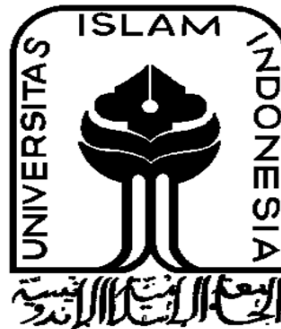


**STRATEGI SKRINING POSITIF DAN AKTIVISME  
PADA INVESTASI ETIS DI INDONESIA  
(Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI 2015-2019)**

**Disertasi  
Program Doktor Ilmu Ekonomi**

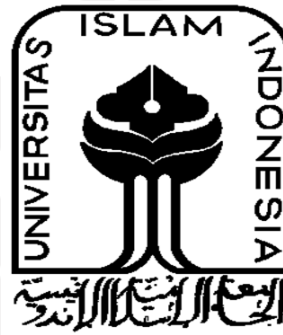


Oleh  
Abdulloh Mubarak  
14931030

**PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
JANUARI 2022**

**STRATEGI SKRINING POSITIF DAN AKTIVISME  
PADA INVESTASI ETIS DI INDONESIA  
(Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI 2015-2019)**

**Disertasi untuk memperoleh derajat Doktor dalam Ilmu Ekonomi pada  
Program Pascasarjana Fakultas Bisnis dan Ekonomika  
Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta**



Oleh  
Abdulloh Mubarok  
14931030

**PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
JANUARI 2022**

**BERITA ACARA UJIAN TERBUKA DISERTASI**

Pada hari Senin tanggal 31 Januari 2022 Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian terbuka disertasi yang disusun oleh :

Nama Mhs: **Abdulloh Mubarak, SE., MM.**

No. Mhs. :14931030

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

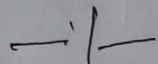
Dengan Judul:

**STRATEGI SKRINING POSITIF DAN AKTIVISME PADA INVESTASI ETIS DI INDONESIA (STUDI KASUS PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BEI 2015-2019)**

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,

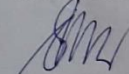
Maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,




(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)

Co Promotor I,



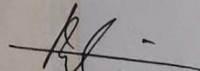
(Dr. D. Agus Harjito, M.Si.)

Co Promotor II,



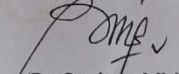
(Dr. Syafiq Mahmudah Hanafi, S.Ag., M.Ag.)

Penguji I,



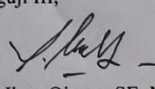
(Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)

Penguji II,



(Dr. Sutrisno, MM.)

Penguji III,



(Dr. Ibnu Qizam, SE, M.Si., Ak., CA.)

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor



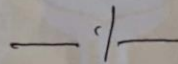
(Drs. Akhsyim Afandi, MA., Ph.D.)

**HALAMAN PENGESAHAN**

Yogyakarta, \_\_\_\_\_

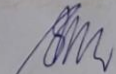
Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Promotor



(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)

Co Promotor I



(Dr. D. Agus Harjito, M.Si.)

Co Promotor II



(Dr. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag.)



## UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

- magister manajemen ( S-2 )      - doktor ilmu ekonomi ( S-3 )
- magister ilmu ekonomi ( S-2 )      - magister akuntansi ( S-2 )

---

### HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

*“Dengan ini saya menyatakan, bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku”.*

Yogyakarta, 11 Januari 2022

Abdulloh Mubarak

## DAFTAR ISI

Halaman Sampul Depan	i
Halaman Judul	ii
Berita Acara Ujian Terbuka Desertasi	iii
Halaman Pengesahan	iv
Halaman Pernyataan Beban Plagiarisme Daftar	v
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	14
1.3. Tujuan Penelitian	16
1.4. Kontribusi Penelitian	16
<b>BAB II KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Kajian Teori	21
2.1.1. Teori Keagenan	21
2.1.2. Model Investasi Etis	23
2.1.2.1. Model Angel dan Rivoli (1997)	23
2.1.2.2. Model Heinkel <i>et al.</i> (2001)	24
2.1.2.3. Model Barnea <i>et al.</i> (2005)	25
2.1.2.4. Hipotesis hubungan Investasi etis (SRI) dan Harga Saham Derwall <i>et al.</i> (2011)	26
2.1.3. Investasi Etis	27
2.1.4. Investor Institusi	31
2.1.5. Pendekatan (Strategi) Investasi Etis	34
2.1.5.1. Skrining ( <i>screening</i> )	35

2.1.5.1.1. Skringing Negatif	36
2.1.5.1.2. Skringing Positif	37
2.1.5.1.3. Skringing Lainnya	38
2.1.5.2. Shareholder <i>Activism</i> (Aktivisme)	39
2.1.5.3. Investasi Pengembangan Masyarakat ( <i>Community Development Investing</i> )	41
2.1.6. Dasar Pertimbangan (Kriteria) Keputusan Investasi Etis	42
2.1.6.1. Etika	43
2.1.6.2. Sosial dan lingkungan	45
2.1.6.2.1. Sosial	45
2.1.6.2.2. Lingkungan	46
2.1.6.2.3. <i>Corporate Social Responsibility (CSR)</i>	47
2.1.6.3. <i>Corporate Governance (CG)</i>	49
2.1.6.4. Religius	52
2.1.6.5. Keuangan (Ekonomi)	54
2.1.7. Kajian Penelitian Investasi Etis	55
2.1.7.1. Penelitian Perilaku Investor	56
2.1.7.2. Penelitian Pengembangan Investasi Etis	58
2.1.7.3. Penelitian Kinerja Investasi Etis	61
2.1.7.4. Tema Penelitian Investasi Etis Lainnya	64
2.2. Pengembangan Hipotesis	67
2.2.1. Strategi Skringing Positif	68
2.2.1.1. <i>Corporate Sosial Responsibility (CSR)</i>	69
2.2.1.2. <i>Corporate Governance (CG)</i>	71
2.2.1.3. Masuknya Perusahaan (Saham) dalam Indeks Saham Berbasis Etis Keyakinan (ISSI)	73
2.2.2. Strategi Aktivisme	75
2.2.2.1. <i>Corporate Sosial Responsibility (CSR)</i>	75

2.2.2.2. <i>Corporate Governance (CG)</i>	77
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Populasi dan Sampel	79
3.2. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data	80
3.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian	81
3.3.1. <i>Corporate Social Responsibility (CSR)</i>	81
3.3.2. <i>Corporate Governance (CG)</i>	83
3.3.3. Masuknya Saham dalam Indeks Saham Berbasis Etis Keyakinan	86
3.3.4. Pemegang Saham (Investor) Institusi	87
3.3.5. Profitabilitas, Likuiditas, Resiko, Ukuran, Reputasi dan Fundamental Perusahaan	88
3.4. Teknik Analisis	90
3.4.1. Statistik Deskriptif Data Sampel	90
3.4.2. Gambaran Umum Estimasi Model Regresi Data Panel	90
3.4.3. Pemilihan Model Terbaik Regresi Data Panel	93
3.4.3.1. Uji <i>Hausman</i>	94
3.4.3.2. Uji <i>Chow</i>	95
3.4.3.3. Uji <i>Lagrange Multiplier (LM)</i>	96
3.4.4. Uji Asumsi Klasik	97
3.4.4.1. Uji Normalitas	97
3.4.4.2. Uji Multikolonieritas	98
3.4.4.3. Uji Autokorelasi	99
3.4.4.4. Uji Heteroskedastisitas	100
3.4.5. Pengujian Hipotesis	100
3.4.5.1. Uji Signifikansi Simultan Model (Uji <i>F</i> )	100
3.4.5.2. Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dan <i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	102
3.4.5.3. Uji Hipotesis Penelitian (Uji <i>t</i> )	102
<b>BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	



