

SKRIPSI

**PENGARUH *GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY*
DAN *LEVERAGE* PERUSAHAAN TERHADAP *STOCK PRICE*
CRASH RISK DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL
MODERASI**



Oleh

Muhammad Danish Aulia

NIM : 220502110067

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK
IBRAHIM MALANG**

2026

SKRIPSI

PENGARUH *GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY* DAN *LEVERAGE* PERUSAHAAN TERHADAP *STOCK PRICE* *CRASH RISK* DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Diajukan Kepada:

Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang untuk Memenuhi
Salah Satu Persyaratan dalam Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (S.E)



Oleh

Muhammad Danish Aulia

NIM : 220502110067

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK
IBRAHIM MALANG**

2026

LEMBAR PERSETUJUAN

**PENGARUH *GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY* DAN
LEVERAGE PERUSAHAAN TERHADAP *STOCK PRICE CRASH*
RISK DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

SKRIPSI

Oleh

Muhammad Danish Aulia

NIM : 220502110067

Telah Disetujui Pada Tanggal 22 Juni 2026

Dosen Pembimbing,



Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc
NIP. 198702192019032009

LEMBAR PENGESAHAN SEMINAR PROPOSAL SKRIPSI

PENGARUH *GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY* DAN
LEVERAGE PERUSAHAAN TERHADAP *STOCK PRICE CRASH*
RISK DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Oleh

MUHAMMAD DANISH AULIA

NIM : 220502110067

Telah diseminarkan Pada 6 Maret 2026

Susunan Dewan Penguji:
Tangan

Tanda

1 Penguji I

Fadlil Abdani, M.A

NIP. 199307022019031009



2 Penguji II

Lutfi Ardhani, S.E.,

M.S.A NIP.

198505282019031005



3 Penguji III

Dyah Febriantina Istiqomah,

M.Sc NIP. 198702192019032009



Disahkan Oleh:

Ketua Program Studi,



Dr. Kholilah, M.S.A

NIP.19870719201903210

HALAMAN MOTTO

“Dan bahwa manusia hanya memperoleh apa yang telah diusahakannya”

(Q.S. An-Najm, 30)

“Hidup tenang, bebas napas, nasi padang, kopi panas”
(rizki inrahim)

LEMBAR PERNYATAAN

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Muhammad Danish Aulia

NIM : 220502110067

Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Akuntansi

Menyatakan bahwa "Skripsi" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada jurusan perbankan syariah Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

PENGARUH GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY DAN LEVERAGE PERUSAHAAN TERHADAP STOCK PRICE CRASH RISK DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan "duplikasi" dari karya orang lain. Selanjutnya apabila dikemudian hari ada "klaim" dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggungjawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 22 Juni 2026

Hormat saya



Muhammad Danish Aulia

220502110067

KATA PENGANTAR

Segala puji bagi Allah SWT, atas rahmat, taufik, dan karunia-Nya sehingga penyusunan skripsi yang berjudul “Pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* Dan *Leverage* Perusahaan Terhadap *Stock Price Crash Risk* Dengan ESG Sebagai Variabel Moderasi” dapat diselesaikan dengan baik. Shalawat serta salam tercurahkan kepada Nabi Muhammad SAW, teladan agung bagi seluruh umat manusia. Penyusunan skripsi ini tidak lepas dari doa, dukungan, bimbingan, serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan penuh rasa hormat dan rasa terima kasih yang mendalam, penulis ingin menyampaikan apresiasi sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Pof. Dr. H. Ilfi Nur Diana, M.Si, selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang, yang telah memberikan kesempatan untuk menimba ilmu dalam lingkungan akademik yang penuh wawasan dan inspirasi.
2. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.El., selaku Dekan Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, atas arahannya dalam menciptakan suasana belajar yang kondusif dan mendukung perkembangan mahasiswa.
3. Ibu Dr. Kholilah, SE., M.S.A, selaku Ketua Progam Studi Akuntansi, yang senantiasa memberikan dukungan, arahan, serta fasilitas bagi mahasiswa dalam menyelesaikan studi.

4. Ibu Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc, selaku dosen pembimbing skripsi yang dengan penuh kesabaran memberikan bimbingan, masukan, dan motivasi hingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
5. Keluarga tercinta, atas doa, kasih sayang, dan dukungan yang tidak pernah berhenti mengiringi setiap langkah penulis.
6. Penulis juga ingin menyampaikan rasa terima kasih yang tulus kepada Hilwa Izzati Wafa, yang telah memberikan doa, dukungan, perhatian, dan semangat selama proses penyusunan skripsi ini. Terima kasih karena selalu hadir dalam setiap proses, menjadi tempat bercerita di saat penulis merasa lelah, serta tetap menemani dalam kondisi apa pun hingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Mungkin namamu tidak tertulis di dalam teori, tabel, ataupun hasil penelitian ini, tetapi banyak bagian dari perjuangan ini yang tidak akan mampu penulis lalui tanpa kehadiran dan ketulusanmu. Terima kasih karena selalu percaya, bahkan ketika penulis mulai meragukan diri sendiri, serta untuk setiap perhatian kecil yang tanpa disadari menjadi kekuatan besar dalam menyelesaikan perjalanan ini.
7. Muhammad Zidan, Aprilian Aufa Dhiyaul Haqi, Faiz Ahmad Azizi, Muhammad Khalifah Rafif,, Ahmad Yasin Muttaqina Imaama, Muhammad Arhab Mustaqim, Ikhsan Khafidudin, Fariq Baihaqi, Abdullah Nabel Salam, Muhammad Fikri Agung Ramadhan, Raushan Fikri Syaikh dan teman-teman seperjuangan yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki berbagai kekurangan. Penulis juga ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya

kepada teman-teman yang sudah dianggap saudara sendiri bagi penulis yang telah memberikan dukungan, bantuan, motivasi, serta menemani proses penyusunan skripsi ini hingga selesai. Terima kasih atas kebersamaan, bantuan, dan semangat yang telah diberikan selama proses perkuliahan maupun penyusunan skripsi ini.

DAFTAR ISI

LEMBAR PERSETUJUAN	I
LEMBAR PENGESAHAN SEMINAR PROPOSAL SKRIPSI	II
HALAMAN MOTTO	III
LEMBAR PERNYATAAN	IV
KATA PENGANTAR.....	V
DAFTAR ISI	VIII
DAFTAR TABEL	XII
DAFTAR GAMBAR.....	XIII
DAFTAR LAMPIRAN	XIV
ABSTRAK.....	XV
ABSTRACT	XVI
المستخلص.....	XVII
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Manfaat Penelitian	11
1.4.1. Manfaat Teoritis.....	11
1.4.2. Manfaat Praktis	12
1.5 Keterbatasan Penelitian	13
BAB II KAJIAN PUSTAKA	15

2.1	Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu.....	15
2.2	Kajian Teoritis	32
2.2.1	<i>Signaling Theory</i>	32
2.2.2	<i>Agency Theory</i>	34
2.2.3	<i>Behavioral Finance Theory</i>	36
2.2.4	<i>Stakeholder Theory</i>	38
2.2.5	<i>Bad News Hoarding Theory</i>	39
2.3	<i>Stock Price Crash Risk</i>	42
2.4	<i>Global Economic Policy Uncertainty</i>	46
2.5	<i>Leverage</i>	49
2.6	<i>Enviromental, Social, And Governance</i>	51
2.7	Integrasi Islam	53
2.8	Kerangka Konseptual.....	54
2.9	Hipotesis Penelitian	55
BAB III METODE PENELITIAN		63
3.1	Jenis dan Pendekatan Penelitian	63
3.2	Lokasi Penelitian	63
3.3	Populasi dan Sampel	65
3.3.1.	Populasi	65
3.3.2.	Sampel	66
3.4	Teknik Pengambilan Sampel.....	66
3.5	Data dan Sampel Data.....	69
3.6	Teknik Pengumpulan Data	70

3.7	Definisi Operasional Variabel	70
3.8	Analisis Data	73
3.8.1.	Analisis Statistik Deskriptif.....	73
3.8.2.	Analisis Pemilihan Model	74
3.8.3.	Uji Asumsi Klasik	76
3.8.4.	Uji Hipotesis	78
3.8.5.	Uji Moderated Regression Analysis.....	79
BAB IV PEMBAHASAN.....		81
4.1	Hasil Penelitian.....	81
4.1.1	Gambaran Umum Penelitian.....	81
4.1.2	Analisis Statistik Deskriptif.....	82
4.1.3	Analisis Pemilihan Model	84
4.1.4	Uji Asumsi Klasik	86
4.1.5	Uji Hipotesis	90
4.2	Pembahasan	95
4.2.1.	Pengaruh <i>Global Economic Policy Uncertainty</i> terhadap <i>Stock Price Crash Risk</i>	95
4.2.2.	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Stock Price Crash Risk</i>	98
4.2.3.	Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh <i>Global Economic Policy Uncertainty</i> terhadap <i>Stock Price Crash Risk</i>	100
4.2.4.	Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Stock Price Crash Risk</i>	103
BAB V KESIMPULAN & SARAN		105
5.1	Kesimpulan.....	105

5.2	Saran	107
DAFTAR PUSTAKA.....		112
DAFTAR LAMPIRAN		116

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Hasil Penelitian Terdahulu	16
Tabel 2. 2 Perbedaan Penelitian Terdahulu.....	28
Tabel 3. 1 Kriteria Sampel.....	67
Tabel 3. 3 Definisi Operasional Variabel	71
Tabel 4. 1 Analisis Statistik Deskriptif	82
Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow	84
Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman.....	85
Tabel 4. 4 Hasil Uji Multikolinieritas	88
Tabel 4. 5 Hasil Uji Heterokedasitas	89
Tabel 4. 6 Hasil Uji Koefisien Determinasi	90
Tabel 4. 7 Hasil Uji T	92
Tabel 4. 8 Hasil Uji Moderated Regression Analysis (MRA)	93

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Indeks Kinerja Sektoral Bursa Efek Indonesia	6
Gambar 2. 1 Model Penelitian.....	55
Gambar 4. 1 Hasil Uji Normalitas.....	87
Gambar 4. 2 Hasil Uji Normalitas (Setelah Penghapusan Outlier)	88

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Sektor Energi, Manufaktur, Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2019-2023	116
Lampiran 2 Uji Pemilihan Model.....	117
Lampiran 3 Uji Asumsi Klasik.....	118
Lampiran 4 Uji Hipotesis	119
Lampiran 5 Bukti Konsultasi Bimbingan	120
Lampiran 6 Surat Keterangan Bebas Plagiarisme	121
Lampiran 7 Biodata Peneliti.....	123

ABSTRAK

Muhammad Danish Aulia, 2026. SKRIPSI. Judul: "Pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* dan *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk* dengan *ESG* sebagai Variabel Moderasi"

Pembimbing : Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc

Kata Kunci : *Stock Price Crash Risk, Global Economic Policy Uncertainty, Leverage, Environmental Social and Governance, Pasar Modal Indonesia*

Peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global akibat pandemi COVID-19, ketegangan geopolitik, dan pengetatan moneter telah memicu kekhawatiran terhadap kestabilan pasar modal di negara berkembang seperti Indonesia, khususnya risiko jatuhnya harga saham yang dapat merugikan investor. Namun, dampak tersebut berbeda-beda per perusahaan tergantung faktor internal seperti *leverage* dan komitmen keberlanjutan (ESG). Penelitian ini mengkaji pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) dan *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk* (SPCR) pada perusahaan sektor energi, manufaktur, dan real estate di Bursa Efek Indonesia, serta mengevaluasi peran ESG sebagai variabel moderasi.

Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan sampel 65 perusahaan selama periode 2019–2023, menghasilkan 242 observasi data panel tidak seimbang. Data dianalisis menggunakan regresi data panel dan *Moderated Regression Analysis* dengan EViews 12. *Stock Price Crash Risk* diukur dengan *Negative Conditional Skewness* (NCSKEW), *Leverage* dari rasio total liabilitas terhadap total aset, GEPU dari indeks Baker et al. (2016), dan ESG dari Bloomberg *ESG Disclosure Score*.

Hasil menunjukkan GEPU berpengaruh positif signifikan terhadap SPCR, sedangkan *Leverage* tidak signifikan. ESG terbukti memperlemah pengaruh GEPU terhadap SPCR secara signifikan, namun tidak memperlemah pengaruh *Leverage*. Temuan ini mengindikasikan bahwa ESG efektif sebagai mekanisme mitigasi terhadap risiko ketidakpastian eksternal, tetapi terbatas pada guncangan eksternal dan belum mengimbangi tekanan finansial dari *leverage* dalam pasar modal Indonesia.

ABSTRACT

Muhammad Danish Aulia, 2026. *THESIS*. Title: “*The Effect of Global Economic Policy Uncertainty and Leverage on Stock Price Crash Risk with ESG as a Moderating Variable*”

Advisor : Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc

Keywords : *Stock Price Crash Risk, Global Economic Policy Uncertainty, Leverage, Environmental Social and Governance*

The escalating global economic policy uncertainty triggered by the COVID-19 pandemic, geopolitical tensions, and monetary tightening has raised concerns about capital market stability in developing economies such as Indonesia, particularly regarding stock price crash risk that can harm investors. However, these impacts vary across firms depending on internal factors such as leverage and sustainability commitment (ESG). This study investigates the influence of Global Economic Policy Uncertainty (GEPU) and Leverage on Stock Price Crash Risk (SPCR) among firms in the energy, manufacturing, and real estate sectors listed on the Indonesian Stock Exchange, while evaluating ESG's role as a moderating variable.

The study employs a quantitative approach with a sample of 65 firms over the 2019–2023 period, yielding 242 unbalanced panel observations. Data are analyzed using panel regression and Moderated Regression Analysis with EViews 12. Stock Price Crash Risk is measured using Negative Conditional Skewness (NCSKEW), Leverage as the ratio of total liabilities to total assets, GEPU from the Baker et al. (2016) index, and ESG from the Bloomberg ESG Disclosure Score.

Results demonstrate that GEPU has a significant positive effect on SPCR, while Leverage shows no significant impact. ESG significantly mitigates the GEPU-SPCR relationship but fails to mitigate the Leverage-SPCR relationship. These findings indicate that ESG serves as an effective mitigation mechanism against external uncertainty risks, yet its effectiveness is limited to external shocks and cannot offset the financial pressure from leverage in Indonesia's capital market context.

المستخلص

تعارفوا وتمتعوا بتداعيات استقلالها سياسيا في نيقيا مدع رثا: ناونعلا .ي عماجلا ثحبلا . 2026 ،ايلو شيناد دمحم
تيسسوملاو تيعامتجلاو تينييلا تمكوحلا لظ في مهسلا رعد رايهنا رطاخم ليع تيلاملا
ل دعم ريغتمك

تعاقتسلا انيتنايرف مايد : تفرشما

تيلاملا تعارفا ،تيلاملا تيداعيات استقلالها سياسيا في نيقيا مدع ،مهسلا رعد رايهنا رطاخم : تيعاتقلا تاملكلا
تيسسوملاو تيعامتجلاو تينييلا تمكوحلا

أدى تزايد عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية خلال السنوات الأخيرة، نتيجة لجائحة كوفيد-19، وتصاعد النزاعات الجيوسياسية، والتشديد النقدي العالمي، إلى إثارة القلق بشأن استقرار سوق رأس المال في الدول النامية، بما في ذلك إندونيسيا. ويمكن أن تؤدي هذه الحالة إلى زيادة مخاطر انهيار سعر السهم (*Stock Price Crash Risk*)، وهو ما قد يلحق الضرر بالمستثمرين ويزعزع ثقة السوق. ومع ذلك، فإن تأثير هذا عدم اليقين ليس بالضرورة متماثلاً في جميع الشركات، إذ إن الخصائص الداخلية مثل مستوى الرافعة المالية (*Leverage*) والتزام الشركة بممارسات الاستدامة قد تؤثر في مدى قدرة الشركة على مواجهة الصدمات الخارجية. تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية (GEPU) والرافعة المالية على مخاطر انهيار سعر السهم في الشركات العاملة في قطاعات الطاقة والصناعة والعقارات المسجلة في بورصة إندونيسيا. كما تتناول هذه الدراسة دور الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) كمتغير معيّل في العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية والرافعة المالية ومخاطر انهيار سعر السهم.

تستخدم هذه الدراسة منهجاً كمياً بعينة مكونة من 65 شركة خلال الفترة 2019-2023، تم تحديدها بأسلوب المعاينة الهادفة (*Purposive Sampling*)، مما أدى إلى الحصول على 242 ملاحظة من بيانات اللوحة غير المتوازنة (*Unbalanced Panel*) بعد استبعاد القيم الشاذة. وتم تحليل البيانات باستخدام انحدار بيانات اللوحة وتحليل الانحدار المعيّل (*Moderated Regression Analysis*) باستخدام برنامج EViews 12. وتم قياس مخاطر انهيار سعر السهم من خلال معامل الالتواء السلبي الشرطي.

وأظهرت نتائج الدراسة أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية يؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً في مخاطر انهيار سعر السهم. في حين لم تؤثر الرافعة المالية تأثيراً معنوياً في مخاطر انهيار سعر السهم. كما تبين أن الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية تستطيع أن تعدّل بشكل معنوي أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية في مخاطر انهيار سعر السهم باتجاه إضعافه، في حين لم تتمكن من تعديل أثر الرافعة المالية. وتشير هذه النتائج إلى أن أداء الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية يُعد عاملاً فعالاً في التخفيف من المخاطر الناشئة عن عدم اليقين المعلوماتي الخارجي، إلا أنه لم يتمكن بعد من مواجهة ضغوط المخاطر الناشئة عن الالتزامات المالية الهيكلية للشركات المسجلة في بورصة إندونيسيا.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ketidakpastian ekonomi global dalam beberapa tahun terakhir mengalami peningkatan signifikan, dipicu oleh berbagai guncangan besar seperti perang dagang Amerika Serikat dan Tiongkok, pandemi COVID-19, invasi Rusia dan Ukraina, dan perubahan kebijakan moneter agresif oleh The Federal Reserve. Serangkaian peristiwa ini menyebabkan tingginya volatilitas ekonomi dunia dan menaikkan indeks *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) hingga mencapai level tertinggi dalam satu dekade (Fiorillo et al., 2024). Lonjakan GEPU mencerminkan meningkatnya ketidakjelasan arah kebijakan ekonomi yang berdampak pada pasar modal global (Ahir et al., 2022).

Indonesia sebagai negara berkembang dengan keterhubungan tinggi terhadap perdagangan internasional dan arus modal global turut merasakan dampak dari guncangan ekonomi dunia. Pandemi COVID-19 menjadi salah satu pemicu utama meningkatnya ketidakpastian global yang berdampak signifikan terhadap pasar modal Indonesia, di mana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan tajam pada awal tahun 2020. Misalnya, IHSG mencapai level terendah sekitar 3.937 pada 23 Maret 2020 sebagai respons terhadap eskalasi pandemi, yang mencerminkan tekanan pasar akibat meningkatnya ketidakpastian global (Sugiarto, 2021). Selain itu, dalam periode yang relatif singkat, IHSG tercatat mengalami koreksi lebih dari 30% dari puncaknya dalam kurun waktu 14 hari perdagangan pasca pengumuman pandemi COVID-19 (Nugraha, 2020). Volatilitas yang tinggi

ini menunjukkan respons negatif investor terhadap ketidakpastian ekonomi global dan berlanjut hingga periode 2021–2022 ketika kebijakan moneter global kembali mengetat, yang semakin menambah tekanan pada pasar modal domestik (Hashmi et al., 2021). Kondisi tersebut memperlihatkan bahwa ketidakpastian global secara nyata memengaruhi perilaku investor dan meningkatkan risiko pasar saham di Indonesia.

Di antara seluruh sektor yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, sektor energi, manufaktur, dan real estate merupakan sektor yang menunjukkan tekanan paling besar selama periode ketidakpastian tersebut. Sektor energi mengalami fluktuasi tajam akibat volatilitas harga komoditas global seperti batu bara, nikel, dan minyak dunia yang meningkat signifikan selama periode 2019–2022 (Ding et al., 2021). Sektor manufaktur menghadapi gangguan rantai pasok global, kenaikan biaya logistik, serta penurunan permintaan internasional akibat perlambatan ekonomi global. Sementara itu, sektor real estate mengalami perlambatan transaksi seiring meningkatnya suku bunga global dan penurunan minat investasi pada aset properti (Vo et al., 2025). Dengan karakteristik tersebut, ketiga sektor ini memiliki tingkat risiko struktural yang relatif tinggi dan menjadi lebih rentan terhadap gejolak makroekonomi global (Chang et al., 2024).

Global Economic Policy Uncertainty (GEPU) atau Ketidakpastian kebijakan ekonomi global dipandang sebagai salah satu variabel kunci dalam menjelaskan fluktuasi pasar modal serta perubahan preferensi risiko investor di berbagai negara. Indeks GEPU yang diperkenalkan oleh Baker et al. (2016)

mengukur tingkat ketidakpastian melalui intensitas pemberitaan terkait isu ekonomi dan kebijakan, dispersi proyeksi makroekonomi, serta dinamika kebijakan fiskal dan moneter. Sejumlah studi mutakhir mengindikasikan bahwa kenaikan GEPU berimplikasi pada meningkatnya volatilitas pasar saham global, terutama di negara berkembang yang relatif lebih rentan terhadap pergerakan arus modal internasional (Luo & Zhang, 2020; Mashilal et al., 2024). Temuan empiris terbaru juga menegaskan bahwa lonjakan ketidakpastian global, khususnya setelah pandemi COVID-19 dan meningkatnya geopolitik yang mendorong perilaku *flight-to-quality*, di mana investor cenderung mengalihkan dana ke aset yang dianggap lebih aman. Kondisi ini pada akhirnya memperbesar tekanan penurunan harga saham di pasar negara berkembang (Zhang et al., 2024). Dalam kerangka tersebut, *Stock Price Crash Risk* (SPCR) digunakan sebagai proksi untuk mengidentifikasi risiko yang bersifat ekstrim terhadap penurunan harga saham, yang umumnya dipicu oleh akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkapkan ke pasar.

Selain faktor eksternal, karakteristik internal perusahaan, khususnya tingkat *leverage* memiliki peran penting dalam meningkatkan probabilitas terjadinya kejatuhan harga saham ketika ketidakpastian global mengalami eskalasi. Tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan proporsi pendanaan berbasis utang yang dominan dalam struktur modal perusahaan. Dalam situasi ekonomi yang tidak stabil, ketergantungan terhadap utang tersebut dapat memperbesar tekanan kewajiban kontraktual kepada kreditur sekaligus meningkatkan risiko *financial distress*. Dalam kondisi demikian, manajemen berpotensi terdorong untuk menunda atau membatasi pengungkapan informasi yang bernada negatif guna menjaga

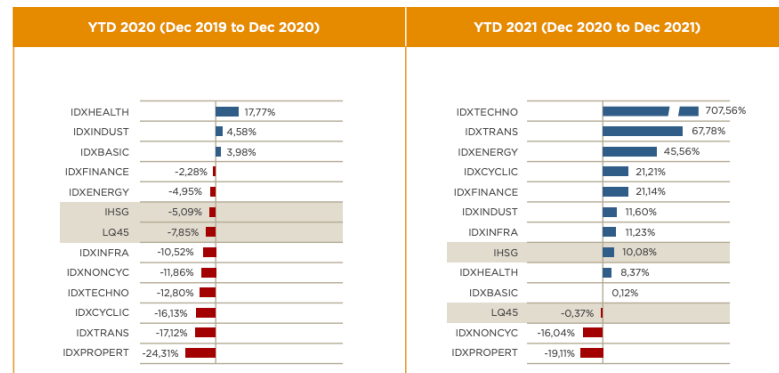
persepsi stabilitas kinerja di mata pasar. Fenomena ini sejalan dengan konsep *bad news hoarding* yang diperkenalkan oleh Jin & Myers (2006), yang menjelaskan bahwa akumulasi informasi buruk yang tidak segera diungkapkan pada akhirnya akan dilepaskan secara simultan dan memicu koreksi harga saham secara tajam. Berbagai bukti empiris terkini turut mengonfirmasi hubungan tersebut. *Leverage* ditemukan berasosiasi positif dengan peningkatan *crash risk*, terutama pada perusahaan yang berada dalam tekanan likuiditas tinggi dan memiliki kualitas tata kelola yang relatif rendah (Cao et al., 2023; Chu et al., 2025). Lebih lanjut, pada konteks pasar negara berkembang, penerapan struktur modal yang lebih agresif terbukti memperkuat sensitivitas harga saham terhadap guncangan makroekonomi global (Azalia & Juliarto, 2024)

Seiring meningkatnya tekanan oleh faktor eksternal maupun internal perusahaan, dimensi non-keuangan seperti *Environmental, Social, and Governance* (ESG) semakin memperoleh perhatian sebagai parameter terhadap kualitas mengenai tata kelola dan komitmen korporasi ke depannya. Berdasarkan kerangka penilaian yang dikembangkan oleh London Stock Exchange Group, skor ESG merefleksikan tingkat transparansi perusahaan, keluasan serta kualitas pengungkapan informasi non-keuangan, dan efektivitas sistem pengawasan yang dirancang untuk membatasi perilaku oportunistik manajemen.

