

PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM DAN *SUSTAINABILITY DISCLOSURE* TERHADAP RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN SEKTOR PARIWISATA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ni Made Indah Mentari^{1*} | Ni Kadek Intan Dwi Cahyani²

^{1,2,3}Universitas Mahasaraswati Denpasar

*korespondensi: indahmentari@unmas.ac.id

Abstract: Sektor pariwisata memiliki kontribusi substansial terhadap PDB Indonesia karena memiliki multiplier efek yang tinggi pada perekonomian. Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh likuiditas saham dan *sustainability disclosure* terhadap *return* saham. Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor pariwisata yang terdaftar di BEI tahun 2021 – 2024. Sampel penelitian ini dipilih menggunakan *purposive sampling* dan menghasilkan 28 sampel dengan 112 amatan selama 4 tahun. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas saham dan *sustainability disclosure* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil uji t menemukan hanya likuiditas saham yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sementara *sustainability disclosure* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Kata kunci : *return* saham, likuiditas saham, *sustainability disclosure*, pariwisata

PENDAHULUAN

Sektor pariwisata berkontribusi substansial terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) nasional Indonesia, menciptakan lapangan kerja masif dan mendorong multiplier effect ekonomi melalui rantai pasok hotel, transportasi, serta kuliner. Keberlanjutannya krusial untuk ketahanan ekonomi pasca-pandemi, karena pemulihan kunjungan wisatawan langsung memengaruhi kinerja keuangan emiten terkait. Bila dilihat selama kurang lebih 4 tahun terakhir, sektor pariwisata mengalami fenomena volatilitas *return* saham yang signifikan akibat disrupsi pandemi COVID-19, di mana pencabutan Pembatasan Pekerjaan Kegiatan Masyarakat (PPKM) pada akhir 2022 memicu pemulihan positif pada sebagian saham industri ini, meskipun tidak semua emiten mencapai *risk-return trade-off optimal*.

Sejalan dengan *signalling theory*, yang dimana laporan keuangan sebagai sinyal yang digunakan oleh perusahaan direspon negatif oleh investor yang menyebabkan perubahan harga saham. Selama pandemi hingga pasca pandemi covid-19, volatilitas saham sektor pariwisata cukup tinggi. Kondisi ini menjadi sinyal bagi investor bahwa sektor pariwisata terdampak signifikan akibat pandemi. Hal ini didukung studi (Carrillo-Hidalgo, Pulido-Fernández, Durán-Román, & Casado-Montilla, 2023) menunjukkan bahwa harga saham perusahaan pariwisata turun signifikan saat pandemi COVID-19 pada awal 2020, dengan volatilitas *return*

yang meningkat tajam karena meluasnya kekhawatiran investor dan pembatalan perjalanan global. Penurunan harga saham sektor ini jauh lebih besar dibandingkan sektor lain dalam dua minggu pertama pandemi.

Pada fase awal pandemi (2020), likuiditas saham cenderung menurun tajam. Pembatasan mobilitas, penutupan hotel, maskapai, dan ketidakpastian permintaan wisata menyebabkan investor menahan diri sehingga *trading volume activity* turun. Saham pariwisata menjadi relatif kurang diperdagangkan dan menghadapi risiko likuiditas yang lebih tinggi. Namun, di beberapa periode berikutnya terjadi kenaikan volume perdagangan bersifat spekulatif, terutama ketika muncul sentimen pemulihan, stimulus pemerintah, atau berita pembukaan kembali destinasi. Kenaikan volume ini lebih banyak didorong oleh *short-term trading*, bukan oleh fundamental kinerja.

Likuiditas saham berkaitan dengan seberapa mudah saham diperdagangkan tanpa mengubah harga secara signifikan, sering diukur melalui *trading volume activity* yang mencerminkan intensitas transaksi pasar. Dalam literatur keuangan modern, likuiditas dipandang sebagai faktor penting yang memengaruhi *expected return* karena investor cenderung memberikan premi likuiditas untuk saham yang lebih mudah diperdagangkan. Beberapa studi empiris menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return saham, dimana saham yang lebih likuid seringkali diikuti oleh return yang lebih tinggi karena keterlibatan investor yang lebih aktif serta penurunan biaya transaksi. Penelitian LQ45 menunjukkan hubungan positif likuiditas terhadap *return* (Johan, Suhendah, & Daryatno, 2025). Namun, penelitian lain menemukan bahwa hubungan ini bisa negatif atau tidak signifikan, khususnya dalam kondisi pasar tertentu atau untuk saham berkapitalisasi mikro, yang menunjukkan bahwa efek likuiditas terhadap *return* tidak konsisten di semua konteks pasar (Sindarto & Wijaya, 2025).