4.1. Analisis Statistik Deskriptif	106
4.2. Pengujian Hipotesis Penelitian	108
4.2.1. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian a, b dan c (H1a, b, c)	109
4.2.1.1. Pemilihan Model Data Panel	109
4.2.1.2. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian a, b, c (H1a, b, c)	110
4.2.1.2.1. Analisis Hasil Uji Hipotesis Pertama Bagian a (H1a)	110
4.2.1.2.2. Analisis Hasil Uji Hipotesis Pertama Bagian b (H1b)	113
4.2.1.2.3. Analisis Hasil Uji Hipotesis Pertama Bagian c (H1c)	114
4.2.2. Pengujian Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)	115
4.2.2.1. Pemilihan Model Data Panel	115
4.2.2.2. Analisis Pengujian Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)	117
4.2.3. Pengujian Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)	120
4.2.3.1. Pemilihan Model Data Panel	120
4.2.3.2. Analisis Pengujian Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)	121
4.3. Pembahasan	124
4.3.1. Strategi Investasi Etis Skrining Positif	124
4.3.1.1. Strategi Skrining Positif terhadap <i>CSR</i>	124
4.3.1.2. Strategi Skrining Positif terhadap <i>CG</i>	127
4.3.1.3. Strategi Skrining Positif terhadap masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI)	129
4.3.2. Strategi Investasi Etis Aktivisme	131
4.3.2.1. Strategi Aktivisme terhadap <i>CSR</i>	131
4.3.2.2. Strategi Aktivisme terhadap <i>CG</i>	133
<b>BAB V KESIMPULAN</b>	
5.1. Kesimpulan	137
5.2. Saran dan Implikasi	139
5.3. Keterbatasan Penelitian	140
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	141



## DAFTAR TABEL

	Hal.
Tabel 1.1 Nilai Kapitalisasi Pasar Saham Etis	2
Tabel 1.2 Aset Investasi Etis Global, 2016-2018	3
Tabel 4.1 Statistik Statistik Deskriptif	107
Tabel 4.2 Hasil Uji Hipotesis Pertama Bagian a, b dan c (H1a, b, c)	109
Tabel 4.3 Ringkasan Proses Pengujian H1a	111
Tabel 4.4 Ringkasan Proses Pengujian H1b	113
Tabel 4.5 Ringkasan Proses Pengujian H1c	114
Tabel 4.6 Hasil Uji Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)	116
Tabel 4.7 Ringkasan Proses Pengujian H2a	119
Tabel 4.8 Hasil Uji Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)	121
Tabel 4.9 Ringkasan Proses Pengujian H2b	124

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Arah Penelitian

Hal.

68



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Pernyataan Pengungkapan Aktivitas CSR menurut Saleh, Zulkifli dan Muhamad (2010)
- Lampiran 2. Pernyataan Pengungkapan Kelengkapan Corporate Governance menurut Siagian, Siregar dan Rahadian (2013)
- Lampiran 3. Output Olah Data Regresi Data Panel dengan Eviews 10



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Investasi etis<sup>1</sup> mengalami pertumbuhan yang sangat cepat dan tinggi selama dekade terakhir ini (Renneboog *et al.*, 2008; Albaity dan Ahmad, 2011; Pena dan Cortez, 2017; Tseng *et al.*, 2019). Kegiatan investasi ini telah beralih dari yang sebelumnya marginal menjadi mainstream (Louche dan Lydenberg, 2006; Pena dan Cortez, 2017). Pertumbuhan dan perkembangan investasi ini terjadi baik di tingkat lokal (Indonesia) maupun di tingkat global.

Di Indonesia, pertumbuhan dan perkembangan investasi etis tampak dari semakin bertambahnya jumlah indeks saham berbasis etika dan nilai kapitalisasi pasar saham pada masing-masing indeks tersebut. Terkait indeks, sampai dengan akhir tahun 2019, ada 5 indeks yang dikategorikan sebagai indeks etis dari 34 indeks yang diterbitkan BEI. Indeks tersebut adalah Indeks Bisnis-27 sebagai indeks berbasis *corporate governance* (CG), Indeks Sri-Kehati sebagai indeks berbasis keberlanjutan (Rafik dan Lantara, 2016), *Jakarta Islamic Index (JII)*, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan *Jakarta Islamic Index 70 (JII70)*, sebagai indeks berbasis religius (syariah).

Adapun pertumbuhan nilai kapitalisasi pasar saham di masing-masing indeks etis tersebut per-Desember 2019 tampak pada Table 1.1 di bawah ini.

---

<sup>1</sup> Mengacu definisi investasi etis menurut Cowton (2018), Dunfee (2003), Humphrey & Lee (2011), Renneboog, Ter Horst, & Zhang (2008) dan Sandberg *et al.* (2009), investasi etis dapat diartikan sebagai investasi yang dalam keputusan pembentukan portofolio investasi mendasarkan integrasi beberapa kriteria non-finansial antara lain etika, sosial, lingkungan, *governance* dan religius.

Table 1.1 Nilai Kapitalisasi Pasar Saham Etis

No	Nama Indeks Saham Etis	Nilai Kapitalisasi Saham
1.	Bisnis-27	Rp4.008,73 triliun
2.	Sri-Kehati	Rp3.403,49 triliun
3.	<i>Jakarta Islamic Index (JII)</i>	Rp2.318,57 triliun
4.	<i>Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)</i>	Rp3.745,76 triliun
5.	<i>Jakarta Islamic Index 70 (JII70)</i>	Rp2.800,16 triliun

Sumber: IDX Stock Index (2019)

Berdasarkan tabel tersebut tampak nilai kapitalisasi saham cukup besar meskipun bervariasi diantara masing-masing indeks etis. Indeks saham berbasis religius (syariah) tampak mendominasi. Lima kategori indeks saham berbasis etika tersebut, tiga diantaranya merupakan indeks saham berbasis syariah. Ketiga indeks saham tersebut memiliki akumulasi nilai kapitalisasi pasar saham sebesar Rp8,864.49 triliun atau mencapai 54,46% dari total nilai kapitalisasi pasar saham berbasis etika di Indonesia. Fenomena ini menunjukkan tingginya investasi etis berbasis keyakinan mengikuti mayoritas penduduk Indonesia yang beragama Islam.