Secara teoretis, penerapan praktik ESG yang kuat berpotensi menekan asimetri informasi serta mengurangi insentif manajer untuk menunda pengungkapan informasi yang merugikan. Dengan demikian, kemungkinan

terjadinya akumulasi *bad news* dapat ditekan (Broadstock et al., 2021). Sejumlah bukti empiris terkini juga menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi cenderung memiliki ketahanan pasar yang lebih baik dan tingkat *tail risk* yang relatif lebih rendah selama periode ketidakpastian global (Luo et al., 2024; Marie et al., 2025). Penelitian Fiorillo et al. (2024) secara khusus mengonfirmasi bahwa kinerja ESG berkontribusi signifikan dalam menurunkan *stock price crash risk* sekaligus melemahkan dampak ketidakpastian makroekonomi terhadap risiko tersebut. Studi lain turut menegaskan bahwa dimensi *governance* dalam ESG berfungsi sebagai mekanisme monitoring yang efektif untuk mengendalikan risiko yang timbul akibat penggunaan *leverage* serta membatasi tindakan manajerial yang berpotensi memicu kejatuhan harga saham (Octaviani & Utama, 2022). Dalam hal itu, ESG tidak memiliki peran sebagai sinyal reputasi dan komitmen keberlanjutan perusahaan saja, tetapi juga sebagai instrumen mitigasi risiko yang secara empiris terbukti mampu memperlemah hubungan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi global, *leverage*, dan *stock price crash risk*. Dengan demikian, ESG relevan untuk diposisikan sebagai variabel moderasi dalam kerangka penelitian ini.

Gambar 1. 1 Indeks Kinerja Sektoral Bursa Efek Indonesia



Sumber : Otoritas Jasa Keuangan 2019

Sektor energi, manufaktur, dan *real estate* dipilih sebagai objek penelitian karena ketiganya menunjukkan tingkat sensitivitas yang tinggi terhadap ketidakpastian kebijakan ekonomi global. Data Otoritas Jasa Keuangan dalam *Capital Market Fact Book* menemukan bahwa pandemi COVID-19 terbukti memberi tekanan riil pada kinerja sektoral di Indonesia. Sektor energi telah mengalami tekanan sebesar -4,95%, yang mana hal tersebut mencerminkan ketergantungan yang tinggi terhadap volatilitas harga pada komoditas global dan dinamika permintaan internasional yang tidak stabil. Sektor real estate menunjukkan penurunan paling drastis sebesar -24,31% pada tahun 2019, mengindikasikan kerentanan sektor ini terhadap kondisi makroekonomi global dan sensitivitas tingginya terhadap perubahan suku bunga serta kebijakan moneter global. Sementara itu, sektor manufaktur masih mencatat pertumbuhan positif sebesar 4,58%. Namun, capaian tersebut tidak menunjukkan bahwa sektor manufaktur terbebas dari dampak ketidakpastian global. Menurut *Organisation for*

Economic Co-operation and Development (2020), sektor manufaktur merupakan salah satu sektor yang memiliki keterkaitan tinggi dengan *global value chains* sehingga sangat bergantung pada ketersediaan input, rantai pasok internasional, dan permintaan pasar global. Tingginya integrasi tersebut menyebabkan sektor manufaktur rentan terhadap gangguan pasokan maupun permintaan yang berasal dari perubahan kondisi ekonomi global, termasuk selama periode pandemi COVID-19. Selain itu, berbagai industri manufaktur seperti kendaraan bermotor, logam dasar, kimia, farmasi, dan elektronik dikategorikan sebagai sektor yang memiliki tingkat keterhubungan tinggi dalam jaringan produksi global. Dengan karakteristik tersebut, ketiga sektor ini dinilai paling representatif untuk mengkaji *stock price crash risk* pada konteks ketidakpastian kebijakan ekonomi global di Indonesia.

Perkembangan literatur terkini sebenarnya telah menyentuh hubungan antara tekanan geopolitik dan risiko kejatuhan harga saham. Salah satu studi yang secara langsung relevan adalah Fiorillo et al. (2024) yang menguji bagaimana *Geopolitical Risk* (GPR) memengaruhi *stock price crash risk*, sekaligus memperlihatkan bahwa kinerja ESG mampu meredam dampak tekanan tersebut. Temuan ini memberi pijakan yang berharga, namun sekaligus menyisakan beberapa pertanyaan yang belum terjawab. GPR dan GEPU pada dasarnya mengukur dua sumber ketidakpastian yang berbeda. GPR lebih banyak merekam guncangan yang berakar dari konflik militer dan ketegangan antarnegara, sementara GEPU menangkap sesuatu yang lebih dekat dengan realitas keseharian perusahaan, ketidakjelasan arah kebijakan fiskal, moneter, dan regulasi yang dihadapi pelaku pasar setiap harinya (Caldara & Iacoviell, 2022). Bagi perusahaan-perusahaan yang

beroperasi di Indonesia, di mana sensitivitas terhadap perubahan kebijakan moneter global dan dinamika perdagangan internasional jauh lebih terasa dibandingkan keterlibatan langsung dalam konflik geopolitik, GEPU tampaknya lebih mampu menangkap dimensi ketidakpastian yang sesungguhnya dirasakan pasar.

Di sisi lain, studi tersebut belum mempertimbangkan bagaimana kondisi internal perusahaan turut membentuk seberapa dalam guncangan eksternal itu benar-benar berdampak. *Leverage* adalah salah satu faktor yang sulit diabaikan dalam hal ini. Perusahaan yang memiliki beban utang tinggi cenderung lebih terdorong untuk menahan informasi negatif ketika tekanan eksternal meningkat dan justru akumulasi informasi yang tertahan inilah yang pada akhirnya memicu kejatuhan harga saham secara tiba-tiba. Tanpa memperhitungkan dimensi internal ini, gambaran yang diperoleh tentang bagaimana ketidakpastian global bertransmisi ke pasar modal menjadi kurang lengkap.

Penelitian oleh Fiorillo et al. (2024) sebagian besar penelitian dalam topik ini masih bertumpu pada sampel dari negara maju atau lintas negara dalam skala besar, sehingga karakteristik khas negara berkembang seperti Indonesia mulai dari kualitas tata kelola korporasi, struktur pasar modal yang masih berkembang, hingga tingginya ketergantungan pada arus modal asing belum tercermin secara memadai. Penelitian ini hadir untuk mengisi celah tersebut: mereplikasi dan memperluas kerangka yang sudah ada dengan mengintegrasikan GEPU dan *leverage* sebagai determinan utama, menempatkan ESG sebagai moderasi, dan mengujinya secara spesifik pada sektor energi, manufaktur, dan *real estate* di Indonesia selama periode

2019–2023, dimana sebuah rentang waktu yang sarat dengan tekanan makroekonomi global yang jarang terjadi secara bersamaan.

Dengan demikian, penelitian ini penting dilakukan untuk mengisi *research gap* yang masih terbuka, sekaligus memberikan kontribusi akademik penting dalam memahami hubungan antara ketidakpastian kebijakan global, *leverage*, ESG, dan risiko kejatuhan harga saham pada perusahaan Indonesia. Selain itu, penelitian ini memberikan nilai praktis bagi investor dan regulator untuk memahami pentingnya faktor keberlanjutan (ESG) dalam memitigasi risiko ekstrem pada sektor-sektor yang rentan terhadap guncangan global.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan pada latar belakang penelitian yang telah diuraikan, peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global serta karakteristik internal perusahaan dipandang berperan penting dalam memengaruhi risiko kejatuhan harga saham, khususnya pada beberapa sektor yang sensitif terhadap guncangan eksternal. Selain itu, penerapan ESG diduga mampu memitigasi risiko tersebut melalui peningkatan kualitas tata kelola dan transparansi perusahaan. Oleh karena itu, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *Global Economic Policy Uncertainty* berpengaruh positif terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023?

2. Apakah *leverage* perusahaan berpengaruh positif terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023?
3. Apakah *Enviromental, Social, Governance* (ESG) mampu memperlemah pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023?
4. Apakah *Environmental, Social, and Governance* (ESG) mampu memperlemah pengaruh *leverage* perusahaan terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023?

1.3 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan rumusan masalah yang telah disusun, tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan karakteristik internal perusahaan terhadap risiko kejatuhan harga saham, serta peran ESG sebagai mekanisme mitigasi risiko. Secara khusus, tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh positif *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023.

2. Menganalisis pengaruh positif *leverage* perusahaan terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023.
3. Menganalisis peran *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam memperlemah hubungan antara *Global Economic Policy Uncertainty* dan *stock price crash risk*.
4. Menganalisis peran *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam memperlemah hubungan antara *leverage* perusahaan dan *stock price crash risk*.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Teoritis

- a. Penelitian ini memberikan kontribusi pada pengayaan teori mengenai determinan risiko crash saham, khususnya dalam konteks pasar negara berkembang. Temuan penelitian dapat memperluas pemahaman akademik mengenai bagaimana variabel fundamental perusahaan (*leverage*) dan faktor makroekonomi global (GEPU) berperan dalam memengaruhi asimetri informasi dan akumulasi berita buruk yang berujung pada crash risk.
- b. Penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan memposisikan ESG sebagai variabel moderasi, sehingga menghasilkan bukti empiris baru mengenai efektivitas ESG sebagai mekanisme tata kelola (*governance*

mechanism) dalam mengurangi kecenderungan manajemen menahan pengungkapan informasi negatif.

- c. Penelitian ini memberikan sumbangan teoretis dengan menggabungkan faktor mikro (*leverage*) dan faktor makro (GEPU) ke dalam satu kerangka analisis. Model ini dapat menjadi dasar bagi penelitian lanjutan yang menguji interaksi variabel makro–mikro dalam menjelaskan risiko ekstrem pasar.

1.4.2. Manfaat Praktis

- a. Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk mengidentifikasi risiko crash pada saham-saham non-keuangan, terutama dalam sektor-sektor sensitif seperti energi, manufaktur, dan real estate. Investor dapat menjadikan *leverage* dan tingkat ketidakpastian kebijakan global sebagai indikator peringatan dini (*early warning signals*) dalam pengambilan keputusan investasi.
- b. Penelitian ini memberikan pemahaman mengenai pentingnya menjaga tingkat *leverage* yang sehat serta meningkatkan transparansi dan kinerja ESG. Perusahaan dapat memanfaatkan hasil penelitian untuk memperkuat tata kelola, mengurangi asimetri informasi, serta meminimalkan potensi *stock price crash*.
- c. Hasil temuan dari penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) maupun Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam merumuskan kebijakan terkait mitigasi risiko

sistemik, terutama yang berkaitan dengan kewajiban pengungkapan ESG serta pengawasan terhadap struktur permodalan perusahaan

1.5 Keterbataasan Penelitian

Meskipun penelitian ini telah dirancang dengan cermat untuk menginvestigasi pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) dan *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk* dengan ESG sebagai variabel moderasi, terdapat beberapa keterbatasan yang perlu diakui dan dipahami dalam menginterpretasikan hasil penelitian. Keterbatasan-keterbatasan tersebut mencakup aspek data, metodologi, variabel, dan generalisasi hasil yang akan dijelaskan sebagai berikut.

Penelitian ini hanya melibatkan 65 perusahaan dari tiga sektor spesifik (energi, manufaktur, dan real estate) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan secara langsung terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, terutama untuk sektor-sektor lain seperti perbankan, transportasi, atau infrastruktur. Selain itu, penelitian ini terbatas pada konteks pasar modal Indonesia, sehingga temuan mungkin tidak berlaku atau berbeda signifikan di pasar modal negara lain dengan karakteristik ekonomi dan regulasi yang berbeda.

Penelitian ini menggunakan data panel tidak seimbang (*unbalanced panel*) di mana tidak semua perusahaan memiliki data yang tersedia untuk seluruh periode 2019–2023. Beberapa perusahaan mungkin baru listing atau delisting di tengah

periode observasi, atau memiliki kelengkapan data yang berbeda-beda untuk setiap tahun.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai risiko jatuhnya harga saham telah mengalami lonjakan yang signifikan selama dua puluh tahun terakhir, terutama sejak diperkenalkannya konsep *bad-news hoarding* oleh Chen et al. (2001) dan penjelasan teori asimetri informasi oleh Jin & Myers (2006). Penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan yang sering menunda pengungkapan informasi yang merugikan sampai akumulasinya memicu penurunan dramatis dalam valuasi saham. Akibatnya, sejumlah besar upaya penelitian internasional dan domestik telah mulai menggambarkan berbagai faktor yang memicu risiko kecelakaan, meliputi atribut internal perusahaan seperti *leverage*, variabel eksternal termasuk ketidakpastian dalam kebijakan ekonomi global, dan kerangka tata kelola perusahaan seperti kriteria Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola (ESG) yang memiliki kapasitas untuk melemahkan atau memperburuk risiko tersebut. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang beragam namun saling melengkapi, sehingga memberikan landasan empiris yang kuat bagi penelitian ini untuk menguji hubungan antara *leverage*, ketidakpastian kebijakan ekonomi global, ESG, dan *stock price crash risk*.

Tabel 2. 1 Hasil Penelitian Terdahulu

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Judul : “ <i>Economic policy uncertainty and stock price crash risk</i> ” Peneliti : (Luo & Zhang, 2020) Indeks : Q1	Independen: <i>Economic Policy Uncertainty</i> (EPU) Dependen: <i>Stock Price Crash Risk</i>	Kuantitatif, regresi panel pada data perusahaan A-share China periode 2000–2017.	Penelitian ini menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi (<i>Economic Policy Uncertainty</i> atau EPU) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap risiko kejatuhan harga saham (<i>stock price crash risk</i>) baik pada tingkat perusahaan maupun pasar
Judul : “ <i>Sustainability of Global Economic Policy</i> ”	Independen: GEPU (<i>Global Economic Policy Uncertainty</i>)	Kuantitatif, ARDL + DCC + Rolling Correlation.	<i>Global Economic Policy Uncertainty</i> memberikan pengaruh negatif

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
<i>and Stock Market Returns in Indonesia”</i> Peneliti : (Hashmi et al., 2021) Indeks : Q1	Dependen: <i>Stock Market Return</i>		yang signifikan terhadap imbal hasil pasar saham di Indonesia dalam perspektif jangka panjang. Penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian atau perubahan dalam kebijakan ekonomi global menciptakan sentimen negatif yang menurunkan performa indeks harga saham di bursa efek Indonesia.

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Judul : “<i>Impact of Corporate Hedging and ESG on Stock Price Crash Risk: Evidence from Indonesian Energy Firms</i>” Peneliti : (Octaviani & Utama, 2022) Indeks : Q3	Independen: <i>Hedging Ratio, ESG Score</i> Dependen: <i>Stock Price Crash Risk</i>	Kuantitatif, regresi OLS/FE/RE pada perusahaan energi Indonesia (2015–2020).	Hasil investigasi empiris memberikan evidensi bahwa kedua mekanisme yang dievaluasi dalam penelitian ini yakni strategi hedging dan implementasi <i>Environmental, Social, and Governance (ESG)</i> secara konsisten tidak mendemonstrasikan efek yang statistically significant terhadap fenomena <i>stock price crash risk</i> pada unit-unit analisis

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			yang merupakan perusahaan-perusahaan dari sektor energi yang memiliki listing status di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam horizon waktu 2015 sampai dengan 2020
Judul : “ <i>Geopolitical Risk and Stock Price Crash Risk: The Mitigating Role of ESG Performance</i> ”	Variabel Independen : <i>Geopolitical Risk</i> (GPR Index) Dependen: <i>Stock Price Crash Risk</i>	Kuantitatif dengan regresi data panel pada perusahaan publik lintas negara.	<i>Stock price crash risk</i> mempunyai signifikansi positif terhadap pengaruh Geopolitical risk . Artinya, peningkatan ketidakpastian geopolitik global meningkatkan kemungkinan

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Peneliti: (Fiorillo et al., 2024) Indeks : Q1			terjadinya stock price crash. Kinerja ESG terbukti memperlemah (memitigasi) pengaruh tersebut.
Judul : <i>“Stock Price Crash Risk and Firms Operating Leverage”</i> Peneliti: (Chang et al., 2024)	Independen: Operating Leverage Dependen: Stock Price Crash Risk	Kuantitatif, regresi panel + model teoretis pada perusahaan manufaktur AS (1971–2018).	Hasil dari penelitian ini ditemukan bukti bahwa perusahaan secara proaktif mengurangi <i>operating leverage</i> (menurunkan proporsi biaya tetap terhadap total biaya) ketika risiko keruntuhan harga saham di masa depan meningkat.

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Judul : <i>“Global Economic Policy Uncertainty and Islamic Stock Market in Indonesia”</i> Peneliti : (Mashilal et al., 2024) Indeks : Q1	Independen: EPU US, China, Jepang Dependen: Stock Market Return	Kuantitatif, VECM pada data bulanan 2015–2022.	Ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) global dari Amerika Serikat, China, dan Jepang berpengaruh positif terhadap pasar saham syariah di Indonesia Hasil analisis VECM (Vector Error Correction Model) menunjukkan adanya efek spillover di mana kebijakan ekonomi dari negara-negara mitra dagang utama justru memberikan

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			respons positif pada indeks saham syariah dalam jangka panjang.
Judul: “Policy Uncertainty, Bad News Disclosure, and Stock Price Crash Risk” Peneliti : (Kim et al., 2024) Indeks : Q1	Independen: EPU Dependen: Stock Price Crash Risk Moderasi: Bad news disclosure behavior	Kuantitatif, regresi panel + IV pada perusahaan AS (1985–2016).	Penelitian ini menemukan bahwa <i>economic policy uncertainty</i> justru menurunkan risiko kejatuhan harga saham (<i>stock price crash risk</i>) di masa depan. Hasil penurunan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan satu unit EPU dari rata-rata menyebabkan penurunan sekitar 9,5% pada <i>NCSKEW</i> yang

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			menandakan bahwa risiko crash menurun secara signifikan secara statistik dan ekonomi.
Judul : <i>“Firm Leverage and Stock Price Crash Risk: The Chinese Real Estate Market and Three-Red-Lines Policy”</i> Peneliti : (Chu et al., 2025) Indeks : Q1	Independen: <i>Leverage</i> Dependen: <i>Stock Price Crash Risk</i> Moderasi: Kebijakan Three Red Lines	Kuantitatif, OLS + IV + DID pada perusahaan real estate China (2005–2020).	<i>Leverage</i> keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap risiko keruntuhan harga saham (<i>stock price crash risk</i>) Studi menunjukkan bahwa tingkat utang perusahaan di sektor real estate China berkorelasi positif dengan kemungkinan harga saham turun drastis.

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Judul : <i>“Climate Policy Uncertainty: A Catalyst for Stock Price Crash?”</i> Peneliti : (Vo et al., 2025) Indeks : Q1	Independen: CPU (Climate Policy Uncertainty) Dependen: <i>Stock Price Crash Risk</i>	Kuantitatif, regresi panel pada perusahaan AS (1989–2024).	Penelitian ini menemukan bahwa meningkatnya climate policy uncertainty (CPU) secara signifikan meningkatkan risiko terjadinya penurunan tajam harga saham perusahaan. Temuan ini mendukung hipotesis bahwa ketidakpastian kebijakan iklim mendorong manajemen untuk menunda pengungkapan berita buruk.

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Judul : <i>“A Bibliometric Review of ESG Disclosure and Stock Price Crash Risk Studies in the Food and Beverage Industry of Emerging Markets: Evidence from Indonesia”</i> Peneliti : (Prasetya et al., 2025)	Variabel Utama: Publikasi terkait “ESG Disclosure”, “Stock Price Crash Risk”, “Food and Beverage Industry”, “Emerging Markets”.	Penelitian kuantitatif deskriptif dengan bibliometric analysis menggunakan <i>Publish or Perish</i> dan VOSviewer terhadap 1.000 publikasi Crossref (2019–2025).	Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola (ESG) merupakan faktor penentu penting dalam memitigasi risiko keruntuhan harga saham (<i>Stock Price Crash Risk/SPCR</i>), terutama pada industri makanan dan minuman di pasar berkembang seperti Indonesia

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Indeks : Sinta 4			
Judul : “Unlocking Value: Exploring the Impact of ESG Performance and Board Independence on Stock Price Crash Risk” Peneliti: (Marie et al., 2025) Indeks : Q2	Variabel Independen : ESG Performance, Board Independence Variabel Dependen: Stock Price Crash Risk	Penelitian kuantitatif menggunakan regresi panel pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018– 2023.	Penelitian ini menemukan bahwa ESG performance berpengaruh negatif dan signifikan terhadap stock price crash risk. Temuan tambahan dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa board independence menunjukkan asosiasi negatif yang signifikan dengan stock price crash risk. Hasil ini mengindikasikan

Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel Dan Indikator	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			bahwa peningkatan proporsi direktur independen dalam struktur board governance secara substantif mampu mitigasi atau menekan intensitas dari perilaku management dalam menunda atau membatasi pengungkapan informasi berita negatif kepada publik.