Sustainability disclosure merujuk pada pengungkapan komprehensif atas kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) yang disampaikan perusahaan kepada pemangku kepentingan, mencerminkan transparansi terhadap praktik keberlanjutan dan komitmen strategis jangka panjang. Penelitian empiris menunjukkan hubungan kausal yang beragam antara *sustainability disclosure* dan *return* saham. Beberapa studi menemukan pengaruh positif signifikan, di mana pengungkapan yang baik meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi asimetri informasi sehingga berpotensi mendorong *return* saham. ESG *disclosure* menunjukkan pengaruh positif terhadap *return* pada sektor energi di BEI (Suhendri & Apriadi, 2025). Namun, hasil lain tidak menunjukkan pengaruh signifikan, bahkan beberapa penelitian menemukan tidak ada dampak ESG *disclosure* terhadap *return* saham atau hubungan negatif tergantung pada sampel dan periode penelitian (Putri, Honesty, & Honesty, 2024).

Adanya fenomena dan perbedaan hasil penelitian terdahulu membuat perlu adanya penelitian lebih lanjut terkait pengaruh dari likuiditas saham dan *sustainability disclosure* terhadap *return* saham. Masing – masing variabel ini biasanya dipertimbangkan berdasarkan tujuan investasinya yaitu jangka pendek atau jangka panjang. Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh likuiditas saham dan *sustainability disclosure* terhadap *return* saham serta melihat variabel mana yang paling berpengaruh terhadap *return* saham.

LITERATUR

Signalling Theory

Signalling theory menjelaskan bahwa pihak manajemen (*insider*) memiliki informasi yang tidak sepenuhnya diketahui investor (*outsider*), sehingga mereka perlu menyampaikan sinyal melalui tindakan atau pengungkapan tertentu agar pasar dapat menilai prospek perusahaan secara lebih akurat. Sinyal dianggap kredibel apabila mengandung biaya (*costly signal*) dan konsisten dengan fundamental perusahaan (Spence, 1973). Dalam konteks pasar modal, likuiditas saham (X_1) dapat berfungsi sebagai sinyal kualitas karena saham yang lebih likuid mencerminkan kepercayaan investor, efisiensi perdagangan, serta persepsi risiko yang lebih rendah. Sementara itu, *sustainability disclosure* (X_2) menjadi sinyal komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan, tata kelola, dan pengelolaan risiko jangka panjang, yang dapat meningkatkan reputasi dan kepercayaan investor. Kedua sinyal tersebut kemudian memengaruhi persepsi risiko dan ekspektasi investor, yang tercermin pada *return* saham (Y). Dengan demikian, *signalling theory* memberikan dasar teoretis bahwa perusahaan secara strategis menyampaikan informasi, baik melalui karakteristik pasar saham maupun pengungkapan non-keuangan untuk memengaruhi keputusan investasi dan pembentukan *return*.

Return Saham

Return saham merupakan tingkat keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor dari kepemilikan saham dalam suatu periode tertentu, yang mencerminkan kompensasi atas risiko investasi yang ditanggung. Secara umum, *return* diukur melalui *realized return* (berdasarkan data historis) maupun *expected return* (berdasarkan ekspektasi investor). Bagi perusahaan, *return* saham penting karena mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja, prospek, dan kualitas tata kelola. *Return* yang baik dapat meningkatkan reputasi perusahaan, menarik modal eksternal, serta menurunkan *cost of capital* melalui peningkatan kepercayaan investor. Dengan demikian, *return* saham berperan sebagai indikator kinerja pasar sekaligus sinyal nilai perusahaan.

Likuiditas Saham

Likuiditas saham merujuk pada kemampuan suatu saham untuk diperdagangkan secara cepat dalam volume yang memadai tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Salah satu proksi yang umum digunakan adalah *Trading Volume Activity* (TVA), yaitu perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham beredar dalam periode tertentu, yang mencerminkan tingkat partisipasi dan kemudahan transaksional di pasar. Likuiditas penting bagi perusahaan karena meningkatkan daya tarik saham, memperluas basis investor, dan menurunkan *cost of capital* melalui persepsi risiko likuiditas yang lebih rendah (Chordia, Sarkar, & Subrahmanyam, 2020), (Nguyen, Phan, & Tran, 2021). Secara empiris, likuiditas yang lebih tinggi sering diasosiasikan dengan peningkatan *return* saham karena berfungsi sebagai sinyal kualitas dan kepercayaan pasar, sekaligus memengaruhi mekanisme penentuan harga dan premi risiko likuiditas (Fang, Noe, & Tice, 2022).

