidakpastian yang mungkin terjadi selama krisis.

3.2.2. Pengaruh *Environmental, Social, and Governance Disclosure* Terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Likuiditas sebagai variabel Moderasi

Penelitian ini menyatakan hipotesis kedua bahwa likuiditas mampu mengurangi pengaruh negatif ESG *disclosure score* terhadap volatilitas harga saham syariah selama periode penelitian. Dari hasil pengujian *moderated regression analysis* (MRA), nilai selisih mutlak, dan nilai residual yang dilakukan, menunjukkan hasil yang sejalan, yaitu variabel likuiditas tidak memperkuat dampak negative dari ESG terhadap volatilitas harga saham, sehingga hipotesis ini ditolak (tidak didukung secara empiris). Hasil penelitian ini memberikan petunjuk bahwa dalam konteks ini, likuiditas tidak mempunyai kontribusi yang cukup signifikan untuk membantu memoderasi hubungan negatif ESG *disclosure score* dan volatilitas harga saham syariah. Temuan ini dibuktikan pada hasil uji MRA pada model 2 dengan nilai koefisien interaksi antara ESG dan LKDTS (likuiditas) sebesar -0.0060 dengan nilai p-value 0.8187, begitu juga pada hasil pengujian model 3 pada nilai absolut (ABS_ESG_LKDTS) sebesar 0.0541 dengan nilai p-value sebesar 0.5355. Keduanya menunjukkan bahwa tidak terdapat interaksi yang kuat antara ESG dan likuiditas dalam mempengaruhi volatilitas harga saham. Artinya, efek ESG terhadap volatilitas harga saham tidak dipengaruhi oleh tingkat likuiditas Perusahaan.

Dalam penelitian ini, ada banyak alasan mengapa likuiditas tidak mampu mengendalikan korelasi negatif antara skor *disclosure* ESG dan volatilitas harga saham syariah pasca pandemi Covid-19. Salah satunya, keterbatasan likuiditas dalam membantu mengurangi volatilitas, karena seringkali volatilitas harga saham dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti kondisi makro ekonomi, kebijakan pemerintah, dan sentiment pasar. Peran likuiditas dalam mengurangi volatilitas hanya disebabkan oleh tidak seimbangnya permintaan dan penawaran saham dan tidak dapat menghilangkan volatilitas sepenuhnya yang berasal dari faktor eksternal. Ketika terjadi guncangan kondisi pasar, investor cenderung melakukan aksi jual saham yang akan berdampak pada pengurangan nilai likuiditas dan menambah atau memperparah nilai volatilitas suatu Perusahaan. Skor ESG mencerminkan kinerja perusahaan dalam bidang lingkungan, sosial, dan tata kelola, yang sering dianggap sebagai indikator kualitas dan tanggung jawab jangka panjang perusahaan. Skor ESG yang rendah dapat menimbulkan kekhawatiran investor terkait dengan risiko reputasi dan keberlanjutan perusahaan, yaitu, jika mereka memiliki skor ESG yang lebih rendah, maka dapat menimbulkan kekhawatiran. Meskipun likuiditas sangat penting untuk kelancaran perdagangan saham, masalah fundamental tidak diatasi atau dikurangi secara langsung oleh likuiditas. Dalam pasar saham syariah, hal-hal seperti kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah dan peraturan khusus juga dapat mempengaruhi fluktuasi harga saham. Ketika investor berkonsentrasi pada kinerja ESG perusahaan, likuiditas perusahaan mungkin tidak mampu mengimbangi atau menetralkan dampak eksternal ini.

Selain itu, investor yang lebih sadar tentang masalah lingkungan, sosial, dan tata kelola mungkin lebih sensitif terhadap informasi ESG dan lebih cepat bereaksi terhadap perubahan dalam skor disclosure ESG. Dalam kasus ini, likuiditas tidak dapat mengurangi volatilitas yang dipicu oleh perubahan persepsi investor terhadap risiko ESG, karena reaksi cepat dari investor ESG dapat tetap menyebabkan volatilitas harga saham yang tinggi meskipun perusahaan memiliki likuiditas yang tinggi. Faktor tambahan adalah betapa sulitnya menghitung dan memahami skor disclosure ESG. Ketidakpastian di kalangan investor dapat disebabkan oleh perbedaan kualitas dan kedalaman informasi yang diberikan oleh pengungkapan ESG. Jika informasi ESG yang tersedia dianggap ambigu atau tidak konsisten, volatilitas harga saham dapat tetap tinggi. Ini karena, bahkan dengan likuiditas yang tinggi, ketidakpastian ini dapat meningkatkan volatilitas harga saham.