Tabel 2. 2 Perbedaan Penelitian Terdahulu

Peneliti dan Judul Penelitian	Perbedaan Penelitian
Judul : “<i>Economic policy uncertainty and stock price crash risk</i>” Peneliti : (Luo & Zhang, 2020)	Penelitian tersebut menggunakan EPU yang bersifat domestik sehingga hanya mencakup ketidakpastian kebijakan di tingkat satu negara. Selain itu, <i>leverage</i> sebagai faktor internal perusahaan dan ESG sebagai variabel moderasi tidak dimasukkan, sehingga mekanisme transmisi risiko dari ketidakpastian eksternal ke crash risk pada tingkat perusahaan belum sepenuhnya dijelaskan.
Judul : “<i>Sustainability of Global Economic Policy and Stock Market Returns in Indonesia</i>” Peneliti : (Hashmi et al., 2021)	Meskipun menggunakan GEPU dan konteks Indonesia, variabel dependen yang digunakan adalah return pasar saham secara agregat dan bukan SPCR yang menangkap risiko kejatuhan harga saham yang bersifat ekstrem pada tingkat perusahaan. Penelitian tersebut juga tidak memasukkan <i>leverage</i> maupun ESG.
Judul : “<i>Impact of Corporate Hedging and ESG on Stock Price Crash Risk: Evidence</i>”	ESG diposisikan sebagai variabel independen yang memengaruhi SPCR secara langsung, di samping itu, faktor ketidakpastian kebijakan ekonomi global sebagai determinan eksternal

Peneliti dan Judul Penelitian	Perbedaan Penelitian
<i>from Indonesian Energy Firms”</i> Peneliti : (Octaviani & Utama, 2022)	tidak dimasukkan, dan cakupan penelitian terbatas pada sektor energi.
Judul : “<i>Geopolitical Risk and Stock Price Crash Risk: The Mitigating Role of ESG Performance</i>” Peneliti: (Fiorillo et al., 2024)	Penelitian tersebut menggunakan GPR yang lebih berfokus pada ketidakpastian yang bersumber dari konflik militer dan ketegangan geopolitik, sedangkan penelitian ini menggunakan GEPU yang lebih relevan untuk menangkap ketidakpastian kebijakan fiskal dan moneter yang secara langsung dirasakan oleh perusahaan di Indonesia
Judul : “<i>Stock Price Crash Risk and Firms’ Operating Leverage</i>” Peneliti: (Chang et al., 2024)	Penelitian tersebut berfokus pada operating <i>leverage</i> (proporsi biaya tetap) yang berbeda secara konseptual dengan financial <i>leverage</i> yang dibahas penelitian ini sebagai proksi ketergantungan perusahaan pada pendanaan utang. GEPU sebagai determinan eksternal dan ESG sebagai moderasi juga tidak dimasukkan.
Judul : “<i>Firm Leverage and Stock Price Crash Risk: The</i>	Penelitian tersebut tidak memasukkan GEPU sebagai determinan eksternal. Variabel

Peneliti dan Judul Penelitian	Perbedaan Penelitian
<i>Chinese Real Estate Market and Three-Red-Lines Policy</i> Peneliti : (Chu et al., 2025)	moderasi yang digunakan adalah kebijakan Three Red Lines yang bersifat spesifik terhadap regulasi pemerintah China dan tidak dapat digeneralisasikan ke konteks Indonesia
Judul : “<i>Global Economic Policy Uncertainty and Islamic Stock Market in Indonesia</i>” Peneliti : (Mashilal et al., 2024)	Variabel dependen yang digunakan adalah return pasar saham syariah secara agregat dengan pendekatan time-series, bukan SPCR pada tingkat perusahaan yang lebih spesifik dalam menangkap risiko kejatuhan harga saham yang ekstrem. Penelitian ini juga tidak memasukkan <i>leverage</i> sebagai faktor internal maupun ESG sebagai moderasi
Judul: “<i>Policy Uncertainty, Bad News Disclosure, and Stock Price Crash Risk</i>” Peneliti : (Kim et al., 2024)	Penelitian tersebut menggunakan EPU yang bersifat domestik dan menempatkan <i>bad news disclosure behavior</i> sebagai variabel moderasi, berbeda dengan penelitian ini yang menggunakan GEPU yang lebih komprehensif dengan ESG sebagai moderasi.

Peneliti dan Judul Penelitian	Perbedaan Penelitian
Judul : “<i>Climate Policy Uncertainty: A Catalyst for Stock Price Crash?</i>” Peneliti : (Vo et al., 2025)	Penelitian tersebut menggunakan CPU yang cakupannya lebih sempit karena hanya berfokus pada ketidakpastian kebijakan iklim, sedangkan GEPU mencakup ketidakpastian kebijakan ekonomi secara lebih luas termasuk dimensi fiskal, moneter, dan regulasi. <i>Leverage</i> dan ESG sebagai moderasi juga tidak dimasukkan.
Judul : “<i>A Bibliometric Review of ESG Disclosure and Stock Price Crash Risk Studies in the Food and Beverage Industry of Emerging Markets: Evidence from Indonesia</i>” Peneliti : (Prasetya et al., 2025)	Penelitian tersebut menggunakan pendekatan bibliometrik yang bersifat deskriptif untuk memetakan tren literatur, bukan pendekatan regresi empiris yang secara langsung menguji hubungan kausalitas antarvariabel. GEPU sebagai determinan eksternal dan <i>leverage</i> sebagai faktor internal tidak dimasukkan, sehingga belum memberikan bukti empiris langsung mengenai determinan SPCR.
Judul : “<i>Unlocking Value: Exploring the Impact of ESG Performance and Board</i>	Penelitian tersebut menempatkan ESG sebagai variabel independen yang secara langsung memengaruhi SPCR tanpa mengkaji peran

Peneliti dan Judul Penelitian	Perbedaan Penelitian
<i>Independence on Stock Price Crash Risk”</i> Peneliti: (Marie et al., 2025)	moderatifnya terhadap hubungan antara faktor makroekonomi atau struktur modal dengan crash risk. GEPU sebagai determinan eksternal dan <i>leverage</i> sebagai determinan internal juga tidak dimasukkan, sehingga belum menjelaskan secara komprehensif bagaimana tekanan dari luar dan dalam perusahaan secara bersama-sama memengaruhi SPCR, serta bagaimana ESG berperan memitigasi interaksi tersebut.

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 *Signaling Theory*

Signaling Theory menerangkan bahwa pihak manajemen, yang memiliki akses informasi lebih luas dibandingkan pihak eksternal, akan berupaya menyampaikan sinyal tertentu guna meminimalkan terjadinya asimetri informasi dan ketidakpastian. Spence (1973) mengemukakan bahwa sinyal yang dapat dipercaya akan membantu investor dalam menilai kualitas serta tingkat risiko suatu perusahaan. Di pasar modal, pengungkapan informasi baik yang bersifat keuangan maupun nonkeuangan berperan sebagai sarana komunikasi yang dapat membentuk persepsi

investor sekaligus mengurangi kesenjangan informasi antara manajemen dengan pemegang saham (Ross, 1976). Pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) merupakan salah satu bentuk sinyal nonkeuangan yang menggambarkan kualitas tata kelola perusahaan, tingkat transparansi, serta komitmen terhadap keberlanjutan. Perusahaan yang memiliki kinerja ESG yang baik umumnya memancarkan sinyal positif terkait pengelolaan yang bertanggung jawab dan risiko jangka panjang yang lebih terkendali, sehingga mampu meredam ketidakpastian di pasar serta menekan kemungkinan munculnya reaksi berlebihan dari investor terhadap informasi yang bersifat negatif (Albuquerque et al., 2020; Dhaliwal et al., 2011).

Dalam penelitian ini, *Signaling Theory* menjelaskan pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) terhadap *stock price crash risk* (SPCR). Tingginya GEPU meningkatkan ambiguitas informasi mengenai arah kebijakan ekonomi global, sehingga investor kesulitan membedakan perusahaan yang berkualitas tinggi dan rendah. Dalam kondisi tersebut, manajemen memiliki insentif untuk menunda atau menyembunyikan informasi negatif karena khawatir pasar akan bereaksi secara berlebihan. Akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkapkan berpotensi memicu penurunan harga saham yang tajam ketika informasi tersebut akhirnya terungkap ke pasar.

Selain itu, teori ini menjelaskan peran ESG sebagai variabel moderasi terhadap hubungan antara GEPU dan SPCR. Perusahaan dengan kinerja ESG yang tinggi mampu mengirimkan sinyal yang lebih kredibel mengenai transparansi, kualitas pengawasan, dan orientasi jangka panjang perusahaan. Sinyal tersebut meningkatkan kepercayaan investor meskipun tingkat ketidakpastian ekonomi global sedang tinggi. Akibatnya, kecenderungan investor untuk bereaksi berlebihan terhadap informasi negatif menjadi lebih rendah, sehingga praktik penyembunyian informasi dapat diminimalkan dan risiko kejatuhan harga saham berkurang. Dengan demikian, *Signaling Theory* tidak hanya menjelaskan pengaruh GEPU terhadap SPCR, tetapi juga bagaimana ESG dapat memperlemah hubungan tersebut melalui peningkatan kredibilitas informasi dan kepercayaan pasar.

2.2.2 *Agency Theory*

Agency Theory menguraikan relasi antara pemilik perusahaan (prinsipal) dengan pihak manajemen (agen) yang diberikan kewenangan untuk melaksanakan operasional perusahaan. Menurut Jensen & Meckling (1976), hubungan tersebut berpotensi menciptakan konflik kepentingan karena manajemen tidak selalu bertindak linier dengan tujuan pemegang saham. Konflik keagenan cenderung meningkat ketika perusahaan menghadapi tekanan keuangan, terutama akibat tingginya penggunaan utang. *Leverage* yang tinggi meningkatkan tekanan dari kreditur serta risiko pelanggaran perjanjian utang, sehingga mendorong manajemen untuk

mempertahankan citra kinerja perusahaan di mata pasar. Kondisi ini dapat memicu penundaan pengungkapan informasi negatif, meningkatkan asimetri informasi, dan pada akhirnya memperbesar risiko kejatuhan harga saham.

Dalam penelitian ini, *Agency Theory* menjelaskan bagaimana *leverage* memengaruhi *stock price crash risk* (SPCR) melalui peningkatan konflik keagenan. Tingginya *leverage* menciptakan tekanan simultan dari kreditur, pemegang saham, dan manajemen itu sendiri. Kreditur menuntut pemenuhan berbagai ketentuan utang (*debt covenants*), pemegang saham mengharapkan stabilitas nilai investasi, sedangkan manajemen berupaya menjaga reputasi dan insentif berbasis kinerja. Tekanan yang berlapis tersebut memperkuat kecenderungan manajemen guna menahan atau menyembunyikan informasi negatif (*bad news hoarding*) guna menghindari konsekuensi ekonomi maupun reputasional. Akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkapkan kemudian meningkatkan kemungkinan terjadinya penurunan harga saham secara drastis ketika informasi tersebut akhirnya dipublikasikan.

Selain itu, *Agency Theory* menjelaskan peran *Environmental, Social, and Governance* (ESG) sebagai mekanisme pengawasan yang dapat memoderasi hubungan antara *leverage* dan SPCR. Dimensi *governance* dalam ESG mencerminkan kualitas tata kelola melalui independensi dewan direksi, efektivitas sistem audit, transparansi kompensasi, serta mekanisme

pengendalian internal yang kuat. Sistem pengawasan tersebut membatasi ruang bagi manajemen untuk bertindak oportunistik dan mengurangi praktik *bad news hoarding*, meskipun perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi. Dengan demikian, ESG dapat melemahkan pengaruh *leverage* terhadap *stock price crash risk* melalui peningkatan transparansi dan efektivitas pengawasan perusahaan. Secara keseluruhan, *Agency Theory* memberikan landasan untuk menjelaskan bagaimana tekanan keuangan akibat *leverage* dapat meningkatkan risiko kejatuhan harga saham, serta bagaimana tata kelola yang baik melalui ESG mampu mengurangi risiko tersebut.

2.2.3 *Behavioral Finance Theory*

Berbeda dengan pandangan keuangan klasik yang mengasumsikan investor selalu rasional, *behavioral finance theory* menolak asumsi keuangan klasik bahwa investor selalu bertindak rasional, dengan mempertegas bahwa keputusan investasi sering dipengaruhi oleh faktor psikologis dan ketidakpastian informasi. Pada kondisi ketidakpastian kebijakan ekonomi yang tinggi, investor menghadapi kesulitan dalam menilai prospek ekonomi dan arah kebijakan ke depannya. Pastor & Veronesi (2012) menjelaskan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi meningkatkan ambiguitas informasi di pasar, sehingga investor cenderung memberikan respons yang berlebihan terhadap informasi negatif. Reaksi

tersebut dapat meningkatkan volatilitas pasar dan memperbesar risiko terjadinya penurunan harga saham yang ekstrem.

Dalam penelitian ini, *Behavioral Finance Theory* menjelaskan bagaimana *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) meningkatkan *stock price crash risk* (SPCR) melalui berbagai bias perilaku investor. Pertama, *ambiguity aversion* mendorong investor menjadi lebih konservatif ketika menghadapi ketidakjelasan mengenai kebijakan ekonomi, sehingga informasi negatif cenderung direspons secara lebih pesimistis. Kedua, *loss aversion* menyebabkan investor memberikan bobot yang lebih besar terhadap potensi kerugian dibandingkan keuntungan yang setara (Kahneman & Tversky, 1979). Akibatnya, ketika informasi negatif yang sebelumnya ditahan akhirnya terungkap, investor cenderung melakukan *panic selling* yang mempercepat penurunan harga saham. Ketiga, *herding behavior* membuat investor mengikuti tindakan pelaku pasar lain ketika tingkat ketidakpastian meningkat. Kondisi ini dapat memicu gelombang penjualan secara simultan yang memperdalam tekanan terhadap harga saham.

Aktivasi berbagai bias perilaku tersebut secara bersamaan menyebabkan respons pasar terhadap informasi negatif menjadi tidak proporsional. Oleh karena itu, peningkatan GEPU tidak memicu volatilitas pasar saja, tetapi juga meningkatkan terjadinya penurunan harga saham yang bersifat ekstrem dan nonlinier.

2.2.4 *Stakeholder Theory*

Menurut Teori Pemangku Kepentingan, kewajiban perusahaan melampaui sekadar melayani pemegang saham; mereka mencakup semua entitas yang terkena dampak operasinya, termasuk karyawan, pelanggan, pemasok, komunitas yang lebih luas, dan badan pemerintah. Freeman, (2010) berpendapat bahwa umur panjang suatu perusahaan bergantung pada kemampuannya dalam mengelola interaksi dengan para pemangku kepentingan ini. Dalam ranah pertimbangan Lingkungan, Soal, dan Tata Kelola (ESG), sebuah perusahaan yang memprioritaskan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola menunjukkan komitmen terhadap kesejahteraan pemangku kepentingan, sehingga meningkatkan kepercayaan publik, memperkuat legitimasi perusahaan, dan mengurangi potensi konflik dan tekanan eksternal. Akibatnya, perusahaan yang secara mahir mengelola hubungan pemangku kepentingan mereka biasanya mengalami penurunan risiko penurunan harga saham.

Pada penelitian ini, *Stakeholder Theory* menjelaskan peran ESG sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) maupun *leverage* terhadap *stock price crash risk* (SPCR). ESG yang kuat mencerminkan komitmen yang panjang dalam perusahaan terhadap stakeholder dan menghasilkan manfaat berupa kepercayaan serta resiliensi organisasi. Dari sisi reputasi, perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memperoleh tingkat kepercayaan

yang lebih tinggi dari investor, karyawan, pemasok, masyarakat, dan regulator. Kepercayaan tersebut dapat mengurangi reaksi negatif yang berlebihan ketika perusahaan menghadapi tekanan akibat ketidakpastian ekonomi atau tingginya *leverage*, sehingga menekan risiko terjadinya penjualan saham secara masif. Selain itu, hubungan yang kuat dengan stakeholder menciptakan resiliensi operasional yang membantu perusahaan menghadapi berbagai tekanan eksternal tanpa harus menunda atau menyembunyikan informasi penting. Kondisi ini mengurangi kecenderungan terjadinya *bad news hoarding* yang menjadi pemicu utama *stock price crash risk*.

Dengan demikian, *Stakeholder Theory* menjelaskan bahwa ESG tidak berfungsi sebagai mekanisme tata kelola dan transparansi saja, tetapi turut berfungsi sebagai sarana membangun kepercayaan serta ketahanan operasional perusahaan. Melalui kedua mekanisme tersebut, ESG mampu memperlemah pengaruh GEPU dan *leverage* terhadap *stock price crash risk*.

2.2.5 *Bad News Hoarding Theory*

Bad News Hoarding Theory merupakan pengembangan dari teori asimetri informasi yang menjelaskan kecenderungan manajemen untuk menunda atau membatasi pengungkapan informasi negatif kepada publik. Menurut Jin & Myers (2006), manajer memiliki insentif ekonomi dan reputasional untuk menyembunyikan berita buruk, terutama ketika

perusahaan menghadapi tekanan kinerja, tingkat *leverage* yang tinggi, atau ketidakpastian lingkungan bisnis. Praktik ini bertujuan mempertahankan citra perusahaan dan menghindari respons negatif dari investor maupun kreditur. Namun, penundaan pengungkapan informasi menyebabkan akumulasi berita buruk yang semakin besar dari waktu ke waktu. Ketika informasi tersebut tidak lagi dapat disembunyikan, pengungkapannya secara bersamaan dapat memicu reaksi pasar yang ekstrem dan penurunan harga saham yang tajam (Hutton et al., 2009; Baker et al., 2016). Penelitian terdahulu juga menunjukkan bahwa praktik *bad news hoarding* lebih sering terjadi pada perusahaan dengan tata kelola yang lemah, transparansi rendah, dan ketergantungan tinggi terhadap pendanaan utang, sehingga meningkatkan risiko terjadinya *stock price crash risk* (Hendershott et al., 2015). Dengan demikian, teori ini menjelaskan bagaimana asimetri informasi dapat berkembang menjadi risiko kejatuhan harga saham yang ekstrem.

Dalam penelitian ini, *Bad News Hoarding Theory* berperan sebagai mekanisme utama yang menghubungkan seluruh variabel dalam model penelitian. Teori ini menjelaskan bahwa *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) dan *leverage* meningkatkan *stock price crash risk* melalui akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkapkan. Tingginya GEPU meningkatkan ketidakpastian pasar dan mendorong manajemen untuk menahan informasi negatif guna menghindari reaksi berlebihan dari investor. Sementara itu, *leverage* yang tinggi memperkuat

insentif tersebut karena manajemen menghadapi tekanan dari kreditur dan risiko pelanggaran *debt covenants*, sehingga lebih terdorong untuk menyembunyikan berita buruk demi menjaga stabilitas perusahaan.

Di sisi lain, *Environmental, Social, and Governance* (ESG) berperan dalam mengurangi praktik *bad news hoarding* melalui peningkatan transparansi, penguatan mekanisme pengawasan, dan tekanan dari para pemangku kepentingan. Tata kelola yang baik membuat proses penyembunyian informasi menjadi lebih sulit dilakukan, sementara reputasi ESG yang kuat mendorong manajemen untuk menjaga kredibilitas perusahaan melalui pengungkapan informasi yang lebih terbuka. Akibatnya, informasi negatif dapat disampaikan lebih cepat, akumulasi berita buruk berkurang, dan risiko jatuhnya harga saham menjadi lebih rendah.

Oleh karena itu, *Bad News Hoarding Theory* memberikan penjelasan yang komprehensif mengenai mekanisme yang menghubungkan GEPU dan *leverage* dengan *stock price crash risk*, sekaligus menjelaskan bagaimana ESG dapat memperlemah hubungan tersebut melalui peningkatan transparansi dan pengawasan perusahaan. Teori ini menjadi landasan yang mengintegrasikan seluruh hubungan dalam model penelitian serta menjelaskan proses terjadinya *stock price crash risk* secara lebih menyeluruh.

2.3 Stock Price Crash Risk

Stock Price Crash Risk (SPCR) merupakan fenomena pasar yang mencerminkan risiko terjadinya harga saham yang turun dengan tiba-tiba dan ekstrem dalam suatu periode tertentu. Jin & Myers (2006) mendefinisikan *stock price crash* sebagai konsekuensi dari akumulasi informasi negatif (*bad news hoarding*) yang secara sengaja ditahan oleh manajemen dan kemudian dilepaskan ke pasar secara bersamaan, sehingga memicu koreksi harga saham yang tajam. Dengan demikian, SPCR tidak hanya merepresentasikan volatilitas harga saham secara umum, tetapi lebih menekankan pada risiko penurunan harga yang bersifat asimetris dan ekstrem.

Konsep SPCR berakar pada teori asimetri informasi dan teori agensi (Jensen & Meckling, 1976). Dalam kerangka teori tersebut, manajer sebagai *agent* memiliki akses informasi yang lebih luas mengenai kondisi internal perusahaan dibandingkan pemegang saham sebagai *principal*. Ketimpangan informasi tersebut menciptakan peluang bagi manajemen untuk mengendalikan waktu dan isi pengungkapan informasi, termasuk menunda penyampaian informasi negatif guna menjaga reputasi, stabilitas harga saham, serta kompensasi berbasis kinerja jangka pendek (Hutton et al., 2009).

Chen et al. (2001) menjelaskan bahwa ketika informasi negatif terakumulasi selama beberapa periode tanpa diungkapkan, harga saham cenderung menjadi overvalued relatif terhadap nilai fundamentalnya. Ketika informasi negatif tersebut akhirnya tidak dapat lagi ditahan dan terungkap ke publik, pasar akan mengalami

correction shock yang drastis, sehingga meningkatkan risiko kejatuhan harga saham. Oleh karena itu, SPCR sering dipandang sebagai cerminan dari kualitas pelaporan keuangan, transparansi informasi, serta efektivitas tata kelola perusahaan (Hutton et al., 2009).

Hipotesis bad news hoarding merupakan inti dari mekanisme terjadinya SPCR. Dalam kondisi tekanan ekonomi dan ketidakpastian yang tinggi, manajer memiliki insentif untuk menyembunyikan berita buruk guna menghindari reaksi negatif investor dan menjaga persepsi kinerja perusahaan. Namun, perilaku ini tidak dapat dipertahankan dalam jangka panjang. Ketika volume informasi negatif yang disembunyikan semakin besar dan bersifat akumulatif, manajemen pada akhirnya dipaksa untuk mengungkapkan informasi tersebut secara bersamaan (*information avalanche*). Pengungkapan mendadak ini memicu *asymmetric price reaction*, di mana penurunan harga saham jauh lebih besar dibandingkan kenaikan harga akibat berita positif, yang kemudian tercermin sebagai *stock price crash risk*.

Dalam penelitian empiris, pengukuran SPCR umumnya mengacu pada pendekatan yang dikembangkan oleh Jin dan Myers (2006) dan disempurnakan oleh Kim et al. (2011). Penelitian ini menggunakan *Negative Conditional Skewness* (NCSKEW) sebagai proksi utama untuk mengukur *stock price crash risk*.

Pengukuran SPCR dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama adalah mencari firm-specific weekly return dengan menggunakan regresi time series berbasis model pasar (*market model*). Secara sederhana, pada tahap ini dilakukan regresi antara return saham perusahaan dan return pasar untuk setiap minggu

pengamatan. Tujuannya adalah untuk memisahkan bagian return yang dipengaruhi oleh kondisi pasar secara umum dan bagian return yang benar-benar berasal dari faktor spesifik perusahaan.

Melalui regresi time series tersebut, diperoleh nilai residual ($\varepsilon_{i,t}$), yaitu selisih antara return aktual perusahaan dan return yang diprediksi oleh pergerakan pasar. Residual inilah yang disebut sebagai *firm-specific weekly return* dan digunakan sebagai dasar dalam menghitung risiko kejatuhan harga saham.

Model regresi yang digunakan dirumuskan sebagai berikut:

$$r_{\{i,t\}} = \alpha_i + \beta_1 r_{\{m,t-1\}} + \beta_2 r_{\{m,t\}} + \beta_3 r_{\{m,t+1\}} + \varepsilon_{\{i,t\}}$$

di mana $r_{\{i,t\}}$ adalah return saham perusahaan i pada minggu ke- t , $r_{\{m,t-1\}}$ adalah return pasar yang diproksikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), $\varepsilon_{\{i,t\}}$ adalah *firm specific weekly return* yang digunakan untuk mengukur risiko spesifik perusahaan. Penggunaan lag dan lead return pasar dimaksudkan untuk mengatasi masalah *non-synchronous trading effect* sebagaimana direkomendasikan oleh Kim et al. (2011).

Residual yang diperoleh dari tahap pertama kemudian diubah menjadi *firm-specific weekly return* dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{\{i,t\}} = \ln(1 + \varepsilon_{\{i,t\}})$$

Secara sederhana, nilai residual yang dihasilkan dari regresi sebelumnya tidak langsung digunakan, tetapi terlebih dahulu ditransformasikan ke dalam bentuk

logaritma. Tujuan transformasi ini adalah untuk membuat data lebih stabil dan mengurangi pengaruh nilai residual yang terlalu besar atau ekstrem.

