Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

# Determinan Stock Price Loss selama Market Turbulence: Peran Free Float, ESG, dan Kepemilikan Asing

Lela Hindasah

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Yogyakarta

Email: lela.hindasah@gmail.com

## Abstract

The Indonesian stock market experienced turbulence, with the Jakarta Composite Index (JCI) falling to a low of 5,342 on June 8 amid rising global uncertainty, exchange rate pressure, foreign capital outflows, and macroeconomic concerns. This study analyzes the impact of free float, Environmental, Social, and Governance (ESG) performance, and foreign ownership on stock price loss, while incorporating trading volume activity, firm age, asset growth, firm size, leverage, and profitability as control variables. The study uses multiple linear regression with heteroskedasticity-robust standard errors and data from companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Stock price loss is measured based on the decline in share price from the closing price at the end of 2025 to the lowest price recorded during the market turbulence in 2026. The results indicate that ESG performance and foreign ownership have a significant negative impact on stock price loss. In contrast, free float does not show a significant effect when controlling for the other variables. Among the control variables, trading volume activity and firm size have a significant positive impact, while firm age and leverage have a significant negative impact. Conversely, asset growth and profitability do not show a significant influence. These findings suggest that strong ESG performance and foreign ownership are associated with greater stock price resilience during periods of market turbulence.

**Keywords** stock price loss, market turbulence, free float, ESG, foreign ownership.

## 1. Pendahuluan

Pasar saham berperan penting dalam alokasi modal dan pembentukan nilai perusahaan. Namun, selama turbulensi atau krisis, penurunan harga saham dapat sangat tajam dan berbeda antarperusahaan meskipun menghadapi guncangan yang sama. Perbedaan tersebut mencerminkan heterogenitas kondisi keuangan, likuiditas, tata kelola, kepemilikan, dan karakteristik perusahaan. Bukti selama pandemi menunjukkan bahwa respons harga saham terhadap guncangan pasar tidak homogen. Ding et al. (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan kas dan profitabilitas yang lebih tinggi serta leverage yang lebih rendah mengalami penurunan harga yang relatif lebih kecil, sedangkan Harjoto et al. (2021) menunjukkan bahwa respons pasar terhadap pandemi berbeda antara perusahaan di negara berkembang dan negara maju. Dengan demikian, besarnya penurunan harga saham aktual selama turbulensi penting dijelaskan pada tingkat perusahaan.

Penurunan indeks pasar agregat belum sepenuhnya menggambarkan kerugian investor pada tingkat perusahaan. Dalam satu krisis, sebagian perusahaan mengalami penurunan terbatas, sementara perusahaan lain kehilangan sebagian besar nilai pasarnya. Perbedaan tersebut dapat

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dipandang sebagai variasi dalam ketahanan perusahaan (*firm resilience*) terhadap guncangan eksternal. Ding et al. (2021) menunjukkan bahwa kondisi keuangan, tanggung jawab sosial, tata kelola, dan karakteristik perusahaan berkaitan dengan respons harga saham selama pandemi. Xiong et al. (2020) menunjukkan bahwa karakteristik spesifik perusahaan, termasuk ukuran, profitabilitas, growth opportunity, leverage, dan struktur aset, memengaruhi reaksi pasar terhadap pandemi COVID-19. Perusahaan dengan ukuran lebih besar, profitabilitas dan *growth opportunity* yang lebih tinggi, serta karakteristik keuangan tertentu mengalami dampak negatif yang relatif lebih kecil. Temuan tersebut menunjukkan bahwa market turbulence menciptakan variasi cross-sectional dalam besarnya kerugian harga saham.

*Free float*, yaitu proporsi saham yang tersedia untuk diperdagangkan oleh publik, berpotensi memengaruhi ketahanan harga saham melalui mekanisme likuiditas pasar. Ding et al. (2016) menemukan bahwa free float yang lebih tinggi berkaitan dengan likuiditas yang lebih tinggi dan risiko likuiditas yang lebih rendah, serta membantu mengurangi *liquidity dry-up* ketika terjadi guncangan pasar. Khandaker et al. (2023) menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 berdampak signifikan terhadap likuiditas saham di pasar negara berkembang dan negara maju. Sementara itu, Çalışkan dan Kerestecioğlu (2013) menjelaskan bahwa free float yang rendah dapat memperbesar dampak negatif terhadap harga saham. Dengan demikian, free float yang lebih tinggi diperkirakan meningkatkan kemampuan pasar menyerap tekanan jual sehingga berkaitan dengan stock price loss yang lebih rendah. Namun, likuiditas yang tinggi juga dapat memfasilitasi penjualan saham ketika sentimen investor memburuk, sehingga hubungan tersebut perlu diuji secara empiris.

Selain karakteristik pasar, Environmental, Social, and Governance (ESG) berpotensi berkaitan dengan ketahanan harga saham. ESG mencerminkan tata kelola, pengelolaan risiko, hubungan pemangku kepentingan, dan transparansi nonkeuangan yang dapat memengaruhi persepsi risiko. Ding et al. (2021) menemukan bahwa aktivitas tanggung jawab sosial perusahaan berkaitan dengan respons harga saham yang lebih baik selama pandemi. Hasil penelitian terdahulu mengenai hubungan ESG dan ketahanan harga saham menunjukkan temuan yang belum sepenuhnya konsisten. Xu et al. (2023) menemukan bahwa ESG meningkatkan stock price resilience, Li et al. (2022) menunjukkan bahwa ESG meningkatkan cumulative abnormal returns selama krisis, Xu et al. (2022) menemukan bahwa pengungkapan ESG menurunkan stock price crash risk, dan Velasco (2026) menunjukkan bahwa konsistensi ESG meningkatkan resilience stability serta mengurangi kerugian pasar setelah shock. Sebaliknya, Naffa dan Dudás (2023) menemukan bahwa ESG management justru berhubungan negatif dengan maximum drawdown, yang karena maximum drawdown diukur dalam nilai negatif menunjukkan bahwa perusahaan dengan ESG management yang lebih baik mengalami penurunan harga saham yang lebih besar selama krisis. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan bahwa hubungan ESG dengan ketahanan harga saham masih memerlukan pengujian lebih lanjut, khususnya untuk mengetahui apakah kinerja ESG mampu menurunkan stock price loss selama market turbulence.