Nilai kapitalisasi saham merupakan salah satu indikator yang dapat menggambarkan kondisi pasar modal di Indonesia (Radjak dan Kartika, 2019). Pasar modal sendiri kemudian dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Ini terlihat dari adanya perubahan pada indikator-indikator ekonomi seperti nilai tukar riil, tingkat inflasi, dan juga produk (Widiyanti dan Sari, 2019). Dengan kata lain, kegiatan dan

perkembangan investasi etis secara umum dapat mempengaruhi perekonomian suatu negara.

Di tingkat global, perkembangan investasi etis terlihat dari data aset investasi seperti yang dirilis *The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*, lembaga internasional di bidang investasi etis, pada tabel 1.2 di bawah ini. Pada tabel tersebut tercatat pada 2016 nilai investasi etis global, khususnya di lima pasar utama dunia (Eropa, Amerika Serikat, Jepang, Kanada dan Australia dan Selandia Baru), mencapai

Tabel 1.2 Aset Investasi Etis Global, 2016-2018

Wilayah	Jumlah Aset Investasi Etis	
	2016	2018
Eropa	\$ 12.040	\$ 14.075
Amerika Serikat	\$ 8.723	\$ 11.995
Jepang	\$ 474	\$ 2.180
Kanada	\$ 1.086	\$ 1.699
Australia dan Selandia Baru	\$ 516	\$ 734
Total	\$ <b>22.890</b>	\$ <b>30.683</b>

Sumber: *GSIA* (2018)

\$22,89 triliun. Jumlah ini mengalami kenaikan menjadi \$30,683 triliun pada tahun 2018 atau naik sekitar 34,05%. Secara umum tampak ada kenaikan aset investasi etis secara global dengan variasi pertumbuhan berbeda antara satu wilayah dengan wilayah lainnya (*GSIA*, 2018).

Pertumbuhan ini tidak lepas dari peran banyak pihak. Salah satunya adalah manajer investasi (portofolio). Sebagai bukti, misalnya, Eccles dan Klimenko (2019)



mewawancarai mengenai pertimbangan nilai *ESG* (*environmental, social, dan governance*) (etika) dalam berinvestasi kepada 70 eksekutif senior di 43 perusahaan investasi institusi global. Hasilnya menyimpulkan bahwa *ESG* merupakan nilai yang sudah melekat pada benak (*top of mind*) semua eksekutif tersebut. Pada tahun 2015, ada lebih dari 1.400 lembaga yang mewakili \$59 triliun aset kelolaan berkomitmen menerapkan *ESG* dengan menandatangani keanggotaan dalam *the United Nations-supported Principles for Responsible Investment (UNPRI)* (Chen *et al.*, 2020).

Pihak lainnya yang diduga berperan penting dalam mengembangkan investasi etis adalah pemegang saham (investor) institusi. Ini terlihat dari survey yang dilakukan beberapa lembaga internasional. *RBC Global Asset Management*, misalnya, merilis hasil survey tahun 2019, yaitu 70% investor institusi di Kanada, Amerika Serikat dan United Kingdom menerapkan prinsip *ESG* (etika) dalam pengambilan keputusannya (Bradford, 2019). Sedangkan survey *Morrow Sodali* tahun 2020, menemukan 100% responden (investor institusi) menyetujui integrasi *ESG* menjadi bagian integral dari pembuatan keputusan investasi mainstream (Morrow Sodali, 2020). Contoh investor institusi internasional yang sudah menerapkan *ESG* antara lain *Government Pension Investment Fund (GPIF) of Japan*, *Norway's Government Pension Fund Global (GPGF)* dan *the Dutch pension fund ABP* (Bernow *et al.*, 2017).

Peran investor institusi juga terlihat dari hasil penelitian terdahulu yang menemukan hubungan antara dimensi investasi etis, seperti sosial dan lingkungan (dua komponen *Corporate Social Responsibility (CSR)*) dan etika, dengan investor institusi. Hubungan tersebut dapat berupa hubungan sebab akibat antara berbagai dimensi investasi etis

dengan investor institusi atau sebaliknya hubungan sebab akibat antara investor institusi dengan berbagai dimensi investasi etis.

Penelitian yang menguji hubungan sebab akibat antara berbagai dimensi investasi etis dengan investor institusi antara lain dilakukan Hong dan Kacperczyk (2009), Chava (2014) dan Cahan *et al.* (2017). Hong dan Kacperczyk (2009) menemukan investor institusi (*norm-constrained institutions*), seperti lembaga dana pension, kurang memiliki saham kategori *sin stocks* (alkohol, perjudian, tembakau). Cahan *et al.* (2017) menemukan perusahaan dengan kinerja CSR tinggi lebih banyak dimiliki oleh investor institusi. Chava (2014) menemukan perusahaan dengan kinerja lingkungan rendah memiliki investor institusi lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan kinerja CSR tinggi.

Di Indonesia, pengujian hubungan sebab akibat antara berbagai dimensi investasi etis dengan investor institusi antara lain dilakukan Hanggarwati dan Mutmainah (2013), Cahyati (2014) dan Eriandani (2014). Hanggarwati dan Mutmainah (2013), dengan sampel perusahaan high profile, menemukan pengaruh positif CSR dimensi hubungan karyawan dan hubungan masyarakat terhadap investor institusi. Cahyati (2014) menganalisis 53 perusahaan di indeks SRI-KEHATI dan menemukan hubungan positif CSR dimensi hubungan karyawan dengan investor institusi. Sementara Eriandani (2014) dengan sampel 115 perusahaan manufaktur, *agriculture* dan pertambangan menemukan pengaruh positif CSR dimensi produk terhadap investor institusi.

Untuk penelitian yang menguji hubungan sebab akibat antara investor institusi dengan berbagai dimensi investasi etis antara lain dilakukan Oh *et al.* (2015), Cahan *et al.* (2017), Dyck *et al.* (2019) dan Chen *et al.* (2020). Oh *et al.*, (2015) menemukan jika tingkat kepemilikan investor institusi tinggi, perusahaan cenderung berkomitmen kuat menerapkan CSR. Cahan *et al.* (2017) menemukan kenaikan dalam kepemilikan saham investor institusi (etis) berasosiasi dengan peningkatan praktik CSR di masa berikutnya. Dyck *et al.* (2019) menemukan investor institusi berhubungan positif terhadap kinerja lingkungan dan sosial perusahaan. Demikian juga Chen *et al.* (2020) menemukan kenaikan dalam kepemilikan institusi memperbaiki kinerja CSR perusahaan.

Terkait pendekatan (strategi) investasi etis, model pengujian hubungan sebab akibat antara berbagai dimensi investasi etis dengan investor institusi tersebut di atas, merupakan model untuk membuktikan penerapan strategi investasi etis “portofolio skrining”. Sementara model pengujian hubungan sebab akibat antara investor institusi dengan berbagai dimensi investasi etis merupakan model untuk membuktikan penerapan strategi investasi etis “*shareholder activism* (aktivisme)” (Cahan *et al.*, 2017).

