JOURNAL OF APPLIED MANAGERIAL ACCOUNTING
Vol. {10}, No. {2}, {2026}, {326-342}
ISSN: {2548-9917} (online version)

Article History
Received {September, 2026}
Accepted {October, 2026}

REAKSI PASAR TERHADAP PENGUNGKAPAN *ENVIRONMENTAL*, *SOCIAL*, DAN *GOVERNANCE* PADA PERUSAHAAN NONKEUANGAN INDEKS LQ45

Azah Navalatifana Fiofellisya[1)*], Dwi Suhartini[2)]
[1]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jawa Timur
email: fiofellisya@gmail.com
[2] Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jawa Timur
email: dwisuhartini.ak@upnjatim.ac.id

ABSTRACT

The growing implementation of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure has raised questions regarding its relevance to investors' decision-making and market reaction. This study aims to examine the effect of environmental, social, and Governance disclosure on market reaction among non-financial companies included in the LQ45 Index during 2022–2025. A quantitative approach was employed using panel data regression with the Fixed Effect Model (FEM). The sample consisted of 56 non-financial companies selected through purposive sampling, resulting in 149 observations. Environmental, social, and Governance disclosure were measured using content analysis, while market reaction was measured using the average closing stock price for five trading days after the publication of the Sustainability Report. The results indicate that environmental and social disclosure do not significantly affect market reaction, whereas Governance disclosure has a significant negative effect. These findings provide empirical evidence that investors respond differently to each ESG dimension, indicating that not all sustainability information receives equal market attention. The study implies that companies should focus not only on expanding ESG disclosure but also on improving the quality, relevance, and credibility of the information, particularly Governance disclosure, to enhance its value for investors' decision-making.

Keywords: *environmental disclosure; Governance disclosure; market reaction; social disclosure; sustainability report*

ABSTRAK

Meningkatnya praktik pengungkapan *Environmental, Social*, and *Governance* (ESG) menimbulkan pertanyaan mengenai relevansinya terhadap keputusan investasi dan reaksi pasar. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh pengungkapan *environmental*, *social*, dan *Governance* terhadap reaksi pasar pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 periode 2022–2025. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi data panel melalui Fixed Effect Model (FEM). Sampel penelitian terdiri atas 56 perusahaan nonkeuangan yang dipilih menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh 149 observasi. Pengungkapan *environmental*, *social*, dan *Governance* diukur menggunakan metode *content analysis*, sedangkan reaksi pasar diukur menggunakan rata-rata harga penutupan saham selama lima hari perdagangan setelah publikasi *Sustainability Report*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan *environmental* dan *social* tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, sedangkan pengungkapan *Governance* berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Penelitian ini memberikan kontribusi empiris dengan menunjukkan bahwa setiap dimensi ESG memperoleh respons pasar yang berbeda sehingga tidak seluruh informasi keberlanjutan dipersepsikan memiliki relevansi yang sama oleh investor. Implikasi penelitian menunjukkan bahwa perusahaan perlu meningkatkan kualitas, relevansi, dan kredibilitas pengungkapan ESG, khususnya pada aspek tata kelola, agar informasi yang disampaikan memberikan nilai tambah bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Kata Kunci: *environmental disclosure; Governance disclosure; market reaction; social disclosure; sustainability report*

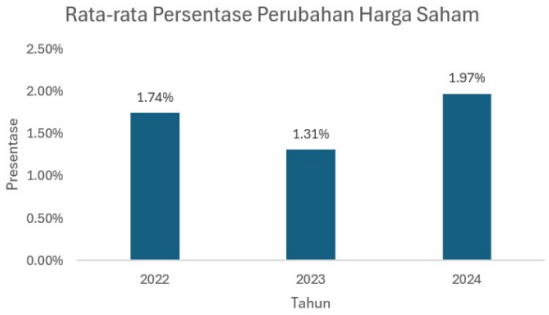
*Corresponding author. E-mail: fiofellisya@gmail.com

1. PENDAHULUAN

Meningkatnya perhatian terhadap praktik bisnis berkelanjutan telah mengubah cara investor dalam mengevaluasi nilai perusahaan (Rohendi et al., 2024). Keputusan investasi tidak lagi hanya didasarkan pada informasi keuangan, tetapi juga mempertimbangkan informasi nonkeuangan yang mampu mencerminkan keberlanjutan perusahaan dalam jangka Panjang (Kholida et al., 2025). Di tengah perubahan tersebut, pengungkapan Environmental, Social, and *Governance* (ESG) berkembang sebagai salah satu informasi nonkeuangan yang semakin diperhatikan oleh investor. Pengungkapan ESG memberikan gambaran mengenai bagaimana perusahaan mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola sebagai bagian dari strategi keberlanjutan perusahaan sehingga mampu meningkatkan transparansi, mengurangi asimetri informasi, serta membantu investor mengevaluasi risiko dan prospek perusahaan (Sugianto et al., 2022). Oleh karena itu, informasi ESG dipandang memiliki relevansi dalam mendukung pengambilan keputusan investasi dan berpotensi memengaruhi reaksi pasar.

Praktik pengungkapan ESG di Indonesia juga menunjukkan perkembangan yang signifikan. Bursa Efek Indonesia mencatat bahwa hingga akhir tahun 2024 sebanyak 882 perusahaan tercatat, atau sekitar 94% dari seluruh perusahaan tercatat, telah menerbitkan Sustainability Report tahun pelaporan 2023 (Bursa Efek Indonesia (BEI), 2025). Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa pelaporan keberlanjutan semakin menjadi bagian dari praktik keterbukaan informasi perusahaan kepada investor dan pemangku kepentingan (Singhania & Saini, 2023). Perkembangan ini didukung oleh implementasi Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 yang mendorong emiten dan perusahaan publik menyampaikan laporan keberlanjutan. Sebagai upaya meningkatkan kualitas, keterbandingan, dan transparansi data ESG perusahaan tercatat, Bursa Efek Indonesia juga meluncurkan ESG Metrics Reporting pada tahun 2025 (Nurahmad, 2025). Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan ESG tidak lagi dipandang sebagai pelengkap laporan perusahaan, tetapi telah menjadi bagian penting dari praktik keterbukaan informasi di pasar modal Indonesia (Ramdhan, 2025).

Meskipun praktik pengungkapan ESG terus berkembang, respons pasar terhadap informasi tersebut belum menunjukkan pola yang konsisten. Hasil observasi awal terhadap data penelitian menunjukkan bahwa rata-rata reaksi pasar pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 setelah publikasi Sustainability Report masih berfluktuasi selama periode 2022–2024 (Gambar 1).



Gambar 1. Tren Rata-rata Reaksi Pasar Setelah Publikasi Sustainability Report Periode 2022–2024

Sumber: Data diolah (2026).

Fluktuasi tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan pengungkapan ESG belum selalu diikuti oleh respons positif dari pasar (Wang et al., 2023). Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa keputusan investasi tidak hanya dipengaruhi oleh informasi keberlanjutan, tetapi juga oleh kondisi makroekonomi, prospek industri, kinerja keuangan, maupun sentimen pasar yang berkembang pada saat informasi dipublikasikan (Eliza, 2024). Oleh karena itu, relevansi pengungkapan ESG terhadap reaksi pasar masih memerlukan pembuktian empiris.