*Foreign ownership* juga dapat memengaruhi ketahanan harga saham selama krisis. Investor asing dapat meningkatkan monitoring dan kualitas informasi, tetapi juga menyesuaikan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

portofolio secara cepat ketika ketidakpastian meningkat. Ding et al. (2021) menunjukkan bahwa karakteristik kepemilikan berkaitan dengan respons harga saham terhadap pandemi, sedangkan Vo (2020) menemukan hubungan antara *foreign ownership* dan risiko penurunan harga saham ekstrem pada perusahaan di Vietnam. Dua mekanisme tersebut menunjukkan peran monitoring sekaligus potensi tekanan jual. Karena itu, pengaruh *foreign ownership* terhadap kerugian harga saham perlu diuji pada pasar berkembang seperti Indonesia.

Indonesia menyediakan konteks empiris yang relevan karena tekanan pasar pada 2026 berlangsung bersamaan dengan ketidakpastian global, depresiasi rupiah, dan arus keluar modal asing. Berdasarkan konteks penelitian ini, IHSG berada pada level terendah pada tanggal 8 Juni index menyentuh 5342. Kondisi tersebut menyediakan peluang untuk mengidentifikasi perbedaan respons antarperusahaan. Penelitian mengenai respons pasar terhadap krisis menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan dan kondisi pasar dapat menjelaskan heterogenitas penurunan harga (Ding et al., 2021; Harjoto et al., 2021). Periode tersebut relevan untuk menguji karakteristik perusahaan yang berkaitan dengan kehilangan nilai pasar. Fokus penelitian adalah menguji hubungan *free float*, ESG performance, dan *foreign ownership* dengan *stock price loss*, dengan mengendalikan TVA, umur perusahaan, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, leverage, dan profitabilitas. Penelitian berfokus pada magnitudo kehilangan nilai pasar yang terealisasi selama episode turbulensi tertentu.

## 2. Tinjauan Literatur

Market Microstructure Theory. Market Microstructure Theory menjelaskan bagaimana mekanisme perdagangan, likuiditas, dan interaksi permintaan serta penawaran memengaruhi pembentukan harga saham. Amihud dan Mendelson (1986) menunjukkan bahwa biaya transaksi dan likuiditas berkaitan dengan penilaian aset. Dalam kondisi market turbulence, peningkatan tekanan jual dan perubahan aktivitas perdagangan dapat memperbesar penurunan harga saham. Teori ini relevan untuk menjelaskan hubungan free float dan trading volume activity dengan stock price loss. Proporsi free float yang lebih tinggi dapat meningkatkan ketersediaan saham untuk diperdagangkan, tetapi tidak selalu menjamin ketahanan harga ketika investor melakukan penjualan secara bersamaan (Ding et al., 2016).

Stakeholder Theory. Stakeholder Theory menekankan pentingnya pengelolaan hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan, termasuk investor, karyawan, pelanggan, dan masyarakat (Freeman, 1984). Dalam konteks penelitian ini, kinerja environmental, social, and governance (ESG) mencerminkan upaya perusahaan dalam mengelola aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Kinerja ESG yang baik berpotensi memperkuat reputasi dan kepercayaan pemangku kepentingan serta mengurangi ketidakpastian investor ketika pasar mengalami tekanan. Dengan demikian, ESG diperkirakan berkaitan dengan stock price loss yang lebih rendah selama market turbulence.

Agency Theory. Agency Theory menjelaskan potensi konflik kepentingan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Konflik tersebut dapat muncul akibat perbedaan kepentingan dan ketimpangan informasi (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan asing dapat berperan sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang mendorong transparansi

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen. Pengawasan yang lebih efektif berpotensi mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kepercayaan investor. Oleh karena itu, kepemilikan asing diperkirakan berhubungan negatif dengan stock price loss. Namun, investor asing juga dapat meningkatkan tekanan jual ketika terjadi perubahan sentimen global, sehingga hubungan tersebut perlu diuji secara empiris.

Pengaruh Free Float terhadap Stock Price Loss. Free float menunjukkan proporsi saham yang tersedia untuk diperdagangkan oleh publik. Semakin tinggi free float, semakin besar potensi aktivitas perdagangan dan likuiditas saham. Ding et al. (2016) menemukan bahwa free float yang lebih tinggi berkaitan dengan likuiditas yang lebih baik dan risiko likuiditas yang lebih rendah. Temuan ini diperkuat oleh Jawed et al. (2022), yang menunjukkan bahwa peningkatan free float melalui kebijakan minimum public shareholding meningkatkan likuiditas saham di India. Bukti pada pasar Indonesia juga menunjukkan hubungan positif antara free float dan likuiditas saham (Viratama et al., 2022). Namun, likuiditas yang lebih tinggi tidak selalu menjamin ketahanan harga saham selama market turbulence. Bostanci dan Kilic (2010) menemukan bahwa free float ratio yang lebih tinggi berkaitan dengan volatilitas harga saham. Sejalan dengan temuan tersebut, Francisco (2026) menunjukkan bahwa free float berpengaruh positif terhadap systematic risk, khususnya downside beta. Hasil ini mengindikasikan bahwa saham dengan free float tinggi dapat lebih sensitif terhadap tekanan pasar ketika investor merespons informasi negatif secara bersamaan. Dengan demikian, meskipun free float meningkatkan likuiditas, karakteristik tersebut juga berpotensi memperkuat tekanan jual dan memperbesar stock price loss selama turbulensi pasar. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H1: Free float berpengaruh positif terhadap stock price loss selama market turbulence.