Portofolio skrining dan aktivisme tersebut merupakan dua strategi dalam kegiatan investasi etis (Hylton, 1992). Portofolio skrining merupakan praktik memasukan perusahaan dalam atau mengeluarkan perusahaan (sekuritas publik) dari portofolio investasi atau reksadana berdasarkan kriteria sosial atau lingkungan (Schueth, 2003; Michelson *et al.*, 2004; Barnea *et al.*, 2005). Portofolio skrining terdiri dari skrining

negatif dan skrining positif. Skrining negatif merupakan strategi investasi etis dengan mengeluarkan perusahaan yang memiliki karakteristik tertentu dalam portofolionya (von Wallis dan Klein, 2015) seperti perusahaan terkait produk alkohol, tembakau dan perjudian (Cahan *et al.*, 2017). Dalam strategi ini, investor akan mengurangi kepemilikan saham perusahaan tertentu jika perusahaan tersebut melakukan aktivitas atau menjual produk (jasa) yang bertentangan dengan etika dan norma di masyarakat. Investor akan memiliki saham pada perusahaan yang aktivitasnya bertentangan dengan etika dan norma dengan persentase yang lebih rendah dibandingkan saham dari perusahaan perusahaan yang memberikan kontribusi positif di masyarakat.

Sementara skrining positif merupakan strategi investasi etis dengan berinvestasi pada perusahaan yang memenuhi kriteria tertentu (von Wallis dan Klein, 2015) seperti sosial, lingkungan dan etika (Renneboog *et al.*, 2007a). Investor akan membeli saham atau menaikkan kepemilikan saham dari perusahaan yang memiliki kinerja baik terkait etika seperti lingkungan dan sosial (*CSR*), *CG* dan religius. Dalam strategi ini, investor bersifat pasif. Mereka akan mengamati dan mempelajari terlebih apakah manajemen perusahaan memberikan perhatian atau kepedulian terhadap masalah etika tersebut atau tidak. Investor baru mengambil keputusan berinvestasi setelah mendapatkan kepastian manajemen perusahaan memberikan perhatian terhadap masalah etika tersebut.

Adapun strategi aktivisme merupakan strategi investasi etis yang dilakukan dengan memanfaatkan hak suara (*vote*) untuk mendukung peningkatan praktik etik perusahaan (von Wallis dan Klein, 2015). Strategi ini dapat dilakukan melalui beberapa sarana seperti penulisan surat, dialog dengan manajemen dan dewan direksi, bertanya pada

sesi terbuka pertemuan umum tahunan atau mengajukan proposal isu tertentu secara formal (Sjöström, 2008). Dalam strategi aktivisme, investor bersifat aktif. Investor akan membeli atau menaikkan kepemilikan saham pada perusahaan tertentu yang dianggap memiliki kinerja rendah dalam masalah etika seperti sosial, lingkungan dan CG. Melalui hak (suara) yang dimilikinya, kemudian mereka mencoba mempengaruhi manajemen agar peduli atau memberikan perhatian terhadap masalah-masalah etika tersebut.

Kajian penelitian sebelumnya tentang penerapan strategi investasi etis oleh investor institusi, menemukan hasil dan kesimpulan bervariasi. Terkait saham kategori *sin stocks*, misalnya, temuan beberapa penelitian seperti Hong dan Kacperczyk (2009), Liston dan Soydemir (2010), Liston (2016), Troberg (2016) dan Al-awadhi dan Dempsey (2017) secara umum mendukung praktik penerapan strategi skrining negatif. Hong dan Kacperczyk (2009), Troberg (2016) dan Al-awadhi dan Dempsey (2017) menemukan saham kategori *sin stocks* kurang dimiliki atau cenderung diabaikan oleh investor institusi. Hong dan Kacperczyk (2009), Liston dan Soydemir (2010) dan Kumar dan Page (2014) menguji return saham kategori *sin stocks* dan secara umum menemukan return saham kategori *sin stocks* lebih tinggi dibanding *benchmark*-nya.

Temuan tersebut dalam hubungan penerapan skrining negatif dapat dijelaskan dengan teori *neglected stocks* dan *segmented markets* Merton (1987) sebagai berikut: saham kategori *sin stocks* dianggap tidak sesuai norma sosial sehingga akan dihindari oleh masyarakat termasuk oleh investor institusi. Penghindaran ini menyebabkan pasar saham kategori *sin stocks* tersegmentasi dan memiliki keterbatasan *risk sharing*

sehingga menjadikan harganya terdepresiasi di bawah nilai fundamentalnya. Dengan kata lain harga saham kategori *sin stocks* akan memiliki *expected returns* lebih tinggi dibanding *banchmark*-nya (Hong dan Kacperczyk, 2009).

Sebagian penelitian lagi tidak mendukung praktik penerapan strategi skrining negatif terkait saham ketegori *sin stocks*. Chalabi *et al.* (2015), terkait pasar utang, menemukan perusahaan kategori *sin stocks* mengeluarkan biaya utang lebih rendah dibanding *banchmark*-nya. Al-Awadhi (2017) menemukan investor institusi Islam mengabaikan norma agamanya, yaitu memiliki lebih banyak saham tipe lotere dibanding investor institusi non-Islam. Al-awadhi *et al.* (2018) menemukan return *non-Islamic stocks* di pasar modal Saudi Arabia lebih rendah dibandingkan *conventional stocks*.

Terkait skrining positif, beberapa penelitian secara umum mendukung penerapan strategi skrining positif, khususnya terkait lingkungan dan sosial (*CSR*). Graves dan Waddock (1994), Saleh *et al.* (2010) dan Cahan *et al.* (2017) menemukan hubungan positif *CSR* dengan kepemilikan institusi. Temuan ini konsisten dengan penerapan strategi skrining positif (Cahan *et al.*, 2017). Sementara temuan Gladyssek dan Chipeta (2012), Harjoto *et al.* (2015) dan Dyck *et al.* (2019) secara umum tidak mendukung penerapan strategi skrining positif. Gladyssek dan Chipeta (2012) tidak menemukan dampak pengumuman *JSE SRI Index* terhadap return saham. Hal ini dapat diartikan bahwa investor tidak membeli saham secara signifikan, yang menyebabkan *abnormal return* sekaligus kenaikan kepemilikan, pada perusahaan berkinerja *CSR* tinggi (Hung dan Shiu, 2016). Harjoto *et al.* (2015) menemukan investor institusi tidak menaikkan

atau menurunkan kinerja *CSR*. Demikian juga Dyck *et al.* (2019) menyimpulkan bahwa portofolio skrining (*exit* dan *selection*) bukan strategi penting bagi investor institusi.

Sementara untuk strategi aktivisme, sebagian penelitian mendukung praktik penerapan strategi ini terhadap *CSR* (Cahan *et al.*, 2017; Dyck *et al.*, 2019; Chen *et al.*, 2020). Sedangkan sebagian penelitian lagi tidak mendukung (Fauzi *et al.*, 2007; Arora dan Dharwadkar, 2011). Cahan *et al.* (2017) menemukan kenaikan investor institusi berhubungan dengan perbaikan *CSR* periode berikutnya. Dyck *et al.* (2019) menemukan investor institusi yang tinggi dalam perusahaan akan menekan perbaikan kinerja *CSR*. Demikian juga Chen *et al.* (2020) menemukan kepemilikan institusi yang lebih tinggi mempengaruhi rating *CSR* yang lebih baik. Sebaliknya Fauzi *et al.* (2007) tidak menemukan hubungan kepemilikan institusi dengan *CSR*. Adapun Arora dan Dharwadkar (2011) menemukan kepemilikan institusi justru berhubungan negatif dengan *CSR*.