Pasar saham syariah cenderung memiliki basis investor yang berbeda, yang memiliki preferensi dan perilaku investasi yang mungkin berbeda dari pasar konvensional. Preferensi ini dapat mempengaruhi bagaimana investor bereaksi terhadap informasi ESG dan bagaimana likuiditas perusahaan mempengaruhi volatilitas harga saham. Dalam situasi ini, likuiditas mungkin tidak memainkan peran yang sama pentingnya seperti yang terjadi di pasar saham konvensional. Secara keseluruhan, semua elemen di atas menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan, meskipun penting, tidak memiliki kemampuan yang cukup untuk mengurangi dampak negatif skor disclosure ESG terhadap volatilitas harga saham syariah. Hal ini menunjukkan bahwa memahami dinamika antara volatilitas harga saham, likuiditas, dan ESG di pasar syariah membutuhkan pendekatan yang lebih holistik dan *multi-factor*.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini mengeksplorasi pengaruh ESG *Disclosure score* terhadap volatilitas harga saham syariah menggunakan likuiditas sebagai variabel moderasi. Berdasarkan hasil analisis, ditemukan bahwa ESG memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap volatilitas harga saham syariah, yang berarti semakin tinggi pengungkapan ESG suatu Perusahaan, maka semakin rendah volatilitas harga sahamnya. Pada hipotesis kedua menyatakan bahwa likuiditas tidak dapat memoderasi hubungan ESG *disclosure score* terhadap volatilitas saham syariah. Likuiditas tidak mempunyai kontribusi yang cukup kuat untuk memoderasi hubungan negatif antara kedua variabel dependen dan independen.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan berupa adopsi *content analysis* yang hanya mengacu pada satu Lembaga yaitu Nasdaq. Penggunaan satu sumber data ini mungkin tidak mencerminkan variasi yang ada dalam skor ESG yang diberikan oleh Lembaga lainnya. Selain itu penelitian hanya dibatasi pada periode tertentu (2021-2023) sehingga penelitian tidak dapat digeneralisasikan ke periode lainnya. Oleh karena itu penelitian lebih lanjut dapat menggunakan skor ESG dari berbagai sumber dan melihat apakah hasilnya konsisten ataukah terdapat perbedaan yang signifikan. Selain itu, peneliti dapat melakukan studi perbandingan antara pasar saham syariah dan pasar saham konvensional untuk membantu memahami perbedaan karakteristik dan dinamika yang ada, serta peran likuiditas dalam kedua pasar tersebut.

5. UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis ucapkan terima kasih banyak kepada semua pihak yang telah berkontribusi dalam penyelesaian artikel jurnal ini, termasuk bapak dosen pembimbing dan tidak lupa terima kasih atas doa beserta dukungan dari orang tua penulis. Terima kasih pula kepada bapak ibu pengelola Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam yang telah menerima penulis untuk mengirimkan artikelnya di Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam.

6. REFERENSI

Alamsyah, S., Suharti, E., & Suryani, S. I. (2022). Volatilitas Harga Saham Perusahaan Properti di BEI. *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan dan Investasi)*, *5*(3), 211. https://doi.org/10.32493/skt.v5i2.15347

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, *9*(3), 593–621. https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011

Atikah, N., & Sayudin, S. (2024). Analisis Perkembangan Pasar Modal Syariah: Tantangan dan Peluang Dalam Investasi Berbasis Prinsip Syariah. *Jurnal Inovasi Global*, *2*(1), 204–213. https://doi.org/10.58344/jig.v2i1.54