Penelitian mengenai pengaruh pengungkapan Environmental, Social, and Governance (ESG) terhadap reaksi pasar telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih belum konsisten. (Suttipun & Yordudom, 2022) menemukan bahwa dimensi environmental dan social memperoleh respons positif dari pasar, sedangkan dimensi *Governance* berpengaruh negatif. Berbeda dengan temuan tersebut, (Suttipun et al., 2025) menunjukkan bahwa hanya dimensi *Governance* yang berpengaruh

positif, sementara dimensi environmental berpengaruh negatif dan dimensi social tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Penelitian di Indonesia oleh (Wicaksana & Purwanto, 2025) menunjukkan bahwa hanya dimensi *Governance* yang berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, sedangkan dimensi environmental dan social tidak berpengaruh signifikan. Namun, (Itan et al., 2025) melaporkan bahwa seluruh dimensi ESG berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada perusahaan publik di Indonesia. Perbedaan temuan tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh masing-masing dimensi ESG terhadap reaksi pasar masih dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan, periode observasi, serta pendekatan pengukuran yang digunakan, sehingga masih memerlukan pengujian empiris lebih lanjut.

Berdasarkan fenomena tersebut dan inkonsistensi temuan terdahulu, yaitu dimensi environmental yang berpengaruh positif menurut Suttipun & Yordudom (2022) tetapi berpengaruh negatif menurut Suttipun et al. (2025), serta dimensi environmental dan social yang tidak berpengaruh signifikan menurut Wicaksana & Purwanto (2025) tetapi berpengaruh positif menurut Itan et al. (2025), penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh pengungkapan environmental, social, dan *Governance* terhadap reaksi pasar pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025. Penelitian ini menegaskan kontribusi empiris melalui kajian mendalam dengan menganalisis setiap dimensi ESG secara terpisah sehingga dapat mengidentifikasi dimensi yang paling memperoleh respons dari pasar. Selain itu, penelitian difokuskan pada perusahaan nonkeuangan dalam indeks LQ45 yang memiliki tingkat likuiditas tinggi sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih representatif mengenai bagaimana informasi ESG direspons oleh investor di pasar modal Indonesia (Afriani & Tjakrawala, 2025). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan environmental dan social tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, sedangkan pengungkapan *Governance* berpengaruh negatif dan signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa investor merespons setiap dimensi ESG secara berbeda sehingga kualitas pelaporan keberlanjutan, khususnya aspek tata kelola, perlu menjadi perhatian perusahaan, investor, dan regulator.

2. KAJIAN LITERATUR

Teori signalling

Signalling Theory menjelaskan bahwa perusahaan dapat menyampaikan berbagai informasi kepada investor sebagai sinyal untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pihak eksternal (Conelly et al., 2011). Informasi yang dipublikasikan perusahaan menjadi dasar bagi investor dalam menilai kualitas, prospek, dan risiko perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi (Durge & Khapane, 2024). Salah satu bentuk sinyal yang dapat disampaikan perusahaan adalah pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG), yang mencerminkan komitmen perusahaan dalam mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Pengungkapan ESG yang berkualitas dapat meningkatkan kepercayaan investor karena memberikan informasi tambahan di luar laporan keuangan mengenai praktik keberlanjutan perusahaan sehingga membantu investor mengevaluasi prospek dan risiko perusahaan (Lestari et al., 2025). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa apabila sinyal tersebut dipandang relevan dan kredibel, investor cenderung merespons melalui keputusan investasi yang tercermin dalam perubahan harga saham (Connelly et al., 2011; Durge & Khapane, 2024).

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Efficient Market Hypothesis (EMH) menjelaskan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar sehingga setiap informasi baru akan segera direspons melalui perubahan harga saham (Fama, 1970). Dalam bentuk *semi-strong form*, EMH menyatakan bahwa harga saham akan menyesuaikan secara cepat terhadap seluruh informasi publik yang dipublikasikan perusahaan. Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) merupakan salah satu bentuk informasi publik yang dapat digunakan investor untuk mengevaluasi prospek dan risiko perusahaan. Pengungkapan tersebut memberikan gambaran mengenai

praktik keberlanjutan perusahaan di luar informasi keuangan (Reber et al., 2022). Apabila pengungkapan ESG dipandang relevan oleh investor, pasar akan merespons melalui perubahan harga saham setelah informasi tersebut dipublikasikan.

Pengungkapan *Environmental*

Pengungkapan *environmental* memberikan gambaran mengenai komitmen perusahaan dalam mengelola dampak lingkungan, mengurangi risiko lingkungan, dan mendukung keberlanjutan usaha (Bani-Khaled et al., 2025). Informasi tersebut menjadi pertimbangan bagi investor dalam mengevaluasi prospek perusahaan serta risiko jangka panjang yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan Signalling Theory, pengungkapan environmental merupakan sinyal mengenai kualitas pengelolaan lingkungan yang dapat mengurangi asimetri informasi. Sejalan dengan Efficient Market Hypothesis, sinyal tersebut akan tercermin dalam harga saham apabila dipandang sebagai informasi yang relevan oleh investor.

Namun, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Suttipun & Yordudom (2022) menemukan bahwa pengungkapan environmental berpengaruh positif terhadap reaksi pasar, sedangkan Suttipun et al. (2025) melaporkan pengaruh negatif. Perbedaan temuan tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara pengungkapan environmental dan reaksi pasar masih memerlukan pengujian lebih lanjut, khususnya pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

H_1: Pengungkapan environmental berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Pengungkapan *Social*

Pengungkapan *social* mencerminkan komitmen perusahaan dalam mengelola hubungan dengan karyawan, pelanggan, masyarakat, dan pemangku kepentingan lainnya. Informasi tersebut menjadi pertimbangan bagi investor karena mencerminkan tanggung jawab sosial perusahaan yang dapat meningkatkan reputasi perusahaan, memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan, serta mendukung keberlanjutan usaha (Ernst et al., 2026). Berdasarkan Signalling Theory, pengungkapan social merupakan sinyal mengenai komitmen perusahaan dalam menciptakan nilai bagi para pemangku kepentingan sehingga dapat mengurangi asimetri informasi. Sejalan dengan Efficient Market Hypothesis, informasi publik yang dipandang relevan akan tercermin dalam harga saham melalui respons pasar.

Namun, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Suttipun & Yordudom (2022) menemukan bahwa pengungkapan social berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Berbeda dengan temuan tersebut, Wicaksana & Purwanto (2025) menunjukkan bahwa pengungkapan social tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Perbedaan temuan tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara pengungkapan social dan reaksi pasar masih memerlukan pengujian lebih lanjut, khususnya pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

H_2: Pengungkapan social berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Pengungkapan *Governance*

Pengungkapan *Governance* mencerminkan komitmen perusahaan dalam menerapkan tata kelola yang transparan, akuntabel, dan bertanggung jawab. Informasi tersebut menjadi pertimbangan bagi investor karena memberikan gambaran mengenai kualitas pengelolaan perusahaan, efektivitas pengawasan, serta kemampuan perusahaan dalam meminimalkan risiko yang dapat memengaruhi nilai perusahaan (Safitri et al., 2025). Berdasarkan Signalling Theory, pengungkapan *Governance* merupakan sinyal mengenai kualitas tata kelola perusahaan yang dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Sejalan dengan Efficient Market Hypothesis, informasi publik yang dipandang relevan akan tercermin dalam harga saham melalui respons pasar.

