

Financial Leverage, Dividend Policy, Earnings Management, dan ESG terhadap Idiosyncratic Risk di ASEAN

Rosita Wulandari¹ Ali Mubarak² Syafrizal³

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang, Banten, Indonesia^{1,2,3}

Email: dosen00754@unpam.ac.id¹ dosen01194@unpam.ac.id² dosen00630@unpam.ac.id³

Abstrak

Risiko idiosinkratik mencerminkan risiko spesifik perusahaan yang tidak dijelaskan oleh pergerakan pasar dan tetap relevan bagi investor di pasar negara berkembang. Penelitian ini menguji pengaruh financial leverage, dividend policy, dan earnings management terhadap idiosyncratic risk serta menguji peran moderasi Environmental, Social, and Governance (ESG) pada perusahaan non-keuangan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina selama 2016–2023. Penelitian menggunakan 174 perusahaan dengan 1.392 observasi perusahaan-tahun yang dipilih melalui purposive sampling. Data berasal dari Bloomberg Terminal dan laporan keuangan perusahaan. Analisis menggunakan regresi data panel Fixed Effect Model dan Panel EGLS dengan Cross-Section Weights untuk mengoreksi heteroskedastisitas. Hasil menunjukkan bahwa financial leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap idiosyncratic risk, sedangkan dividend policy dan earnings management tidak berpengaruh signifikan. Firm size berpengaruh positif dan ROE berpengaruh negatif terhadap idiosyncratic risk, sedangkan ROA dan ESG tidak berpengaruh langsung. ESG memoderasi secara lemah hubungan financial leverage dan idiosyncratic risk dengan memperlemah pengaruh positif leverage. ESG tidak memoderasi hubungan dividend policy maupun earnings management dengan idiosyncratic risk. Temuan ini menunjukkan bahwa struktur modal tetap menjadi determinan utama risiko spesifik perusahaan, sementara ESG lebih relevan sebagai mekanisme mitigasi terbatas pada risiko yang berasal dari leverage. Penelitian lanjutan perlu menguji dimensi ESG secara terpisah, memperluas negara dan periode observasi, serta menggunakan pendekatan dinamis untuk mengatasi potensi endogeneity.

Kata Kunci: Financial Leverage, Dividend Policy, Earnings Management, ESG, Idiosyncratic Risk, ASEAN

Abstract

Idiosyncratic risk represents firm-specific risk that cannot be explained by general market movements and remains relevant for investors in emerging markets. This study examines the effects of financial leverage, dividend policy, and earnings management on idiosyncratic risk and tests the moderating role of Environmental, Social, and Governance (ESG) among non-financial companies in Indonesia, Malaysia, Thailand, and the Philippines during 2016–2023. The study uses 174 companies and 1,392 firm-year observations selected through purposive sampling. Data were obtained from Bloomberg Terminal and corporate financial reports. Panel data regression was estimated using the Fixed Effect Model and Panel EGLS with Cross-Section Weights to address heteroskedasticity. The findings show that financial leverage has a positive and significant effect on idiosyncratic risk, while dividend policy and earnings management are insignificant. Firm size has a positive effect and return on equity has a negative effect, whereas return on assets and ESG have no direct significant effect. ESG weakly moderates the relationship between financial leverage and idiosyncratic risk by reducing the positive effect of leverage. ESG does not moderate the relationships between dividend policy or earnings management and idiosyncratic risk. The findings indicate that capital structure remains a key determinant of firm-specific risk, while ESG provides a limited mitigation mechanism for leverage-related risk. Future research should examine individual ESG dimensions, broaden country and observation coverage, and apply dynamic methods to address potential endogeneity.