Mendasarkan temuan yang tidak konsisten tersebut, penulis tertarik untuk menindaklanjuti pengujian praktik investor institusi dalam menerapkan strategi investasi etis (skrining positif dan *activism*). Selain itu, ada beberapa alasan lagi ketertarikan penulis untuk menguji praktik strategi investasi etis. *Pertama* mekanisme (strategi) investasi etis merupakan salah satu bidang pembahasan penting pada penelitian pengembangan investasi etis saat ini (Widyawati, 2019) bahkan tema ini, khususnya skrining negatif, positif dan aktivisme, selalu muncul dalam penelitian investasi etis lebih dari 35 tahun (Viviers dan Eccles, 2012). Fenomena tersebut

menarik penulis untuk menginvestigasi apakah saat ini strategi investasi etis juga dipraktikkan investor institusi pada kasus perusahaan-perusahaan di Indonesia.

*Kedua*, mendasarkan definisi investasi etis sebagaimana dijelaskan para akademisi, terdapat kriteria (dasar) keputusan/dimensi/obyek investasi etis antara lain etika, sosial (Cowton, 1994; Sandberg *et al.*, 2009; Humphrey dan Lee, 2011; Revelli dan Viviani, 2013), lingkungan, *CG* (Revelli dan Viviani, 2013; Sandberg *et al.*, 2009), *religious* (Dunfee, 2003; Humphrey dan Lee, 2011) dan norma lainnya (Humphrey dan Lee, 2011). Kriteria-kriteria tersebut nantinya menjadi obyek penerapan strategi investasi etis yang dilakukan oleh investor institusi.

Peneliti sebelumnya telah menguji penerapan strategi investasi etis dengan beberapa obyek tersebut. Hong dan Kacperczyk (2009), misalnya, menguji obyek etika dan norma dengan proksi variabel “saham kategori *sin stocks*”. Sementara Cahan *et al.* (2017) menguji obyek sosial dan lingkungan dengan proksi variabel *CSR*. Adapun untuk obyek *CG* dan *religious*, kedua obyek tersebut, sepengetahuan penulis, belum ada yang membahas secara eksplisit. Mendasarkan hal ini, penulis tertarik melakukan pengujian praktik strategi investasi etis dengan menambahkan obyek lainnya, selain saham kategori *sin stocks*, lingkungan dan sosial, yaitu *CG* dan *religious*. Dimensi *religious* diuji dengan proksi variabel “masuknya saham dalam indek (daftar) etis berbasis keyakinan”.

Penambahan obyek investasi etis “*CG*” mendasarkan pada definisi investasi etis sebagaimana dijelaskan Sandberg *et al.* (2009), Revelli dan Viviani (2013) dan Gillet dan Salaber-Ayton (2017). Aspek *CG* bersama aspek sosial dan lingkungan menjadi



domain dalam pembahasan investasi etis (Nofsinger et al. (2016); Gillet dan Salaber-Ayton, 2017) . Penelitian survey Gibson *et al.*, (2019) menemukan investor institusi yang berkomitmen dengan investasi etis memiliki skor penerapan lingkungan, sosial dan CG yang berbeda-beda.

Sementara dalam penelitian tentang dampak perbedaan tipe skrining terhadap kinerja investasi etis, disamping menguji tipe skrining berbasis lingkungan dan sosial, para peneliti juga menguji skrining berbasis CG (Renneboog *et al.*, 2007b; Capelle-Blancard dan Monjon, 2014; Pena dan Cortez, 2017). Hal ini menunjukkan bahwa CG merupakan aspek penting yang sama pentingnya dengan aspek lingkungan dan aspek sosial bagi pemegang saham.

Sandberg *et al.* (2009) juga menjelaskan survey kepercayaan investasi terkait CG dan pertanggungjawaban yang dilakukan terhadap 104 profesional investasi, anggota dari lembaga dana pensiun *Marathon Club*. Hasil survei menunjukkan bahwa investor institusi lebih suka dan memiliki kesatuan pandangan untuk lebih mengintegrasikan kriteria CG ke dalam keputusan investasi dibanding kriteria lingkungan dan sosial.

Para peneliti sebelumnya sebenarnya telah membahas hubungan sebab akibat penerapan CG dan kepemilikan institusi. Meskipun demikian peneliti-peneliti tersebut tidak mengaitkan pembahasannya dengan tema investasi etis dan strategi skrining. Mereka lebih menekankan tema lain seperti struktur CG (Davis, 2015), ketertarikan investor pada CG khususnya di negara berkembang (Hamdan dan Al-Sartawi, 2013), struktur kepemilikan (Miyajima dan Hoda, 2015), peran monitoring investor institusi (Hutchinson et al., 2013), efektivitas reformasi CG di malaysia (Wahab *et al.*, 2008),

alat menarik investor institusi (Chung dan Zhang, 2011) dan preferensi terhadap *CG* (Bushee *et al.*, 2014).

Adapun terkait penambahan obyek religius, penelitian ini mendasarkan konsep investasi etis sebagaimana dijelaskan Dunfee (2003), Gillet dan Salaber-Ayton (2017) dan Humphrey dan Lee (2011). Dalam konteks penggolongan investasi etis menurut Gillet dan Salaber-Ayton (2017), religius merupakan dasar pertimbangan investasi etis berbasis keyakinan. Magnússon dan Dyremyhr (2011), dalam hal. 29, menjelaskan contoh kriteria skrining investasi positif yang umum digunakan oleh *ethical funds*, diantaranya adalah kegiatan investasi yang mengikuti nilai-nilai ajaran Kristen dan Islam.

Dalam produk reksadana, terdapat reksadana yang pembentukannya mendasarkan pada prinsip-prinsip agama seperti *Amana Fund* (Dunfee, 2003), *Pilgrims Fund Board* (Islam), *Ave Maria Mutual Funds* (Katolik), *Timothy Plan*, *Noah Fund* (Kristen Konservatif), *Jewish Community Investment Fund* (Yahudi) (Gillet dan Salaber-Ayton, 2017). Hal ini menunjukkan bahwa dimensi religius menjadi dasar pembentukan portofolio investasi etis yang diharapkan direspon oleh investor.

Para peneliti sebenarnya juga telah membahas hubungan sebab akibat antara masuknya saham dalam indek etis berbasis keyakinan dengan investor (return saham atau harga saham) (Hassan dan Girard, 2010; Golombik *et al.*, 2011; Mazouz *et al.*, (2016); Ng dan Zhu, 2016; Lusyana dan Sherif, 2017). Sebagian peneliti tersebut telah mengaitkannya dengan investasi etis, tetapi belum ada yang mengkaitkan dengan strategi investasi etis. Mereka menganalisis indek etis dalam bingkai tema lain seperti

kinerja saham (harga/indek) (Hassan dan Girard, 2010; Lusyana dan Sherif, 2017), respon atas indeks revision (Ng dan Zhu, 2016), dampak keyakinan agama pada pasar saham (Golombik *et al.*, 2011) dan kandungan informasi (Mazouz *et al.*, 2016).