Namun, hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan temuan yang belum konsisten. Wicaksana & Purwanto (2025) menemukan bahwa pengungkapan *Governance* berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar. Sebaliknya,

Suttipun & Yordudom (2022) melaporkan bahwa pengungkapan *Governance* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Perbedaan temuan tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara pengungkapan *Governance* dan reaksi pasar masih memerlukan pengujian lebih lanjut, khususnya pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut.

H_3: Pengungkapan *Governance* berpengaruh terhadap reaksi pasar.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian kausalitas untuk menguji pengaruh pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap reaksi pasar pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2022–2025. Penelitian menggunakan data panel untuk menganalisis hubungan antarvariabel selama periode pengamatan.

Populasi penelitian terdiri atas seluruh perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2022–2025. Sampel penelitian dipilih menggunakan teknik purposive sampling berdasarkan kriteria tertentu, yaitu perusahaan yang menerbitkan annual report dan sustainability report, serta memiliki data yang diperlukan untuk mengukur seluruh variabel penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 56 perusahaan sebagai sampel penelitian dengan total 149 observasi selama periode 2022–2025. Rincian proses pemilihan sampel disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria	Tahun 2022	Tahun 2023	Tahun 2024	Tahun 2025
Perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ45	45	45	45	45
Perusahaan sektor keuangan	(6)	(8)	(8)	(7)
Perusahaan yang mengalami suspensi saham	(2)	(0)	(0)	(0)
Sampel Penelitian	**37**	**37**	**37**	**38**
Total Observasi Data		**149**		

Sumber: Data diolah (2026)

Penelitian ini menggunakan tiga variabel independen, yaitu *environmental disclosure*, *social disclosure*, dan *Governance disclosure*, satu variabel dependen yaitu *market reaction*, serta dua variabel kontrol berupa *profitabilitas* dan *leverage*. Profitabilitas diproksikan menggunakan *Return on Assets* (ROA), sedangkan leverage diproksikan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Pengungkapan ESG diukur menggunakan metode *content analysis* dengan teknik pemberian skor dikotomis, yaitu skor 1 apabila suatu indikator diungkapkan dan skor 0 apabila tidak diungkapkan. Sementara itu, *market reaction* diukur menggunakan rata-rata harga saham penutupan setelah publikasi *Sustainability Report*, sedangkan ROA dan DER dihitung menggunakan rumus rasio keuangan yang umum digunakan. Definisi operasional dan pengukuran masing-masing variabel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Pengertian	Pengukuran	Referensi
Environmental *Disclosure*	Pengungkapan informasi mengenai kinerja perusahaan dalam mengelola aspek lingkungan sebagai bagian dari praktik keberlanjutan.	Diukur menggunakan content analysis berdasarkan indikator dengan skor 1 apabila indikator diungkapkan dan skor 0 apabila tidak diungkapkan. Indeks dihitung dari jumlah indikator yang	(Amosh & Khatib, 2021)

Variabel	Pengertian	Pengukuran	Referensi
		diungkapkan dibandingkan jumlah seluruh indikator. $$E = \frac{\sum skor\ indikator\ E}{7}$$	
Social *Disclosure*	Pengungkapan informasi mengenai tanggung jawab perusahaan terhadap karyawan, pelanggan, masyarakat, dan pemangku kepentingan lainnya.	Diukur menggunakan content analysis berdasarkan indikator dengan skor 1 apabila indikator diungkapkan dan skor 0 apabila tidak diungkapkan. Indeks dihitung dari jumlah indikator yang diungkapkan dibandingkan jumlah seluruh indikator. $$S = \frac{\sum skor\ indikator\ S}{13}$$	(Amosh & Khatib, 2021)
Governance Disclosure	Pengungkapan informasi mengenai praktik tata kelola perusahaan yang transparan, akuntabel, dan bertanggung jawab.	Diukur menggunakan content analysis berdasarkan indikator GRI Standards 2021 dengan skor 1 apabila indikator diungkapkan dan skor 0 apabila tidak diungkapkan. Indeks dihitung dari jumlah indikator yang diungkapkan dibandingkan jumlah seluruh indikator. $$G = \frac{\sum skor\ indikator\ G}{8}$$	(Amosh & Khatib, 2021)
Market Reaction	Respons pasar terhadap informasi yang dipublikasikan perusahaan.	Diukur menggunakan rata-rata harga saham penutupan 5 hari setelah publikasi Sustainability Report. $$MP = \frac{P_{t+1} + P_{t+2} + P_{t+3} + P_{t+4} + P_{t+5}}{5}$$	(Suttipun & Yordudom, 2022)
Profitabilitas (ROA)	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki.	Diproksikan menggunakan $$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset}$$	(Yudistira et al., 2021)
***Leverage* (DER)**	Tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan.	Diproksikan menggunakan $$DER = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Ekuitas}$$	(Setianti & Haryono, 2023)

Sumber: Data diolah (2026)

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Penelitian ini menggunakan 149 observasi yang diperoleh dari perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2022–2025. Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data penelitian melalui nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), median, dan standar deviasi (Sekaran & Bougie, 2016). Hasil analisis statistik deskriptif disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	MP	ED	SD	GD	ROA	DER
Mean	7.602123	0.971237	0.804853	0.592282	0.068996	0.973408
Median	7.644919	1.000000	0.846154	0.625000	0.070542	0.741403
Maximum	10.54810	1.000000	1.000000	1.000000	0.429433	6.465892
Minimum	3.962716	0.571429	0.384615	0.250000	-1.673259	0.031265
Std. Dev.	1.277611	0.072349	0.111157	0.147040	0.165180	0.955017

Sumber: Data diolah (2026)

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian. Variabel market reaction (MP), yang diukur menggunakan rata-rata harga penutupan saham lima hari perdagangan setelah publikasi laporan keberlanjutan, memiliki nilai rata-rata sebesar 7,6021 dan median sebesar 7,6449. Kedekatan kedua nilai tersebut menunjukkan sebaran data yang relatif simetris sehingga tidak didominasi oleh observasi ekstrem. Standar deviasi sebesar 1,2776, atau sekitar 16,8% dari nilai rata-rata, dengan rentang nilai antara 3,9627 hingga 10,5481, menunjukkan bahwa tingkat harga saham setelah publikasi laporan keberlanjutan berbeda cukup besar antarperusahaan. Variasi tersebut mengindikasikan adanya karakteristik spesifik perusahaan yang memengaruhi harga saham di luar informasi ESG, sehingga perbedaan antarperusahaan perlu diperhitungkan dalam pemilihan model regresi data panel.