Keywords: Financial Leverage, Dividend Policy, Earnings Management, ESG, Idiosyncratic Risk, ASEAN



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

PENDAHULUAN

Investor menghadapi dua kelompok risiko utama dalam investasi saham, yaitu risiko sistematis dan risiko idiosinkratik. Risiko sistematis berkaitan dengan faktor pasar yang memengaruhi banyak perusahaan, sedangkan idiosyncratic risk berasal dari karakteristik dan kejadian spesifik perusahaan. Karena risiko spesifik tercermin dalam volatilitas return yang tidak dijelaskan oleh faktor pasar, pengukuran risiko ini membantu investor menilai sumber ketidakpastian yang berasal dari keputusan internal perusahaan. Laporan penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina mengalami penurunan indeks pada 2020 ketika pandemi COVID-19 meningkatkan ketidakpastian pasar. Kondisi tersebut memperkuat kebutuhan untuk memahami faktor internal yang dapat membentuk risiko spesifik perusahaan. Financial leverage merupakan salah satu faktor internal yang secara teoritis dapat meningkatkan risiko karena utang menciptakan kewajiban pembayaran yang tetap. Ketika proporsi utang meningkat, perusahaan menghadapi tekanan keuangan yang lebih besar ketika arus kas menurun. Bukti empiris juga menunjukkan hubungan positif antara leverage dan idiosyncratic risk. Geno et al. (2022), misalnya, menemukan bahwa financial leverage meningkatkan idiosyncratic risk pada perusahaan manufaktur Indonesia. Temuan tersebut relevan dengan teori trade-off yang menempatkan manfaat tax shield dan biaya financial distress sebagai dua konsekuensi utama penggunaan utang.

Dividend policy dan earnings management memberikan mekanisme informasi yang berbeda. Dividend policy dapat berfungsi sebagai sinyal kondisi arus kas dan prospek perusahaan. Sebaliknya, earnings management dapat mengurangi kualitas informasi apabila manajer menggunakan akrual diskresioner untuk memengaruhi laba yang dilaporkan. Penelitian Firmansyah dan Suhandha (2021) menemukan bahwa earnings management akrual dan riil meningkatkan idiosyncratic risk pada perusahaan Indonesia. Prakosa et al. (2022) juga menemukan bahwa beberapa bentuk earnings management berhubungan positif dengan idiosyncratic risk dan bahwa CSR disclosure dapat melemahkan sebagian hubungan tersebut. ESG menambah dimensi non-keuangan dalam penilaian risiko. Stakeholder Theory menjelaskan bahwa hubungan yang lebih baik dengan pemangku kepentingan dapat meningkatkan transparansi dan mengurangi ketidakpastian. Signaling Theory juga memandang pengungkapan ESG sebagai sinyal mengenai kualitas tata kelola dan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan. Namun, bukti empiris mengenai hubungan ESG dan idiosyncratic risk belum konsisten. Reber et al. (2022) menemukan bahwa ESG disclosure berkaitan dengan risiko spesifik yang lebih rendah pada IPO, sedangkan Horn (2023) menunjukkan bahwa ESG ratings dapat menurunkan ketidakpastian risiko saham. Liu et al. (2023) menemukan bahwa ESG performance menurunkan idiosyncratic volatility pada pasar berkembang. Meta-analisis Singhania dan Gupta (2024) juga menunjukkan kecenderungan hubungan negatif antara ESG disclosure dan firm risk, terutama idiosyncratic risk. Sebaliknya, studi yang lebih baru menunjukkan bahwa hubungan tersebut dapat bergantung pada ukuran ESG dan konsensus antar penyedia rating (Oehler & Horn, 2025).

State of the art penelitian sebelumnya menunjukkan tiga pola. Pertama, studi tentang idiosyncratic risk di Indonesia banyak menguji satu determinan, seperti leverage atau earnings management. Kedua, studi ESG lebih sering menguji pengaruh langsung terhadap risiko atau kinerja perusahaan. Ketiga, studi moderasi umumnya menggunakan satu mekanisme tata kelola atau CSR dan berfokus pada satu negara. Laporan penelitian ini mengintegrasikan financial leverage, dividend policy, dan earnings management dalam satu model dengan ESG sebagai variabel moderasi pada perusahaan non-keuangan di empat pasar ASEAN. Desain tersebut memungkinkan penelitian menilai apakah ESG bekerja sebagai mekanisme yang