Pengaruh ESG terhadap Stock Price Loss. Kinerja ESG dapat berperan sebagai mekanisme ketahanan perusahaan ketika menghadapi guncangan pasar. Perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik cenderung memiliki hubungan yang lebih kuat dengan pemangku kepentingan, reputasi yang lebih baik, serta tingkat kepercayaan investor yang lebih tinggi. Kondisi tersebut dapat menciptakan insurance-like effect yang membantu perusahaan mengurangi dampak negatif external shock terhadap nilai pasar. Li et al. (2022) menunjukkan bahwa ESG berhubungan positif dengan cumulative abnormal returns selama krisis COVID-19, terutama pada perusahaan yang mengalami negative shocks, sedangkan Velasco (2026) menemukan bahwa ESG engagement dan ESG consistency meningkatkan resilience stability, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan ESG yang lebih kuat mengalami kerugian pasar yang lebih kecil setelah terjadinya shock. Dari perspektif informasi, ESG juga dapat mengurangi tekanan terhadap harga saham melalui peningkatan transparansi dan pengurangan asimetri informasi. Murata dan Hamori (2021) menunjukkan bahwa ESG disclosure dapat mengurangi stock price crash risk melalui pengurangan bad-news hoarding, meskipun pengaruh tersebut berbeda antarnegara. Xu et al. (2025) juga menemukan bahwa ESG berhubungan negatif dengan idiosyncratic risk dan extreme risk, sehingga menunjukkan bahwa ESG berkaitan dengan penurunan risiko pergerakan harga saham yang ekstrem. Berdasarkan argumentasi tersebut, penelitian ini memprediksi bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih tinggi

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

akan mengalami stock price loss yang lebih rendah selama market turbulence. Dengan demikian, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H2: ESG berpengaruh negatif terhadap stock price loss selama masa market turbulence.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Stock Price Loss. Kepemilikan asing berpotensi meningkatkan ketahanan harga saham selama market turbulence melalui mekanisme monitoring, transparansi, dan peningkatan kualitas informasi. Investor asing, khususnya institusional, memiliki kemampuan analisis dan insentif untuk mengawasi manajemen sehingga dapat mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan efisiensi pembentukan harga saham. Vo (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan asing meningkatkan stock price informativeness, sedangkan Li et al. (2021) menemukan bahwa investor institusional asing meningkatkan efisiensi informasi harga melalui monitoring dan pemanfaatan informasi lokal. Selain itu, monitoring eksternal oleh investor asing dapat mengurangi risiko stock price crash (Kim et al., 2020) serta membatasi penurunan nilai saham selama krisis (Baek et al., 2004). Kepemilikan asing juga berpotensi meningkatkan stabilitas harga saham. Vo (2015) menemukan bahwa kepemilikan asing menurunkan volatilitas return saham, sementara Naufa et al. (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan asing berkaitan dengan penurunan volatilitas return serta risiko aset dan ekuitas di negara-negara ASEAN. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa monitoring dan efisiensi informasi dapat membantu mengurangi ketidakpastian serta tekanan penurunan harga saham. Dengan demikian, semakin tinggi kepemilikan asing, semakin rendah stock price loss yang diperkirakan dialami perusahaan selama market turbulence. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H3: Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap stock price loss selama market turbulence.

## 3. Metode Penelitian

Desain Penelitian dan Sampel. Penelitian ini mengadopsi pendekatan kuantitatif dengan desain eksplanatori untuk menganalisis determinan empiris yang memengaruhi tingkat kerugian harga saham (stock price loss) di tengah periode turbulensi pasar pada bursa saham Indonesia. Unit analisis yang digunakan adalah emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode pengamatan harga penutupan per 31 Desember 2025 ditetapkan sebagai titik acuan awal dan 8 Juni 2026 sebagai titik pengukuran penurunan harga saham. Mengingat variabel dependen diukur sebagai nilai agregat kerugian harga saham per entitas sepanjang satu jendela observasi, estimasi empiris menggunakan model regresi cross-sectional OLS (Wooldridge, 2010).Pemilihan sampel dilakukan melalui metode purposive sampling dengan kriteria seleksi berikut: (1) emiten tercatat di BEI secara konsisten selama periode penelitian; (2) memiliki riwayat data perdagangan saham aktif sepanjang periode Januari–Juni 2026; (3) menyajikan data persentase *free float* dan kepemilikan asing (*foreign ownership*); (4) memiliki penilaian skor ESG dari basis data acuan; serta (5) menyediakan laporan keuangan lengkap untuk penyusunan variabel kontrol. Entitas dengan kelengkapan data yang tidak terpenuhi dieliminasi dari sampel akhir.

Pengukuran *Stock Price Loss*. Variabel dependen penelitian ini adalah Stock Price Loss (SPL),

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

yaitu persentase penurunan harga ekuitas dari harga penutupan akhir tahun 2025 ke 8 Juni 2026.

Formulasi perhitungan SPL dinyatakan sebagai berikut: SPL= (P0 – P1)/P0

Keterangan notasi: SPL merupakan persentase stock price loss emiten i; P0 adalah harga penutupan saham emiten i pada 31 Desember 2025; dan P1 adalah harga penutupan pada saat IHSG terendah pada tanggal 8 Juni.

Variabel Independen. (1) Free float (FF) menunjukkan proporsi saham yang tersedia untuk diperdagangkan oleh publik dibandingkan dengan total saham beredar Ding et al. (2016). Variabel ini dihitung dengan formula: FF = (Saham Free Float / Total Saham Beredar) × 100%. (2) Environmental, Social, and Governance (ESG) - Environmental, Social, and Governance (ESG) merupakan proksi pengukuran kinerja nonkeuangan perusahaan pada dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola. Variabel ini diukur menggunakan skor komposit ESG yang diperoleh dari basis data https://kesgi.katadata.co.id. (3) *Foreign Ownership* - Foreign ownership (FO) merefleksikan proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusi maupun individu asing. Pengukuran rasio kepemilikan asing dirumuskan sebagai: FO = (Jumlah Saham Dimiliki Asing / Total Saham Beredar) × 100%.