Azhar, J. A., Nada Cantika Putri Kadua, & Rizki Dwi Safitri. (2023). Analisis Persepsi Generasi Z Terhadap Investasi Berbasis ESG (Enviromental, Social, and Governance) di Jakarta Islamic Index. *Journal of Business Management and Islamic Banking*, *2*(1), 77–94. https://doi.org/10.14421/jbmib.2023.0201-06

Cheriyan, N. K., & Lazar, D. (2019). Relationship between Liquidity, Volatility and Trading Activity: An Intraday Analysis of Indian Stock Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *9*(1), 17–22. https://doi.org/10.32479/ijefi.7268

Darmastuti, S., Juned, M., Susanto, F. A., & Al-Husin, R. N. (2021). COVID-19 dan Kebijakan dalam Menyikapi Resesi Ekonomi: Studi Kasus Indonesia, Filipina, dan Singapura. *Jurnal Madani: Ilmu Pengetahuan, Teknologi, dan Humaniora*, *4*(1). https://doi.org/10.33753/madani.v4i1.148

Duuren, E. V., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, *138*(3), 525–533. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8

Fikri, A., & Agung, M. (2023). Kinerja Investasi Saham Berkelanjutan Indeks Sri Kehati Dengan Metode Sharpe. *Jurnal Penelitian Dan Pengkajian Ilmiah Sosial Budaya*, *2*(2), 114–118. https://doi.org/10.47233/jppisb.v2i1.708

Grisales, E. D., & Aguilera, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, *168*(2), 315–334. https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w

Haludin, G., Firgie, D., Lunanda, Z. A., Subarkah, F., Putra, B. A., & Oktaviana, N. (2024). Penerapan ESG di dalam Membangun Budaya Perusahaan yang Berkelanjutan di Ericsson. *Jurnal Penelitian Inovatif*, *4*(3), 1137–1148. https://doi.org/10.54082/jupin.502

Haryati, T., Wilasittha, A. A., & Putri, S. Y. (2024). Implementasi Tata Kelola dan Tanggung Jawab Sosial dalam Menunjang Kinerja Keuangan Saham Syariah Indonesia. *Owner*, *8*(3), 2941–2951. https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2272

Hidayati, N., & Sukmaningrum, P. S. (2021). Faktor Yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham Pada Emiten Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, *8*(6), 706. https://doi.org/10.20473/vol8iss20216pp706-713

Hutama, K., & Budhidharma, V. (2022). Analisis Pengaruh Environmental and Sustainable Policies Terhadap Abnormal Return dan Volatilitas Return Saham Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Finansial dan Perbankan*, *1*(2). http://dx.doi.org/10.19166/jfp.v1i2.5671

Indarningsih, N. A., & Hasbi. (2022). Analisis Perbandingan Risiko Volatilitas Indeks Harga Saham Syariah dan Konvensional (Jakarta Islamic Indeks dan Indeks LQ45). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, *9*(5), 694–709. https://doi.org/10.20473/vol9iss20225pp694-709

Jeanice, J., & Kim, S. S. (2023). Pengaruh Penerapan ESG Terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia. *Owner*, *7*(2), 1646–1653. https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1338

Masyitoh, F. F., & Indrabudiman, A. (2024). Effects of Profitability, Liquidity, and Leverage on Environmental, Social & Governance (ESG) Disclosures with Company Size as a Moderation Variable. *Jurnal Disrupsi Bisnis*, *7*(2), 329–343. https://doi.org/10.32493/drb.v7i2.37724

Mukmin, A., & Firmansyah, F. (2020). Analisis Perbandingan Volatilitas Indeks Harga Saham IHSG dan JII. *Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah*, *3*(1), 69–84. https://doi.org/10.46899/jeps.v3i1.155

Norrahman, R. A. (2023). Peran Fintech Dalam Transformasi Sektor Keuangan Syariah. *JIBEMA: Jurnal Ilmu Bisnis, Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*, *1*(2), 101–126. https://doi.org/10.62421/jibema.v1i2.11

Nurwita, Fajri, I., Zuliani, Zulfan Yusuf, & Yuni Ayu Safitri. (2023). Dampak Saham Syariah, Obligasi Syariah (Sukuk), Dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia (Studi Kasus 2011-2020). *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi)*, *9*(6), 2423–2431. https://doi.org/10.35870/jemsi.v9i6.1718