mengubah hubungan faktor keuangan dan akuntansi dengan idiosyncratic risk. Research gap penelitian terletak pada perbedaan hasil empiris dan keterbatasan konteks penelitian terdahulu. Bukti mengenai leverage dan earnings management terhadap idiosyncratic risk menunjukkan hasil yang tidak sepenuhnya seragam. Bukti mengenai ESG juga menunjukkan hasil yang berbeda menurut negara, pengukuran ESG, dan karakteristik sampel. Selain itu, belum banyak penelitian yang menguji secara simultan tiga karakteristik internal perusahaan tersebut dengan ESG sebagai moderator dalam konteks perusahaan non-keuangan ASEAN. Penelitian ini menawarkan novelty pada pengujian terpadu hubungan financial leverage, dividend policy, dan earnings management dengan idiosyncratic risk serta pengujian tiga interaksi ESG pada perusahaan non-keuangan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina selama 2016–2023. Kontribusi teoritis penelitian terletak pada pengujian bagaimana mekanisme struktur modal, kebijakan distribusi laba, kualitas informasi akuntansi, dan pengungkapan keberlanjutan berhubungan dengan risiko spesifik perusahaan. Kontribusi praktisnya terletak pada penyediaan bukti bagi perusahaan dan investor mengenai faktor yang lebih relevan dalam mengelola risiko spesifik di pasar ASEAN.

Berdasarkan gap tersebut, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh financial leverage, dividend policy, dan earnings management terhadap idiosyncratic risk serta menguji apakah ESG memoderasi masing-masing hubungan tersebut. Penelitian juga mengendalikan firm size, return on assets, dan return on equity untuk memperkuat spesifikasi model empiris. Literatur menunjukkan bahwa leverage dan earnings management memiliki dasar teoritis yang kuat untuk memengaruhi risiko spesifik, tetapi bukti empiris tetap bergantung pada karakteristik pasar dan model pengukuran. Bukti ESG juga belum sepenuhnya konsisten. Karena itu, penelitian ini menempatkan ESG bukan hanya sebagai determinan langsung, tetapi sebagai moderator yang dapat mengubah kekuatan hubungan antara kebijakan internal perusahaan dan idiosyncratic risk. Posisi ini membedakan penelitian dari studi yang hanya menguji pengaruh langsung ESG atau satu determinan risiko.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan desain eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif. Unit analisis adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar pada bursa efek Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Thailand dan memiliki skor ESG Bloomberg selama periode 2016–2023. Data penelitian dikumpulkan dari Bloomberg Terminal dan laporan keuangan perusahaan. Pengambilan data dilaporkan dilakukan per 24 April 2025. Perusahaan sektor keuangan dikeluarkan karena karakteristik leverage dan regulasi prudensialnya berbeda dari perusahaan non-keuangan. Populasi penelitian terdiri atas 461 perusahaan. Sampel dipilih dengan purposive sampling berdasarkan konsistensi pengungkapan ESG Bloomberg, status sebagai perusahaan non-keuangan, ketersediaan laporan keuangan selama periode observasi, dan kelengkapan data penelitian. Setelah penyaringan, 174 perusahaan memenuhi kriteria. Dengan delapan tahun observasi, penelitian menghasilkan 1.392 observasi perusahaan-tahun.

Tabel 1.

Kriteria Sampel	Jumlah
Populasi perusahaan non-keuangan dengan skor ESG Bloomberg	461
Tidak konsisten mengungkapkan skor ESG	(270)
Data saham, laporan keuangan, atau rasio tidak lengkap	(37)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	174
Periode observasi	8 tahun (2016–2023)
Total observasi	1.392 firm-year observations