Tahap kedua adalah menghitung nilai *Negative Conditional Skewness* (NCSKEW) berdasarkan residual return mingguan yang telah diperoleh pada tahap pertama. NCSKEW digunakan untuk mengukur tingkat kemiringan negatif dari distribusi return saham perusahaan dalam satu periode tahunan. Perhitungan NCSKEW dirumuskan sebagai berikut:

$$NCSKEW_{\{i,t\}} = - \frac{\left[n(n-1) \left(\frac{3}{2} \right)^2 R_{\{i,t\}}^3 \right]}{\left[(n-1)(n-2) \left(\sum R_{\{i,t\}}^2 \right) \left(\frac{3}{2} \right) \right]}$$

di mana n menunjukkan jumlah minggu dalam satu tahun, dan $R_{\{i,t\}}$ merupakan *firm-specific return* (residual return) saham mingguan yang telah dikontrol oleh pengaruh pasar. Nilai NCSKEW yang semakin negatif menunjukkan peningkatan risiko kejatuhan harga saham akibat perilaku manajerial dalam menahan berita buruk (Jin & Myers, 2006; Kim et al., 2011).

Penggunaan data mingguan bertujuan untuk menghindari *market microstructure noise* yang sering muncul pada data harian, sekaligus menjaga jumlah observasi yang memadai dalam setiap tahun pengamatan (Chen et al., 2001). Kemudian nilai *Negative Conditional Skewness* dihitung secara tahunan untuk setiap perusahaan guna mencerminkan intensitas risiko crash harga saham dalam satu tahun observasi.

2.4 *Global Economic Policy Uncertainty*

Global Economic Policy Uncertainty atau Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Global menggambarkan kondisi ketika arah, konsistensi, dan keberlanjutan kebijakan ekonomi di tingkat global menjadi sulit diprediksi oleh pelaku ekonomi. Ketidakpastian ini mencakup kebijakan fiskal, moneter, perdagangan internasional, serta regulasi ekonomi di negara-negara utama dunia. Baker et al. (2016) menjelaskan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi muncul ketika pelaku pasar menghadapi ketidakjelasan dalam menentukan bagaimana kebijakan pemerintah akan berkembang di masa depan, akibatnya terjadi peningkatan risiko dalam mengambil keputusan investasi dan aktivitas ekonomi. Dalam konteks global, ketidakpastian kebijakan ekonomi mencerminkan akumulasi ketidakpastian lintas negara yang dapat menyebar melalui perdagangan internasional, arus modal, dan keterkaitan pasar keuangan global.

Secara teoretis, pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap pasar modal dapat dijelaskan melalui pendekatan keuangan perilaku (*behavioral finance*) dan teori ketidakpastian makroekonomi. Pástor & Veronesi (2013) menyatakan bahwa meningkatnya ketidakpastian kebijakan mendorong investor untuk menuntut tingkat imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko tambahan yang dihadapi. Hal ini terjadi karena kebijakan ekonomi pemerintah memiliki pengaruh langsung terhadap prospek arus kas perusahaan dan tingkat diskonto yang digunakan dalam penilaian saham. Ketika ketidakpastian kebijakan meningkat, investor cenderung bersikap lebih berhati-hati, menunda keputusan

investasi, dan mengurangi kepemilikan aset berisiko, sehingga memicu peningkatan volatilitas dan tekanan penurunan harga saham.

Peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global juga berimplikasi pada memburuknya kondisi informasi di pasar modal. Ketidakjelasan arah kebijakan menyebabkan informasi makroekonomi menjadi ambigu dan sulit diinterpretasikan secara akurat oleh investor. Dalam kondisi tersebut, pasar menjadi lebih sensitif terhadap berita negatif dan cenderung bereaksi secara berlebihan terhadap informasi yang berkaitan dengan prospek ekonomi dan kinerja perusahaan (Baker et al., 2016). Akibatnya, ketidakpastian kebijakan ekonomi global memperbesar potensi terjadinya fluktuasi harga saham yang tajam.

Dari sudut pandang perusahaan, meningkatnya ketidakpastian kebijakan ekonomi global menciptakan tekanan eksternal yang signifikan terhadap manajemen. Ketidakpastian tersebut memengaruhi ekspektasi permintaan, biaya produksi, stabilitas nilai tukar, suku bunga, serta akses terhadap pendanaan, sehingga meningkatkan risiko operasional dan keuangan perusahaan. Dalam situasi ini, manajemen memiliki insentif yang lebih besar untuk menjaga stabilitas kinerja dan harga saham, termasuk dengan menunda pengungkapan informasi negatif guna menghindari reaksi negatif investor dalam jangka pendek. Kondisi ini berpotensi memperkuat praktik penahanan berita buruk (*bad news hoarding*), yang pada akhirnya meningkatkan risiko kejatuhan harga saham (Jin & Myers, 2006).

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa meningkatnya ketidakpastian pada kebijakan ekonomi global berkaitan erat dengan meningkatnya

volatilitas pasar saham dan risiko penurunan harga saham secara ekstrem. Baker et al. (2016) menemukan bahwa lonjakan ketidakpastian kebijakan ekonomi diikuti oleh penurunan aktivitas investasi dan melemahnya kinerja pasar keuangan. Temuan tersebut diperkuat oleh penelitian Vo et al. (2025) yang menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi global secara signifikan meningkatkan risiko kejatuhan harga saham, terutama pada perusahaan di negara berkembang dan beberapa sektor yang sensitif terhadap guncangan makroekonomi.

Dalam penelitian ini, pengukuran Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Global mengacu pada indeks yang dikembangkan oleh Baker et al. (2016), yang dibangun berdasarkan frekuensi pemberitaan internasional terkait ketidakpastian kebijakan ekonomi global. Indeks ini merefleksikan persepsi pasar terhadap ketidakjelasan arah kebijakan ekonomi lintas negara dan telah banyak digunakan dalam penelitian empiris untuk menganalisis dampak ketidakpastian kebijakan terhadap pasar keuangan dan perilaku perusahaan. Nilai indeks yang lebih tinggi menunjukkan tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi global yang semakin besar, yang mencerminkan meningkatnya risiko makroekonomi dan ketidakstabilan lingkungan investasi.

Dengan demikian, ketidakpastian kebijakan ekonomi global diposisikan sebagai faktor eksternal yang berperan penting dalam meningkatkan ketidakpastian pasar, memperburuk asimetri informasi, serta memperkuat reaksi investor terhadap informasi negatif. Dalam konteks penelitian ini, ketidakpastian kebijakan ekonomi global diperkirakan memiliki pengaruh positif terhadap risiko kejatuhan harga

saham dan berpotensi memperkuat pengaruh faktor internal perusahaan terhadap *stock price crash risk*.

2.5 Leverage

Leverage merepresentasikan ketergantungan perusahaan terhadap pembiayaan berbasis utang dalam mendukung kepemilikan aset dan aktivitas operasionalnya. Dalam konteks struktur modal, *leverage* mencerminkan proporsi penggunaan utang relatif terhadap sumber pendanaan lainnya serta menjadi indikator utama risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Peningkatan *leverage* berimplikasi pada bertambahnya kewajiban pembayaran tetap, sehingga memperbesar sensitivitas kinerja perusahaan terhadap perubahan kondisi makroekonomi dan dinamika pasar keuangan (Modigliani & Miller, 1958).

Ditinjau dari perspektif teori agensi, *leverage* memiliki implikasi penting terhadap hubungan kontraktual antara manajemen dan pemegang saham. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa penggunaan utang dapat memperbesar potensi konflik kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal, terutama ketika perusahaan berada dalam kondisi tekanan keuangan. Tingginya *leverage* meningkatkan intensitas pengawasan dari kreditur sekaligus memperbesar risiko kegagalan pembayaran, yang pada akhirnya memengaruhi perilaku manajerial dalam pengambilan keputusan strategis serta praktik pengungkapan informasi.

Dalam lingkungan ekonomi yang ditandai oleh tingkat ketidakpastian yang tinggi, perusahaan dengan *leverage* besar menghadapi tekanan yang lebih signifikan untuk mempertahankan stabilitas kinerja dan kredibilitas pasar. Tekanan dari kreditur dan investor mendorong manajemen untuk meminimalkan reaksi negatif pasar yang berpotensi memperburuk posisi keuangan perusahaan. Kondisi tersebut menciptakan insentif bagi manajemen untuk menunda pengungkapan informasi yang bersifat merugikan guna menjaga harga saham dan kepercayaan investor dalam jangka pendek (Kothari et al., 2009). Perilaku ini sejalan dengan hipotesis *bad news hoarding*, yang menjelaskan kecenderungan manajer untuk mengakumulasi informasi negatif di dalam perusahaan akibat tekanan keuangan.

Akumulasi informasi negatif yang tidak segera diungkapkan pada perusahaan dengan *leverage* tinggi berpotensi meningkatkan risiko terjadinya kejatuhan harga saham ketika informasi tersebut akhirnya dilepas ke pasar. Temuan empiris oleh Hutton et al. (2009) dan Kim et al. (2011) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi cenderung memiliki risiko *stock price crash* yang lebih besar. Hal ini disebabkan oleh insentif manajerial yang kuat untuk menyembunyikan informasi buruk guna menghindari pelanggaran perjanjian utang serta penurunan persepsi pasar. Oleh karena itu, *leverage* dipandang sebagai faktor internal perusahaan yang berperan dalam memperkuat mekanisme terjadinya risiko kejatuhan harga saham.

Secara empiris, *leverage* umumnya diukur melalui rasio keuangan yang mencerminkan proporsi utang terhadap aset atau ekuitas perusahaan. Indikator yang

lazim digunakan dalam penelitian keuangan meliputi rasio total utang terhadap total aset dan rasio total utang terhadap total ekuitas. Rasio-rasio tersebut merefleksikan tingkat eksposur perusahaan terhadap risiko keuangan serta tekanan yang timbul dari kewajiban utang. Dalam penelitian ini, *leverage* diperlakukan sebagai variabel internal perusahaan yang berpotensi meningkatkan risiko kejatuhan harga saham, serta berinteraksi dengan faktor eksternal dan mekanisme tata kelola dalam memengaruhi *stock price crash risk*.

Dengan demikian, *leverage* memiliki peran strategis dalam menjelaskan perilaku manajerial dan dinamika harga saham, khususnya dalam kondisi ekonomi yang penuh ketidakpastian. Tingkat *leverage* yang tinggi tidak hanya meningkatkan risiko keuangan perusahaan, tetapi juga memperbesar kecenderungan praktik penahanan informasi negatif, yang pada akhirnya meningkatkan probabilitas terjadinya penurunan harga saham secara ekstrem.

2.6 *Enviromental, Social, And Governence*

Environmental, Social, and Governance (ESG) adalah suatu kerangka kerja penilaian di luar aspek finansial yang dimanfaatkan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menerapkan dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam strategi bisnisnya, kebijakan manajemen, maupun kegiatan operasional sehari-hari. Munculnya gagasan ESG tidak lepas dari semakin besarnya kepedulian para investor dan pihak-pihak berkepentingan terhadap pola bisnis yang tidak semata mengejar capaian finansial dalam waktu singkat, melainkan turut memperhatikan

keberlangsungan serta ketahanan perusahaan untuk jangka waktu yang lebih panjang (Whitelock, 2015; Friede et al., 2015).

Dalam konteks pasar modal, ESG dipandang sebagai indikator penting kualitas pengungkapan informasi non-keuangan yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap transparansi, tata kelola yang efektif dan manajemen risiko non-keuangan. Pilar *Environmental* merefleksikan bagaimana perusahaan mengelola dampak aktivitas operasionalnya terhadap lingkungan, seperti pengelolaan sumber daya alam, efisiensi energi, dan emisi. Pilar sosial menunjukkan tanggung jawab perusahaan terhadap karyawan, konsumen, dan masyarakat, seperti praktik ketenagakerjaan, keselamatan kerja, serta tanggung jawab produk. Sementara itu, pilar governance menunjukkan seberapa baik sistem tata kelola dan pengawasan internal perusahaan, seperti bagaimana struktur dewan direksi disusun, transparansi laporan, dan perlindungan hak pemegang saham (Adeneye et al., 2023).

Pengukuran ESG dalam penelitian ini mengacu pada Bloomberg ESG Disclosure Score, yang disusun berdasarkan ratusan indikator non-keuangan tingkat perusahaan dan disesuaikan dengan karakteristik masing-masing industri. Skor ESG berada dalam rentang 0 hingga 100, di mana nilai yang lebih tinggi menunjukkan tingkat pengungkapan ESG yang lebih komprehensif dan konsisten. Skor ini menunjukkan sejauh mana perusahaan menyediakan informasi yang relevan bagi investor untuk menilai kualitas tata kelola, komitmen keberlanjutan, serta potensi risiko non-keuangan perusahaan.

Pada penelitian ini, ESG ditempatkan sebagai variabel moderasi yang turut menentukan kuat-lemahnya keterkaitan antara ketidakpastian kebijakan ekonomi serta *leverage* dengan risiko jatuhnya harga saham (*stock price crash risk*). Perusahaan yang memiliki skor ESG lebih baik umumnya menunjukkan kualitas tata kelola dan keterbukaan informasi yang lebih unggul, sehingga lebih mampu menahan laju penumpukan informasi negatif dan menekan kemungkinan terjadinya respons pasar yang berlebihan ketika menghadapi gejolak ekonomi maupun tekanan finansial dari dalam perusahaan..

2.7 Integrasi Islam

Integritas dalam Islam berkaitan dengan kejujuran (*ṣidq*), amanah, dan konsistensi antara perkataan dan perbuatan. Dalam konteks aktivitas bisnis dan pengelolaan perusahaan, integritas menuntut manajemen untuk menyampaikan informasi secara benar, tidak menyesatkan, dan tidak menyembunyikan fakta yang material. Prinsip ini sejalan dengan kebutuhan transparansi dalam pelaporan keuangan dan pengungkapan informasi kepada investor.

Allah SWT berfirman dalam QS Al-Baqarah ayat 42, yang berbunyi

“وَلَا تَلْبِسُوا الْحَقَّ بِالْبَاطِلِ وَتَكْتُمُوا الْحَقَّ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ”

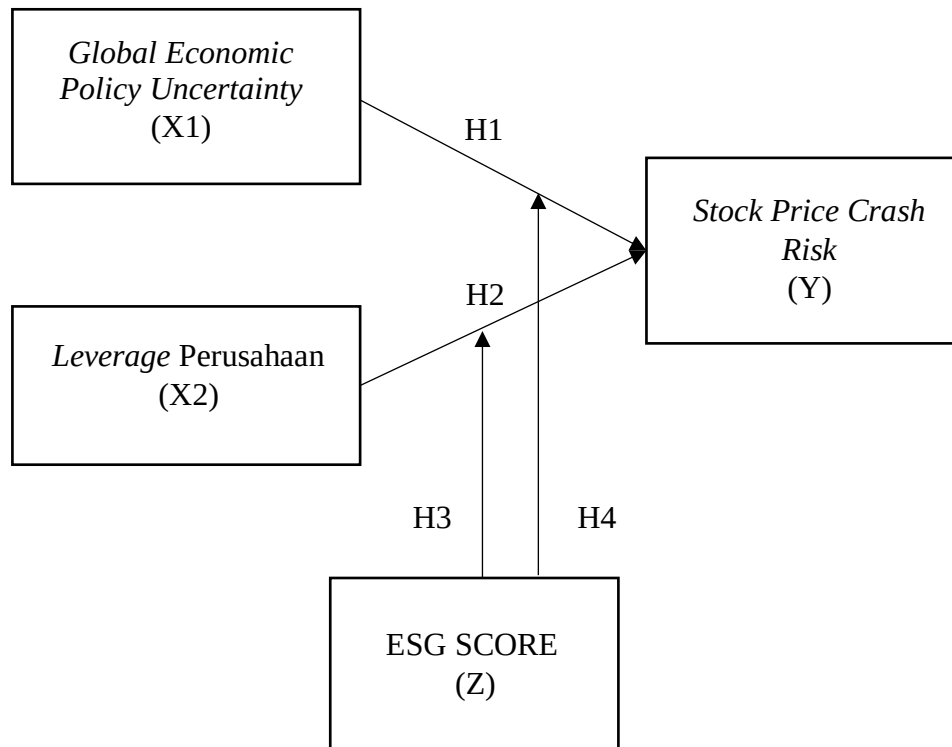
“Dan janganlah kamu campuradukkan kebenaran dengan kebatilan dan janganlah kamu sembunyikan kebenaran, sedangkan kamu mengetahui.” (QS. Al- Baqarah [2]: 42)

Ayat ini menegaskan larangan menyembunyikan kebenaran, termasuk dalam konteks informasi yang berdampak pada hak pihak lain. Dalam penelitian ini, praktik *bad news hoarding* yang menjadi penyebab *stock price crash risk* dapat dipahami sebagai bentuk penyembunyian informasi yang bertentangan dengan prinsip integritas dalam Islam. Oleh karena itu, penerapan tata kelola yang baik dan praktik ESG yang transparan mencerminkan upaya perusahaan dalam menjaga integritas, mengurangi asimetri informasi, serta mencegah terjadinya penumpukan berita buruk yang dapat merugikan investor.

2.8 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual ini menggambarkan hubungan kausal di mana ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan *leverage* berpotensi meningkatkan risiko kejatuhan harga saham, sementara kinerja ESG yang baik diharapkan melemahkan pengaruh tersebut dengan meningkatkan transparansi, reputasi, dan tata kelola perusahaan.

Dengan pendekatan ini, penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai bagaimana mekanisme ESG berperan dalam menjaga stabilitas pasar modal Indonesia pada periode ketidakpastian global tahun 2019–2023. Berdasarkan uraian teori dan temuan empiris di atas, kerangka konseptual penelitian ini digambarkan sebagai berikut.

Gambar 2. 1 Model Penelitian

2.9 Hipotesis Penelitian

Meningkatnya ketidakpastian kebijakan ekonomi global memperluas ambiguitas terkait arah kebijakan fiskal, moneter, maupun perdagangan internasional. Kondisi tersebut berdampak pada meningkatnya ketidakjelasan proyeksi arus kas masa depan dan membuka ruang bagi munculnya sentimen negatif di pasar modal (Baker et al., 2016). Dalam perspektif *behavioral finance*, tingkat ketidakpastian yang tinggi cenderung memicu bias perilaku investor seperti *overreaction*, *herding behavior*, dan *loss aversion*, sebagaimana dijelaskan oleh De Bondt & Thaler (1985) serta dikembangkan lebih lanjut oleh Barberis et al. (1998). Akibatnya, ketika informasi yang bersifat merugikan terungkap, pasar cenderung

bereaksi secara berlebihan sehingga harga saham mengalami penyesuaian ekstrem yang meningkatkan probabilitas terjadinya *crash*.

Dari sudut pandang manajerial, lonjakan ketidakpastian global juga menciptakan tekanan terhadap stabilitas kinerja perusahaan, khususnya pada negara berkembang yang memiliki keterkaitan erat dengan arus modal internasional. Berdasarkan *signaling theory* yang diperkenalkan oleh Spence (1973) manajer memiliki insentif untuk mengirimkan sinyal positif guna menjaga reputasi dan mempertahankan stabilitas harga saham. Dalam situasi ekonomi yang penuh ketidakpastian, dorongan tersebut dapat mendorong manajemen untuk menunda atau membatasi pengungkapan informasi negatif. Pola ini sejalan dengan *bad news hoarding hypothesis* yang dikemukakan oleh Jin & Myers (2006) yang menjelaskan bahwa akumulasi informasi buruk yang tidak segera dipublikasikan pada akhirnya dilepaskan secara simultan dan memicu penurunan harga saham secara tajam.

Secara empiris, sejumlah penelitian mutakhir menemukan bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global berkorelasi positif dan signifikan dengan kenaikan *stock price crash risk*, terutama di negara berkembang yang lebih rentan terhadap guncangan eksternal dan volatilitas arus modal (Luo & Zhang, 2020; Mashilal et al., 2024). Studi terbaru juga menunjukkan bahwa lonjakan ketidakpastian global pascapandemi COVID-19 berkaitan dengan meningkatnya probabilitas *tail risk* serta koreksi harga saham yang ekstrem (Fiorillo et al., 2024; Kim et al., 2024). Temuan-temuan tersebut mempertegas bahwa ketidakpastian global tidak hanya memperbesar volatilitas pasar, tetapi juga

meningkatkan risiko kejatuhan harga saham secara tiba-tiba akibat akumulasi informasi negatif yang tertunda pengungkapannya.

H₁ : *Global Economic Policy Uncertainty* berpengaruh positif terhadap *stock price crash risk*.

Leverage mencerminkan besarnya proporsi pendanaan berbasis utang dalam struktur modal perusahaan, yang secara langsung meningkatkan beban tetap keuangan sekaligus risiko kebangkrutan. Dalam perspektif *agency theory* yang diperkenalkan oleh Jensen & Meckling (1976), tingginya tingkat utang berpotensi memperdalam konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur. Manajemen dihadapkan pada tuntutan untuk memenuhi kewajiban kontraktual utang sembari mempertahankan reputasi dan stabilitas harga saham, sehingga muncul insentif untuk mengelola persepsi pasar terhadap kinerja perusahaan. Tekanan tersebut cenderung semakin kuat ketika kondisi ekonomi berada dalam situasi yang tidak menentu.

Berdasarkan *signaling theory* dari Spence (1973), manajer memiliki dorongan untuk mengirimkan sinyal positif guna menjaga kepercayaan investor dan meminimalkan reaksi negatif pasar yang dapat memperburuk kondisi keuangan perusahaan. Pada perusahaan dengan *leverage* tinggi, kebutuhan untuk mempertahankan citra stabil menjadi semakin krusial, terutama karena adanya risiko pelanggaran *debt covenant* maupun potensi penurunan peringkat kredit. Situasi ini dapat mendorong praktik penundaan pengungkapan informasi yang merugikan atau penyajian laporan yang kurang transparan.

Fenomena tersebut konsisten dengan *bad news hoarding theory* yang dikemukakan oleh Jin & Myers (2006) yang menjelaskan bahwa manajer cenderung menahan informasi negatif hingga akumulasinya tidak lagi dapat disembunyikan. Ketika informasi tersebut akhirnya dirilis secara simultan, pasar merespons secara tajam sehingga memicu penurunan harga saham yang signifikan. Bukti empiris dari Kim et al. (2011) menunjukkan bahwa tekanan kontraktual serta insentif berbasis ekuitas dapat memperbesar probabilitas terjadinya *stock price crash* melalui mekanisme penahanan informasi tersebut.

Temuan pasca-2020 semakin memperkuat hubungan antara *leverage* dan risiko kejatuhan harga saham. Berbagai studi mutakhir mengindikasikan bahwa perusahaan dengan *leverage* tinggi lebih rentan mengalami *stock price crash*, khususnya dalam lingkungan dengan ketidakpastian makroekonomi yang meningkat (Luo & Zhang, 2020; Vo et al., 2025). Menurut Chang et al. (2024) *leverage* memperbesar tekanan likuiditas dan mengurangi fleksibilitas keuangan, sehingga meningkatkan sensitivitas perusahaan terhadap guncangan eksternal. Kondisi ini pada akhirnya memperkuat insentif manajerial untuk menunda pengungkapan informasi negatif, yang kemudian berpotensi dilepaskan secara bersamaan dan memicu koreksi harga saham secara drastis.

H₂ : *Leverage* berpengaruh positif terhadap *stock price crash risk*.

Ketidakpastian kebijakan ekonomi global membuat kebijakan fiskal, moneter, dan perdagangan internasional kurang jelas. Hal ini meningkatkan risiko berita negatif di pasar modal. Dalam situasi seperti ini, manajer perusahaan

menghadapi tekanan besar untuk menjaga harga saham tetap stabil dan mempertahankan kepercayaan investor. Oleh karena itu, mereka memiliki alasan kuat untuk menunda pengungkapan berita buruk. Perilaku ini membuat perbedaan informasi antara manajemen dan investor semakin besar. Akibatnya, kemungkinan terjadinya penumpukan berita buruk yang dapat memicu keruntuhan harga saham ketika informasi tersebut akhirnya diketahui menjadi lebih tinggi (Baker et al., 2016; Jin & Myers, 2006).