Sustainability Disclosure

Sustainability disclosure merupakan pengungkapan informasi kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) yang disampaikan perusahaan melalui laporan tahunan, laporan keberlanjutan, atau kerangka standar seperti GRI sebagai bentuk transparansi atas dampak dan praktik keberlanjutan perusahaan. Pengungkapan ini penting karena memperkuat legitimasi, meningkatkan reputasi, serta menurunkan asimetri informasi antara manajemen dan investor (Garcia-Sanchez, Hussain, Khan, & Martínez-Ferrero, 2020) dan (Kotsantonis & Serafeim, 2020). Secara ekonomis, *sustainability disclosure* juga berkaitan dengan akses pembiayaan yang lebih baik dan persepsi risiko yang lebih rendah, sehingga berpotensi memengaruhi keputusan investasi pasar modal (Broadstock, Chan, Cheng, & Wang, 2021). Sejumlah temuan empiris menunjukkan bahwa pengungkapan keberlanjutan yang lebih tinggi dapat meningkatkan *return* saham melalui mekanisme kepercayaan investor, penilaian prospek jangka panjang, serta premi pasar terhadap kinerja ESG (Alsaifi, Elnahass, & Salama, 2020). Dengan demikian, *sustainability disclosure* berfungsi sebagai sinyal nilai dan kualitas perusahaan di mata investor.

Hipotesis

- H1** : Likuiditas saham berpengaruh positif dan signifikan pada *return* saham
- H2** : *Sustainability Disclosure* berpengaruh positif dan signifikan pada *return* saham

METODELOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Data penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh melalui laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan tahun 2021 – 2024. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor pariwisata yang terdaftar di bursa efek Indonesia yang

berjumlah 51 perusahaan. Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* yang dimana tidak semua anggota populasi bisa menjadi sampel, karena terdapat beberapa kriteria yang dibuat untuk menyeleksi sampel. Jumlah sampel pada penelitian ini adalah 28 perusahaan dan menjadi 112 amatan selama 4 tahun. Teknik analisis penelitian menggunakan regresi linear berganda. Sebelum tahap pengujian hipotesis, analisis data terlebih dahulu dilakukan melalui uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas. Hipotesis diuji menggunakan analisis regresi linier berganda, yang merupakan analisis untuk menentukan pengaruh dan hubungan linier satu atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen (Briliant & Kurniawan, 2019). Nilai R dan R² dalam analisis regresi berganda menunjukkan proporsi pengaruh semua variabel dependen terhadap variabel independen (Astriawati, 2016).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis data pada penelitian ini diawali dengan analisis deskriptif dan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan dengan empat pengujian yaitu uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dengan hasil sebagai berikut.

Tabel 1
Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		<i>Unstandardized Residual</i>
N		112
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	0,29283792
Most Extreme Differences	Absolute	0,042
	Positive	0,042
	Negative	-0,029
Test Statistic		0,042
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,200 ^{c,d}
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		
d. This is a lower bound of the true significance.		

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan Tabel 1, pada hasil uji normalitas nilai signifikansi 0,2 yaitu lebih besar dari 0,05 sehingga data dikatakan berdistribusi normal. Uji berikutnya adalah multikoleniaritas.

Tabel 2
Uji Multikoleniaritas

Coefficients^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Likuiditas Saham (TVA)	0,670	1,493
	<i>Sustainability Disclosure</i>	0,670	1,493

a. *Dependent Variable: Return Saham*

Sumber: Data diolah, 2025

Uji multikoleniaritas dilakukan dengan tujuan untuk menentukan apakah pada model regresi terdapat korelasi antara variabel independen. Berdasarkan tabel 2, nilai *tolerance* kedua variabel bebas 0,670 > 0,1 dan nilai VIF 1,493 < 10 yang berarti tidak terdapat gejala multikoleniaritas.