Idiosyncratic risk diukur dari standar deviasi residual model Fama–French tiga faktor. Return saham diregresikan terhadap market excess return, size factor (SMB), dan value factor (HML). Residual dari model tersebut merepresentasikan komponen return yang tidak dijelaskan oleh faktor umum. Risiko idiosinkratik kemudian dihitung dari volatilitas residual tahunan. Pengukuran ini mengikuti pendekatan yang digunakan dalam laporan penelitian dan literatur Fama dan French (1993). Financial leverage pada hasil empiris diproksikan dengan Debt to Asset Ratio (DAR), yaitu total utang dibandingkan total aset. Dividend policy diproksikan dengan Dividend Payout Ratio (DPR). Earnings management diukur menggunakan discretionary accruals dengan model Jones yang dimodifikasi dan disesuaikan dengan kinerja sebagaimana Kothari et al. (2005). ESG menggunakan Bloomberg ESG Disclosure Score. Firm size dihitung sebagai logaritma natural total aset, sedangkan ROA dihitung dari laba bersih terhadap total aset dan ROE digunakan sebagai ukuran profitabilitas ekuitas.

Analisis dilakukan menggunakan EViews 9. Pemilihan model panel menggunakan Chow Test dan Hausman Test. Kedua pengujian mengarah pada Fixed Effect Model. Pengujian heteroskedastisitas menunjukkan perlunya koreksi, sehingga estimasi akhir menggunakan Panel EGLS dengan Cross-Section Weights. Model moderasi memasukkan ESG dan tiga interaksi, yaitu ESG×DAR, ESG×DPR, dan ESG×EM. Pengujian hipotesis dilakukan melalui koefisien dan p-value pada regresi parsial serta uji F untuk signifikansi model secara simultan. Model empiris yang digunakan adalah: Model 1: $IDIO_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 EM_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \epsilon_{it}$. Model 2: $IDIO_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAR_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 EM_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 ESG_{it} + \beta_8 (ESG \times DAR)_{it} + \beta_9 (ESG \times DPR)_{it} + \beta_{10} (ESG \times EM)_{it} + \epsilon_{it}$.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Penelitian menggunakan 1.392 observasi perusahaan-tahun dari 174 perusahaan non-keuangan di empat negara ASEAN selama 2016–2023. Uji Chow menghasilkan probabilitas 0,0000 pada Model 1 dan Model 2. Uji Hausman menghasilkan probabilitas 0,0000 pada Model 1 dan 0,0001 pada Model 2. Hasil tersebut mendukung penggunaan Fixed Effect Model. Karena heteroskedastisitas ditemukan, estimasi akhir menggunakan Panel EGLS dengan Cross-Section Weights.

Tabel 2. Kriteria Sampel

Variabel	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Obs.
IDIO	0.246069	0.204136	0.034142	1.987486	0.169009	1,392
DAR	0.501132	0.501106	0.045588	1.922784	0.206373	1,392
DPR	0.379221	0.363922	-55.1077	11.81219	1.981948	1,392
EM	0.054325	0.038964	0.000339	1.772716	0.072746	1,392
ESG	46.27463	46.32500	12.52000	81.40000	13.30919	1,392
SIZE	21.38071	21.48028	17.01091	24.08840	1.346084	1,392
ROA	0.055217	0.043455	-0.66824	0.799519	0.091701	1,392
ROE	0.060408	0.091607	-116.733	22.20443	3.203717	1,392

Statistik deskriptif menunjukkan variasi yang cukup besar pada variabel risiko dan kinerja keuangan. IDIO memiliki mean 0,2461 dan standar deviasi 0,1690. DAR memiliki mean 0,5011, yang menunjukkan variasi penggunaan utang antar perusahaan. DPR dan ROE memiliki rentang yang sangat lebar, sehingga karakteristik perusahaan dalam sampel menunjukkan heterogenitas kebijakan distribusi laba dan profitabilitas ekuitas.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	Model 1	Model 2
Constant	-0.2718 (0.0770)	-0.53856 (0.0044)
DAR	0.1854 (0.0000)	0.28643 (0.0002)
DPR	-0.0017 (0.08695)	-0.00778 (0.1442)
EM	-0.0269 (0.24850)	-0.04715 (0.3881)
SIZE	0.0201 (0.01265)	0.03214 (0.0005)
ROA	-0.0224 (0.33785)	-0.03247 (0.2689)
ROE	-0.0094 (0.0000)	-0.00938 (0.0000)
ESG	—	0.00029 (0.3448)
ESG × DAR	—	-0.00230 (0.0531)
ESG × DPR	—	0.00010 (0.1983)
ESG × EM	—	0.00031 (0.4660)
R ²	0.58220	0.58186
Adjusted R ²	0.52050	0.51851
F-statistic	9.43534	9.18560
Prob. F-statistic	0.00000	0.00000