Environmental, Social, dan Governance atau yang disingkat ESG memainkan peran penting dalam mengendalikan praktik menyembunyian berita buruk di perusahaan. ESG melakukan ini dengan meningkatkan transparansi, memperbaiki kualitas pelaporan non-keuangan, dan memperkuat sistem tata kelola perusahaan. Perusahaan yang memiliki skor ESG tinggi biasanya memiliki praktik pelaporan yang lebih komprehensif dan struktur pengawasan yang lebih kuat. Dengan demikian, perusahaan tersebut dapat membatasi ruang bagi para manajer untuk menyembunyikan berita buruk atau melakukan bad news hoarding. Dalam pandangan teori agency dan asimetri informasi, praktik ESG yang baik bertindak sebagai cara untuk mengurangi risiko. Praktik ini melakukan hal ini dengan mengurangi konflik kepentingan dan meningkatkan kedisiplinan dalam mengungkapkan informasi. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh Octaviani & Utama (2022) Praktik ESG yang baik membantu mengurangi risiko dengan mengurangi konflik kepentingan dan meningkatkan disiplin pengungkapan informasi.

Dalam perspektif stakeholder theory (Freeman, 1984), perusahaan yang menerapkan ESG secara konsisten tidak hanya berorientasi pada pemegang saham, tetapi juga mempertimbangkan kepentingan kreditur, karyawan, pemerintah, dan masyarakat luas, sehingga menciptakan stabilitas hubungan jangka panjang yang dapat meredam tekanan eksternal akibat ketidakpastian global. Selain itu, berdasarkan signaling theory (Spence, 1973), pengungkapan ESG yang berkualitas tinggi berfungsi sebagai sinyal positif mengenai transparansi, integritas, dan keberlanjutan perusahaan, sehingga mengurangi kepanikan investor dan menekan probabilitas terjadinya reaksi pasar yang berlebihan terhadap berita negatif.

Bukti menunjukkan bahwa ESG memiliki peran besar dalam mengurangi risiko keuangan yang sangat besar di tengah ketidakpastian global. Sebuah penelitian oleh Broadstock et al. (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang baik memiliki harga saham yang lebih stabil selama masa-masa sulit, termasuk pandemi COVID-19. Penelitian lain oleh Fiorillo et al. (2024) serta Mashilal et al. (2024) juga menunjukkan bahwa ESG berhubungan dengan penurunan risiko kerugian besar pada harga saham, terutama pada perusahaan yang beroperasi di lingkungan ekonomi yang tidak pasti. Ini menunjukkan bahwa ESG memang memiliki dampak positif dalam menghadapi ketidakpastian global. Temuan ini mengindikasikan bahwa ESG mampu memperlemah transmisi risiko ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap kejatuhan harga saham.

H₃ : ESG memperlemah pengaruh positif *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *stock price crash risk*.

Tingginya *leverage* menggambarkan besarnya ketergantungan perusahaan pada sumber pendanaan yang berasal dari utang, sekaligus memperberat tekanan finansial yang harus dihadapi oleh pihak manajemen. Pada kondisi *leverage* yang tinggi, manajer memiliki insentif untuk menunda pengungkapan informasi negatif guna menghindari reaksi negatif pasar, pelanggaran perjanjian utang, atau penurunan reputasi perusahaan. Perilaku ini sejalan dengan *bad news hoarding hypothesis*, di mana tekanan keuangan mendorong akumulasi informasi negatif yang pada akhirnya meningkatkan risiko kejatuhan harga saham secara tiba-tiba (Jin & Myers, 2006; Kim et al., 2011).

Namun demikian, praktik ESG yang kuat, terutama pada pilar tata kelola (*governance*), dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan internal yang efektif dalam membatasi perilaku oportunistik manajemen. Tata kelola yang baik memperkuat peran dewan direksi, meningkatkan kualitas pengendalian internal, serta mendorong pengungkapan informasi yang lebih tepat waktu dan kredibel. Selain itu, pilar lingkungan dan sosial dalam ESG turut memperkuat reputasi perusahaan dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga mengurangi tekanan jangka pendek yang dihadapi manajemen dalam kondisi *leverage* tinggi (Luo et al., 2024).

Menurut stakeholder theory, perusahaan dengan komitmen ESG yang kuat berupaya menjaga keseimbangan kepentingan antara pemegang saham dan kreditur, sehingga risiko konflik akibat tekanan *leverage* dapat diminimalkan melalui mekanisme tata kelola yang lebih akuntabel dan transparan.

Sementara itu, dalam kerangka signaling theory, skor ESG yang tinggi mengirimkan sinyal kredibilitas dan kualitas manajemen kepada pasar, sehingga investor tidak langsung bereaksi negatif terhadap kondisi *leverage* tinggi karena percaya pada kapasitas perusahaan dalam mengelola risiko tersebut.

Penelitian empiris setelah tahun 2024 memberikan bukti kuat bahwa ESG mampu memperlemah hubungan antara *leverage* dan *stock price crash risk*. Luo et al. (2024) menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang tinggi menunjukkan sensitivitas yang lebih rendah terhadap risiko *leverage* dalam hal volatilitas dan penurunan harga saham ekstrem. Chu et al. (2025) serta Luo & Zhang (2020) juga menunjukkan bahwa kualitas ESG yang baik secara signifikan menurunkan kecenderungan terjadinya *stock price crash* pada perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi. Temuan ini mengindikasikan bahwa ESG berperan sebagai *buffer mechanism* yang meredam dampak negatif *leverage* terhadap stabilitas harga saham.

H₄ : ESG memperlemah pengaruh positif *leverage* terhadap *stock price crash risk*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini mengaplikasikan metode kuantitatif dengan pendekatan eksplanatori (explanatory research). Pemilihan pendekatan ini didasari oleh tujuan penelitian, yaitu menguji hubungan sebab-akibat antara ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan *leverage* terhadap *stock price crash risk*, sekaligus menguji peran ESG sebagai variabel moderasi. Melalui metode kuantitatif eksplanatori, peneliti dapat menguji hipotesis secara empiris dengan memanfaatkan teknik analisis statistik inferensial pada data panel yang bersifat numerik dan dapat diukur.

Pemilihan desain eksplanatori sejalan dengan karakter penelitian keuangan yang mengkaji hubungan antar-variabel dan menjelaskan mekanisme pengaruh berdasarkan teori yang telah mapan, seperti teori Chen et al. (2001) yaitu *bad-news hoarding* dan teori Jin & Myers (2006) yaitu *information asymmetry*, dan literatur empiris mengenai determinan crash risk (Kim et al., 2011). Selain itu, pendekatan ini juga banyak digunakan dalam penelitian yang mempelajari pengaruh ketidakpastian makroekonomi dan faktor internal perusahaan terhadap risiko pasar, sehingga relevan dengan konteks penelitian ini.

3.2 Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor Energi, Manufaktur dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Ketiga sektor ini dipilih

karena memiliki tingkat eksposur yang tinggi terhadap fluktuasi ketidakpastian kebijakan ekonomi global, ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal, serta sensitivitas terhadap dinamika pasar dan siklus ekonomi. Karakteristik tersebut menjadikan sektor-sektor ini relevan untuk menguji pengaruh ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan *leverage* terhadap *stock price crash risk* dengan ESG sebagai variabel moderasi.

Periode 2019 hingga 2023 dipilih karena rentang waktu ini merangkum ketidakpastian global secara utuh mulai dari ketenangan sebelum pandemi, guncangan COVID-19, hingga era 'Polikrisis Global' di dua tahun terakhir (Ahir et al., 2022). Ketidakpastian ini diperparah oleh memanasnya konflik Rusia dan Ukraina serta ketegangan di Timur Tengah yang membuat harga energi dan komoditas dunia melonjak tidak menentu (Fiorillo et al., 2024). Di sisi lain, tahun 2023 menjadi titik krusial di mana kebijakan suku bunga tinggi dari The Fed mencapai puncaknya, yang berdampak langsung pada membengkaknya biaya modal dan beban *leverage* perusahaan di Indonesia (Vo et al., 2025). Dengan mengambil data hingga akhir 2023, kita juga mendapatkan gambaran skor ESG yang lebih akurat dan menyeluruh seiring dengan kepatuhan emiten terhadap aturan POJK 51/2017 (OJK, 2021). Selain itu, batas waktu ini memastikan seluruh laporan tahunan dan keberlanjutan yang digunakan sudah melalui proses audit penuh, sehingga data yang dihasilkan lebih valid dibandingkan menggunakan data tahun 2024 yang saat ini masih rilis secara bertahap

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor Energi, Manufaktur dan Real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan fokus pada ketiga sektor tersebut didasarkan pada karakteristik fundamentalnya yang secara teoritis maupun empiris terbukti memiliki sensitivitas tinggi terhadap gejolak ekonomi global dan perubahan kebijakan makroekonomi. Sektor energi, misalnya, sangat dipengaruhi oleh volatilitas harga komoditas global seperti batubara, minyak, dan mineral, yang historisnya terbukti meningkatkan kerentanan terhadap *stock price crash risk* akibat tingginya eksposur terhadap ketidakpastian permintaan dan gejolak geopolitik (Chen, 2024).

Sektor manufaktur merupakan sektor padat modal yang menghadapi risiko biaya produksi, fluktuasi permintaan global, serta tekanan rantai pasok internasional. Studi Jin & Myers (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat ketergantungan operasional yang tinggi terhadap kondisi global lebih rentan menahan informasi buruk (*bad news hoarding*), sehingga potensi *crash risk* lebih tinggi. Sebaliknya, sektor real estate memiliki risiko inheren berupa *leverage* tinggi, risiko likuiditas, serta siklus properti yang sangat reaktif terhadap perubahan suku bunga dan kebijakan moneter (Chang et al., 2024). Oleh karena itu, ketiga sektor ini secara teoritis merupakan kandidat ideal untuk meneliti determinan *stock price crash risk*.

3.3.2. Sampel

Penelitian ini menggunakan metode non-probability sampling dengan teknik purposive sampling, sebagai metode dalam pengumpulan sampelnya. Pemilihan teknik ini didasari oleh pertimbangan bahwa pengambilan sampel dilaksanakan dengan mengacu pada sejumlah kriteria spesifik yang sebelumnya telah ditentukan oleh peneliti, dengan tujuan agar sampel yang diperoleh dapat merepresentasikan fenomena yang menjadi objek kajian secara tepat (Etikan et al., 2016).

Melalui penerapan teknik purposive sampling, peneliti memfokuskan objek penelitian pada perusahaan-perusahaan sektor energi, manufaktur, dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019–2023, dengan kriteria utama berupa ketersediaan laporan keuangan tahunan yang lengkap serta data ESG Score yang tersedia pada database Bloomberg. Proses seleksi ini menghasilkan 65 perusahaan dengan total 242 observasi data panel tidak seimbang (unbalanced panel) setelah dilakukan eliminasi terhadap data outlier. Pendekatan ini dilakukan agar data yang diperoleh benar-benar relevan dalam menjawab rumusan masalah terkait *stock price crash risk*.

3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Pada penelitian ini, penentuan sampel dilakukan melalui metode purposive sampling, yakni suatu teknik pemilihan sampel yang didasarkan pada pertimbangan atau kriteria spesifik yang relevan dengan tujuan penelitian. Pemilihan sampel

dilaksanakan secara cermat dan selektif dengan tujuan memastikan data yang terkumpul mampu memenuhi kebutuhan proses analisis. Berikut adalah kriteria-kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel pada penelitian ini:

Tabel 3. 1 Kriteria Sampel

No	Kriteria			Total		
				Sektor Energi	Sektor Real Estate	Sektor Manufaktur
1	Total	Observasi	Perusahaan	164	85	70
	Sektor energi, manufaktur, dan real estate di Bursa Efek Indonesia pertahun 2019-2023					
2	Perusahaan	Sektor energi,		(7)	(20)	(12)
	manufaktur, dan real estate di Bursa Efek Indonesia yang tidak mengungkapkan laporan tahunan dan laporan keberlanjutan pertahun 2019-2023					
3	Perusahaan	Sektor energi,		(145)	(46)	(24)
	manufaktur, dan real estate di Bursa Efek Indonesia yang					

tidak memiliki kelengkapan

data pengungkapan SCORE

ESG dari per tahun 2019-2023

Total Perusahaan	12	19	34
Total Populasi 65 x 5	325		
Data Tidak Tersedia	(83)		
Total Observasi	242		

Berdasarkan proses seleksi sampel di atas, diperoleh sebanyak 65 perusahaan dengan total 242 observasi selama periode 2019–2023. Data panel dalam penelitian ini bersifat tidak seimbang (*unbalanced panel*) karena tidak semua perusahaan memiliki kelengkapan data pada setiap tahun pengamatan. Kondisi *unbalanced panel* terjadi akibat beberapa perusahaan yang baru terdaftar di BEI di tengah periode pengamatan, delisting, atau tidak memiliki data ESG yang lengkap pada tahun-tahun tertentu, sehingga jumlah observasi aktual sebesar 242 lebih kecil dari jumlah maksimum yang seharusnya diperoleh apabila panel bersifat seimbang yaitu sebesar 325 observasi ($65 \text{ perusahaan} \times 5 \text{ tahun}$). Kondisi *unbalanced panel* yang terjadi dalam penelitian ini terjadi karena ketidaklengkapan data yang ada bersifat eksogen atau *missing at random*. Sebagian observasi yang tidak tersedia semata-mata berakar dari keterbatasan ketersediaan data ESG serta dinamika status pencatatan perusahaan di BEI, bukan dipengaruhi oleh nilai variabel dependen itu sendiri, sehingga estimasi yang dihasilkan tetap bebas dari bias sistematis (Baltagi, 2013). Penggunaan *unbalanced panel* dengan karakteristik ketidaklengkapan data eksogen serupa juga ditemukan pada penelitian Tyas & Januarti, (2023), di mana

dari 102 observasi populasi ($34 \text{ unit kerja} \times 3 \text{ tahun}$), hanya 100 observasi yang dapat diolah dengan EViews 9 karena salah satu unit kerja baru beroperasi di tengah periode penelitian. Kondisi ini menegaskan bahwa ketidaklengkapan data akibat faktor eksternal di luar nilai variabel itu sendiri merupakan fenomena yang lazim dan dapat diakomodasi dengan baik dalam pendekatan *unbalanced panel*.

3.5 Data dan Sampel Data

Mengacu pada kriteria-kriteria yang telah ditetapkan, diperoleh sebanyak 65 perusahaan di Indonesia yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian. Penelitian ini tergolong ke dalam jenis penelitian kuantitatif, di mana data yang diolah berbentuk data numerik dan dianalisis dengan pendekatan statistik. Sumber data yang digunakan berasal dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, serta dilengkapi dengan data yang diperoleh dari database Bloomberg. Adapun jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang telah tersedia karena sebelumnya telah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain. Jenis data yang digunakan meliputi:

Jenis Data	Variabel	Sumber
Data makro	<i>Global Economic Policy Uncertainty</i> (GEPU)	<i>policyuncertainty.com</i>
Data keuangan	<i>Leverage</i>	Laporan keuangan BEI

Jenis Data	Variabel	Sumber
Data harga saham	<i>Stock Price Crash Risk</i>	<i>Yahoo Finance</i>
Data ESG	Skor ESG	<i>Bloomberg</i>

3.6 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan dokumentasi yang diperoleh dari berbagai sumber resmi dan terverifikasi. Penggunaan data sekunder merupakan pendekatan yang lazim dalam penelitian keuangan dan pasar modal karena sifat variabel yang digunakan seperti harga saham, laporan keuangan, skor ESG, dan indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi global yang telah dipublikasikan secara periodik oleh lembaga resmi dan memiliki standar metodologis yang ketat (Wooldridge, 2016; Baltagi, 2008). Teknik pengumpulan data pada penelitian ini terdiri atas beberapa tahapan sistematis meliputi: identifikasi sumber data, verifikasi kelengkapan dan konsistensi data, proses ekstraksi data, serta penyiapan data untuk analisis statistik.

3.7 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel diperlukan guna memberikan batasan yang tegas terhadap konsep-konsep yang dipakai dalam penelitian, sekaligus menjelaskan cara pengukurannya secara empiris. Masing-masing variabel dalam penelitian ini diuraikan dengan merujuk pada landasan teori serta studi-studi

terdahulu yang relevan, sehingga proses pengukuran yang dilakukan memiliki validitas dari sisi konsep maupun konsistensi dari sisi metodologi.

Terdapat empat variabel yang dilibatkan dalam penelitian ini, yaitu satu variabel dependen, dua variabel independen, dan satu variabel moderasi. Untuk mengukur variabel dependen, yakni *stock price crash risk*, digunakan proksi berupa Negative Conditional Skewness (NCSKEW). Di sisi lain, dua variabel independen yang dilibatkan masing-masing diukur dengan cara berbeda, ketidakpastian kebijakan ekonomi global diukur melalui indeks *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU), sedangkan *leverage* diukur dari perbandingan antara total liabilitas dengan total aset perusahaan. Adapun variabel moderasi, yakni *Environmental, Social, and Governance* (ESG), diukur dengan menggunakan ESG Disclosure Score sebagai indikatornya.

Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Indikator	Sumber
<i>Stock Price Crash Risk</i> (SPCR)	<i>Stock Price Crash Risk</i> adalah probabilitas terjadinya penurunan harga saham secara drastis dan mendadak. Dalam penelitian ini, SPCR diukur	Negative Conditional Skewness (NCSKEW) $NCSKEW_{\{i,t\}} = \frac{\left[n(n-1)\binom{3}{2} R_{\{i,t\}}^3 \right]}{\left[(n-1)(n-2)(\sum R_{\{i,t\}}^2)^{\binom{3}{2}} \right]}$	Kim et al. (2011)

Variabel	Definisi	Indikator	Sumber
	menggunakan NCSKEW (Negative Coefficient of Skewness).		
Global Economy Policy Uncertainty	GEPU adalah indeks yang mengukur tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi global yang bersumber dari berita media, perubahan peraturan pajak, dan perbedaan proyeksi ekonomi.	Indeks <i>Global Economic Policy Uncertainty</i> (GEPU)	(Baker et al., 2016)
<i>Leverage</i>	<i>Leverage</i> menggambarkan seberapa besar ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan yang bersumber dari utang jika dibandingkan	Total Liabilities / Total Assets	(Allen et al., 2011).

Variabel	Definisi	Indikator	Sumber
	dengan ekuitas yang dimilikinya.		
<i>Environ mental, Social, and Governance (ESG)</i>	ESG adalah ukuran kinerja non-keuangan perusahaan yang merefleksikan transparansi, akuntabilitas, dan komitmen terhadap keberlanjutan.	ESG Disclosure Score	Bloomberg ESG Database

3.8 Analisis Data

Analisis data dilakukan untuk membuat data lebih mudah dipahami dan ditafsirkan. Penelitian ini mengaplikasikan pendekatan gabungan, yaitu analisis regresi data panel tidak seimbang (unbalanced panel) serta analisis deskriptif kuantitatif. Proses pengolahan datanya dibantu dengan perangkat lunak EViews 12 dan Microsoft Excel.

3.8.1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif mewakili metodologi statistik yang digunakan untuk menganalisis dan mengartikulasikan data secara sistematis yang telah dikumpulkan secara objektif, tanpa tujuan generalisasi atau perumusan kesimpulan yang berlaku

secara universal (Sugiyono, 2020). Dalam penelitian ini, statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan rata-rata, median, mode, nilai minimum, nilai maksimum, serta standar deviasi untuk masing-masing variabel yang diteliti., yaitu Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Global (GEPU), *Leverage*, *Stock Price Crash Risk*, dan Pengungkapan ESG.

3.8.2. Analisis Pemilihan Model

Menentukan model yang paling sesuai merupakan langkah krusial yang turut menentukan tingkat validitas dan reliabilitas dari hasil penelitian. Terdapat tiga pilihan pendekatan yang digunakan dalam menganalisis pemilihan model regresi data panel, yakni *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Ketiga pendekatan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut..

1. Uji Chow

Prosedur Uji Chow dalam praktik ekonometrika juga dikenal sebagai pengujian F-statistik, dirancang untuk memilih spesifikasi model yang paling sesuai ketika menganalisis data berpanel, yakni antara pendekatan *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) (Widarjono, 2016). Interpretasi hasil pengujian didasarkan pada besaran p-value: apabila p-value < 0,05, maka *Fixed Effect Model* merupakan pilihan yang lebih tepat untuk dataset yang sedang dikaji; sebaliknya, ketika p-value > 0,05, *Common Effect Model* dinilai sebagai spesifikasi yang lebih layak diterapkan. Kerangka

pengujian ini dibangun atas rangkaian hipotesis statistik yang akan dijelaskan berikut ini:

H0 = Model mengikuti pendekatan efek umum (*common effect*)

H1 = Model mengikuti pendekatan efek tetap (*fixed effect*)

2. Uji Hausman

Untuk memastikan pemilihan yang tepat antara *fixed effect model* dan *random effect model*, evaluasi empiris dilakukan dengan menggunakan Tes Hausman (Widarjono, 2016). Jika hasil evaluasi ini menghasilkan nilai probabilitas yang kurang dari 0,05, model yang dianggap paling tepat adalah *fixed effect model*. Sebaliknya, jika nilai probabilitas yang dihasilkan melebihi 0,05, maka model yang dianggap lebih cocok untuk aplikasi adalah *random effect model*. Hipotesis yang terkait dengan tes ini diartikulasikan sebagai berikut:

H0 = Model efek acak (*random effect*) yang digunakan

H1 = Model efek tetap (*fixed effect*) yang digunakan

3. Uji Lagrange Multiplier

Dalam konteks metodologi estimasi data panel, prosedur Uji Lagrange Multiplier beroperasi dengan dimensi fungsional yang saling melengkapi. Dimensi ini mencakup kemampuan pengujian ini untuk menentukan spesifikasi model terbaik di antara dua alternatif yaitu *Common Effect Model* dan *Random*

Effect Model dengan dipilih yang paling sesuai dengan karakteristik data yang sedang dianalisis. Mekanisme pengujian dibangun berdasarkan evaluasi nilai probabilitas: ketika p-value kurang dari 0,05, *Random Effect Model* dinilai sebagai spesifikasi yang lebih sesuai; sebaliknya, ketika p-value lebih besar dari 0,05, *Common Effect Model* menjadi pilihan yang lebih tepat. Pengujian ini didukung oleh rangkaian hipotesis statistik yang akan dijelaskan pada bagian berikutnya:

H_0 = Model efek umum (dipilihlah model *common effect*)

H_1 = Model efek acak (dipilihlah model *random effect*)

3.8.3. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk memastikan apakah residu dalam model regresi menunjukkan distribusi normal. Model regresi yang efektif harus menunjukkan residu yang terdistribusi normal, karena kondisi ini berperan penting dalam menjaga integritas hasil estimasi parameter. Penilaian normalitas dapat direpresentasikan secara visual melalui Plot P-P Normal, yang memerlukan pemeriksaan susunan titik residual dalam kaitannya dengan garis diagonal. Jika titik-titik sejajar dengan lintasan garis diagonal, dapat disimpulkan bahwa residu terdistribusi secara normal. Dalam hubungannya dengan metode grafis, normalitas residu juga menjadi sasaran evaluasi statistik melalui uji Jarque-Bera (JB). Residu dianggap terdistribusi normal ketika nilai

probabilitas melebihi 0,05, sedangkan nilai probabilitas yang jatuh di bawah 0,05 menandakan penyimpangan dari distribusi normal.

b. Uji Multikolinieritas

Tujuan pengujian multikolinearitas adalah untuk mengidentifikasi ada atau tidak adanya hubungan linier yang signifikan antara variabel independen dalam model regresi. Ketika indikasi multikolinearitas terwujud, ketepatan estimasi koefisien regresi dapat dikompromikan, mengingat saling ketergantungan di antara variabel independen. Biasanya, dua indikator digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas, yaitu Variance Inflation Factor (VIF) dan nilai Toleransi. Model regresi dianggap bebas dari masalah multikolinearitas ketika nilai VIF-nya tidak melebihi 10, sedangkan nilai Toleransi tetap di atas 0,1 (Mardiatmoko, 2020).

c. Uji heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengevaluasi apakah varians residual pada model regresi bersifat konstan atau mengalami perbedaan di antara setiap pengamatan. Dalam model regresi yang baik, residual diharapkan memiliki varians yang sama pada seluruh observasi (homoskedastisitas). Dalam studi ini, pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode Glejser, yang melibatkan regresi nilai absolut residu terhadap setiap variabel independen. Hasil tes kemudian ditafsirkan berdasarkan nilai signifikansinya, di mana nilai signifikansi melebihi 0,05 menunjukkan tidak adanya heteroskedastisitas dalam model. Sebaliknya, ketika nilai signifikansi di bawah

0,05, dapat disimpulkan bahwa model menunjukkan indikasi heteroskedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan guna mengetahui ada tidaknya hubungan antara residual pada periode tertentu dengan residual pada periode sebelumnya. Permasalahan autokorelasi biasanya muncul pada rangkaian data waktu dan dapat mengurangi efisiensi hasil estimasi. Akibatnya, model regresi yang ideal tidak mengandung gejala autokorelasi. Studi ini menggunakan uji Durbin–Watson (DW) untuk mendeteksi autokorelasi. Adanya korelasi serial pada residual ditentukan oleh nilai statistik DW (Mardiatmoko, 2020).