Tabel 3
Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,093	0,008		12,090	0,000
	Likuiditas Saham (TVA)	0,001	0,011	0,014	0,120	0,905
	<i>Sustainability Disclosure</i>	-0,021	0,013	-0,186	-1,644	0,103

a. *Dependent Variable: ABS RES*

Sumber: Data diolah, 2025

Untuk menentukan apakah terdapat gejala heteroskedastisitas, nilai sig > 0,05. Pada Tabel 3, terlihat bahwa nilai sig masing – masing variabel bebas 0,905 dan 0,103 yang dimana lebih dari 0,05. Sehingga, tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4
Uji Autokorelasi

Model Summary^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,809 ^a	0,654	0,648	0,295512290	2,023

a. *Predictors: (Constant), Sustainability Disclosure, Likuiditas Saham (TVA)*

b. *Dependent Variable: Return Saham*

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil uji autokorelasi, diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 2.023. Dengan jumlah variabel bebas (k) = 2, sampel (n) = 112, diperoleh nilai dU

sebesar 1,7283. Oleh karena nilai dW berada diantara dU dan $4 \cdot dU$ ($1,7283 < 2,023 < ,2717$) hal ini berarti tidak terdapat autokorelasi.

Pengujian Hipotesis

Setelah semua uji asumsi klasik terpenuhi, uji hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi (α) 5% (0,05). Hipotesis diterima jika nilai Sig. $< 0,05$ atau nilai T yang dihitung $>$ nilai T tabel.

Tabel 5

Uji F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,254	2	3,627	19,523	0,000 ^b
	Residual	20,250	109	0,186		
	Total	27,504	111			
a. Dependent Variable: Return Saham						
b. Predictors: (Constant), Sustainability Disclosure, Likuiditas Saham (TVA)						

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan Tabel 5. Nilai signifikansi $< 0,05$ ($\text{sig} = 0,000$) yang berarti variabel likuiditas saham dan *sustainability disclosure* secara simultan berpengaruh terhadap *return saham*. Hal ini berarti Berdasarkan hasil tersebut, model regresi dikatakan fit.

Tabel 6

Uji R dan R-Square

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,809 ^a	0,654	0,648	0,295512290
a. Predictors: (Constant), Sustainability Disclosure, Likuiditas Saham (TVA)				

Sumber: Data diolah, 2025

Uji R merupakan uji korelasi yang ingin melihat hubungan antara variabel. Nilai R sebesar 0,809 menunjukkan adanya hubungan yang kuat antar variabel dalam model penelitian. Sementara, nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,648 memiliki arti bahwa sebesar 64,8% variasi dari variabel *return saham* dapat dijelaskan oleh variabel likuiditas saham dan *sustainability disclosure*, dan sisanya sebesar 35,2% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

Tabel 7

Uji t

Coefficients ^a				
Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.

		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,125	0,098		11,448	0,000
	Likuiditas Saham (TVA)	0,744	0,130	0,479	5,711	0,000
	Sustainability Disclosure	0,159	0,120	0,111	1,322	0,189
a. Dependent Variable: Return Saham						

Sumber: Data diolah, 2025

Dapat dilihat pada Tabel 7, pada variabel likuiditas saham nilai sig < 0,05 (sig=0,000) yang berarti variabel likuiditas saham berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga H1 diterima. Sementara nilai sig variabel *sustainability disclosure* lebih dari 0,05 (sig= 0.189) yang berarti variabel *sustainability disclosure* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, sehingga H2 ditolak.

Pembahasan

Berdasarkan pengujian hipotesis, ditemukan bahwa likuiditas saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini berarti semakin tinggi volume saham yang diperdagangkan maka akan diikuti peningkatan *return* saham. Likuiditas tinggi menandakan bahwa saham mudah diperdagangkan, mengurangi *transaction cost* dan risiko likuiditas yang dirasakan oleh investor, selain itu dapat menstabilkan volatilitas harga. Saham yang likuid cenderung menarik lebih banyak partisipasi investor karena kemudahan masuk dan keluar pasar, sehingga persepsi risiko investasi menurun dan ekspektasi *return* dapat meningkat. Hal ini dapat mendorong harga saham naik secara lebih cepat seiring meningkatnya permintaan pasar, yang berimplikasi pada *return* saham yang lebih tinggi. Bukti penelitian di pasar modal menunjukkan bahwa peningkatan *trading volume* sering kali berkorelasi dengan sinyal positif informasi pasar dan aktivitas investor, yang selanjutnya dapat memengaruhi *return* saham secara positif dalam jangka pendek maupun menengah, termasuk pada industri berbasis layanan seperti pariwisata meskipun hasil empiris bisa beragam antar studi dan periode pasar (Kurnianingrum, Nugraha, & Sari, 2021). Hasil ini didukung oleh penelitian (Febrianti & Saadah, 2025) dan (Nurisnaini, Wulandari, & Supriadi, 2025) menemukan bahwa likuiditas saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Sementara, hasil berbeda pada variabel *sustainability disclosure* yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini bisa terjadi karena pasar modal sering kali mengutamakan informasi keuangan dan operasional jangka pendek dibandingkan informasi keberlanjutan jangka panjang. Hal ini terutama terjadi pada sektor pariwisata di mana investor cenderung fokus pada indikator performa seperti pendapatan musiman, okupansi, dan laba bersih yang lebih langsung memengaruhi