Variabel Kontrol. Model empiris mengikutsertakan enam variabel kontrol yang merepresentasikan karakteristik fundamental perusahaan dan mikrostruktur pasar untuk mengisolasi potensi bias akibat variabel yang diabaikan. Trading Volume Activity (TVA) digunakan untuk mengukur intensitas aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder yang mencerminkan heterogenitas ekspektasi investor, dengan menghitung rasio volume saham yang diperdagangkan terhadap total saham beredar. Umur perusahaan (AGE) mengukur tingkat maturitas perusahaan berdasarkan lamanya perusahaan beroperasi sejak tahun pendirian hingga tahun pengamatan, yang dihitung sebagai selisih antara tahun pengamatan 2026 dan tahun pendirian perusahaan. Selanjutnya, pertumbuhan aset (AG) digunakan untuk menangkap tingkat ekspansi perusahaan, yang diukur berdasarkan perubahan total aset dari tahun 2024 ke tahun 2025. Ukuran perusahaan (SIZE) digunakan sebagai proksi skala ekonomi dan visibilitas perusahaan di pasar, yang diukur menggunakan logaritma natural total aset tahun 2025. Leverage (LEV) digunakan untuk menangkap tingkat risiko solvabilitas dan ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis utang, yang diukur melalui rasio total utang terhadap total aset. Sementara itu, profitabilitas (ROA) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya aset yang dimilikinya, dengan menghitung rasio laba bersih terhadap total aset.

Model Penelitian. Pengujian pengaruh simultan dan parsial antara free float, kinerja ESG, serta kepemilikan asing terhadap kerugian harga saham diestimasi menggunakan spesifikasi regresi linier berganda berikut:

$$SPL = \beta0 + \beta1(FF) + \beta2(ESG) + \beta3(FO) + \varepsilon$$

$$SPL = \beta0 + \beta1(FF) + \beta2(ESG) + \beta3(FO) + \beta4(TVA) + \beta5(AGE) + \beta6(AG) + \beta7(SIZE) + \beta8(LEV) + \beta9(ROA) + \varepsilon$$

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Keterangan parameter: SPL merepresentasikan stock price loss perusahaan pada periode observasi; FF adalah rasio free float (%); ESG adalah skor komposit Environmental, Social, and Governance; FO adalah rasio foreign ownership (%); TVA merupakan trading volume activity; AGE menunjukkan umur operasional perusahaan (tahun); AG merupakan rasio pertumbuhan total aset (%); SIZE menunjukkan skala ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural kapitalisasi pasar; LEV adalah rasio solvabilitas (leverage); ROA adalah rasio imbal hasil atas aset (return on assets, %); β0 merupakan intersep (konstanta); β1 hingga β9 menunjukkan koefisien regresi masing-masing variabel independen dan kontrol; serta ε mewakili galat residual (error term).

## 4. Hasil dan Pembahasan

Berikut hasil statistik descriptive.

Tabel 1. Statistik Deskriptive

| Variabel | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|---|---|---|---|---|---|
| SPL | 223 | 0.3253 | 0.1846 | 0.0026 | 0.7707 |
| FF | 223 | 0.2418 | 0.1491 | 0.0164 | 1.0000 |
| ESG | 223 | 50.0116 | 15.0192 | 3.7200 | 79.7100 |
| FO | 223 | 0.2546 | 0.2843 | 0.0000 | 0.9975 |
| TVA | 223 | 0.8800 | 1.5307 | 0.0003 | 13.5477 |
| AGE | 223 | 15.1839 | 11.1572 | 2.0000 | 43.0000 |
| AG | 223 | 0.9831 | 0.2155 | -0.3123 | 1.5400 |
| SIZE | 223 | 28.8357 | 2.1367 | 24.4209 | 34.5342 |
| LEV | 223 | 1.6462 | 2.0996 | 0.0300 | 12.3200 |
| ROA | 223 | 0.0336 | 0.0931 | -0.3811 | 0.5615 |

Statistik deskriptif terhadap 223 perusahaan menunjukkan rata-rata *Stock Price Loss* (SPL) sebesar 32,53%, dengan rentang 0,26%–77,07%, yang mencerminkan variasi penurunan harga saham selama market turbulence.Rata-rata Free Float sebesar 24,18%, skor ESG 50,01, dan kepemilikan asing 25,46%, menunjukkan perbedaan karakteristik kepemilikan dan kinerja ESG antarperusahaan. Variabel kontrol menunjukkan rata-rata TVA 0,88, usia perusahaan 15,18 tahun, asset growth 98,31%, ukuran perusahaan 28,84, leverage 1,65, dan ROA 3,36%.

Tabel 2. Hasil Analisis

| Variabel | Koefisien<br>(t-statistic) | Koefisien<br>(t-statistic) |
|---|---|---|
| FF | 0.1478*<br>(1.85) | 0.0858<br>(1.02) |
| ESG | -0.0009<br>(-1.06) | -0.0021**<br>(-2.13) |
| FOR | -0.0449<br>(-1.07) | -0.0834*<br>(-1.93) |

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

| Variabel | Koefisien (t-statistic) | Koefisien (t-statistic) |
|---|---|---|
| TVA | | 0.0207** (2.23) |
| AGE | | -0.0026** (-2.39) |
| GROW | | 0.0184 (0.21) |
| SIZE | | 0.0323*** (4.27) |
| DER | | -0.0114* (-1.89) |
| ROA | | -0.2511 (-1.50) |
| Constant | 0.3460*** (6.76) | -0.4564** (-2.46) |
| Observations | 223 | 223 |
| R-squared | 0.0308 | 0.1521 |
| F-statistic | 2.9400 | 4.8900 |
| Prob > F | 0.0340 | 0.0000 |
| Root MSE | 0.18299 | 0.1732 |