3.8.4. Uji Hipotesis

Proses pengambilan keputusan dilakukan melalui analisis regresi data panel yang melibatkan Uji Koefisiensi Determinasi serta Uji Parsial.

a. Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Uji koefisien determinasi dilakukan untuk mengukur seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen di dalam model regresi. Nilai koefisien determinasi (R^2) berada pada rentang 0 hingga 1. Nilai yang mendekati 0 menunjukkan bahwa variabel independen hanya mampu menjelaskan sebagian kecil variasi variabel dependen, sedangkan nilai yang mendekati 1 mengindikasikan bahwa model memiliki daya jelas yang kuat. Dalam praktiknya, nilai R^2 pada data cross-section cenderung lebih rendah karena tingginya perbedaan

karakteristik antar unit observasi. Sebaliknya, pada data time series nilai R^2 sering kali lebih tinggi karena pola pergerakan data yang relatif lebih stabil dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan Adjusted R^2 untuk memberikan ukuran yang lebih akurat dengan mempertimbangkan jumlah variabel dalam model.

b. Uji T

Pengujian T (T-test) merupakan mekanisme inferensial untuk mengevaluasi apakah setiap individual variabel penjelas (regressors) memiliki pengaruh yang bermakna terhadap variabel yang dijelaskan (*dependent variable*) pada basis individual atau parsial, bukan secara kolektif. Melalui prosedur pengujian ini, Uji T dapat mengidentifikasi kontribusi substantif dari masing-masing predictor variable dalam model spesifikasi. Interpretasi hasil pengujian dikonversi dari probability value (p-value) yang dibandingkan dengan taraf signifikan level 0,05 (5%). Ketika $p\text{-value} < 0,05$, hal ini mengindikasikan bahwa variabel independen tersebut memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel dependen. Sebaliknya, ketika $p\text{-value} > 0,05$, variabel independen tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap variabel dependen.

3.8.5. Uji Moderated Regression Analysis

Moderated Regression Analysis (MRA) adalah suatu varian khusus dari analisis regresi linear berganda yang memuat unsur interaksi antar variabel di dalamnya (Rahadi & Farid, 2021). Variabel moderasi berperan sebagai variabel

yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen (Hardani, 2020). Analisis Regresi moderasi digunakan untuk mengevaluasi sejauh mana variabel ESG Score mempengaruhi pengaruh Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Global dan *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk*. Dibentuk perumusan persamaan uji MRA yang digunakan dalam penelitian ini.

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{GEPU} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{ESG} + \beta_4 \text{GEPU} * \text{ESG} + \beta_5 \text{LEV} * \text{ESG} + e$$

Keterangan :

Y = *Stock Price Crash Risk*

GEPU = *Global Economic Policy Uncertainty*

LEV = *Leverage*

ESG = *Environmental, Social, and Governance Score*

GEPU*ESG = Interaksi *Global Economic Policy Uncertainty* dengan *ESG Score*

LEV*ESG = Interaksi *Leverage* dengan *ESG Score*

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

e = Residual

BAB IV

PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Penelitian

Penelitian ini menggunakan data panel tidak seimbang (unbalanced panel) yang mencakup perusahaan sektor energi, manufaktur, dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019–2023. Berdasarkan proses seleksi sampel menggunakan teknik purposive sampling, diperoleh sebanyak 65 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria yang telah ditetapkan, meliputi ketersediaan laporan keuangan tahunan, laporan keberlanjutan, serta kelengkapan data ESG Disclosure Score dari Bloomberg. Total observasi yang diperoleh adalah sebanyak 245 observasi, lebih kecil dari jumlah maksimum panel seimbang yang seharusnya sebesar 325 observasi ($65 \text{ perusahaan} \times 5 \text{ tahun}$), karena tidak semua perusahaan memiliki kelengkapan data pada setiap tahun pengamatan.

Dari keseluruhan 65 perusahaan sampel, sektor manufaktur mendominasi dengan 34 perusahaan, diikuti oleh sektor real estate dengan 19 perusahaan, dan sektor energi sebanyak 12 perusahaan. Distribusi tersebut mencerminkan tingkat kematangan pengungkapan ESG yang berbeda-beda antar sektor, di mana sektor manufaktur dan energi umumnya memiliki tekanan lebih besar dari pemangku kepentingan untuk melaporkan kinerja keberlanjutan. Kondisi

unbalanced panel yang terjadi dalam penelitian ini disebabkan oleh beberapa faktor, antara lain perusahaan yang baru terdaftar di BEI dalam rentang periode pengamatan, perusahaan yang melakukan delisting, serta tidak tersedianya data ESG Disclosure Score secara lengkap pada tahun-tahun tertentu. Kondisi ini merupakan hal yang lazim dalam penelitian keuangan empiris dan telah diakomodasi secara otomatis oleh perangkat lunak EViews 12.

4.1.2 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4. 1 Analisis Statistik Deskriptif

Keterangan	<i>GEPU</i> (X1)	<i>Leverage</i> (X2)	<i>Stock Price Crash Risk</i> (Y)	<i>ESG Score</i> (Z)
Min.	207,8510	0,0007	-3,6248	0,5600
Max.	306,5333	1,3231	4,4361	5,8700
Mean	238,1949	0.4601	0,2307	3,1387
Std. Deviasi	30.50014	0,1828	1,1247	1.0794

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Berdasarkan tabel 4.1, dapat diambil pengertian bahwa:

1. *Stock Price Crash Risk* (SPCR) sebagai variabel dependen, yang diproksikan melalui Negative Conditional Skewness (NCSKEW), memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 0,2307, standar deviasi sebesar 1,1247, nilai terendah -3,6248, serta nilai tertinggi 4,4361. Rentang yang lebar antara nilai terendah dan tertinggi tersebut mengindikasikan tingginya keragaman tingkat *crash risk* di antara perusahaan-perusahaan sampel sepanjang periode penelitian. Di samping itu, besarnya standar deviasi yang

melebihi nilai rata-ratanya menandakan bahwa sebaran data SPCR cukup luas, sehingga mencerminkan perbedaan yang signifikan dalam tingkat risiko penurunan harga saham antarperusahaan yang menjadi sampel.

2. Variabel *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 238,1949, standar deviasi 30,50014, nilai minimum 207,8510, dan nilai maksimum 306,5333. Temuan ini mengindikasikan bahwa sepanjang periode penelitian, ketidakpastian kebijakan ekonomi global berada pada tingkat yang cenderung tinggi dan berfluktuasi, yang selaras dengan berbagai gejala global seperti pandemi COVID-19 maupun memanasnya ketegangan geopolitik. Adapun nilai standar deviasi sebesar 30,50014 mencerminkan variasi yang relatif kecil, mengingat angka GEPU bersifat sama untuk seluruh perusahaan pada tahun yang sama.
3. Variabel *Leverage* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,4601, standar deviasi 0,1828, nilai minimum 0,0007, dan nilai maksimum 1,3231. Temuan ini mencerminkan bahwa secara keseluruhan, perusahaan-perusahaan sampel memanfaatkan utang dalam proporsi yang tergolong moderat sebagai sumber pendanaan, walaupun ditemukan pula perusahaan dengan tingkat utang yang melampaui total asetnya, yang dapat mengindikasikan adanya tekanan finansial. Nilai standar deviasi yang relatif kecil dibandingkan rata-ratanya menunjukkan bahwa variasi tingkat *leverage* antarperusahaan tidak terlampau besar.
4. ESG Score sebagai variabel moderasi memiliki nilai rata-rata sebesar 3,13897, standar deviasi 1,07945, nilai minimum 0,5600, dan nilai

maksimum 5,8700. Rentang yang cukup besar antara nilai minimum dan maksimum ini menunjukkan adanya kesenjangan yang nyata dalam tingkat adopsi maupun pengungkapan praktik keberlanjutan di antara perusahaan sampel pada ketiga sektor yang diteliti. Hal ini mengisyaratkan bahwa komitmen terhadap aspek ESG di kalangan emiten Bursa Efek Indonesia masih belum merata sepanjang periode pengamatan.

4.1.3 Analisis Pemilihan Model

4.1.3.1. Uji Chow

Penentuan model estimasi yang paling sesuai antara Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM) dilakukan melalui pengujian Chow. Dalam pengujian ini, hipotesis nol (H_0) menyatakan bahwa Common Effect Model merupakan model yang lebih tepat digunakan, sementara hipotesis alternatif (H_1) menyatakan bahwa Fixed Effect Model lebih sesuai untuk diterapkan. Penolakan terhadap H_0 dilakukan apabila nilai probabilitas yang diperoleh berada di bawah taraf signifikansi $\alpha = 0,05$. Adapun hasil dari pengujian tersebut disajikan secara lengkap pada Tabel 4.2

Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow

Effect Test	Statistik	Prob.
Cross-section Chi-square	109.966682	0.0003

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Berdasarkan temuan yang diperoleh dari uji Chow yang disajikan pada tabel sebelumnya, diperoleh nilai statistik penampang Chi-square 109.966682, disertai dengan nilai probabilitas 0,0003. Nilai probabilitas ini terletak di bawah ambang signifikansi yang ditetapkan $\alpha = 0,05$ ($0,0003 < 0,05$), sehingga mengarah pada penolakan hipotesis nol (H_0). Akibatnya, dengan hipotesis nol yang ditolak, dapat disimpulkan bahwa model yang dianggap lebih tepat untuk pemanfaatan dalam penyelidikan ini adalah *fixed effect model*, daripada *common effect model*. Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan dalam karakteristik antar perusahaan (efek individu) dalam model regresi data panel, sehingga membuat asumsi intersep seragam di semua unit pengamatan (efek umum) tidak cocok untuk diterapkan dalam analisis ini. Mengingat bahwa *fixed effect model* dipilih pada fase Uji Chow, pemeriksaan dilanjutkan dengan Tes Hausman untuk memastikan model mana yang lebih cocok antara *fixed effect model* dan *random effect model*.

4.1.3.2. Uji Hausman

Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Prob.
Cross-section random	23.689330	0.0002

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Uji Hausman diterapkan untuk menentukan model mana yang lebih sesuai antara Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM). Dari hasil pengujian, diperoleh nilai statistik Chi-Square sebesar 23,689 dengan

probabilitas sebesar 0,0002, yang juga berada di bawah taraf signifikansi $\alpha = 0,05$. Atas dasar tersebut, H_0 dinyatakan ditolak, yang mengindikasikan bahwa *Fixed Effect Model* lebih tepat digunakan dibandingkan Random Effect Model dalam konteks penelitian ini. Dengan demikian, analisis regresi yang dilakukan sepanjang penelitian ini sebagian besar dibingkai dalam paradigma *Fixed Effect Model*.

4.1.4 Uji Asumsi Klasik

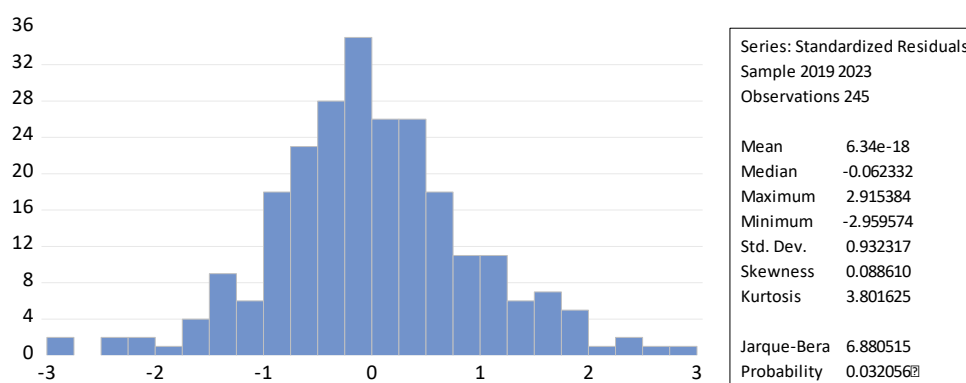
Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi yang terbentuk memenuhi syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Dengan model yang terpilih dalam penelitian ini adalah Fixed Effect Model yang menggunakan pendekatan Ordinary Least Squared (OLS), sehingga uji asumsi klasik yang diwajibkan meliputi uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas (Riswan & Dunan, 2019). Meskipun demikian, uji normalitas tetap dilakukan pada penelitian ini dengan tujuan untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai kualitas model estimasi yang terbentuk.

4.1.4.1. Uji Normalitas

Pengujian normalitas dimaksudkan untuk menguji apakah residual dalam model regresi telah mengikuti pola distribusi normal. Pengujian ini dilaksanakan dengan memanfaatkan uji statistik Jarque-Bera (JB), sebuah metode yang lazim diterapkan dalam analisis data panel melalui perangkat lunak EViews. Keputusan dalam pengujian ini diambil dengan mengacu pada

nilai probabilitas Jarque-Bera: apabila nilai tersebut berada di bawah 0,05, residual dinyatakan tidak mengikuti distribusi normal, sedangkan apabila nilainya melebihi 0,05, residual dapat disimpulkan terdistribusi secara normal.

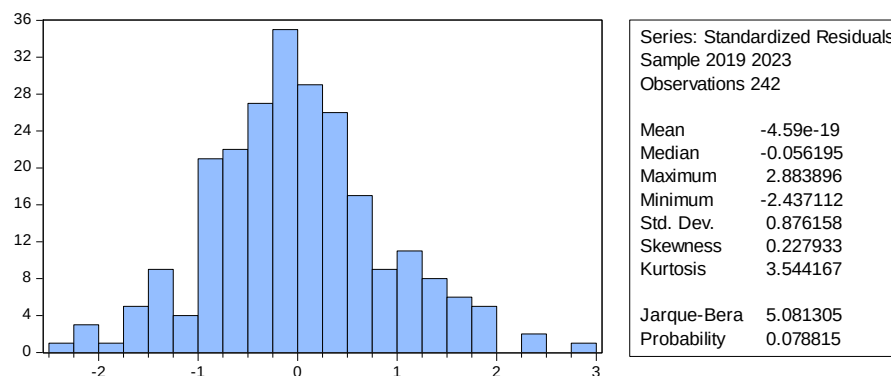
Gambar 4. 1 Hasil Uji Normalitas



Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Sebelum dilakukan penghapusan outlier, hasil pengujian normalitas sebagaimana ditampilkan pada Gambar 4.1 menunjukkan nilai Jarque-Bera sebesar 6,8805 dengan probabilitas 0,0321, yang mengindikasikan bahwa residual model belum sepenuhnya mengikuti distribusi normal. Kondisi ini mengisyaratkan adanya observasi-observasi ekstrem yang turut memengaruhi pola distribusi residual tersebut. Oleh sebab itu, identifikasi dan penghapusan terhadap data outlier perlu dilakukan. Pada tahap eliminasi ini, sebanyak tiga observasi dikeluarkan dari total 245 observasi yang sebelumnya digunakan dalam analisis.

Gambar 4. 2 Hasil Uji Normalitas (Setelah Penghapusan Outlier)



Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Setelah proses penghapusan outlier dilakukan, hasil pengujian normalitas yang tersaji pada Gambar 4.2 menunjukkan nilai Jarque-Bera sebesar 5,081 dengan probabilitas 0,079, yang berada di atas taraf signifikansi $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, H_0 gagal ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa residual model telah terdistribusi secara normal.

4.1.4.2. Uji Multikolinearitas

Tabel 4. 4 Hasil Uji Multikolinieritas

	X1	X2
X1	1	0,046749
X2	0,046749	1

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Diketahui bahwa *Global Economic Policy Uncertainty* (X1) dan *leverage* (X2) memiliki nilai korelasi sebesar 0,046749, seperti yang ditunjukkan oleh hasil uji multikolinearitas yang ditunjukkan pada Tabel 4.2. Nilai ini jauh di

bawah batas umum untuk multikolinearitas, yaitu 0,80. Jika nilai korelasi antar variabel independen di bawah 0,80, model regresi tidak menunjukkan multikolinearitas (Gujarati, 2004). Akibatnya, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan antar variabel independen sangat rendah. Namun, dalam matriks korelasi, nilai korelasi masing-masing variabel terhadap dirinya sendiri sebesar 1 adalah normal karena menunjukkan hubungan sempurna pada variabel yang sama. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa masalah multikolinearitas tidak terjadi pada model regresi yang digunakan dalam penelitian ini, sehingga variabel *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) dan *Leverage* layak digunakan secara bersama-sama dalam model regresi tanpa menimbulkan distorsi terhadap hasil estimasi penelitian.

4.1.4.3. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4. 5 Hasil Uji Heterokedastisitas

Variable	Prob.
C	0.0729
GEPU	0.4227
LEV	0.1930
ESG	0.2398
GEPU_ESG	0.7301
LEV_ESG	0.0547

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Metode Glejser digunakan dalam pelaksanaan diagnostik heteroskedastisitas, di mana nilai absolut residu (RESID) didefinisikan ulang sebagai variabel dependen, sedangkan semua variabel penjelas dalam model diperlakukan sebagai variabel independen. Kriteria pengambilan keputusan

menetapkan bahwa jika nilai probabilitas variabel independen dicatat kurang dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa model menunjukkan tanda-tanda heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil uji Glejser dengan 242 observasi, seluruh variabel independen utama menunjukkan nilai probabilitas di atas 0,05, yaitu GEPU sebesar 0,4227; *Leverage* sebesar 0,1930; ESG sebesar 0,2398; GEPU_ESG sebesar 0,7301; dan LEV_ESG sebesar 0,0547. Tidak satupun variabel penjelas yang secara statistik signifikan memengaruhi nilai absolut residual model. Dengan demikian, H0 gagal ditolak. Tidak satupun variabel independen, baik variabel utama maupun variabel interaksi, yang secara statistik signifikan memengaruhi nilai absolut residual model. Hasil ini mengindikasikan bahwa varians residual bersifat homoskedastis, atau dengan kata lain, konstan di sepanjang observasi yang ada, sehingga model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Gujarati & Porter, 2009).

4.1.5 Uji Hipotesis

4.1.5.1 Uji Koefisiensi Determinasi

Tabel 4. 6 Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.393132
Adjusted R-squared	0.149680

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Berdasarkan data pada Tabel 4.6, diketahui bahwa nilai Adjusted R-squared mencapai angka 0,1497, yang setara dengan 14,97%. Temuan ini memperlihatkan bahwa setelah memperhitungkan banyaknya variabel independen yang tercakup dalam model, kombinasi antara GEPU, *Leverage*, ESG, serta variabel interaksi di antaranya secara bersama-sama sanggup menerangkan 14,97% dari keragaman SPCR. Adapun sisa proporsi sebesar 85,03% lainnya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang berada di luar model penelitian ini.

Hasil ini menunjukkan bahwa *stock price crash risk* tidak hanya dipengaruhi oleh faktor ketidakpastian kebijakan ekonomi global dan *leverage*, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian seperti profitabilitas, earnings management, kualitas audit, maupun faktor makroekonomi lainnya.

Menurut Ghozali (2009), koefisien *Adjusted R-squared* memberikan ukuran kemampuan penjelas model yang lebih konservatif dan dapat diandalkan, khususnya pada model yang melibatkan banyak variabel independen seperti dalam penelitian ini. Selain itu, hal ini sejalan dengan Gujarati (2004) yang menyatakan bahwa nilai adjusted R² lebih baik digunakan dalam model regresi berganda karena telah mempertimbangkan jumlah variabel independen dalam model penelitian.

4.1.5.2. Uji T

Tabel 4. 7 Hasil Uji T

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.792438	2.100016	-1.805909	0.0727
GEPU	0.015921	0.006977	2.281787	0.0237
LEV	0.869825	1.965946	0.442446	0.6587

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Uji parsial (uji t) dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui sejauh mana masing-masing variabel independen memengaruhi variabel dependen secara individual, dengan mengasumsikan variabel-variabel lainnya berada dalam kondisi konstan. Adapun kriteria pengambilan keputusannya adalah H_0 akan ditolak apabila nilai probabilitas yang diperoleh kurang dari 0,05 ($\alpha = 5\%$). Berdasarkan Tabel 4.7, pengaruh GEPU terhadap *stock price crash risk* menunjukkan arah positif dengan koefisien 0.015921 dan tingkat signifikansi 0.0237. Dengan demikian, H1 terdukung, yang menegaskan bahwa guncangan kebijakan ekonomi global merupakan determinan penting bagi stabilitas harga saham di Indonesia. Secara teoretis, tingginya indeks ketidakpastian global memperlemah efisiensi informasi di pasar; investor cenderung merespons berita buruk secara kolektif dan mendadak (panik), yang pada akhirnya meningkatkan probabilitas kejatuhan harga saham secara drastis pada perusahaan-perusahaan sampel selama periode pengamatan.

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.7, variabel *Leverage* menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.869825 dengan tingkat probabilitas 0.6587. Mengingat nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 ($0.6587 > 0,05$), maka H2 dinyatakan tidak terdukung. Hasil ini menunjukkan bahwa

Leverage tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap *Stock Price Crash Risk* pada perusahaan sampel. Meskipun arah koefisien bernilai positif sesuai arah hipotesis, pengaruh tersebut tidak dapat dikonfirmasi secara statistik. Tidak signifikannya *leverage* kemungkinan disebabkan oleh beberapa faktor. Pada periode 2019–2023, dominasi guncangan eksternal seperti pandemi COVID-19 dan ketidakpastian kebijakan global mungkin lebih menentukan pergerakan harga saham dibandingkan faktor *leverage* internal perusahaan, sehingga pengaruh *leverage* terserap oleh faktor makroekonomi lainnya. Selain itu, karakteristik struktur permodalan perusahaan pada sektor energi, manufaktur, dan real estate di Indonesia yang relatif homogen turut membatasi variasi *leverage* antar perusahaan sampel, sehingga daya beda (*discriminating power*) variabel *leverage* terhadap crash risk menjadi terbatas. Dengan demikian, H2 tidak terdukung dalam penelitian ini. Temuan ini berbeda dengan hasil Chu et al. (2025) dan Kim et al. (2011), namun sejalan dengan Octaviani & Utama (2022) yang juga tidak menemukan pengaruh signifikan *leverage* terhadap *crash risk* pada konteks pasar Indonesia.