Ketiga dimensi pengungkapan ESG menunjukkan tingkat kelengkapan yang berbeda. Environmental disclosure (ED) memiliki rata-rata tertinggi sebesar 0,9712 dengan median dan nilai maksimum 1,0000 serta standar deviasi terendah sebesar 0,0723. Dengan tujuh indikator, nilai tersebut berarti rata-rata perusahaan mengungkapkan sekitar 6,8 indikator lingkungan, sehingga hampir seluruh perusahaan LQ45 telah mengungkapkan informasi lingkungan secara hampir lengkap. Variasi antarperusahaan yang sangat kecil ini membuat pengungkapan environmental kurang mampu membedakan satu perusahaan dengan perusahaan lainnya di mata investor. Social disclosure (SD) memiliki rata-rata sebesar 0,8049 (sekitar 10,5 dari 13 indikator) dengan standar deviasi sebesar 0,1112, yang menunjukkan kelengkapan pengungkapan yang tinggi dengan variasi lebih besar daripada ED. Sebaliknya, governance disclosure (GD) memiliki rata-rata terendah sebesar 0,5923 (sekitar 4,7 dari 8 indikator) dengan standar deviasi tertinggi di antara ketiganya, yaitu 0,1470, dan rentang nilai antara 0,2500 hingga 1,0000. Artinya, kelengkapan pengungkapan tata kelola paling beragam antarperusahaan, mulai dari perusahaan yang hanya mengungkapkan seperempat indikator hingga perusahaan yang mengungkapkan seluruh indikator. Pola ED > SD > GD tersebut menunjukkan bahwa perusahaan sampel lebih lengkap dalam melaporkan aspek lingkungan dan sosial dibandingkan aspek tata kelola, dan perbedaan kelengkapan paling nyata terjadi pada aspek tata kelola.

Pada variabel kontrol, profitabilitas yang diproksikan menggunakan Return on Assets (ROA) memiliki rata-rata sebesar 0,0690 (6,90%) dan median sebesar 0,0705, yang menunjukkan bahwa perusahaan sampel pada umumnya mampu menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Namun, standar deviasi sebesar 0,1652 lebih dari dua kali nilai rata-ratanya dengan nilai minimum -1,6733 dan nilai maksimum 0,4294. Hal ini menunjukkan adanya perusahaan yang mengalami kerugian cukup besar pada periode tertentu sehingga kinerja profitabilitas perusahaan sampel sangat beragam. Adapun leverage yang diproksikan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) memiliki rata-rata sebesar 0,9734, yang berarti secara umum perusahaan mendanai asetnya dengan proporsi utang yang hampir setara dengan ekuitas. Rata-rata DER yang lebih besar daripada median (0,7414) serta nilai maksimum sebesar 6,4659 menunjukkan bahwa sebaran

DER condong ke kanan akibat adanya sejumlah perusahaan dengan struktur utang yang jauh lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Secara keseluruhan, statistik deskriptif menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan sampel sangat beragam, baik dari sisi harga saham, profitabilitas, maupun struktur pendanaan. Pengungkapan environmental dan social telah mendekati kelengkapan penuh, sedangkan pengungkapan governance masih bervariasi luas. Kondisi ini menjadi dasar untuk menelaah pada bagian selanjutnya apakah perbedaan kelengkapan pengungkapan, khususnya pada dimensi yang bervariasi, diikuti oleh perbedaan reaksi pasar.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Data penelitian ini merupakan data panel, yaitu gabungan data *cross-section* dari 56 perusahaan dan data *time series* selama periode 2022–2025. Terdapat tiga pendekatan estimasi yang dapat digunakan, dan ketiganya berbeda dalam cara memperlakukan perbedaan karakteristik antarperusahaan. *Common Effect Model* (CEM) menggabungkan seluruh observasi dan mengasumsikan konstanta serta koefisien yang sama untuk semua perusahaan sehingga tidak memperhitungkan perbedaan antarperusahaan. *Fixed Effect Model* (FEM) memberikan konstanta yang berbeda pada setiap perusahaan untuk menangkap karakteristik spesifik perusahaan yang relatif tetap selama periode penelitian dan dapat berkorelasi dengan variabel independen. *Random Effect Model* (REM) memperlakukan perbedaan antarperusahaan sebagai komponen acak dalam error yang diasumsikan tidak berkorelasi dengan variabel independen (Ghozali & Ratmono, 2017).

Perusahaan nonkeuangan dalam indeks LQ45 berasal dari berbagai sektor dengan karakteristik yang berbeda, dan tidak terdapat dasar teoretis yang dapat menentukan model mana yang paling sesuai. Oleh karena itu, pemilihan model dilakukan secara empiris melalui pengujian bertahap. Uji Chow membandingkan CEM dengan FEM untuk menguji apakah perbedaan antarperusahaan signifikan. Apabila CEM terpilih, pengujian dilanjutkan dengan uji Lagrange Multiplier yang membandingkan CEM dengan REM. Apabila FEM terpilih, pengujian dilanjutkan dengan uji Hausman yang membandingkan FEM dengan REM untuk menguji apakah efek perusahaan berkorelasi dengan variabel independen. Dalam penelitian ini, uji Chow memilih FEM sehingga uji Lagrange Multiplier tidak diperlukan dan pemilihan model dilengkapi dengan uji Hausman.

Uji Chow

Tabel 4. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	25.491090	(55,87)	0.0000
Cross-section Chi-square	423.153828	55	0.0000

Sumber: Data diolah (2026)

Uji Chow dilakukan untuk menentukan model regresi data panel yang paling sesuai antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan nilai probabilitas *Cross-section Chi-square*, dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil uji Chow pada Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai probabilitas *Cross-section Chi-square* sebesar 0,0000, yang lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai dibandingkan *Common Effect Model* (CEM) dalam penelitian ini. Oleh karena itu, proses pemilihan model dilanjutkan menggunakan uji Hausman untuk menentukan model regresi data panel yang paling tepat.

Uji Hausman

Tabel 5. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.927508	5	0.0030

Sumber: Data diolah (2026)

Uji Hausman dilakukan untuk menentukan model regresi data panel yang paling sesuai antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan nilai probabilitas *Cross-section random* dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil uji Hausman pada Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,0030 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut

menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai dibandingkan *Random Effect Model* (REM) dalam penelitian ini. Oleh karena itu, model yang dipilih untuk analisis regresi data panel adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan setelah model regresi data panel ditentukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Pengujian dilakukan pada *Fixed Effect Model* (FEM) untuk memastikan model regresi memenuhi asumsi yang diperlukan sebelum dilakukan pengujian hipotesis. Uji asumsi klasik yang digunakan meliputi uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Hal ini sejalan dengan (Napitupulu et al., 2021:120) yang menyatakan bahwa pada regresi data panel dengan pendekatan *Ordinary Least Squares* (OLS), pengujian asumsi klasik yang perlu dilakukan adalah uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengidentifikasi adanya korelasi yang tinggi antarvariabel independen dalam model regresi (Wooldridge, 2025:89). Pengujian dilakukan dengan melihat nilai koefisien korelasi antarvariabel, di mana nilai korelasi di bawah 0,80 menunjukkan bahwa model tidak mengalami masalah multikolinearitas.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

	ED	SD	GD	ROA	DER
ED	1.000000	0.266755	0.171802	0.024194	0.060433
SD	0.266755	1.000000	0.361960	0.128081	0.054203
GD	0.171802	0.361960	1.000000	0.056680	0.111287
ROA	0.024194	0.128081	0.056680	1.000000	0.061341
DER	0.060433	0.054203	0.111287	0.061341	1.000000