persepsi *return* daripada pengungkapan ESG yang sering dipandang sebagai formalitas kepatuhan tanpa implementasi nyata. Selain itu, kualitas dan kedalaman laporan keberlanjutan yang rendah dapat melemahkan sinyal informasi bagi pasar sehingga tidak memengaruhi keputusan investasi dan *return* saham secara signifikan. Hasil penelitian ini didukung oleh (Sumani & Limawan, 2024) dan (Putri, Honesty, & Honesty, 2024) yang menemukan bahwa *sustainability disclosure* tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

SIMPULAN DAN LIMITASI

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa likuiditas saham dan *sustainability disclosure* secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil uji t menemukan hanya likuiditas saham yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sementara *sustainability disclosure* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Hal ini bisa terjadi karena pasar modal sering kali mengutamakan informasi keuangan dan operasional jangka pendek dibandingkan informasi keberlanjutan jangka panjang.

Keterbatasan penelitian ini adalah nilai adjusted R^2 sebesar 64,8%, sehingga masih ada variabel lain yang tidak masuk dalam model penelitian ini yang dapat menjelaskan variasi pada variabel *return* saham. Selain itu, penelitian hanya terbatas pada sektor pariwisata sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi di sektor lain yang memiliki karakteristik aktivitas bisnis yang berbeda dengan sektor pariwisata.

DAFTAR PUSTAKA

- Alsaifi, K., Elnahass, M., & Salama, A. (2020). Market responses to firms' ESG news. *Journal of Corporate Finance*.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during crises. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Carrillo-Hidalgo, I., Pulido-Fernández, J., Durán-Román, J., & Casado-Montilla, J. (2023). COVID-19 and tourism sector stock price in Spain: medium-term relationship through dynamic regression models. *Financial Innovation*, 9(8).
- Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2020). Liquidity dynamics and asset pricing. *Journal of Financial Economics*.
- Fang, V. W., Noe, T., & Tice, S. (2022). Stock liquidity and corporate policies. *Journal of Corporate Finance*.
- Febrianti, R., & Saadah, N. (2025). Stock Liquidity and Stock Returns: The Moderating Role of Financial Constraints. *Accounting and Investment Journal*, 10(1), 55–68.

- Garcia-Sanchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Corporate social responsibility and firm performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Johan, Suhendah, R., & Daryatno, A. (2025). FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI RETURN SAHAM. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 7(3), 1126-1236.
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2020). ESG integration in investment management. *Review of Accounting Studies*.
- Kurnianingrum, D., Nugraha, & Sari, M. (2021). Pengaruh Likuiditas dan Efisiensi Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Kategori Pariwisata, Restoran, dan Hotel. *Perspektif: Jurnal Ekonomi & Manajemen Universitas Bina Sarana Informatika*, 19(2).
- Nguyen, N., Phan, D., & Tran, V. (2021). Stock liquidity and firm value in emerging markets. *Emerging Markets Review*.
- Nurishnaini, N., Wulandari, R. D., & Supriadi, Y. (2025). Pengaruh Likuiditas Saham, Profitabilitas, dan Leverage terhadap Return Saham pada Perusahaan Properti dan Real Estate. *urnal Ilmiah Manajemen Keuangan & Bisnis*, 7(2), 120–132.
- Putri, R., Honesty, F., & Honesty, H. (2024). Pengaruh Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure, dan Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham. *ECo-Buss*, 7(2), 1520–1535.
- Sindarto, F., & Wijaya, H. (2025). THE EFFECT OF MARKET LIQUIDITY AND PROFITABILITY ON STOCK RETURNS (STUDY ON PROPERTIES AND REAL ESTATE COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE IN 2020-2023). *Jurnal Bina Akuntansi*, 12(2), 1-11.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suhendri, S., & Apriadi, D. (2025). Pengaruh Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure dan Volatilitas Harga Energi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Energi di BEI. *Jurnal Ekonomi, Bisnis Dan Manajemen*, 4(4), 1-13.
- Sumani, S., & Limawan, A. (2024). Environmental and Social Disclosure terhadap Return Saham pada Perusahaan LQ45. *Jurnal Manajemen dan Maranatha Management Journal*, 24(2), 133–144.