Keterangan: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa pada Model 2, ESG berpengaruh negatif signifikan pada tingkat 5% dan kepemilikan asing (FO) pada tingkat 10% terhadap *stock price loss*, sedangkan *free float* (FF) tidak lagi signifikan setelah variabel kontrol dimasukkan. Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja ESG dan kepemilikan asing berpotensi mengurangi kerugian harga saham selama turbulensi pasar. Pada variabel kontrol, TVA dan SIZE berpengaruh positif signifikan, sedangkan AGE dan DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock price loss*. Sementara itu, pertumbuhan aset (AG) dan profitabilitas (ROA) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

*Free Float* and *Stock Price Loss*. Berdasarkan hasil penelitian, pengaruh *free float* terhadap *stock price loss* menunjukkan pola yang berbeda antara model tanpa dan dengan variabel kontrol. Ketika *free float* diregresikan bersama variabel utama lainnya, yaitu ESG dan *foreign ownership*, *free float* memiliki koefisien positif sebesar 0,1478 dan signifikan pada tingkat 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan proporsi *free float* yang lebih tinggi cenderung mengalami *stock price loss* yang lebih besar selama *market turbulence*. Temuan tersebut tidak sejalan dengan argumen dalam hipotesis yang memandang *free float* sebagai mekanisme yang meningkatkan likuiditas dan kemampuan saham dalam menyerap tekanan perdagangan. Ding et al. (2016), Jawed et al. (2022), dan Viratama et al. (2022) menunjukkan bahwa *free float* yang lebih tinggi berkaitan dengan peningkatan likuiditas dan kemampuan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

pasar menghindari *liquidity dry-up*. Demikian pula, Çalışkan dan Kerestecioğlu (2013) memberikan argumen bahwa *free float* yang lebih tinggi dapat meningkatkan kemampuan pasar dalam menyerap tekanan perdagangan sehingga secara teoritis dapat mengurangi penurunan harga saham. Namun, hasil penelitian ini justru menunjukkan bahwa peningkatan ketersediaan saham publik dapat berkaitan dengan penurunan harga yang lebih besar ketika terjadi tekanan pasar. Temuan tersebut lebih konsisten dengan Bostanci dan Kilic (2010), yang menunjukkan bahwa *free float ratio* yang lebih tinggi berkaitan dengan volatilitas harga yang lebih tinggi, serta Francisco (2026), yang menemukan bahwa *free float* berhubungan positif dengan *systematic risk*, khususnya *downside beta*. Dalam konteks *market turbulence*, kondisi tersebut dapat terjadi karena semakin besar saham yang tersedia untuk diperdagangkan, semakin besar pula ruang bagi investor untuk melakukan penyesuaian portofolio secara simultan ketika sentimen pasar memburuk. Dengan demikian, likuiditas yang lebih tinggi tidak selalu menghasilkan ketahanan harga yang lebih baik, tetapi juga dapat mempercepat proses transmisi tekanan pasar ke harga saham.

Namun demikian, ketika variabel kontrol TVA, AGE, AG, SIZE, LEV, dan ROA dimasukkan ke dalam model, koefisien *free float* menurun dari 0,1478 menjadi 0,0858 dan tidak lagi signifikan ($t$ = 1,02). Perubahan tersebut menunjukkan bahwa hubungan positif antara *free float* dan *stock price loss* pada model awal tidak robust setelah karakteristik fundamental dan mikrostruktur perusahaan diperhitungkan. Dengan kata lain, bukti bahwa perusahaan dengan *free float* lebih tinggi mengalami *stock price loss* yang lebih besar tidak dapat dipertahankan setelah perbedaan dalam aktivitas perdagangan, umur perusahaan, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, leverage, dan profitabilitas dikendalikan. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa hubungan yang terlihat pada model tanpa kontrol kemungkinan menangkap karakteristik lain yang berkorelasi dengan *free float*. Hal ini sangat relevan karena *free float* secara konseptual berkaitan erat dengan likuiditas dan aktivitas perdagangan, sedangkan TVA dalam penelitian ini terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price loss*. Oleh karena itu, sebagian hubungan antara *free float* dan penurunan harga saham yang terlihat pada model awal dapat mencerminkan karakteristik perdagangan saham dan karakteristik perusahaan lainnya, bukan semata-mata pengaruh langsung *free float*. Meskipun demikian, karena seluruh variabel kontrol dimasukkan secara simultan, hasil ini belum dapat digunakan untuk menyatakan bahwa TVA atau variabel kontrol tertentu secara spesifik merupakan penyebab hilangnya signifikansi *free float* tanpa dilakukan pengujian model secara bertahap.

Dengan demikian, hasil penelitian memberikan bukti yang bersifat parsial dan tidak robust mengenai pengaruh *free float* terhadap *stock price loss*. Model tanpa kontrol memberikan indikasi bahwa *free float* berhubungan positif dengan penurunan harga saham, yang lebih dekat dengan temuan Bostanci dan Kilic (2010) serta Francisco (2026). Namun, setelah karakteristik fundamental dan mikrostruktur perusahaan dikendalikan, pengaruh tersebut menjadi tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis yang memprediksi bahwa *free float* berpengaruh positif terhadap *stock price loss* tidak memperoleh dukungan yang memadai pada model utama dengan variabel kontrol. Temuan ini sekaligus memperlihatkan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan publik dan ketahanan harga saham selama turbulensi pasar tidak sederhana:

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

peningkatan *free float* memang dapat meningkatkan likuiditas dan mengurangi risiko *liquidity dry-up* sebagaimana ditunjukkan oleh Ding et al. (2016), tetapi manfaat likuiditas tersebut tidak secara otomatis diterjemahkan menjadi ketahanan terhadap penurunan harga ketika pasar mengalami tekanan secara luas.