Sumber: Data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 6, seluruh nilai koefisien korelasi antarvariabel independen berada di bawah 0,80. Nilai korelasi tertinggi sebesar 0,361960 terdapat antara *social disclosure* dan *governance disclosure*, namun masih berada di bawah batas yang ditentukan. Maka, dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengalami masalah multikolinearitas atau telah memenuhi asumsi bebas multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengidentifikasi adanya ketidaksamaan varians residual dalam model regresi (Wooldridge, 2025:276). Pengujian dilakukan menggunakan uji Glejser dengan melihat nilai probabilitas masing-masing variabel independen dan variabel kontrol. Model regresi dinyatakan bebas dari gejala heteroskedastisitas apabila nilai probabilitas setiap variabel lebih besar dari 0,05. Hasil uji heteroskedastisitas disajikanpada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.387153	0.237749	1.628414	0.1070
ED	-0.382817	0.212415	-1.802213	0.0749
SD	0.036950	0.154066	0.239835	0.8110
GD	0.173845	0.112289	1.548188	0.1252
ROA	0.031929	0.092958	0.343479	0.7321
DER	0.025083	0.043011	0.583187	0.5613

Sumber: Data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 8, seluruh variabel memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 0,05, yaitu *environmental disclosure* sebesar 0,0749, *social disclosure* sebesar 0,8110, *governance disclosure* sebesar 0,1252, profitabilitas sebesar 0,7321, dan *leverage* sebesar 0,5613. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model regresi tidak mengalami gejala heteroskedastisitas sehingga memenuhi asumsi bebas heteroskedastisitas.

Persamaan Regresi Data Panel

Berdasarkan hasil pemilihan model, penelitian ini menggunakan Fixed Effect Model (FEM) sebagai model regresi data panel. Hasil estimasi regresi digunakan untuk menguji pengaruh *environmental disclosure*, *social disclosure*, *governance disclosure*, profitabilitas, dan leverage terhadap *market reaction*. Berdasarkan hasil estimasi, diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$MP = 8{,}335395 - 0{,}189283ED - 0{,}261126SD - 0{,}631964GD + 0{,}213518ROA - 0{,}020858DER + \varepsilon$$

Persamaan regresi tersebut menunjukkan hubungan antara *market reaction* dengan *environmental disclosure* (ED), *social disclosure* (SD), *Governance disclosure* (GD), profitabilitas (ROA), dan leverage (DER). Nilai konstanta sebesar 8,33539 menunjukkan nilai *market reaction* ketika seluruh variabel independen dan variabel kontrol diasumsikan konstan. Dengan asumsi variabel lain konstan,

koefisien ED sebesar -0,189283 menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan *environmental disclosure* akan menurunkan *market reaction* sebesar 0,189283. Koefisien SD sebesar -0,261126 menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan *social disclosure* akan menurunkan *market reaction* sebesar 0,261126. Koefisien GD sebesar -0,631964 menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan *governance disclosure* akan menurunkan *market reaction* sebesar 0,631964. Selanjutnya, koefisien ROA sebesar 0,213518 menunjukkan bahwa peningkatan satu satuan profitabilitas berkaitan dengan peningkatan *market reaction* sebesar 0,213518, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Sementara itu, koefisien DER sebesar 0,020858 menunjukkan bahwa peningkatan satu satuan leverage berkaitan dengan peningkatan *market price* sebesar 0,020858, dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Uji F

Uji simultan (uji F) dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen dan variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh terhadap *market reaction*. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan nilai probabilitas (*Prob. F-statistic*) dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Model regresi dinyatakan signifikan apabila nilai *Prob. F-statistic* lebih kecil dari 0,05. Hasil uji simultan disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Uji F

F-statistic	41.04255
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 8, nilai *Prob. F-statistic* sebesar 0,000000, lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *environmental disclosure*, *social disclosure*, *governance disclosure*, profitabilitas, dan *leverage* secara simultan berpengaruh terhadap *market reaction*. Maka, model regresi dinyatakan layak untuk digunakan dalam pengujian hipotesis.

Uji T

Uji parsial (uji t) dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap *market reaction* dengan mengendalikan variabel profitabilitas dan leverage. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan nilai probabilitas (Prob.) dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil uji parsial disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9. Hasil Uji T

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.335395	0.585988	14.22452	0.0000
ED	-0.189283	0.523547	-0.361541	0.7186
SD	-0.261126	0.379731	-0.687660	0.4935
GD	-0.631964	0.276764	-2.283407	0.0248
ROA	0.213518	0.229117	0.931919	0.3539
DER	0.020858	0.106010	0.196753	0.8445

Sumber: Data diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 9, variabel *environmental disclosure* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,7186, lebih besar dari 0,05, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Dengan demikian, H1 yang menyatakan bahwa pengungkapan environmental berpengaruh terhadap reaksi pasar ditolak. Variabel *social disclosure* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,4935, lebih besar dari 0,05, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Dengan demikian, H2 yang menyatakan bahwa pengungkapan social berpengaruh terhadap reaksi pasar ditolak. Sementara itu, variabel *governance disclosure* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0248, lebih kecil dari 0,05, dengan koefisien sebesar -0,631964. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *governance disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *market reaction*. Dengan demikian, H3 yang menyatakan bahwa pengungkapan *Governance* berpengaruh terhadap reaksi pasar diterima, dengan arah pengaruh negatif. Pada variabel kontrol, profitabilitas dan leverage masing-masing memiliki nilai probabilitas sebesar 0,3539 dan 0,8445, yang lebih besar dari 0,05, sehingga keduanya tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*.

Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) bertujuan untuk mengukur kemampuan model regresi dalam menjelaskan variasi variabel dependen melalui variabel independen yang digunakan dalam penelitian. Menurut Ghozali & Ratmono (2017), nilai koefisien determinasi berada pada

rentang 0 sampai 1. Semakin besar nilai koefisien determinasi, semakin besar pula kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Hasil uji koefisien determinasi disajikan pada Tabel 10.

Tabel. 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.965498
Adjusted R-squared	0.941973

Sumber: Data diolah (2026)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kemampuan model regresi dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Berdasarkan Tabel 10, nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,941973 atau 94,20%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variasi *market reaction* dalam model dapat dijelaskan oleh variabel *environmental disclosure*, *social disclosure*, *governance disclosure*, profitabilitas, *leverage*, serta efek tetap perusahaan sebesar 94,20%. Sementara itu, sebesar 5,80% variasi *market reaction* dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian dan komponen error. Nilai *Adjusted R-squared* yang relatif tinggi dalam model FEM dapat berkaitan dengan adanya efek tetap perusahaan yang menangkap perbedaan karakteristik spesifik antarperusahaan yang relatif tidak berubah selama periode penelitian. Nilai *Adjusted R-squared* yang relatif tinggi menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan yang kuat dalam menjelaskan variasi *market reaction* pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2022–2025.

Pembahasan

Pengaruh Pengungkapan *Environmental* terhadap Reaksi Pasar

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan *environmental* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Temuan ini menunjukkan bahwa informasi mengenai aspek lingkungan belum memperoleh respons pasar yang signifikan pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2022–2025. Dengan demikian, peningkatan pengungkapan *environmental* belum tentu direspons oleh investor melalui perubahan harga saham.