Terkait pengujian strategi skrining negatif dengan proksi variabel “saham kategori *sin stocks*”, eksplorasi data menemukan keterbatasan jumlah sampel dan pengamatan. Keterbatasan ini menjadikan proses olah data tidak menghasilkan output (*Near Singular Matrix*). Mendasarkan hal ini penulis tidak melakukan pengujian strategi skrining negatif terhadap saham kategori *sin stocks*.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Cahan *et al.* (2017) menguji penerapan strategi investasi etis skrining positif dengan menghubungkan skor *CSR* terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham (investor) institusi etis. Sementara penerapan strategi investasi etis aktivisme diuji dengan hubungan sebaliknya yaitu hubungan tingkat kepemilikan investor institusi etis terhadap skor *CSR*. Hubungan sebab akibat (pengaruh positif) skor *CSR* terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi etis tersebut diartikan bahwa kepemilikan investor institusi dipengaruhi oleh kinerja *CSR*. Dengan kata lain pemegang saham (investor) institusi akan meningkatkan kepemilikannya jika emiten meningkatkan kinerjanya di bidang *CSR*. Ini konsisten dengan strategi investasi etis skrining positif. Adapun hubungan sebab akibat (pengaruh positif) tingkat kepemilikan pemegang saham institusi etis terhadap skor *CSR* diartikan kepemilikan investor institusi akan mempengaruhi kinerja *CSR*. Dengan kata lain investor institusi etis akan

meningkatkan kepemilikannya, dimana dengan hak kepemilikan tersebut (*voice*) berusaha mempengaruhi manajemen sehingga kinerja *CSR* meningkat. Ini konsisten dengan strategi investasi etis aktivisme.

Mendasarkan Cahan *et al.* (2017) dan uraian permasalahan penelitian terdahulu di atas menjadikan perlunya investigasi dan eksplorasi lebih lanjut. Adapun eksplorasi lebih lanjut dalam penelitian ini diarahkan dan dibatasi melalui rumusan masalah sebagai berikut:

A. Konsisten dengan Strategi Investasi Etis Skrining Positif

1. Apakah pengungkapan *CSR* berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi?
2. Apakah pengungkapan *CG* berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi?
3. Apakah masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi?

B. Konsisten dengan Strategi Investasi Etis Aktivisme

1. Apakah kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh terhadap pengungkapan *CSR*?
2. Apakah kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh terhadap pengungkapan *CG*?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Penelitian ini bertujuan menemukan ada tidaknya bukti secara empiris bahwa:

#### **A. Konsisten dengan Strategi Investasi Etis Skrining Positif**

1. Pengungkapan *CSR* berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.
2. Pengungkapan *CG* berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.
3. Masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

#### **B. Konsisten dengan Strategi Investasi Etis Aktivisme**

1. Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh terhadap pengungkapan *CSR*.
2. Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh terhadap pengungkapan *CG*.

### **1.4. Kontribusi Penelitian**

Penelitian ini memiliki signifikansi karena memberikan kontribusi baik kontribusi praktis maupun teoritis sebagai berikut:

#### **A. Kontribusi Praktis**

Penelitian ini mencoba memberikan kontribusi praktis yang perlu ditindaklanjuti terutama bagi otoritas pasar modal Indonesia dan manajemen perusahaan sebagai berikut:

*Pertama*, melalui hasil penelitian ini dapat diketahui apakah investor institusi memberikan kontribusi dalam menumbuhkan aset investasi etis di Indonesia. Hal ini dapat terlihat dari hubungan positif pemegang saham (investor) institusi dengan berbagai dimensi investasi etis (lingkungan, sosial, *CG* dan religius). Sementara investasi etis sendiri merupakan bagian kegiatan investasi di pasar modal Indonesia yang pertumbuhannya terus ditingkatkan oleh pemerintah karena memberi dampak positif pada perekonomian nasional. Hal ini menunjukkan bahwa investor institusi secara tidak langsung telah berperan dalam menumbuhkan perekonomian Indonesia.

Kenyataan tersebut, bila terbukti, perlu direspon dan ditindaklanjuti oleh regulator Pasar Modal Indonesia seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Otoritas pasar modal dapat menindaklanjuti antara lain melalui penambahan jumlah indek saham berbasis etika atau mendorong manajer investasi membentuk reksadana berbasis etika. Karena dengan semakin banyak indeks dan reksadana berbasis etika maka semakin banyak alternatif dan pilihan bagi investor institusi dalam menanamkan dananya di pasar modal Indonesia. Dari sisi perusahaan, tambahan pendanaan baru dari investor institusi tersebut dapat digunakan untuk menggerakkan proses produksi yang akan menumbuhkan perekonomian nasional.

*Kedua*, melalui hasil penelitian ini dapat diketahui apakah ketika membentuk portofolio saham, investor institusi di Indonesia juga mempertimbangkan faktor non-keuangan seperti sosial, lingkungan *CG* dan religius. Disamping motif profit, apakah mereka juga berharap memperoleh utilitas *non*-keuangan melalui kepemilikan aset yang sesuai dengan nilai etika, lingkungan, sosial, *CG* dan religius. Informasi mengenai

perilaku investor institusi tersebut merupakan informasi berharga yang perlu ditindaklanjuti terutama oleh manajemen perusahaan. Manajemen perlu menindaklanjuti dengan meningkatkan kinerja *non*-keuangan antara lain kinerja lingkungan, sosial dan *CG*. Hal ini karena peningkatan kinerja *non*-keuangan tersebut merupakan strategi yang dapat menarik kelompok investor institusi tersebut.

*Ketiga*, melalui hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa apakah investor institusi di Indonesia melakukan kegiatan investasi melalui beberapa strategi yaitu skrining positif dan aktivisme. Apakah investor institusi di Indonesia mencoba menaikan kepemilikan saham pada perusahaan yang memiliki kepedulian terhadap lingkungan, sosial, *CG* dan yang masuk dalam indek saham etis berbasis keyakinan (skrining positif). Apakah mereka juga mendorong perusahaan untuk meningkatkan kinerja di bidang lingkungan, sosial dan *CG* (aktivisme).

Bagi manajemen perusahaan, informasi di atas merupakan informasi penting dan perlu diperhatikan. Penerapan strategi investasi tersebut berkaitan dengan masuk dan keluarnya investor institusi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Investor institusi juga memiliki motivasi beragam ketika menerapkan strategi investasi, sebagian didasarkan motif nilai keyakinan personal sebagian lagi didasarkan motif profit. Oleh karena itu manajemen perusahaan perlu memberlakukan secara berbeda di antara para investor insitusi perusahaan.