Octavia, I., Sinaga, E. A., & Simangunsong, M. U. (2022). Analisis Pengaruh Deviden Policy, Kebijakan Hutang, Growth Asset, Dan Earning Volatility Terhadap Volatilitas Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar di Lq45. *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan Jayakarta*, *4*(1), 44–62. https://doi.org/10.53825/japjayakarta.v4i1.149

Ovami, D. C., Supraja, G., Irawan, A., & Efendi, R. (2022). Net Profit Margin, Pertumbuhan Perusahaan dan Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan di Indonesia. *Ekonomi, Keuangan, Investasi dan Syariah (EKUITAS)*, *4*(2), 742–748. https://doi.org/10.47065/ekuitas.v4i2.2508

Pástor, Ľ., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, *142*(2), 550–571. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011

Pieritsz, L. R. (2021). Peran Tata Kelola Perusahaan dan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan Terhadap Manajemen Laba. *ABIS: Accounting and Business Information Systems Journal*, *9*(2). https://doi.org/10.22146/abis.v9i2.65908

Safriani, M. N., & Utomo, D. C. (2020). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure Terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of accounting*, *9*(3), 1–11.

Samsiar, S., & Haryono, S. (2023). Faktor-Faktor Penentu Volatilitas Harga Saham Syariah Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Bahtera Inovasi*, *6*(2), 175–186. https://doi.org/10.31629/bi.v6i2.5245

Sari, W., & Setiyawan, S. (2023). Volatilitas Saham Sektor Teknologi yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia pada Masa Pandemi COVID-19. *Jurnal Accounting Information System (AIMS)*, *6*(1), 53–62. https://doi.org/10.32627/aims.v6i1.705

Siswana, F. H., & Ratmono, D. (2024). Pengaruh Environmental, Social, and Governance Terhadap Volatilitas Harga Saham Dalam Periode Pandemi Covid-19 Dengan Effective Tax Rate Sebagai Variabel Moderasi. *Diponegoro Journal of accounting*, *13*(1), 1–15.

Sukmana, S. Y. (2023). Pengaruh share repurchase dan likuiditas terhadap volatilitas saham. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, *7*(5), 1194–1203. https://doi.org/10.24912/jmbk.v7i5.23995

Suparmoko, M. (2020). Konsep Pembangunan Berkelanjutan Dalam Perencanaan Pembangunan Nasional dan Regional. *Jurnal Ekonomika dan Manajemen*, *9*(1). https://dx.doi.org/10.36080/jem.v9i1.1112

Supriadi, I., Maghfiroh, R. U., & Permatasari, O. (2023). Meningkatkan Ekonomi Berkeadilan: Solusi Pasar Modal Syariah di Indonesia: Increasing an Equitable Economy: Indonesia's Sharia Capital Market Solutions. *Journal of Islamic Economics and Philanthropy*, *6*(1), 181–199. https://doi.org/10.21111/jiep.v6i3.10286

Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, *138*(3), 525–533. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8

Wangi, G. T., & Aziz, A. (2024). Analisis Pengaruh ESG Disclosure, Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks ESG Leaders. *IKRAITH-EKONOMIKA*, *7*(2), 221–230. https://doi.org/10.37817/ikraith-ekonomika.v7i2.3351

Wati, N. (2023). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Tingkat Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Volatilitas Harga Saham Sub Sektor Batu Bara Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis Krisnadwipayana*, *11*(2), 881–890. https://doi.org/10.35137/jmbk.v11i2.80

Zanatto, C., Catalão-Lopes, M., Pina, J. P., & Carrilho-Nunes, I. (2023). The impact of ESG news on the volatility of the Portuguese stock market—Does it change during recessions? *Business Strategy and the Environment*, *32*(8), 5821–5832. https://doi.org/10.1002/bse.3450

Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, *10*(8), 2607. https://doi.org/10.3390/su10082607

Zhou, D., & Zhou, R. (2021). ESG Performance and Stock Price Volatility in Public Health Crisis: Evidence from COVID-19 Pandemic. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, *19*(1), 202. https://doi.org/10.3390/ijerph19010202