Berdasarkan *Signalling Theory*, pengungkapan *environmental* merupakan sinyal yang disampaikan perusahaan mengenai komitmennya dalam mengelola dampak lingkungan dan menerapkan praktik bisnis berkelanjutan. Sinyal tersebut berfungsi mengurangi asimetri informasi sehingga membantu investor dalam mengevaluasi prospek perusahaan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum memperoleh respons pasar yang signifikan. Sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), informasi publik akan tercermin dalam harga saham apabila dipandang memiliki kandungan informasi yang relevan oleh pasar. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan *environmental* belum menghasilkan respons pasar yang signifikan dalam periode penelitian.

Hasil penelitian ini dapat dijelaskan oleh beberapa kondisi. Investor pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 cenderung lebih mempertimbangkan informasi yang berkaitan langsung dengan prospek keuntungan perusahaan, seperti kinerja keuangan, pertumbuhan laba, kondisi industri, maupun sentimen pasar (Ha et al., 2024). Sementara itu, manfaat dari praktik pengelolaan lingkungan umumnya bersifat jangka panjang sehingga belum memberikan dampak yang langsung dirasakan investor pada saat publikasi *Sustainability Report*. Selain itu, statistik deskriptif menunjukkan bahwa pengungkapan environmental memiliki rata-rata tertinggi sebesar 0,9712 dengan standar deviasi hanya 0,0723, sehingga hampir seluruh perusahaan LQ45 mengungkapkan hampir seluruh indikator lingkungan (sekitar 6,8 dari 7 indikator). Variasi yang sangat kecil ini membuat pengungkapan environmental kurang mampu membedakan satu perusahaan dengan perusahaan lainnya sehingga tidak menjadi dasar pembeda bagi investor dan belum menghasilkan perbedaan market reaction yang signifikan. Pengukuran yang hanya menilai ada atau tidaknya indikator juga belum menangkap kualitas informasi lingkungan yang disampaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Wicaksana & Purwanto (2025) yang menemukan bahwa pengungkapan *environmental* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Penelitian tersebut menjelaskan

bahwa informasi lingkungan belum dianggap sebagai informasi yang memiliki kandungan informasi yang cukup kuat dalam memengaruhi keputusan investasi. Temuan ini juga konsisten dengan Kurniawati & Prastiwi (2025) yang menunjukkan bahwa pengungkapan *environmental* belum memperoleh respons yang signifikan dari investor.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa respons pasar terhadap pengungkapan *environmental* tidak hanya berkaitan dengan luasnya informasi yang diungkapkan, tetapi juga dengan kualitas, relevansi, dan kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan. Pengungkapan *environmental* yang bersifat umum atau hanya memenuhi kewajiban pelaporan belum tentu memberikan nilai tambah dalam proses pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, perusahaan tidak hanya perlu meningkatkan kuantitas pengungkapan *environmental*, tetapi juga menyajikan informasi yang lebih informatif, terukur, dan mampu menggambarkan dampak pengelolaan lingkungan terhadap prospek perusahaan sehingga dapat menjadi sinyal yang lebih kuat bagi investor. Implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu meningkatkan kualitas pengungkapan *environmental* agar informasi yang disampaikan memiliki relevansi yang lebih tinggi, memberikan nilai tambah bagi investor, dan berpotensi memperoleh respons yang lebih positif dari pasar. Temuan ini sekaligus memperkuat fenomena yang diuraikan pada bagian pendahuluan bahwa meningkatnya praktik pengungkapan ESG belum selalu diikuti oleh respons pasar yang searah.

Pengaruh Pengungkapan *Social* terhadap Reaksi Pasar

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan *social* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Temuan ini menunjukkan bahwa informasi mengenai aspek sosial belum memperoleh respons pasar yang signifikan pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 selama periode 2022–2025. Dengan demikian, peningkatan pengungkapan *social* belum terbukti diikuti oleh perubahan *market reaction*. Berdasarkan *Signalling Theory*, pengungkapan *social* merupakan sinyal yang disampaikan perusahaan mengenai komitmennya dalam mengelola hubungan dengan karyawan, pelanggan, masyarakat, dan pemangku kepentingan lainnya. Sinyal tersebut berfungsi mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal tersebut belum memperoleh respons yang berarti dari investor. Sejalan dengan Efficient Market Hypothesis (EMH), informasi publik hanya akan tercermin dalam harga saham apabila dipandang memiliki kandungan informasi yang relevan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa informasi *social* belum dipandang memiliki kandungan informasi yang cukup kuat untuk memengaruhi *market reaction*.

Hasil penelitian ini dapat disebabkan oleh beberapa kondisi. Investor pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 cenderung lebih memprioritaskan informasi yang berkaitan langsung dengan kinerja keuangan dan prospek keuntungan perusahaan dibandingkan informasi mengenai aspek sosial. Sementara itu, manfaat dari program sosial perusahaan, seperti pengembangan sumber daya manusia, tanggung jawab kepada masyarakat, maupun perlindungan konsumen, umumnya lebih dirasakan dalam jangka panjang sehingga belum memberikan dampak langsung terhadap keputusan investasi. Statistik deskriptif juga menunjukkan bahwa pengungkapan social relatif tinggi, dengan rata-rata 0,8049 (sekitar 10,5 dari 13 indikator) dan standar deviasi 0,1112. Tingkat kelengkapan yang tinggi dengan variasi antarperusahaan yang terbatas membuat informasi sosial bukan faktor pembeda yang kuat bagi investor sehingga belum cukup kuat untuk memengaruhi persepsi investor dan market reaction.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Wicaksana & Purwanto (2025) yang menemukan bahwa pengungkapan *social* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Penelitian tersebut menjelaskan bahwa informasi sosial belum menjadi pertimbangan utama investor dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan ini juga konsisten dengan (Suttipun et al., 2025) yang menunjukkan bahwa

pengungkapan *social* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa respons investor terhadap pengungkapan *social* tidak hanya dipengaruhi oleh luasnya informasi yang diungkapkan, tetapi juga oleh kualitas, relevansi, dan kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan. Pengungkapan *social* yang hanya berfokus pada pemenuhan kewajiban pelaporan belum tentu memberikan nilai tambah dalam proses pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, perusahaan tidak hanya perlu meningkatkan kuantitas pengungkapan *social*, tetapi juga menyajikan informasi yang lebih spesifik, terukur, dan mampu menunjukkan kontribusi kegiatan sosial terhadap keberlanjutan dan prospek perusahaan. Implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan kualitas pengungkapan *social* menjadi aspek yang perlu diperhatikan agar informasi yang disampaikan memiliki relevansi yang lebih tinggi bagi investor dan berpotensi memperoleh respons yang lebih positif dari pasar.

Pengaruh Pengungkapan *Governance* terhadap Reaksi Pasar

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan *Governance* berpengaruh negatif signifikan terhadap *market reaction*. Temuan ini mengindikasikan bahwa informasi tata kelola menjadi salah satu pertimbangan investor dalam merespons saham perusahaan setelah publikasi *Sustainability Report* selama periode 2022–2025.. Informasi *Governance* memberikan gambaran mengenai kualitas pengawasan, transparansi, akuntabilitas, manajemen risiko, dan kredibilitas pengelolaan perusahaan sehingga dipandang memiliki kandungan informasi yang relevan bagi investor (Efunniyi et al., 2024). Namun demikian, arah pengaruh yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan *Governance*, semakin rendah *market reaction* yang terbentuk.