## **B. Kontribusi Teoritis**

Penelitian ini berusaha memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur investasi etis sebagai berikut:

*Pertama*, memperluas pengujian secara empiris kriteria (dasar) keputusan/dimensi / obyek investasi etis, yaitu dengan menambahkan obyek *CG* dan religius. Hasil kajian literatur menemukan lima kriteria keputusan investasi etis yang menjadi obyek penerapan strategi investasi etis, yaitu etika, lingkungan, sosial, *CG* dan religius. Penelitian sebelumnya telah menguji beberapa dasar keputusan tersebut. Hong dan Kacperczyk (2009), misalnya, menguji dasar keputusan etika dengan menggunakan proksi variabel saham kategori *sin stocks*, sementara Cahan *et al.* (2017) menguji dasar keputusan lingkungan dan sosial dengan menggunakan proksi variabel *CSR*. Penelitian ini, karena keterbatasan data, tidak mereplikasi penelitian Hong dan Kacperczyk (2009), tetapi mereplikasi Cahan *et al.* (2017) dan menambahkan obyek *CG* dan religius. Dasar keputusan religius diuji dengan menggunakan proksi variabel masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan (indek *ISSI*).

*Kedua*, memperluas pengujian penerapan strategi investasi etis, yaitu menguji secara bersama-sama dua strategi utama: skrining positif dan aktivisme dengan empat obyek strategi investasi etis di atas. Penelitian sebelumnya telah menguji penerapan strategi investasi etis dengan beberapa obyek tetapi tidak dilakukan secara komprehensif. Cahan *et al.* (2017), mengikuti arahan Hylton (1992), menguji dua strategi investasi etis secara bersama-sama yaitu skrining positif dan aktivisme dengan dua obyek, yaitu lingkungan dan sosial yang diproksikan dengan *CSR*. Sementara Dyck



*et al.* (2019) menguji tiga strategi investasi etis secara bersama-sama: skrining negatif, skrining positif dan aktivisme dengan dua obyek, yaitu lingkungan dan sosial yang diproksikan dengan *CSR*.

Penelitian ini mencoba memperluas penelitian sebelumnya tersebut sebagai berikut.

- (i) menguji penerapan strategi skrining positif dengan obyek lingkungan, sosial, *CG* dan religius. Mengikuti Cahan *et al.* (2017) dan Dyck *et al.* (2019), obyek lingkungan dan sosial diuji dengan proksi variabel *CSR* sementara obyek religius diuji dengan proksi variabel masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan (ISSI).
- (ii) menguji penerapan strategi aktivisme dengan obyek lingkungan dan sosial (*CSR*) dan *CG*.

## **BAB II**

### **KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

#### **2.1. Kajian Teori**

##### **2.1.1. Teori Keagenan**

Salah satu teori yang mendasari keberadaan investasi etis dan strategi investasi etis adalah teori keagenan (Easton dan Pinder, 2018). Teori keagenan mencoba membahas masalah dalam perusahaan akibat adanya pemisahan antara pemilik dan manajemen dan usaha untuk mengurangi masalah tersebut (Panda dan Leepsa, 2017). Masalah tersebut adalah perilaku memenuhi kepentingan pribadi dari seorang agen yang menjadikan tidak mengelola perusahaan untuk kepentingan terbaik pemilik (Bendickson et al., 2016). Teori keagenan menjelaskan bahwa pada perusahaan perseroan terbuka (*joint stock company*), perusahaan dimiliki oleh individu atau sekelompok pemegang saham. Pemegang saham (pemilik) ini kemudian mendelegasikan kewenangannya kepada manajemen (agen) berupa pengelolaan perusahaan dalam rangka memaksimalkan kepentingan pemilik (Panda dan Leepsa, 2017).

Namun demikian sering agen memiliki kepentingan dan tujuan yang berbeda dari pemilik. Agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemilik (Jensen dan Meckling, 1976). Kondisi ini kemudian memicu konflik yang dikenal dengan konflik (masalah) keagenan (Panda dan Leepsa, 2017). Pemilik dapat mengarahkan perilaku negatif agen tersebut antara lain dengan menetapkan insentif bagi agen yang sesuai dan

layak atau mengeluarkan biaya monitoring untuk membatasi aktivitas menyimpang agen. Dalam beberapa situasi, pemilik juga dapat memaksa agen agar mengeluarkan sumber daya (biaya ikatan) guna menjamin bahwa agen tidak akan mengambil tindakan tertentu yang akan membahayakan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976).

Terkait investasi etis, Hong et al. (2012) menjelaskan perusahaan dengan konstrain finansial rendah akan mengeluarkan lebih banyak biaya *corporate goodness* (seperti biaya *ESG*). Pengeluaran *corporate goodness* ini lebih sensitif terhadap kelonggaran keuangan dibandingkan pengeluaran modal (*R&D spending*). Ini menunjukkan bahwa kegiatan *CG* merupakan kegiatan mahal dan dapat mempengaruhi profit.

Mendasarkan Hong et al. (2012), Easton dan Pinder (2018) menjelaskan ketika perusahaan berkinerja baik (*doing well*), kendala keuangan yang dialami manajer guna memaksimalkan nilai perusahaan akan lebih kecil. Hal ini menjadikan manajer membelanjakan uang perusahaan pada bidang-bidang lain seperti kesejahteraan karyawan dan berbagai kegiatan filantropi, termasuk kegiatan *ESG*. Bidang-bidang tersebut mungkin bermanfaat bagi para manajer, tetapi tidak meningkatkan nilai dan mungkin malah menurunkan nilai perusahaan.

Temuan Hanafi (2013b) menunjukkan investasi etis dapat melengkapi dividen dan utang sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Terkait dividen, mekanisme investasi etis dapat mengurangi efektivitas kebijakan dividen dalam mengurangi konflik antara manajemen dan pemilik. Kegiatan investasi etis secara umum berorientasi sustainability dan disklosur kepada semua stakeholder. Kegiatan ini dapat meminimalisir informasi asimetri dan

perbaikan kinerja perusahaan sehingga diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor kepada perusahaan dan menurunkan harapan terhadap dividen.

### **2.1.2. Model Investasi Etis**

Teori keagenan tersebut di atas kemudian diturunkan ke dalam beberapa model teori dan hipotesis. Model teori dan hipotesis tersebut antara lain Model Angel dan Rivoli (1997) (Vanwalleghem, 2013), Model Heinkel *et al.* (2001) (Renneboog *et al.*, 2007a; Vanwalleghem, 2013), Model Barnea *et al.* (2005) (Renneboog *et al.*, 2007a) dan hipotesis hubungan investasi etis dan harga saham Derwall *et al.* (2011) (Claassen, 2011).