ESG and *Stock Price Loss*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh ESG terhadap *stock price loss* menjadi lebih jelas setelah variabel kontrol dimasukkan. Pada model yang hanya memasukkan variabel utama (*free float*, ESG, dan *foreign ownership*), ESG memiliki koefisien negatif sebesar −0,0009, tetapi tidak signifikan. Setelah TVA, AGE, AG, SIZE, LEV, dan ROA dikendalikan, koefisien ESG menjadi −0,0021 dan signifikan pada tingkat 5%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik cenderung mengalami *stock price loss* yang lebih rendah selama *market turbulence*. Temuan ini mendukung pandangan bahwa ESG dapat menjadi mekanisme ketahanan perusahaan melalui reputasi, hubungan dengan pemangku kepentingan, dan kepercayaan investor yang lebih kuat, sehingga menciptakan *insurance-like effect* ketika terjadi guncangan pasar. Hasil tersebut konsisten dengan Li et al. (2022) dan Velasco (2026), yang menunjukkan bahwa ESG berkaitan dengan kinerja pasar dan *resilience* yang lebih baik selama periode krisis. Dari perspektif informasi, ESG juga dapat mengurangi asimetri informasi dan risiko pergerakan harga yang ekstrem. Perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik cenderung menyediakan informasi nonkeuangan yang lebih transparan sehingga dapat mengurangi ketidakpastian investor ketika pasar mengalami tekanan. Penjelasan ini sejalan dengan Murata dan Hamori (2021) serta Xu et al. (2025), yang menunjukkan bahwa ESG berkaitan dengan penurunan *stock price crash risk*, *idiosyncratic risk*, dan *extreme risk*. Perubahan dari tidak signifikan menjadi signifikan setelah variabel kontrol dimasukkan menunjukkan bahwa hubungan ESG dengan *stock price loss* dapat tertutupi oleh karakteristik fundamental dan mikrostruktur perusahaan. Setelah faktor-faktor tersebut dikendalikan, pengaruh negatif ESG menjadi lebih terlihat. Temuan ini mendukung sebagian besar penelitian terdahulu, meskipun berbeda dengan Naffa dan Dudás (2023) yang menemukan hubungan ESG yang berlawanan dengan *maximum drawdown*. Perbedaan tersebut dapat disebabkan oleh perbedaan ukuran ketahanan harga, periode krisis, karakteristik sampel, dan spesifikasi model. Dengan demikian, hipotesis bahwa ESG berpengaruh negatif terhadap *stock price loss* memperoleh dukungan pada model dengan variabel kontrol.

*Foreign Ownership* dan *Stock Price Loss*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh *foreign ownership* terhadap *stock price loss* menjadi terlihat setelah karakteristik perusahaan dan mikrostruktur pasar dikendalikan. Pada model yang hanya memasukkan variabel utama, yaitu *free float*, ESG, dan *foreign ownership*, koefisien *foreign ownership* sebesar −0,0449, tetapi tidak signifikan. Setelah TVA, AGE, AG, SIZE, LEV, dan ROA dimasukkan, koefisien *foreign ownership* menjadi −0,0834 dan signifikan pada tingkat 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan asing, semakin rendah *stock price loss* selama *market turbulence*. Temuan tersebut mendukung argumen bahwa investor asing dapat berperan dalam meningkatkan kualitas informasi dan efektivitas monitoring perusahaan. Investor asing, khususnya investor institusional, memiliki kemampuan analisis dan pengalaman investasi yang dapat mendorong pengawasan terhadap manajemen serta meningkatkan kualitas informasi yang

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

tersedia bagi pasar. Hasil ini sejalan dengan Vo (2017) yang menunjukkan bahwa kepemilikan asing meningkatkan *stock price informativeness*, serta Li et al. (2021) yang menemukan bahwa investor institusional asing dapat meningkatkan efisiensi informasi harga melalui mekanisme monitoring dan pemanfaatan informasi lokal. Pengaruh negatif *foreign ownership* juga konsisten dengan penelitian yang menunjukkan bahwa monitoring investor asing dapat mengurangi risiko penurunan harga saham yang ekstrem. Ahmed dan Iwasaki (2021), Sezgin Alp et al. (2022), dan Muslim dan Setiawan (2021) menunjukkan bahwa kepemilikan asing dapat mendorong transparansi dan mengurangi asimetri informasi, sedangkan Kim et al. (2020) menemukan bahwa investor asing dapat menurunkan *stock price crash risk*. Selain itu, Baek et al. (2004) menunjukkan bahwa selama periode krisis, perusahaan dengan kepemilikan asing yang lebih tinggi mengalami penurunan nilai saham yang lebih kecil. Temuan mengenai peran stabilisasi tersebut juga sejalan dengan Vo (2015) serta Naufa et al. (2019), yang menemukan bahwa kepemilikan asing berkaitan dengan volatilitas return yang lebih rendah. Perubahan dari tidak signifikan pada model tanpa kontrol menjadi negatif dan signifikan pada model dengan kontrol menunjukkan bahwa pengaruh *foreign ownership* terhadap *stock price loss* dapat tertutupi oleh karakteristik fundamental dan mikrostruktur perusahaan. Setelah faktor-faktor tersebut dikendalikan, peran kepemilikan asing sebagai mekanisme monitoring dan stabilisasi harga menjadi lebih terlihat. Dengan demikian, hasil penelitian memberikan dukungan terhadap hipotesis bahwa foreign ownership berpengaruh negatif terhadap *stock price loss*, sekaligus memperkuat pandangan bahwa kehadiran investor asing dapat membantu perusahaan menghadapi tekanan pasar melalui peningkatan kualitas informasi, monitoring, dan stabilitas perdagangan.