Model 1 menunjukkan bahwa DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap IDIO dengan koefisien 0,1854 dan p-value 0,0000. SIZE juga berpengaruh positif dan signifikan dengan koefisien 0,0201 dan p-value 0,01265. ROE berpengaruh negatif dan signifikan dengan koefisien -0,0094 dan p-value 0,0000. EM dan ROA tidak signifikan pada tingkat signifikansi 10%, sedangkan DPR signifikan secara terbatas pada tingkat 10% (p=0,08695). Model memiliki Adjusted R² sebesar 0,52050 dan F-statistic sebesar 9,43534 dengan p-value 0,0000. Pada Model 2, DAR tetap positif dan signifikan dengan koefisien 0,28643 dan p-value 0,0002. SIZE tetap positif dan signifikan dengan koefisien 0,03214 dan p-value 0,0005. ROE tetap negatif dan signifikan dengan koefisien -0,00938 dan p-value 0,0000. DPR, EM, ROA, dan ESG tidak menunjukkan pengaruh langsung yang signifikan terhadap IDIO. Interaksi ESG×DAR memiliki koefisien -0,00230 dan p-value 0,0531, sedangkan ESG×DPR dan ESG×EM tidak signifikan. Adjusted R² Model 2 sebesar 0,51851 dan F-statistic sebesar 9,18560 dengan p-value 0,0000.

Tabel 4. Hasil Regresi Panel EGLS (Cross-Section Weights)

Hipotesis	Hubungan	Koefisien	p-value	Keputusan	Interpretasi
H1	DAR → IDIO	0.28643	0.0002	Didukung	Financial leverage berpengaruh positif dan signifikan.
H2	DPR → IDIO	-0.00778	0.1442	Tidak didukung	Dividend policy tidak signifikan.
H3	EM → IDIO	-0.04715	0.3881	Tidak didukung	Earnings management tidak signifikan.
H4	SIZE → IDIO	0.03214	0.0005	Didukung	Firm size berpengaruh positif dan signifikan.
H5	ROA → IDIO	-0.03247	0.2689	Tidak didukung	ROA tidak signifikan.
H6	ROE → IDIO	-0.00938	0.0000	Didukung	ROE berpengaruh negatif dan signifikan.
H7	ESG → IDIO	0.00029	0.3448	Tidak didukung	ESG tidak berpengaruh langsung.
H8a	ESG×DAR → IDIO	-0.00230	0.0531	Didukung terbatas	ESG memperlemah pengaruh positif DAR.
H8b	ESG×DPR → IDIO	0.00010	0.1983	Tidak didukung	Tidak terdapat moderasi ESG.
H8c	ESG×EM → IDIO	0.00031	0.4660	Tidak didukung	Tidak terdapat moderasi ESG.

Pembahasan

Financial leverage dan idiosyncratic risk. Financial leverage terbukti meningkatkan idiosyncratic risk. Hasil ini konsisten pada Model 1 dan Model 2. Secara teoritis, penggunaan

utang meningkatkan kewajiban tetap perusahaan. Ketika arus kas tidak cukup untuk memenuhi kewajiban, tekanan keuangan meningkat dan investor menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi mengenai kemampuan perusahaan mempertahankan kinerja. Teori trade-off menjelaskan bahwa manfaat tax shield memiliki batas karena peningkatan utang juga meningkatkan biaya financial distress. Temuan penelitian ini konsisten dengan Geno et al. (2022) yang menemukan pengaruh positif leverage terhadap idiosyncratic risk di Indonesia. Hasil tersebut memperluas bukti dengan menggunakan perusahaan non-keuangan pada empat pasar ASEAN dan periode 2016–2023. Implikasinya, pengendalian struktur modal menjadi bagian penting dari manajemen risiko spesifik perusahaan.