Berdasarkan *Signalling Theory*, pengungkapan *Governance* merupakan sinyal yang menunjukkan kualitas tata kelola perusahaan dan berfungsi mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Sejalan dengan Efficient Market Hypothesis (EMH), informasi publik yang dianggap relevan akan segera tercermin dalam harga saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi *Governance* dipandang relevan oleh investor sehingga memperoleh respons pasar. Akan tetapi, respons tersebut tidak selalu bersifat positif karena investor dapat menginterpretasikan informasi tata kelola dari berbagai sudut pandang, terutama yang berkaitan dengan risiko, pengawasan, dan kepatuhan perusahaan (Liao, 2025).

Hasil penelitian ini dapat dijelaskan oleh beberapa kondisi. Pengungkapan *Governance* memiliki karakteristik yang berbeda dengan pengungkapan *environmental* dan *social* karena lebih berkaitan dengan mekanisme pengambilan keputusan, pengawasan manajemen, pengendalian internal, kepatuhan, dan pengelolaan risiko perusahaan (Efunniyi et al., 2024). Oleh karena itu, investor cenderung memberikan perhatian yang lebih besar terhadap informasi tata kelola karena informasi tersebut berhubungan langsung dengan kualitas pengelolaan perusahaan. Hal ini sejalan dengan statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa governance disclosure memiliki rata-rata terendah sebesar 0,5923 (sekitar 4,7 dari 8 indikator) dengan standar deviasi tertinggi sebesar 0,1470 dan rentang nilai 0,2500 hingga 1,0000. Variasi yang lebih luas ini menjadikan pengungkapan tata kelola sebagai satu-satunya dimensi ESG yang cukup membedakan antarperusahaan sehingga dapat tercermin dalam market reaction, sedangkan pengungkapan environmental dan social yang hampir seragam tidak demikian. Di sisi lain, semakin luas pengungkapan *Governance* dapat diinterpretasikan sebagai indikasi meningkatnya kompleksitas operasional, kebutuhan pengawasan, maupun risiko yang harus dikelola perusahaan sehingga investor memberikan respons yang lebih hati-hati. Karakteristik perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 dengan tingkat likuiditas dan perhatian investor yang tinggi juga menyebabkan informasi tata kelola lebih cepat diproses dan tercermin dalam *market reaction* (He et al., 2023).

Hasil penelitian ini sejalan dengan Suttipun & Yordudom (2022) serta Sanjaya & Sianturi (2024) yang menemukan bahwa pengungkapan *Governance* berpengaruh negatif terhadap

market reaction. Suttipun & Yordudom (2022) menjelaskan bahwa informasi tata kelola tidak selalu menghasilkan respons positif karena investor dapat menafsirkan pengungkapan tersebut sebagai informasi mengenai risiko, pengawasan, dan kompleksitas pengelolaan perusahaan. Sementara itu, Sanjaya & Sianturi (2024) menyatakan bahwa implementasi praktik ESG dapat dipersepsikan sebagai informasi yang menimbulkan konsekuensi biaya sehingga belum tentu meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka pendek. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian ini bahwa pengungkapan *Governance* memiliki kandungan informasi bagi investor, namun respons yang diberikan pasar cenderung negatif. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa respons investor terhadap pengungkapan *Governance* tidak hanya dipengaruhi oleh luasnya informasi yang diungkapkan, tetapi juga oleh bagaimana informasi tersebut menjelaskan kualitas tata kelola perusahaan dan implikasinya terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, perusahaan tidak hanya perlu meningkatkan kuantitas pengungkapan *Governance*, tetapi juga memastikan bahwa informasi yang disampaikan mampu menjelaskan manfaat penerapan tata kelola terhadap peningkatan kinerja, pengelolaan risiko, dan keberlanjutan perusahaan. Implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa kualitas dan kredibilitas pengungkapan *Governance* menjadi aspek penting agar informasi yang disampaikan dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menghasilkan respons pasar yang lebih positif.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *environmental disclosure, social disclosure*, dan *governance disclosure* terhadap *market reaction* pada perusahaan nonkeuangan yang tergabung dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *environmental disclosure* dan *social disclosure* tidak berpengaruh signifikan terhadap *market reaction*. Dengan demikian, H1 dan H2 ditolak. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pengungkapan aspek lingkungan dan sosial belum menghasilkan respons pasar yang signifikan selama periode penelitian. Sebaliknya, *governance disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *market reaction*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan tata kelola berkaitan dengan penurunan *market reaction* pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Dengan demikian, H3 diterima.

Implikasi penelitian menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya perlu meningkatkan kuantitas pengungkapan ESG, tetapi juga memperhatikan kualitas, relevansi, dan kredibilitas informasi yang disampaikan agar dapat memberikan nilai informatif yang lebih tinggi bagi investor. Bagi investor, hasil penelitian menunjukkan bahwa setiap dimensi ESG dapat memperoleh respons pasar yang berbeda. Oleh karena itu, informasi ESG, khususnya pengungkapan tata kelola, perlu dianalisis secara komprehensif bersama informasi keuangan dan faktor fundamental perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu dipertimbangkan dalam menafsirkan hasil. Pertama, *market reaction* diukur menggunakan rata-rata harga penutupan saham lima hari setelah publikasi *Sustainability Report*, bukan menggunakan *abnormal return* yang membandingkan realisasi *return* dengan *return* yang diharapkan pasar. Ukuran berbasis tingkat harga ini belum sepenuhnya memisahkan respons pasar terhadap informasi ESG dari pergerakan pasar secara umum dan perbedaan tingkat harga antarperusahaan. Kedua, pengungkapan ESG diukur melalui *content analysis* dengan skor dikotomis yang hanya menilai ada atau tidaknya indikator sehingga belum menangkap kualitas, kedalaman, dan kredibilitas informasi. Keterbatasan ini terlihat pada *environmental disclosure* yang nyaris seragam antarperusahaan (rata-rata 0,9712; standar deviasi 0,0723) sehingga kemampuannya membedakan perusahaan dan menjelaskan variasi *market reaction* menjadi terbatas. Ketiga, penelitian menggunakan *Fixed Effect Model* pada data panel dengan empat tahun pengamatan sehingga estimasi bertumpu pada perubahan pengungkapan di dalam perusahaan yang sama antarwaktu. Pada dimensi dengan variasi kecil seperti *environmental* dan *social*,

variasi tersebut sangat terbatas sehingga peluang mendeteksi pengaruhnya terhadap *market reaction* juga terbatas.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya disarankan mengukur *market reaction* menggunakan *abnormal return* dengan pendekatan studi peristiwa (*event study*) pada jendela pengamatan di sekitar tanggal publikasi *Sustainability Report*, serta mempertimbangkan *trading volume activity* sebagai pelengkap. Pengukuran pengungkapan ESG dapat diperkaya dengan indikator kualitas, pembobotan indikator, atau skor ESG dari penyedia independen agar mampu membedakan kedalaman dan kredibilitas informasi. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan dan memperluas objek penelitian ke perusahaan di luar indeks LQ45 agar variasi pengungkapan antarperusahaan lebih beragam dan hasilnya dapat dibandingkan lintas kelompok perusahaan. Penelitian selanjutnya juga dapat menambahkan variabel kontrol lain, seperti ukuran perusahaan atau kondisi makroekonomi, untuk menguji kekokohan hasil.