Variabel Kontrol. Trading Volume Activity (TVA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price loss*. Artinya, saham dengan aktivitas perdagangan yang lebih tinggi cenderung mengalami penurunan harga yang lebih besar selama periode turbulensi. Hasil ini sejalan dengan literatur yang menunjukkan bahwa volume perdagangan berkaitan dengan dinamika harga dan volatilitas saham. Gervais et al. (2001) menunjukkan bahwa perubahan aktivitas perdagangan mengandung informasi mengenai perkembangan harga saham berikutnya, sedangkan aktivitas perdagangan yang tinggi dapat mencerminkan perubahan perhatian dan permintaan investor. Firm Age (AGE) berpengaruh negatif dan signifikan, yang menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih tua cenderung mengalami *stock price loss* yang lebih rendah. Temuan ini dapat dikaitkan dengan pengalaman perusahaan, akumulasi pengetahuan, reputasi, serta kemampuan menghadapi kondisi krisis. Dalam konteks pandemi, perusahaan yang lebih berpengalaman dapat memiliki kemampuan adaptasi dan sumber daya yang lebih baik untuk menghadapi tekanan pasar. Temuan ini sejalan dengan argumen Dang et al. (2020) mengenai peran pengalaman perusahaan dalam menghadapi kondisi krisis. Asset Growth (AG) memiliki koefisien positif tetapi tidak signifikan, sehingga pertumbuhan aset belum terbukti sebagai determinan *stock price loss* dalam penelitian ini. Hasil ini berbeda dengan Choy et al. (2021), yang menemukan bahwa pertumbuhan aset berhubungan positif dengan *future stock price crash risk*, terutama melalui *overinvestment*, *managerial empire building*, dan *bad-news hoarding*. Demikian pula, Cooper et al. (2008) menemukan bahwa *asset growth* merupakan prediktor

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

signifikan terhadap *subsequent abnormal stock returns*. Perbedaan tersebut kemungkinan karena penelitian terdahulu berfokus pada future crash risk atau subsequent returns, sedangkan penelitian ini mengukur besarnya kerugian harga saham secara langsung selama market turbulence. Firm Size (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan, yang berarti perusahaan berukuran lebih besar dalam sampel penelitian justru mengalami *stock price loss* yang lebih tinggi. Hasil ini berbeda dengan Ding et al. (2021), yang menemukan bahwa perusahaan besar menunjukkan penurunan harga saham yang relatif lebih kecil selama pandemi COVID-19. Perbedaan ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu memberikan perlindungan terhadap tekanan harga ketika ukuran diukur berdasarkan kapitalisasi pasar dan periode yang digunakan adalah episode turbulensi pasar tertentu. Debt-to-Equity Ratio/Leverage (LEV) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock price loss*. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat leverage yang lebih tinggi dalam sampel penelitian justru mengalami penurunan harga yang lebih rendah. Temuan ini dapat dikaitkan dengan kemungkinan bahwa penggunaan utang mencerminkan akses perusahaan terhadap sumber pendanaan dan kemampuan mempertahankan kegiatan operasional selama tekanan pasar. Namun, hasil ini perlu ditafsirkan secara hati-hati karena literatur mengenai leverage dan ketahanan perusahaan selama krisis menunjukkan hasil yang tidak sepenuhnya konsisten. Terakhir, Return on Assets (ROA) memiliki koefisien negatif tetapi tidak signifikan. Arah negatif menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih profitable cenderung mengalami *stock price loss* yang lebih rendah, tetapi bukti statistiknya belum cukup kuat. Hasil tersebut tidak sesuai dengan Ding et al. (2021), yang menemukan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang lebih besar mengalami penurunan return saham yang lebih ringan selama pandemi. Hassan et al. (2022) juga menunjukkan bahwa return yang lebih tinggi berkaitan dengan *maximum drawdown* yang lebih kecil.

## 5. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis determinan *stock price loss* selama periode *market turbulence* di pasar saham Indonesia pada Januari–Juni 2026. Dengan menggunakan data *cross-sectional* dari 223 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini menguji pengaruh *free float*, kinerja *environmental, social, and governance* (ESG), dan kepemilikan asing, dengan mengendalikan *trading volume activity*, umur perusahaan, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, *leverage*, dan profitabilitas. Hasil estimasi regresi linier berganda menunjukkan bahwa ESG dan kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock price loss*, sedangkan pengaruh *free float* tidak signifikan setelah variabel kontrol diperhitungkan. Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja ESG dan kepemilikan asing berkaitan dengan ketahanan harga saham yang lebih baik selama turbulensi pasar. Pada variabel kontrol, *trading volume activity* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, sementara umur perusahaan dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan. Sebaliknya, pertumbuhan aset dan profitabilitas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Penelitian ini berkontribusi pada literatur mengenai ketahanan pasar saham dengan menjelaskan variasi besarnya kerugian harga saham yang terealisasi selama turbulensi pasar, khususnya pada pasar berkembang. Meskipun demikian, temuan penelitian perlu dipahami dalam konteks periode turbulensi dan karakteristik sampel yang diteliti. Penelitian selanjutnya

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dapat menggunakan beberapa episode krisis atau periode turbulensi yang berbeda untuk menguji konsistensi hubungan antarvariabel. Selain itu, penelitian mendatang dapat mengeksplorasi peran investor asing berdasarkan tipe investor, menguji dimensi ESG secara terpisah, serta mempertimbangkan interaksi antara *free float*, likuiditas, dan kondisi pasar. Pendekatan tersebut diharapkan dapat memperdalam pemahaman mengenai mekanisme yang membentuk ketahanan harga saham ketika pasar menghadapi guncangan.

**Referensi**

Ahmed, A. S., & Iwasaki, T. (2021). Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 43*, Article 100401. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2021.100401

Baek, J. S., Kang, J. K., & Suh Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics, 71*(2), 265–313. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00167-3

Bostanci, F., & Kilic, S. (2010). The effects of free float ratios on market performance: An empirical study on the Istanbul Stock Exchange. *Istanbul Stock Exchange Review, 12*(45), 1–14.