4.1.5.3. Uji Moderated Regression Analysis

Tabel 4. 8 Hasil Uji Moderated Regression Analysis (MRA)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.792438	2.100016	-1.805909	0.0727
GEPU	0.015921	0.006977	2.281787	0.0237
LEV	0.869825	1.965946	0.442446	0.6587
ESG	1.411854	0.621628	2.271219	0.0244
GEPU_ESG	-0.005636	0.002143	-2.630042	0.0093
LEV_ESG	-0.270256	0.553107	-0.488614	0.6257

Sumber: Data diolah peneliti, 2026

Berdasarkan hasil analisis Moderated Regression Analysis (MRA) yang diestimasi melalui *Fixed Effect Model*, sebagaimana disajikan pada Tabel 4.8, ditemukan bahwa kedua variabel interaksi menunjukkan pola pengaruh yang berbeda. Pada variabel interaksi GEPU_ESG, terlihat adanya pengaruh yang signifikan terhadap *stock price crash risk*, dengan nilai probabilitas sebesar 0,0093, yaitu di bawah ambang $\alpha = 0,05$. Berbeda halnya dengan variabel interaksi LEV_ESG, yang tidak menunjukkan pengaruh signifikan, mengingat nilai probabilitasnya mencapai 0,6257—jauh melampaui batas signifikansi yang ditetapkan. Dengan demikian, dapat dipahami bahwa ESG hanya efektif dalam memperlemah pengaruh GEPU terhadap SPCR, sementara terhadap pengaruh *Leverage* atas SPCR, peran tersebut tidak terbukti.

Lebih lanjut, pengujian efek moderasi melalui variabel interaksi memperlihatkan bahwa GEPU_ESG memiliki koefisien sebesar -0,005636 dengan probabilitas 0,0242, yang juga berada di bawah $\alpha = 0,05$. Temuan ini menegaskan bahwa ESG berperan secara signifikan dalam memoderasi hubungan antara GEPU dan SPCR. Koefisien yang bertanda negatif tersebut mengindikasikan bahwa keberadaan ESG cenderung melemahkan pengaruh positif GEPU terhadap *Stock Price Crash Risk*, dengan kata lain, semakin tinggi nilai ESG suatu perusahaan, semakin berkurang pula pengaruh GEPU terhadap risiko kejatuhan harga sahamnya. Atas dasar temuan tersebut, H3 dinyatakan terdukung dalam penelitian ini. Adapun pada variabel interaksi LEV_ESG, nilai probabilitas yang diperoleh sebesar 0,6257 tidak memenuhi kriteria signifikansi, sehingga peran ESG dalam memperlemah hubungan antara

Leverage dan *Stock Price Crash Risk* tidak terbukti, dan H4 dinyatakan tidak terdukung.

Secara keseluruhan, dari dua hipotesis moderasi yang diuji dalam model unbalanced panel ini, hanya peran moderasi ESG terhadap hubungan antara GEPU dan *Stock Price Crash Risk* yang berhasil terkonfirmasi secara statistik, sedangkan peran moderasi ESG terhadap hubungan antara *Leverage* dan *Stock Price Crash Risk* tidak terbukti signifikan.

4.2 Pembahasan

4.2.1. Pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Temuan pengujian mengonfirmasi bahwa *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) memberikan pengaruh positif sekaligus signifikan terhadap *Stock Price Crash Risk* (SPCR), dengan nilai koefisien sebesar 0,0159 dan probabilitas 0,0237. Dengan demikian, H1 dinyatakan terdukung. Hal ini bermakna bahwa semakin meningkatnya ketidakpastian kebijakan ekonomi global akan diikuti oleh semakin besarnya risiko kejatuhan harga saham pada perusahaan-perusahaan sektor energi, manufaktur, dan real estate yang tercatat di BEI.

Temuan tersebut memiliki relevansi yang kuat apabila dikaitkan dengan konteks periode pengamatan penelitian ini. Sepanjang tahun 2019–2023, indeks GEPU tercatat mengalami peningkatan tajam akibat berbagai guncangan global

yang berlangsung secara beriringan, mulai dari pandemi COVID-19, meningkatnya konflik antara Rusia dan Ukraina, hingga kebijakan pengetatan moneter yang agresif dari The Federal Reserve, yang pada gilirannya memicu ketidakpastian arah kebijakan fiskal maupun moneter di tingkat global (Ahir et al., 2022; Fiorillo et al., 2024). Rangkaian peristiwa tersebut turut memperbesar ambiguitas informasi yang harus dihadapi para investor di pasar modal Indonesia, khususnya pada tiga sektor yang dikaji dalam penelitian ini, mengingat keterkaitannya yang erat dengan arus modal internasional serta pergerakan harga komoditas global.

Apabila ditinjau dari sisi teoretis, temuan ini dapat dimaknai melalui *behavioral finance theory* yang dikemukakan oleh Pástor & Veronesi (2013). Ketika tingkat ketidakpastian kebijakan berada pada level yang tinggi, investor cenderung mengalami kesulitan dalam menafsirkan sinyal informasi secara tepat, sehingga muncul kecenderungan untuk bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) terhadap kabar negatif. Reaksi yang berlebihan ini pada gilirannya memperbesar tekanan jual di pasar serta meningkatkan kemungkinan terjadinya penurunan harga saham secara ekstrem. Selain itu, temuan ini juga sejalan dengan *bad news hoarding theory* yang dikemukakan oleh Jin & Myers (2006). Peningkatan GEPU membuat manajemen perusahaan menghadapi tekanan yang lebih besar untuk mempertahankan citra kinerja di hadapan investor maupun kreditur, sehingga manajemen cenderung menunda atau membatasi pengungkapan informasi negatif demi menghindari reaksi pasar yang merugikan dalam waktu dekat. Ketika informasi negatif yang tertahan

tersebut pada akhirnya tidak dapat lagi disembunyikan, pelepasannya akan terjadi secara serentak, sehingga memicu koreksi harga saham yang tajam dan turut mendorong peningkatan *Stock Price Crash Risk* (Baker et al., 2016).

Dari perspektif sektoral, ketiga sektor yang menjadi objek penelitian ini memiliki karakteristik yang secara inheren rentan terhadap lonjakan GEPU. Sektor energi sangat dipengaruhi oleh volatilitas harga komoditas global seperti batu bara, minyak, dan nikel yang pergerakannya sangat sensitif terhadap dinamika kebijakan ekonomi internasional (Ding et al., 2021). Sektor manufaktur menghadapi tekanan ganda berupa gangguan rantai pasok global dan penurunan permintaan ekspor yang diakibatkan oleh perlambatan ekonomi dunia. Sementara itu, sektor *real estate* sangat peka terhadap perubahan suku bunga global yang merupakan salah satu instrumen kebijakan utama yang mencerminkan tingkat ketidakpastian ekonomi (Vo et al., 2025; Chang et al., 2024). Kombinasi karakteristik sektoral ini menjadikan pengaruh GEPU terhadap *Stock Price Crash Risk* menjadi lebih kuat dan signifikan pada sampel penelitian.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Luo & Zhang (2020) yang menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap *stock price crash risk* pada perusahaan-perusahaan di China, serta konsisten dengan Vo et al. (2025) yang membuktikan bahwa ketidakpastian kebijakan sebagai bentuk spesifik ketidakpastian kebijakan secara signifikan meningkatkan *crash risk* perusahaan. Temuan ini juga

diperkuat oleh Hashmi et al. (2021) yang membuktikan bahwa GEPU berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil pasar saham Indonesia dalam jangka panjang, yang secara implisit mencerminkan meningkatnya tekanan dan risiko pada pasar modal domestik ketika ketidakpastian global meningkat.

4.2.2. Pengaruh *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Leverage* memperoleh nilai koefisien sebesar 0.6257 dengan probabilitas sebesar 0.6587 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$, hasil ini menunjukkan bahwa *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Stock Price Crash Risk* pada perusahaan sampel. Dengan demikian, H2 tidak terdukung dalam penelitian ini.

Secara teoretis, keterkaitan antara tingkat utang (*leverage*) dan risiko kejatuhan harga saham (*crash risk*) berakar pada *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976) serta *bad news hoarding hypothesis* (Jin & Myers, 2006). Beban tetap berupa bunga dan pokok utang pada perusahaan dengan *leverage* tinggi sering kali memangkas fleksibilitas finansial pihak manajemen. Tekanan inilah yang memicu dorongan kuat bagi manajemen untuk menutupi atau menunda rilis laporan kinerja yang buruk. Langkah tersebut biasanya diambil demi menghindari pelanggaran kesepakatan utang (*debt covenant*), mengamankan akses kredit, serta menjaga reputasi perusahaan di mata kreditor maupun investor. Namun, ketika tumpukan informasi negatif tersebut sudah tidak lagi bisa disembunyikan, seluruh sentimen buruk akan terlepas ke pasar

secara masif, memicu koreksi harga saham yang sangat tajam dan mendalam (Chen et al., 2001).

Meskipun fondasi teoretisnya demikian, ada beberapa argumen kontekstual yang rasional mengapa hubungan tersebut tidak terbukti secara empiris dalam riset ini. Faktor mendasar yang memengaruhi kondisi ini adalah dinamika pasar modal Indonesia sepanjang periode 2019–2023 yang dihantam oleh guncangan sistemik eksternal, yakni pandemi COVID-19. Krisis ini memicu kemerosotan harga saham secara massal di berbagai sektor, tanpa memedulikan seberapa besar porsi utang masing-masing perusahaan. Dalam situasi anomali seperti ini, sentimen pasar agregat dan variabel makroekonomi jauh lebih menentukan pergerakan harga saham ketimbang karakteristik internal perusahaan. Akibatnya, efek dari *leverage* itu sendiri menjadi bias atau tersapu (*washed out*) oleh dominasi guncangan eksternal (Baker et al., 2016).

Di sisi lain, karakteristik institusional Indonesia sebagai pasar berkembang (*emerging market*) turut memengaruhi efisiensi transmisi sinyal *leverage* ke harga saham, yang cenderung tidak seefektif di negara maju. Rendahnya tingkat efisiensi pasar (*market efficiency*) mengakibatkan informasi mengenai risiko utang tidak langsung diserap secara cepat dan akurat oleh pasar, sehingga mematikan korelasi antara *leverage* dan *crash risk* (Octaviani & Utama, 2022). Selain itu, struktur utang pada sektor energi, manufaktur, dan *real estate* di Indonesia didominasi oleh kepemilikan aset berwujud (*tangible assets*) yang bernilai tinggi sebagai jaminan. Keberadaan agunan ini membuat pihak kreditor

lebih toleran dan menerapkan aturan *covenant* yang cenderung longgar, yang pada gilirannya mengurangi tekanan bagi manajemen untuk menyembunyikan berita buruk.

Karakteristik ini menjelaskan mengapa temuan dalam riset ini berbeda dengan studi Kim et al. (2011) serta Chu et al. (2025), yang justru menemukan korelasi positif yang kuat di pasar Amerika Serikat dan China. Meski demikian, hasil penelitian ini memperkuat studi Octaviani & Utama (2022) yang juga tidak menemukan pengaruh signifikan di pasar Indonesia. Hasil ini pun selaras dengan argumentasi Pástor & Veronesi (2013) yang menyatakan bahwa ketika ketidakpastian makroekonomi sedang tinggi, faktor-faktor sistemik akan jauh lebih dominan dalam mendikte harga aset ketimbang faktor idiosinkratik internal perusahaan.

4.2.3. Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa ESG secara signifikan memperlemah hubungan antara GEPU dan SPCR dengan koefisien interaksi -0,005636 dan probabilitas 0,0093 ($0,05 > 0,0093$), sehingga H3 terdukung. ESG terbukti memperlemah pengaruh positif GEPU terhadap *Stock Price Crash Risk*, artinya perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi mampu meredam dampak peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap risiko kejatuhan harga sahamnya secara lebih efektif.

Untuk memahami mekanisme moderasi ini secara mendalam, kita perlu melihat bagaimana dimensi ESG berinteraksi dengan dinamika informasi serta perilaku investor saat menghadapi situasi yang tidak menentu. Jika ditinjau dari sudut pandang *signaling theory* (Spence, 1973), perusahaan dengan kinerja ESG yang superior secara konsisten mengirimkan sinyal yang kredibel kepada pasar mengenai komitmen mereka terhadap transparansi, tata kelola yang sehat, dan orientasi jangka panjang. Di tengah tingginya ketidakpastian, sinyal kedewasaan bisnis ini berfungsi sebagai jangkar pengaman bagi investor. Ketika GEPU meningkat dan informasi makroekonomi menjadi bias, investor pada perusahaan berperingkat ESG tinggi memiliki referensi informasi non-keuangan yang lebih kaya dan konsisten. Alhasil, kecenderungan investor untuk bereaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap sentimen negatif dapat diredam, yang pada gilirannya langsung memperkecil volatilitas ekstrem pada ekor kiri distribusi *return* saham sebagai inti dari *crash risk*.

Sudut pandang lain yang tidak kalah penting berasal dari *stakeholder theory* (Freeman, 2010). Perusahaan dengan komitmen ESG yang kuat biasanya telah memupuk hubungan yang solid dan multipihak dengan berbagai elemen, mulai dari investor institusional, kreditor, pemasok, masyarakat, hingga regulator. Saat GEPU melonjak, jaringan pemangku kepentingan yang loyal ini bertindak sebagai bantalan pelindung (*buffer*) terhadap tekanan eksternal. Investor institusional berorientasi jangka panjang yang mendominasi kepemilikan saham di perusahaan ESG tinggi cenderung tidak terjebak dalam aksi jual massal akibat panik (*panic selling*). Pengendalian stabilitas ini dikonfirmasi

oleh Fiorillo et al. (2024) dalam konteks risiko geopolitik, di mana saham-saham dengan ESG tinggi menunjukkan tingkat sensitivitas yang jauh lebih rendah terhadap guncangan eksternal.

Mekanisme perlindungan ini juga diperkuat oleh dimensi *corporate governance* yang melekat pada skor ESG. Dengan tata kelola yang baik seperti keberadaan dewan komisaris independen, komite audit yang aktif, dan sistem pengawasan internal yang ketat dan secara sistematis memangkas celah maupun insentif bagi manajemen untuk menimbun berita buruk (*bad news hoarding*). Ketika ketidakpastian global meningkat, sistem *governance* yang kokoh menciptakan tekanan institusional agar perusahaan tetap transparan dalam merilis informasi secara tepat waktu dan komprehensif. Pola ini meminimalkan risiko penumpukan informasi negatif yang menjadi pemicu utama kejatuhan harga saham (Hutton et al., 2009), karena ruang gerak manajemen untuk menyembunyikan kerugian menjadi sangat terbatas.

Lebih jauh lagi, kontribusi nyata dari komponen *environmental* (lingkungan) dan *social* (sosial) ikut memperkuat posisi perusahaan lewat jalur reputasi dan legitimasi. Perusahaan yang aktif mengelola dampak sosial dan lingkungan cenderung memiliki reputasi yang lebih kebal terhadap fluktuasi kebijakan. Di satu sisi, regulator sering kali memberikan kebijakan yang lebih akomodatif bagi perusahaan semacam ini saat kondisi makroekonomi tidak menentu. Di sisi lain, konsumen dan mitra bisnis menunjukkan loyalitas yang lebih tinggi. Kombinasi faktor-faktor inilah yang

menjaga arus kas perusahaan tetap stabil dan dapat diprediksi, sehingga memperkecil peluang munculnya kejutan finansial negatif yang berpotensi memicu *crash*.

Hasil penelitian ini selaras dan memperkuat studi dari Broadstock et al. (2021) yang menemukan ketangguhan serupa pada perusahaan ber-ESG tinggi selama gejolak pandemi COVID-19. Temuan ini juga konsisten dengan argumen Vo et al. (2025) serta Fiorillo et al. (2024) mengenai peran ESG sebagai instrumen mitigasi risiko sistemik. Secara garis besar, riset ini membawa implikasi praktis yang kuat: investasi pada kualitas ESG bukan sekadar langkah normatif demi kepatuhan regulasi, melainkan strategi manajemen risiko yang terukur dan krusial dalam menghadapi lanskap kebijakan global yang kian tidak menentu.

4.2.4. Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa ESG tidak terbukti memperlemah hubungan antara *Leverage* dan SPCR dengan probabilitas 0,6257, sehingga H4 ditolak. Tidak terbuktinya memperlemah ESG pada hubungan *leverage* dan SPCR dapat dijelaskan melalui beberapa argumentasi.

Kegagalan *ESG Score* dalam memperlemah hubungan antara *leverage* dan SPCR dapat dibedah melalui dua argumen mendasar. Aspek krusial yang pertama berkaitan dengan karakteristik *leverage* itu sendiri, yang merupakan

bentuk komitmen finansial kontraktual dan mengikat secara hukum. Walaupun praktik ESG mampu mendongkrak transparansi serta mutu pelaporan data non-keuangan, tekanan fundamental yang lahir dari beban utang tetap tidak bisa dihapus begitu saja hanya dengan mengandalkan program keberlanjutan. Di mata kreditor dan investor, tingkat utang yang tinggi akan selalu dipandang sebagai risiko keuangan utama yang penanganannya membutuhkan tindakan finansial yang nyata, bukan sekadar pemenuhan indikator sosial atau lingkungan.

Faktor penyebab lainnya berakar pada karakteristik pasar modal Indonesia yang posisinya masih berada dalam fase berkembang (*emerging market*). Pada ekosistem pasar seperti ini, tingkat kesadaran pelaku pasar terhadap peran instrumen ESG sebagai penawar risiko utang cenderung belum se-matang investor di negara maju. Kondisi tersebut menyebabkan sinyal positif yang dipancarkan oleh pencapaian ESG perusahaan belum cukup kuat untuk meredam atau mengimbangi sentimen negatif yang dibawa oleh tingginya *leverage*. Kesimpulan ini memperkuat studi dari Octaviani & Utama (2022) serta sebagian dari temuan Luo et al. (2024) yang menggarisbawahi bahwa efektivitas ESG sebagai bantalan pelindung (*buffer mechanism*) sebenarnya memiliki batasan tertentu, yang sangat dipengaruhi oleh tatanan institusional di mana pasar modal tersebut beroperasi.

BAB V

KESIMPULAN & SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji bagaimana *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) dan *Leverage* memengaruhi *Stock Price Crash Risk* (SPCR), serta apakah *ESG Score* mampu bertindak sebagai variabel moderasi. Fokus penelitian tertuju pada perusahaan sektor energi, manufaktur, dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang tahun 2019–2023. Menggunakan metode *Moderated Regression Analysis* (MRA) berbasis *Fixed Effect Model* terhadap 242 observasi *unbalanced panel*. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. Pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Global Economic Policy Uncertainty (GEPU) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Stock Price Crash Risk* (SPCR) pada perusahaan sektor energi, manufaktur, dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023, dengan nilai koefisien sebesar 0,0159 dan probabilitas 0,0237 pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, H1 terdukung. Temuan ini menjawab rumusan masalah pertama dan mengonfirmasi bahwa peningkatan ketidakpastian kebijakan ekonomi global secara nyata meningkatkan risiko kejatuhan harga saham, sejalan dengan *bad news hoarding*

theory dan *behavioral finance theory* yang menjelaskan bahwa kondisi ketidakpastian tinggi mendorong penundaan pengungkapan informasi negatif oleh manajemen serta reaksi berlebihan investor terhadap berita buruk.

2. Pengaruh *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Leverage perusahaan tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *Stock Price Crash Risk*, dengan nilai koefisien sebesar 0,8698 dan probabilitas 0,6587 yang berada di atas $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, H2 ditolak. Temuan ini menjawab rumusan masalah kedua dan mengindikasikan bahwa dalam konteks sampel penelitian ini, dominasi guncangan eksternal sistemik serta karakteristik pasar modal Indonesia sebagai *emerging market* yang belum seefisien pasar negara maju menyebabkan sinyal risiko *leverage* belum sepenuhnya terinternalisasi ke dalam pergerakan harga saham.

3. Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh GEPU terhadap *Stock Price Crash Risk*

Hasil pengujian membuktikan bahwa *Environmental, Social, and Governance* (ESG) mampu memperlemah secara signifikan pengaruh positif GEPU terhadap SPCR, dengan ditunjukkan oleh koefisien interaksi sebesar -0,005636 serta nilai probabilitas 0,0093 pada taraf signifikansi 5%. Atas dasar ini, H3 dinyatakan terdukung. Temuan tersebut sekaligus menjawab rumusan masalah ketiga dan mengonfirmasi bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih unggul memiliki kapasitas yang lebih besar dalam meredam pengaruh

ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap risiko kejatuhan harga sahamnya. Dengan demikian, ESG dapat dimaknai sebagai mekanisme pelindung (buffer mechanism) yang efektif dalam menghadapi risiko sistemik yang berasal dari luar perusahaan.

4. Peran ESG dalam Memperlemah Pengaruh *Leverage* terhadap *Stock Price Crash Risk*

Environmental, Social, and Governance (ESG) tidak terbukti melemahkan pengaruh *Leverage* terhadap SPCR, dengan koefisien interaksi sebesar -0,2703 dan probabilitas 0,6257 yang berada di atas $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, H4 ditolak. Temuan ini menjawab rumusan masalah keempat dan mengindikasikan bahwa peran ESG sebagai peredam risiko tidak bersifat universal, melainkan terbatas pada risiko yang bersumber dari ketidakpastian eksternal, serta belum mampu mengimbangi tekanan finansial yang bersifat kontraktual dari *leverage* perusahaan dalam konteks pasar modal Indonesia.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, terdapat beberapa saran yang dapat diberikan kepada berbagai pihak:

1. Bagi Investor

Temuan penelitian ini memberikan implikasi praktis yang signifikan dalam proses pengambilan keputusan investasi, khususnya pada saham-saham di sektor energi, manufaktur, dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia. Investor disarankan menjadikan indeks *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) sebagai indikator peringatan dini (*early warning signal*) dalam manajemen risiko portofolio, mengingat penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa peningkatan GEPU secara signifikan meningkatkan *stock price crash risk* pada ketiga sektor tersebut. Pada periode lonjakan GEPU yang tinggi, seperti pandemi COVID-19 dan eskalasi konflik geopolitik global, investor disarankan meningkatkan kewaspadaan dan menyesuaikan alokasi aset secara proaktif guna meminimalkan eksposur terhadap risiko penurunan harga saham yang ekstrem. investor disarankan mengintegrasikan *ESG Disclosure Score* sebagai kriteria seleksi saham, bukan sekadar cerminan preferensi, melainkan sebagai instrumen manajemen risiko *downside* yang terbukti efektif secara empiris. Perusahaan dengan skor ESG lebih tinggi terbukti memiliki ketahanan harga saham yang lebih baik ketika GEPU meningkat, penggunaan kriteria ESG berkontribusi pada pengelolaan risiko yang lebih baik serta optimalisasi imbal hasil portofolio, terutama dalam menghadapi periode ketidakpastian kebijakan ekonomi global yang tinggi. Investor disarankan untuk tidak menjadikan tingkat *leverage* sebagai satu-satunya indikator risiko kejatuhan harga saham, melainkan mempertimbangkannya secara terintegrasi dengan faktor eksternal seperti GEPU dan faktor tata kelola seperti skor ESG guna memperoleh analisis risiko yang lebih komprehensif.