Dividend policy dan idiosyncratic risk. Dividend payout ratio memiliki arah negatif, tetapi tidak signifikan. Temuan ini tidak memberikan dukungan empiris bahwa kebijakan dividen menjadi determinan utama risiko spesifik pada sampel penelitian. Secara signaling theory, dividen dapat menyampaikan informasi mengenai stabilitas arus kas. Namun, sinyal tersebut dapat menjadi kurang kuat ketika investor lebih memprioritaskan leverage, profitabilitas, dan prospek pertumbuhan. Hasil ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen saja tidak cukup untuk mengubah persepsi risiko spesifik apabila tidak disertai fundamental keuangan yang kuat. Karena koefisien tidak signifikan, kesimpulan artikel tidak menyatakan bahwa dividend policy menurunkan idiosyncratic risk secara empiris. Earnings management dan idiosyncratic risk. Earnings management tidak berpengaruh signifikan pada kedua model. Temuan ini berbeda dari Firmansyah dan Suhandi (2021) dan Prakosa et al. (2022), yang menemukan hubungan positif antara earnings management dan idiosyncratic risk pada konteks Indonesia. Perbedaan dapat berkaitan dengan karakteristik sampel, periode, cakupan negara, dan pengukuran earnings management. Sampel penelitian ini mencakup perusahaan yang memiliki skor ESG Bloomberg secara konsisten sehingga lingkungan pengungkapan dapat berbeda dari perusahaan dengan tingkat transparansi yang lebih rendah. Hasil ini juga menunjukkan bahwa variasi discretionary accruals dalam sampel belum cukup kuat untuk menjelaskan variasi risiko spesifik setelah leverage, ukuran perusahaan, dan profitabilitas dikendalikan.

Firm size dan profitability. Firm size berpengaruh positif terhadap idiosyncratic risk, sedangkan ROE berpengaruh negatif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar dalam sampel tidak selalu memiliki risiko spesifik yang lebih rendah. Kompleksitas operasi, diversifikasi kegiatan, dan eksposur terhadap berbagai pasar dapat menciptakan sumber risiko internal baru. Sebaliknya, ROE yang lebih tinggi berkaitan dengan risiko spesifik yang lebih rendah. Temuan ini menempatkan efisiensi penggunaan modal pemegang saham sebagai karakteristik fundamental yang relevan dalam penilaian risiko. ROA tidak signifikan, sehingga kemampuan menghasilkan laba atas seluruh aset belum menunjukkan hubungan statistik yang kuat dengan idiosyncratic risk dalam model penelitian. ESG dan idiosyncratic risk. ESG tidak berpengaruh langsung terhadap idiosyncratic risk. Temuan ini berbeda dari Reber et al. (2022), Horn (2023), dan Liu et al. (2023), yang menemukan hubungan penurunan risiko pada konteks lain. Namun, meta-analisis Singhania dan Gupta (2024) menunjukkan bahwa hasil ESG dan firm risk tetap dipengaruhi karakteristik penelitian. Oehler dan Horn (2025) juga menemukan bahwa hubungan ESG rating dan idiosyncratic risk dapat berupa hubungan negatif atau tidak signifikan. Perbedaan tersebut mendukung interpretasi bahwa ESG bukan determinan langsung yang seragam pada semua pasar. Dalam sampel ASEAN, investor dapat memberi bobot lebih besar pada informasi keuangan yang langsung terkait dengan struktur modal dan profitabilitas.