Çalışkan, M. M. T., & Kerestecioğlu, S. (2013). Effects of free float ratios on stock prices: An application on ISE. *Doğuş Üniversitesi Dergisi, 14*(2), 165–174. https://dergipark.org.tr/en/pub/doujournal/article/1043077

Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics, 61*(3), 345–381. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00066-6

Choy, S. K., Lobo, G. J., & Zheng, Y. (2021). Against the gravity as a Jenga tower? Asset growth and stock price crash risk. *SSRN*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3481709

Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance, 63*(4), 1609–1651. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x

Datar, V. T., Naik, N. Y., & Radcliffe, R. (1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of Financial Markets, 1*(2), 203–219. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(97)00004-9

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/10.1016/j.jfineco.2021.03.005

Ding, X. S., Ni, Y., & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal of Empirical Finance, 38*, 236–257. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.07.002

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance, 47*(2), 427–465. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics, 116*(1), 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010

Francisco, P. M. (2026). Institutional ownership, free float, and systematic risk. *Applied Economics*. Advance online publication. https://doi.org/10.1080/00036846.2026.2629462

Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The high-volume return premium. *The Journal of Finance, 56*(3), 877–919. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00349

Gomes, J. F., & Schmid, L. (2010). Levered returns. *The Journal of Finance, 65*(2), 467–494. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01541.x

Harjoto, M. A., Rossi, F., Lee, R., & Sergi, B. S. (2021). How do equity markets react to COVID-19? Evidence from emerging and developed countries. *Journal of Economics and Business, 115*, Article 105966. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105966

Hassan, M. K., Chowdhury, M. I. H., Balli, F., & Hasan, R. (2022). A note on COVID-19 instigated maximum drawdown in Islamic markets versus conventional counterparts. *Finance Research Letters, 46*, Article 102479.

Jawed, M. S., Kotha, K. K., & Gupta, V. K. (2022). Free-float and stock liquidity: Evidence from a policy experiment. *International Journal of Business & Economics, 7*(1), 103–113. https://doi.org/10.58885/ijbe.v07i1.103.mj

Khandaker, S., Trinh, H. H., Baghdadi, G., & Al Farooque, O. (2023). Stock liquidity during COVID-19 crisis: A cross-country analysis of developed and emerging economies, and economic policy uncertainty. *Emerging Markets Review, 55*.

Kim, J. B., Li, X., Luo, Y., & Wang, K. (2020). Foreign investors, external monitoring, and stock price crash risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance, 35*(4), 829–853. https://doi.org/10.1177/0148558X19843358

Li, Y., Liu, J., Wang, H., & Wang, P. (2021). Stock market liberalization, foreign institutional investors, and informational efficiency of stock prices: Evidence from an emerging market. *International Journal of Finance & Economics, 26*(4), 5451–5471. https://doi.org/10.1002/ijfe.2074

Li, Z., Feng, L., Pan, Z., & Sohail, H. M. (2022). ESG performance and stock prices: Evidence from the COVID-19 outbreak in China. *Humanities and Social Sciences Communications, 9*, Article 242. https://doi.org/10.1057/s41599-022-01259-5

Liu, H., & Zhang, Q. (2021). Firm age and realized idiosyncratic return volatility in China: The role of short-sales constraints. *International Review of Financial Analysis, 75*, Article 101745. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101745

Muslim, A. I., & Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 7*(1), Article 48. https://doi.org/10.3390/joitmc7010048

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management, 14*(2), Article 70. https://doi.org/10.3390/jrfm14020070

Naffa, H., & Dudás, F. (2023). Does ESG improve crisis resilience? Empirical evidence of global emerging equity markets during the COVID-19 crisis. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*. https://doi.org/10.3311/PPso.19147

Naufa, A. M., Lantara, I. W. N., & Lau, W.-Y. (2019). The impact of foreign ownership on return volatility, volume, and stock risks: Evidence from ASEAN countries. *Economic Analysis and Policy, 64*, 221–235. https://doi.org/10.1016/j.eap.2019.09.002

Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics, 108*(1), 1–28. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.003

Sezgin Alp, O., Canbaloglu, B., & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review, 22*(3), 477–486. https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.012

Velasco, P. (2026). ESG and firm resilience: A sprint or a marathon? *Long Range Planning, 59*(2), Article 102618. https://doi.org/10.1016/j.lrp.2026.102618

Viratama, D. I., Hasnawati, S., & Hendrawaty, E. (2022). Free float and volatility effect on stock liquidity in Indonesia Stock Exchange. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 22*(23), 248–256. https://doi.org/10.9734/ajeba/2022/v22i23869

Vo, X. V. (2015). Foreign ownership and stock return volatility: Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management, 30*, 101–109. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.03.004

Vo, X. V. (2017). Do foreign investors improve stock price informativeness in emerging equity markets? Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance, 42*, 986–991. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.032

Xiong, H., Wu, Z., Hou, F., & Zhang, J. (2020). Which firm-specific characteristics affect the market reaction of Chinese listed companies to the COVID-19 pandemic? *Emerging Markets Finance and Trade, 56*(10), 2231–2242. https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1787151

Xu, N., Chen, J., Zhou, F., Dong, Q., & He, Z. (2023). Corporate ESG and resilience of stock prices in the context of the COVID-19 pandemic in China. *Pacific-Basin Finance Journal, 79*, Article 102040. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102040

Xu, N., Liu, J., & Dou, H. (2022). Environmental, social, and governance information disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed companies. *Frontiers in Psychology, 13*, Article 977369. https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.977369

Xu, Z., Liu, D., Li, Y., & Guo, F. (2025). ESG and stock price volatility risk: Evidence from Chinese A-share market. *The North American Journal of Economics and Finance, 75*, Article 102277. https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102277

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

**Copyrights**

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)