2. Bagi Regulator

Untuk regulator, khususnya Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI), hasil penelitian ini memberikan sejumlah masukan kebijakan yang relevan dalam upaya menjaga stabilitas dan resiliensi pasar modal Indonesia. Pertama, temuan bahwa ESG terbukti secara signifikan memitigasi dampak ketidakpastian kebijakan ekonomi global terhadap risiko kejatuhan harga saham memberikan landasan empiris yang kuat untuk mendorong percepatan dan penguatan implementasi kewajiban pelaporan ESG di kalangan emiten BEI, khususnya pada sektor-sektor yang memiliki sensitivitas tinggi terhadap guncangan global seperti energi, manufaktur, dan *real estate*. Dalam konteks ini, OJK dapat mempertimbangkan untuk memperkuat dan memperinci ketentuan dalam POJK 51/2017 mengenai penerapan keuangan berkelanjutan, termasuk mendorong standarisasi metrik pelaporan ESG yang lebih terukur, konsisten, dan dapat diperbandingkan antarperusahaan serta antar-sektor, sehingga informasi ESG yang tersedia di pasar menjadi lebih kredibel dan informatif bagi investor. Kedua, regulator disarankan untuk mempertimbangkan pengembangan kebijakan yang mendorong penggunaan kerangka pelaporan ESG internasional yang diakui secara luas, seperti *Global Reporting Initiative* (GRI), *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), atau *International Sustainability Standards Board* (ISSB), sebagai standar acuan bagi emiten BEI. Harmonisasi dengan standar internasional ini tidak hanya akan meningkatkan kualitas dan komparabilitas pengungkapan ESG, tetapi juga memperkuat kepercayaan investor asing

terhadap pasar modal Indonesia di tengah meningkatnya perhatian global terhadap investasi berkelanjutan. Ketiga, mengingat penelitian ini membuktikan bahwa pada periode ketidakpastian global yang tinggi, stabilitas pasar modal sangat dipengaruhi oleh kualitas tata kelola dan transparansi perusahaan, regulator disarankan untuk mengembangkan mekanisme pemantauan risiko sistemik yang mengintegrasikan indikator ESG sebagai salah satu variabel pengawasan, di samping indikator keuangan konvensional, guna mendeteksi potensi akumulasi risiko kejatuhan harga saham secara lebih dini dan komprehensif.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Terdapat beberapa saran yang dapat dijadikan acuan dalam pengembangan penelitian ke depan. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan dua proksi *stock price crash risk* secara bersamaan, yaitu *Negative Conditional Skewness* (NCSKEW) dan *Down-to-Up Volatility* (DUVOL), guna meningkatkan konsistensi dan *robustness* temuan. Penambahan DUVOL diperlukan karena kedua proksi menangkap dimensi yang berbeda, NCSKEW lebih sensitif terhadap observasi ekstrem, sementara DUVOL menangkap pola asimetri volatilitas antara periode *down* dan *up*. Konsistensi hasil pada kedua proksi akan memperkuat kesimpulan penelitian. Selanjutnya, menggunakan data ESG lainnya seperti MSCI ESG Rating atau Sustainalytics ESG Risk Rating dapat dipertimbangkan sebagai perspektif komplementer terhadap Bloomberg ESG *Disclosure Score* yang digunakan dalam penelitian ini, mengingat kedua jenis pengukuran ESG

tersebut menangkap dimensi yang berbeda namun saling melengkapi dalam menilai komitmen keberlanjutan perusahaan. Penambahan variabel moderasi atau mediasi lain yang relevan seperti kualitas audit, konsentrasi kepemilikan institusional, atau profitabilitas juga dapat memperkaya model penelitian dan memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan crash risk di pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Qur'an. (2019). *Al-Qur'an dan Terjemahannya*. Jakarta: Kementerian Agama Republik Indonesia
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The World Uncertainty Index.
- 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>
- Allen, F., Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2011). Principles of corporate finance. McGraw-Hill/Irwin New York.
- Azalia, S. P., & Juliarto, A. (n.d.). Kepemilikan Manajerial Dan *Leverage* Sebagai Pemoderasi Pengaruh Konservatisme Akuntansi Terhadap Stock Price Crash Risk. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 13, 1–15. Retrieved <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Jorring, A., Kost, K., Al-Kuwari, A., Biffar, S., Boehnke, J., Dashkeyev, V., Deriy, O., Dinh, E., Ezure, Y., Gong, R., Jindal, S., Kim, R., Klosin, S., Koh, J., Lajewski, P., Nebiyu, D., ... Katz, L. (2016). *Measuring Economic Policy Uncertainty*. www.policyuncertainty.com
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00027-0)
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716.
- Caldara, D., & Iacoviell, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Cao, T., Nguyen, H., Nguyen, K., & Nguyen, L. (2023). Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk. *Cogent Economics and Finance*, 11(2). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2230727>
- Chang, X., Cheng, L. T. W., Kwok, W. C., & Wong, G. (2024). Stock price crash risk and firms' operating leverage. *Journal of Financial Stability*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101219>

- Chen, J., Hong, H., Stein, J. C., Campbell, J., Daniel, K., Froot, K., Jagannathan, R., Jorion, P., & Lamoreaux, C. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices \$. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 61).
- Chen, R. (2024). *The Impact of Financial Leverage Ratio on the Stock Price Crash Risk*. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/144/2024.GA19079>
- Chu, X., Deng, Y., & Tsang, D. (2025). Firm Leverage and Stock Price Crash Risk: The Chinese Real Estate Market and Three-Red-Lines Policy. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 70(3), 544–582. <https://doi.org/10.1007/s11146-023-09953-0>
- De BONDT, W. F. M., & THALER, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Fiorillo, P., Meles, A., Pellegrino, L. R., & Verdoliva, V. (2024). Geopolitical risk and stock price crash risk: The mitigating role of ESG performance. *International Review of Financial Analysis*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102958>
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Ghozali, I. (2009). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS; Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm Spss*, 19.
- Gujarati, D. N. (2004). Basic econometrics-gujarati. pdf. *Basic Econometrics*, 394–398.
- Hashmi, S. M., Gilal, M. A., & Wong, W. K. (2021). Sustainability of global economic policy and stock market returns in Indonesia. *Sustainability (Switzerland)*, 13(10). <https://doi.org/10.3390/su13105422>
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>
- Kim, J.-B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639–662. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.007>
- Kim, J. B., Tseng, K., Wang, J. (Jeff), & Xi, Y. (2024). Policy uncertainty, bad news disclosure, and stock price crash risk. *Journal of Empirical Finance*, 78. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2024.101512>
- Kothari, S. P., SHU, S., & WYSOCKI, P. D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241–276. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Luo, W., Tian, Z., Fang, X., & Deng, M. (2024). Can good ESG performance reduce stock price crash risk? Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(3), 1469–1492. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/csr.2646>
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112.
- Mardiatmoko, G. (2020). The Importance of the Classical Assumption Test in Multiple Linear Regression Analysis (A Case Study of the Preparation of the Allometric Equation of Young Walnuts). *Jurnal Ilmu Matematika Dan Terapan*, 14(3), 333–342.
- Marie, M., Elgharbawy, A., & Salem, R. (2025). Unlocking value: exploring the impact of ESG performance and board gender diversity on mitigating stock price crash risk. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1–22.
- Mashilal, M., Amalia, F., & Visita, L. (2024). Global Economic Policy Uncertainty and Islamic Stock Market in Indonesia. *Muqtasid: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 14(2), 115–132. <https://doi.org/10.18326/muqtasid.v14i2.115-132>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

- Octaviani, F. A., & Utama, C. A. (2022). Impact of corporate hedging and ESG on *stock price crash risk*: Evidence from Indonesian energy firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 15(2), 149–169.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2013.08.007>
- Prasetya, O. A., Mujanah, S., & Fianto, A. Y. A. (2025). A Bibliometric Review of ESG Disclosure and Stock Price Crash Risk Studies in the Food and Beverage Industry of Emerging Markets: Evidence from Indonesia. *International Journal of Economics and Management Research*, 4(1), 462–476.
- Rahadi, D. R., & Farid, M. (2021). Analisis variabel moderating. *CV. Lentera Ilmu Mandiri*, 7(2).
- Riswan, H. D., & Dunan, H. (2019). Desain penelitian dan statistik multivariate. *CV Anugrah Utama Raharja*.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling*. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sugiarto, A. (2021, March 9). *Setahun Pandemi, Sebuah Pembelajaran dari IHSG*. Investor.Id.
- Vo, H., Phan, A., & Trinh, Q. D. (2025). Climate policy uncertainty: A catalyst for stock price crash? *Journal of Environmental Management*, 392. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2025.126629>
- Widarjono, A., & Pengantar, E. (2016). Aplikasinya disertai Panduan Eviews. *Yogyakarta: UPP STIM YKPN*.
- Zhang, Y., Zhang, Y., Ren, X., & Jin, M. (2024). Geopolitical risk exposure and stock returns: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105479>

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Sektor Energi, Manufaktur, Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2019-2023

AALI.JK	Astra Agro Lestari Tbk PT
ABMM.JK	Abm Investama Tbk PT
ADMG.JK	Polychem Indonesia Tbk PT
ADMR.JK	Adaro Minerals Indonesia Tbk PT
ADRO.JK	Alamtri Resources Indonesia Tbk PT
AISA.JK	Fks Food Sejahtera Tbk PT
AKRA.JK	Akr Corporindo Tbk PT
APLN.JK	Agung Podomoro Land Tbk PT
ASII.JK	Astra International Tbk PT
ASRI.JK	Alam Sutera Realty Tbk PT
AUTO.JK	Astra Otoparts Tbk PT
BRPT.JK	Barito Pacific Tbk PT
BSDE.JK	Bumi Serpong Damai Tbk PT
BUMI.JK	Bumi Resources Tbk PT
BYAN.JK	Bayan Resources Tbk PT
CPIN.JK	Charoen Pokphand Indonesia Tbk PT
CTRA.JK	Ciputra Development Tbk PT
DEWA.JK	Darma Henwa Tbk PT
DILD.JK	Intiland Development Tbk PT
DMND.JK	Diamond Food Indonesia Tbk PT
DSSA.JK	Dian Swastatika Sentosa Tbk PT
DVLA.JK	Darya-Varia Laboratoria Tbk PT
ELSA.JK	Elnusa Tbk PT
ENRG.JK	Energi Mega Persada Tbk PT
GGRM.JK	Gudang Garam Tbk PT
GJTL.JK	Gajah Tunggal Tbk PT
HMSP.JK	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk PT
HRUM.JK	Harum Energy Tbk PT
ICBP.JK	Indofood Cbp Sukses Makmur Tbk PT
IGAR.JK	Champion Pacific Indonesia Tbk PT
IMAS.JK	Indomobil Sukses Internasional Tbk PT
INDF.JK	Indofood Sukses Makmur Tbk PT
INDY.JK	Indika Energy Tbk PT
INKP.JK	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk PT
INTP.JK	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk PT
ISSP.JK	Steel Pipe Industry Of Indonesia Tbk PT

ITMG.JK	Indo Tambangraya Megah Tbk PT
JPFA.JK	Japfa Comfeed Indonesia Tbk PT
KIJA.JK	Kawasan Industri Jababeka Tbk PT
KINO.JK	Kino Indonesia Tbk PT
KLBF.JK	Kalbe Farma Tbk PT
KRAS.JK	Krakatau Steel (Persero) Tbk PT
LPKR.JK	Lippo Karawaci Tbk PT
MDLN.JK	Modernland Realty Tbk PT
MEDC.JK	Medco Energi Internasional Tbk PT
MYOR.JK	Mayora Indah Tbk PT
PANI.JK	Pantai Indah Kapuk Dua Tbk PT
PGAS.JK	Perusahaan Gas Negara Tbk PT
POLL.JK	Pollux Properties Indonesia Tbk PT
PTBA.JK	Bukit Asam Tbk PT
PTRO.JK	Petrosea Tbk PT
PWON.JK	Pakuwon Jati Tbk PT
SIDO.JK	Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk PT
SMBR.JK	Semen Baturaja Tbk PT
SMCB.JK	Solusi Bangun Indonesia Tbk PT
SMGR.JK	Semen Indonesia (Persero) Tbk PT
SMRA.JK	Summarecon Agung Tbk PT
SRIL.JK	Sri Rejeki Isman Tbk PT
SRSN.JK	Indo Acidatama Tbk PT
SSTM.JK	Sunson Textile Manufacturer Tbk PT
TKIM.JK	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk PT
TPIA.JK	Chandra Asri Pacific PT Tbk
TSPC.JK	Tempo Scan Pacific Tbk PT
UNVR.JK	Unilever Indonesia Tbk PT
WTON.JK	Wijaya Karya Beton Tbk PT

Lampiran 2 Uji Pemilihan Model

1. Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.545958	(64,172)	0.0141
Cross-section Chi-square	109.966682	64	0.0003

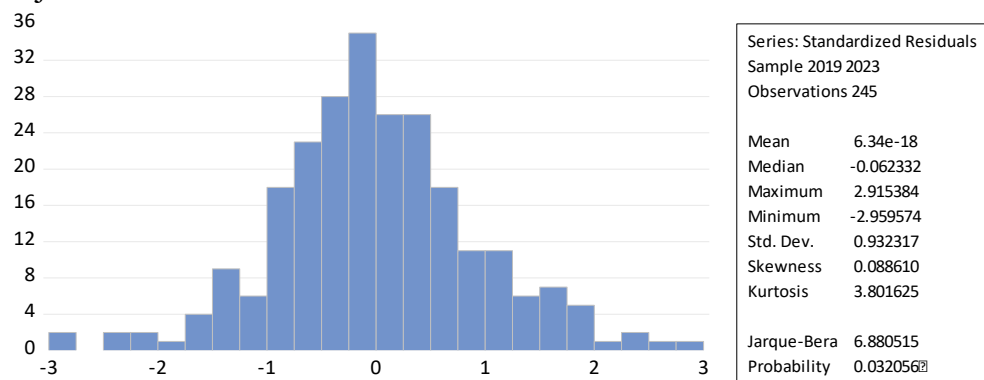
2. Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

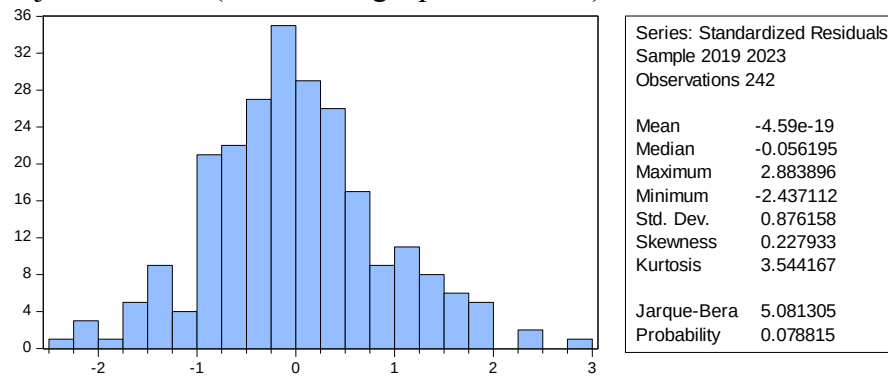
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.689330	5	0.0002

Lampiran 3 Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas



2. Uji Normalitas (Setelah Penghapusan Outlier)



3. Uji Multikolinearitas

	X1	X2
X1	1.000000	0.046749
X2	0.046749	1.000000

4. Uji Heterokedastisitas

Dependent Variable: ABS(RESID)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/12/26 Time: 05:34				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 65				
Total panel (unbalanced) observations: 242				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.956167	0.990431	1.975067	0.0499
GEPU	-0.002645	0.003291	-0.803646	0.4227
LEV	-1.211849	0.927199	-1.307000	0.1930
ESG	-0.345795	0.293179	-1.179470	0.2398
GEPU_ESG	0.000349	0.001011	0.345536	0.7301
LEV_ESG	0.504632	0.260862	1.934479	0.0547
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.412368	R-squared	0.465794	
Mean dependent var	0.667955	Adjusted R-squared	0.251490	
S.D. dependent var	0.565366	S.E. of regression	0.489135	
Akaike info criterion	1.644711	Sum squared resid	41.15146	
Schwarz criterion	2.653908	Log likelihood	-129.0100	
Hannan-Quinn criter.	2.051252	F-statistic	2.173521	
Durbin-Watson stat	2.913616	Prob(F-statistic)	0.000026	

Lampiran 4 Uji Hipotesis

Dependent Variable: SPCR				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/12/26 Time: 05:23				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 65				
Total panel (unbalanced) observations: 242				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.792438	2.100016	-1.805909	0.0727
GEPU	0.015921	0.006977	2.281787	0.0237
LEV	0.869825	1.965946	0.442446	0.6587
ESG	1.411854	0.621628	2.271219	0.0244
GEPU_ESG	-0.005636	0.002143	-2.630042	0.0093
LEV_ESG	-0.270256	0.553107	-0.488614	0.6257
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.874346	R-squared	0.393132	
Mean dependent var	0.230709	Adjusted R-squared	0.149680	
S.D. dependent var	1.124697	S.E. of regression	1.037115	
Akaike info criterion	3.147832	Sum squared resid	185.0045	
Schwarz criterion	4.157029	Log likelihood	-310.8877	
Hannan-Quinn criter.	3.554373	F-statistic	1.614820	
Durbin-Watson stat	2.371943	Prob(F-statistic)	0.006669	

Lampiran 5 Bukti Konsultasi Bimbingan

22/06/26, 12.49

Print Jurnal Bimbingan Skripsi



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
 UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
 FAKULTAS EKONOMI
 Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

JURNAL BIMBINGAN SKRIPSI

IDENTITAS MAHASISWA:

NIM : 220502110067
 Nama : Muhammad Danish Aulia
 Fakultas : Ekonomi
 Program Studi : Akuntansi
 Dosen Pembimbing : Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc
 Judul Skripsi : PENGARUH GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY DAN
 LEVERAGE PERUSAHAAN TERHADAP STOCK PRICE CRASH RISK
 DENGAN ESG SEBAGAI VARIABEL MODERASI

JURNAL BIMBINGAN :

No	Tanggal	Deskripsi	Tahun Akademik	Status
1	30 September 2025	Konsultasi Judul	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
2	1 Oktober 2025	Bimbingan Judul	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
3	30 Oktober 2025	Bimbingan Judul 2	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
4	3 November 2025	Bimbingan judul ke 3	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
5	12 Desember 2025	Bimbingan Proposal	Ganjil 2025/2026	Sudah Dikoreksi
6	24 Februari 2026	Bimbingan Proposal Ke 2	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
7	27 Februari 2026	Bimbingan Akhir	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
8	11 Mei 2026	Bimbingan Data	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
9	1 Juni 2026	Bimbingan Hasil Data	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
10	8 Juni 2026	Bimbingan Penulisan	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
11	11 Juni 2026	Bimbingan Penulisan.2	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi
12	19 Juni 2026	Bimbingan Penulisan Akhir	Genap 2025/2026	Sudah Dikoreksi

Malang, 19 Juni 2026
 Dosen Pembimbing

22/06/26, 12.49

Print Jurnal Bimbingan Skripsi



Dyah Febriantina Istiqomah, M.Sc

Lampiran 6 Surat Keterangan Bebas Plagiarisme



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI
Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIARISME

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Rohmatulloh Salis, M.Pd
NIP : 198409302023211006
Jabatan : UP2M

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Muhammad Danish Aulia
NIM : 220502110067
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul Skripsi : **PENGARUH GLOBAL ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY DAN LEVERAGE
PERUSAHAAN TERHADAP STOCK PRICE CRASH RISK DENGAN ESG
SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Menerangkan bahwa penulis skripsi mahasiswa tersebut dinyatakan **LOLOS PLAGIARISM** dari **TURNITIN** dengan nilai *Originaly report*:

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
9%	6%	3%	8%

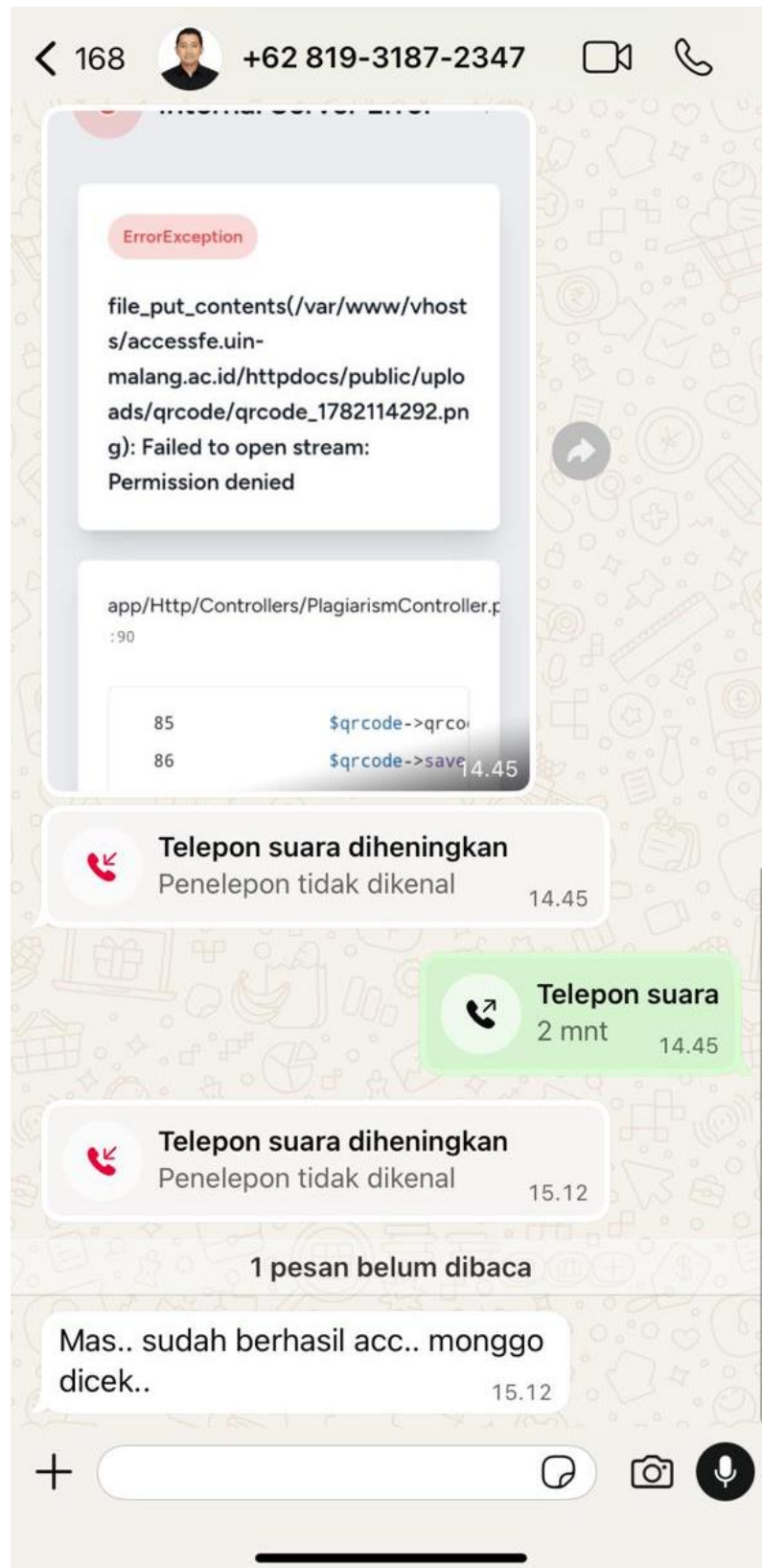
Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan di berikan kepada yang bersangkutan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 22 Juni 2026

UP2M



Rohmatulloh Salis, M.Pd



Lampiran 7 Biodata Peneliti



Identitas Pribadi

Nama Lengkap : Muhammad Danish Aulia
 Tempat, Tanggal Lahir : Jakarta Timur, 09 Oktober 2004
 Alamat : Jl. Sawo Kecil Raya No.16 Eramas 2000,
 Pulogebang, Jakarta Timur
 Telpon/HP : 085814029615
 E-mail : danish06102004@gmail.com

Pendidikan Formal

2010-2016 : SDIT Al-Husnayain
 2016-2019 : MTS Husnul Khotimah
 2019-2022 : MA Husnul Khotimah
 2022-2026 : S1 Akuntansi Fakultas Ekonomi
 Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik
 Ibrahim Malang

Pengalaman Organisasi

2023 : Anggota Komunitas Aksi Mahasiswa Muslim
 Indonesia