6. DAFTAR PUSTAKA

Afriani, R., & Tjakrawala, K. (2025). The Impact of Audited Financial Statement Announcements on Stock Returns and Liquidity: Evidence from LQ45 Companies in Indonesia. *International Journal of Current Science Research and Review*, *08*. https://doi.org/10.47191/ijcsrr/V8-i6-51

Amosh, H. A., & Khatib, S. F. A. (2021). Corporate *Governance* and voluntary disclosure of sustainability performance: The case of Jordan. *SN Business & Economics*, *1*(12), 165. https://doi.org/10.1007/s43546-021-00167-1

Bani-Khaled, S., Azevedo, G., & Oliveira, J. (2025). Environmental, social, and *Governance* (ESG) factors and firm value: A systematic literature review of theories and empirical evidence. *AMS Review*, *15*(1), 228–260. https://doi.org/10.1007/s13162-025-00303-2

Bursa Efek Indonesia (BEI). (2025). *Perkuat Transparansi Data ESG, BEI Luncurkan ESG Reporting untuk Perusahaan Tercatat*. suit-baze. https://www.idx.co.id/

Conelly, B. L., Reutzel, C. R., Samuel, C., & Ireland. (2011). *Signaling Theory: A Review and Assessment*. https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0149206310388419?__cf_chl_f_tk=LODsU8QyDrUZp3COpMDJnro8VH0p_TlV9fzKUwU80L4-1782926288-1.0.1.1-3_uc1aUsCGUo4YX4g5aM01Ndnwl7jzX6cC.gmvIawDQ

Durge, N. R., & Khapane, D. V. S. (2024). *Investor Perception Of Corporate Disclosure And Its Influence On Investment Decisions In India*.

Efunniyi, C. P., Abhulimen, A. O., Obiki-Osafiele, A. N., Osundare, O. S., Agu, E. E., & Adeniran, I. A. (2024). Strengthening corporate *Governance* and financial compliance: Enhancing accountability and transparency. *Accounting Research Journal*, *6*(8).

Eliza, E. (2024). Sustainable Investment Practices: Assessing the Influence of ESG Factors on Financial Performance. *Global International Journal of Innovative Research*, *2*(7), 1445–1454. https://doi.org/10.59613/global.v2i7.228

Ernst, C. A., Kunz, J., Fischer, T. M., & Ludwig, L. M. (2026). Investors' reactions to CSR reputation and disclosure assurance: An experimental analysis. *Journal of Management and Governance*, *30*(2), 467–510. https://doi.org/10.1007/s10997-024-09734-8

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10* (2nd ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ha, N. T. T., Nguyen, T. C., & Ho, N. T. B. (2024). The impact of environmental, social and *Governance* disclosure on stock prices: Empirical research in Vietnam. *Heliyon*, *10*(19), e38757. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e38757

He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2023). Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*, *129*, 106511. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106511

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

Kholida, N., Hapsari, L., & Hikmah, I. N. (2025). The Impact of ESG (Environmental, Social, *Governance*) Initiatives on Investment Decisions in the Indonesian Capital Market. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi dan Bisnis*, *4*(2), 40–51. https://doi.org/10.51903/rt9t5k70

Kurniawati, F., & Prastiwi, A. (2025). *Does company size affect the relationship between non-financial information disclosure and market reaction?*

Lestari, P. A., Gangodawilage, D., & Sahid, U. (2025). *Sustainability Accounting and the Future of ESG Reporting: Investor Insights*.

Liao, C.-F. (2025). ESG Disclosure Frequency and Its Association with Market Performance: Evidence from Taiwan. *Sustainability*, *17*(17), 7812. https://doi.org/10.3390/su17177812

Napitupulu, R. B., Simanjuntak, T., Hutabarat, L., & Damanik, H. (2021). *Penelitian Bisnis Teknik dan Analisis Data dengan SPSS- STATA-EVIEWS*. Madenatera. https://id.scribd.com/document/726261507/Penelitian-Bisnis-Dengan-SPSS-STATA-Dan-Eviews-1

Nurahmad. (2025). *Perkuat Transparansi Data ESG, BEI Luncurkan ESG Reporting untuk Perusahaan Tercatat*. suit-baze. https://www.idx.co.id/

Ramdhan, D. (2025). The Role of ESG Disclosure in Attracting Sustainable Investment in Indonesia's Capital Market. *RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, *4*(3), 3384–3393. https://doi.org/10.31004/riggs.v4i3.2484

Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG Disclosure and Idiosyncratic Risk in Initial Public Offerings. *Journal of Business Ethics*, *179*(3), 867–886. https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8

Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and *Governance* (ESG) disclosure and firm value: The role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management*, *11*(1), 2297446. https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2297446

Safitri, T. N., Athaya, N. S., Miranda, A., & Maisyarah, R. (2025). Analysis of Good Corporate *Governance* in Increasing Investor Trust. *Jurnal Akuntansi, Manajemen, Dan Perencanaan Kebijakan*, *2*(4), 10. https://doi.org/10.47134/jampk.v2i4.669

Sanjaya, I. P. S., & Sianturi, F. T. (2024). *Environmental, Social, and Governance Disclosure on Market Performance in Indonesia*.

Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Method for Businness*. Wiley.

Setianti, D. I., & Haryono, S. (2023). Product Market Competition, Financial Leverage, Risk of Financing on Financial Stability: Studies on Islamic Banks in Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, *10*(4), 365–376. https://doi.org/10.20473/vol10iss20234pp365-376

Singhania, M., & Saini, N. (2023). Institutional framework of ESG disclosures: Comparative analysis of developed and developing countries. *Journal of*

Sustainable Finance & Investment, *13*(1), 516–559. https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1964810

Sugianto, N. A. P., Riandy, C. N., Zainavy, S. F., & Hartikasari, A. I. (2022). The Contribution of Environmental, Social, and *Governance* (ESG) Disclosure to Reduce Investor Asymmetry Information. *Proceedings Series on Social Sciences & Humanities*, *7*, 56–61. https://doi.org/10.30595/pssh.v7i.472

Suttipun, M., Lakkanawanit, P., Saramolee, A., Yaacob, Z., & Srijunpetch, S. (2025). Environmental, Social, and *Governance* Disclosures and Market Reaction of Thai-Listed Companies in the Alternative Capital Market. *Journal of Risk and Financial Management*, *18*(3), 113. https://doi.org/10.3390/jrfm18030113

Suttipun, M., & Yordudom, T. (2022). Impact of environmental, social and *Governance* disclosures on market reaction: An evidence of Top50 companies listed from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, *20*(3/4), 753–767. https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0377

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

Wicaksana, Y. A., & Purwanto, A. (2025). *Pengaruh Pengungkapan Environmental, Social, Dan Governance (Esg) Terhadap Reaksi Pasar Dengan Komite Audit Sebagai Variabel Moderasi*.

Wooldridge, J. M. (2025). *Introductory Econometrics: A Modern Approach, Eighth Edition* (8th ed.). Cengage Learning, Inc.

Yudistira, I. G. Y., Mendra, N. P. Y., & Saitri, P. W. (2021). Pengaruh Pertumbuhan Aset, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *KARMA (Karya Riset Mahasiswa Akuntansi)*, *1*(1). https://e-journal.unmas.ac.id/index.php/karma/article/view/1635