ESG sebagai moderator financial leverage dan idiosyncratic risk. Interaksi ESG×DAR bernilai negatif dan signifikan pada tingkat 10% dengan koefisien -0,00230 dan p-value 0,0531. Hasil ini menunjukkan weak moderation. ESG tidak menghilangkan hubungan positif leverage

dan idiosyncratic risk, tetapi mengurangi kekuatannya. Temuan ini penting karena menunjukkan bahwa ESG bekerja lebih baik sebagai mekanisme mitigasi pada risiko yang berasal dari struktur modal daripada sebagai determinan risiko langsung. Mekanisme tersebut konsisten dengan stakeholder dan signaling perspectives: pengungkapan ESG dapat menambah informasi non-keuangan, meningkatkan transparansi, dan membantu pemangku kepentingan menilai kemampuan perusahaan mengelola konsekuensi penggunaan utang. Namun, tingkat signifikansi 10% menunjukkan bahwa bukti moderasi bersifat terbatas dan tidak boleh diperlakukan sebagai efek yang kuat.

ESG sebagai moderator dividend policy dan idiosyncratic risk. Interaksi ESG×DPR tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa ESG tidak mengubah hubungan antara kebijakan dividen dan risiko spesifik. Dividend policy dan ESG kemungkinan diproses sebagai dua informasi yang berbeda oleh investor. Kebijakan dividen terutama terkait distribusi kas dan keputusan pendanaan, sedangkan ESG mencerminkan pengungkapan keberlanjutan. Dengan demikian, kualitas ESG yang lebih tinggi belum cukup untuk mengubah dampak dividend policy terhadap idiosyncratic risk dalam sampel penelitian. ESG sebagai moderator earnings management dan idiosyncratic risk. Interaksi ESG×EM tidak signifikan. Hasil ini tidak mendukung anggapan bahwa ESG secara otomatis membatasi dampak earnings management terhadap risiko spesifik. Temuan berbeda dari Prakosa et al. (2022), yang menemukan bahwa CSR disclosure melemahkan sebagian hubungan earnings management dan idiosyncratic risk. Perbedaan tersebut dapat berasal dari perbedaan konstruk ESG dan CSR, cakupan negara, periode observasi, serta karakteristik perusahaan. Dalam penelitian ini, ESG tidak mengubah hubungan yang sejak awal juga tidak signifikan antara earnings management dan idiosyncratic risk. Karena itu, klaim bahwa ESG mengendalikan earnings management harus dibatasi pada temuan yang diperoleh, yaitu tidak terdapat bukti moderasi pada sampel penelitian.

Kontribusi Teoretis dan Praktis

Secara teoretis, penelitian ini memperluas pembahasan idiosyncratic risk dengan menggabungkan perspektif trade-off, signaling, agency, dan stakeholder dalam satu model empiris. Bukti penelitian menunjukkan bahwa mekanisme struktur modal memiliki hubungan yang lebih konsisten dengan risiko spesifik dibandingkan dividend policy, earnings management, dan ESG sebagai pengaruh langsung. ESG menunjukkan fungsi moderasi yang terbatas pada hubungan leverage dan idiosyncratic risk. Temuan tersebut mendukung penggunaan pendekatan kontinjensi dalam memahami ESG, bukan menganggap ESG selalu menurunkan risiko. Secara praktis, perusahaan perlu menjaga leverage pada tingkat yang dapat ditanggung oleh kemampuan arus kas dan profitabilitas. Perusahaan juga perlu memperkuat kualitas implementasi dan pengungkapan ESG agar informasi keberlanjutan dapat mendukung pengelolaan risiko. Investor dapat menggunakan leverage dan ROE sebagai informasi tambahan dalam menilai risiko spesifik perusahaan, sedangkan ESG dapat dipertimbangkan sebagai informasi pendukung, bukan pengganti analisis fundamental. Regulator dapat mendorong kualitas dan konsistensi pengungkapan ESG agar informasi tersebut lebih dapat dibandingkan lintas perusahaan dan negara.

KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh financial leverage, dividend policy, dan earnings management terhadap idiosyncratic risk dengan ESG sebagai variabel moderasi pada 174 perusahaan non-keuangan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina selama 2016–2023. Hasil menunjukkan bahwa financial leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap idiosyncratic risk. Firm size juga berpengaruh positif, sedangkan ROE berpengaruh negatif.

Dividend policy, earnings management, ROA, dan ESG tidak menunjukkan pengaruh langsung yang signifikan. ESG hanya menunjukkan moderasi lemah pada hubungan financial leverage dan idiosyncratic risk dengan memperlemah pengaruh positif leverage. ESG tidak memoderasi hubungan dividend policy maupun earnings management dengan idiosyncratic risk. Temuan ini menempatkan struktur modal sebagai faktor utama yang perlu diperhatikan dalam pengelolaan risiko spesifik perusahaan, sementara ESG memberikan manfaat mitigasi yang terbatas pada risiko leverage. Penelitian memiliki keterbatasan pada cakupan empat negara, penggunaan satu sumber skor ESG, dan pendekatan panel statis. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan penyedia ESG alternatif, menguji dimensi environmental, social, dan governance secara terpisah, memperluas cakupan negara, serta menggunakan dynamic panel atau GMM untuk menangani potensi endogeneity.

Ucapan Terima Kasih

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Universitas Pamulang melalui Lembaga Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat atas dukungan pendanaan penelitian Tahun Akademik 2025/2026. Penelitian ini didanai berdasarkan Kontrak No. 0619/D5/SPKP/LPPM/UNPAM/X/2025.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, Y., & Nainggolan, Y. A. (2022). Laba, arus kas, dan leverage: Kasus kinerja pasar saham ASEAN selama pandemi COVID-19. *Jurnal Akuntansi di Negara Berkembang*.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. *The Journal of Finance*, 61(1), 259–299. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00836.x>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, 29(2), 228–242.
- Butar-Butar, S. (2020). Karakteristik dewan komisaris dan volatilitas idiosinkratik. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 20(1), 61–76. <https://doi.org/10.25105/mraai.v20i1.6282>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Firmansyah, A., & Suhandi, N. H. (2021). Bagaimana peran tata kelola perusahaan dalam hubungan antara manajemen laba dan risiko idiosinkratik di Indonesia? *Jurnal Ekonomi*, 26(2), 239–259. <https://doi.org/10.24912/je.v26i2.748>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Geno, M. R. P., Firmansyah, A., Prakosa, D. K., & Widyansyah, A. S. (2022). Financial leverage and idiosyncratic risk in Indonesia: Does integrated reporting matter? *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 14(1), 22–31. <https://doi.org/10.23969/jrak.v14i1.5172>
- Horn, M. (2023). The influence of ESG ratings on idiosyncratic stock risk: The unrated, the good, the bad, and the sinners. *Schmalenbach Journal of Business Research*, 75, 415–442. <https://doi.org/10.1007/s41471-023-00155-1>
- 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.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

- Liu, D., Gu, K., & Hu, W. (2023). ESG performance and stock idiosyncratic volatility. *Finance Research Letters*, 58, 104393. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104393>
- Oehler, A., & Horn, M. (2025). Contemporaneous ESG ratings and idiosyncratic stock risk: Empirical evidence on measures of market consensus and dispersion. *International Review of Economics & Finance*, 103, 104471. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104471>
- Prakosa, D. K., Firmansyah, A., Qadri, R. A., Wibowo, P., Irawan, F., Kustiani, N. A., Wijaya, S., Andriani, A. F., Arfiansyah, Z., Kurniawati, L., Maburur, A., Dinarjito, A., Kusumawati, R., & Mahrus, M. L. (2022). Earnings management motives, idiosyncratic risk and corporate social responsibility in an emerging market. *Journal of Governance & Regulation*, 11(3), 121–147. <https://doi.org/10.22495/jgrv11i3art11>
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179, 867–886. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04847-8>
- Singhania, M., & Gupta, D. (2024). Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure on firm risk: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3573–3613. <https://doi.org/10.1002/csr.2725>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.