#### **2.1.2.1. Model Angel dan Rivoli (1997)**

Angel dan Rivoli (1997) mengembangkan model untuk menjelaskan dampak skrining investasi etis. Modelnya secara umum mendasarkan pada model segmentasi pasar Merton (1987). Angel dan Rivoli (1997) menjelaskan bahwa sebagian investor (calon pemilik) mencoba melakukan skrining dengan cara mengecualikan perusahaan tertentu dari portofolionya. Ketika sebagian investor tidak berinvestasi dalam suatu perusahaan, maka pasar atas ekuitas perusahaan tersebut menjadi tersegmentasi. Di bawah kondisi kesegmentasian, biaya modal perusahaan tersebut kemudian naik melebihi pasar ekuitas yang tidak tersegmentasi. Ketika arus kas perusahaan tidak terpengaruh, kenaikan biaya modal tersebut akan menurunkan laba ekonomi terkait dengan aktivitas perusahaan.

### 2.1.2.2. Model Heinkel et al. (2001)

Heinkel *et al.* (2001) mengembangkan suatu model teoritis untuk menguji dan menjawab pertanyaan mendasar apakah kehadiran investor etis (pemilik), dengan pendekatan skrining negatif, dapat menjadikan perusahaan mengubah perilakunya. Yaitu yang sebelumnya menerapkan teknologi berpolusi menjadi teknologi bersih (Renneboog *et al.*, 2007a).

Model ini mengasumsikan (i) investor masuk jenis penghindar resiko, (ii) terdiri dari dua tipe: investor netral dan investor etis. Investor netral akan mengabaikan pertimbangan etis dalam membentuk portofolio optimalnya, sementara investor etis akan menolak berinvestasi pada perusahaan yang tidak memenuhi kriteria etis. (iii) terdapat sejumlah perusahaan secara terbatas dimana masing-masing memiliki salah satu dari dua jenis teknologi produksi: teknologi berpolusi dan teknologi bersih dari polusi. Perusahaan dengan teknologi bersih memuaskan kriteria investasi investor etis, sementara perusahaan dengan teknologi berpolusi dikeluarkan dari portofolio kecuali kalau merubah teknologinya. (iv) Perusahaan akan memaksimalkan harga saham. (v) Kepemilikan investor adalah konstan, artinya kenaikan kepemilikan oleh investor etis berarti menurunkan kepemilikan investor netral (Heinkel *et al.*, 2001).

Hasil proses model menjelaskan bahwa jika manajer dana mengadopsi skrining negatif, maka mereka akan sedikit memasukan perusahaan dengan teknologi berpolusi dalam portofolio investasinya. Hal ini akan mengurangi *peluang risk sharing* di kalangan investor, sehingga harga saham perusahaan dengan teknologi berpolusi jatuh,

dan kemudian meningkatkan biaya modal. Ketika kenaikan biaya modal tersebut melebihi biaya modal perusahaan etis, maka perusahaan dengan teknologi berpolusi cenderung berubah menjadi perusahaan berteknologi bersih (Renneboog *et al.*, 2007a). Dengan kata lain investasi etis dapat merubah perilaku perusahaan (Heinkel *et al.*, 2001).

### **2.1.2.3. Model Barnea et al. (2005)**

Melengkapi peper Heinkel *et al.* (2001), Barnea et al. (2005) mengembangkan model teoritis untuk menginvestigasi dan menjelaskan dampak skrining negatif pada keputusan investasi perusahaan dengan teknologi berpolusi. Berbeda dengan model Heinkel *et al.*, (2001) yang mengasumsikan perusahaan adalah konstan, model Barnea *et al.* (2005) mencoba melakukan endogenisasi investasi dan menguji dampak skrining negatif terhadap total investasi ekonomi.

Model ini mengasumsikan (i) pengusaha dengan resiko netral memiliki proyek yang ingin terapkan dan jual kepada investor penghindar resiko. (ii) Proyek-proyek tersebut memiliki dua jenis: proyek dengan teknologi bersih dan proyek dengan teknologi berpolusi. (iii) *expected returns* dan *varians (resiko)* dari kedua jenis proyek tersebut adalah identik, tetapi korelasi antara return kurang dari 1,0, sehingga menawarkan manfaat diversifikasi bagi investor. (iv) Investor penghindar resiko terdiri dari dua jenis: investor netral dan investor etis. (v) Proyek dengan teknologi berpolusi, sebelum dijual ke publik, bisa dibelanjakan (dialihkan) dan menjadi proyek yang direformasi. Proyek yang direformasi tetap memiliki karakteristik proyek dengan teknologi

berpolusi tetapi dapat diterima oleh investor etis. (vi) Jumlah proyek dengan teknologi berpolusi yang beralih menjadi proyek direformasi adalah endogenis.

Hasil proses model menyimpulkan bahwa skrining negatif dapat mengurangi insentif perusahaan berpolusi untuk berinvestasi (Renneboog *et al.* 2007a). Investor etis (pemilik) dapat mendorong perusahaan berpolusi untuk melakukan reformasi menjadi perusahaan ramah lingkungan. Jika biaya reformasi tidak terbatas, skrining etis akan mengurangi total investasi dalam suatu perekonomian secara signifikan. Ketika kegiatan reformasi tersebut tanpa biaya, investor etis tidak memiliki dampak sama sekali dan total investasi tetap konstan untuk setiap levelnya (Barnea *et al.*, 2005).

#### **2.1.2.4. Hipotesis Hubungan Investasi etis (SRI) dan Harga Saham Derwall *et al.* (2011)**

Mendasarkan literatur investasi etis yang ada, Derwall *et al.* (2011) mengusulkan dua hipotesis hubungan investasi etis (SRI) dan harga saham, yaitu (i) hipotesis *the shunned-stock* dan (ii) hipotesis *the errors-in-expectations*. Hipotesis *the shunned-stock* menjelaskan bahwa saham-saham yang kontroversial secara etis diperdagangkan pada harga yang relatif rendah. Hal ini karena para investor berbasis nilai (berusaha menghindari dan menolak memiliki saham tersebut dan dengan demikian mendorong harga saham kontroversial secara etis di bawah harga saham etis.

Hipotesis *the shunned-stock* bertumpu pada dua asumsi (i) investor etis digerakan oleh nilai, tidak terkait dengan motif laba. Motivasi keputusan investor ini bervariasi antara murni emosional atau norma sosial. (ii) agar mampu mempengaruhi harga

sekuritas, investor berbasis nilai harus cukup besar jumlahnya, misalnya terdapat 10% investor berbasis etis dari seluruh jumlah investor yang terdapat di dalam pasar keuangan. Investor berbasis nilai terutama menggunakan skrining “negatif” untuk menghindari saham kontroversial secara etis.

Hipotesis *the errors-in-expectations* menjelaskan bahwa saham etis memiliki *risk-adjusted returns* yang lebih tinggi. Hal ini karena pasar lambat mengenali dampak positif penerapan CSR terhadap arus kas perusahaan yang diharapkan atau pasar secara sistematis meremehkan pentingnya CSR dalam mempengaruhi arus kas perusahaan yang diharapkan. Investor dalam hipotesis ini investor berorientasi laba dan menggunakan skrining positif dalam pemilihan aset keuangan.

Ada beberapa persyaratan agar hipotesis *the errors-in-expectations* berlaku. (i) arus kas masa depan yang diharapkan harus memiliki hubungan dengan penggunaan praktik CSR. (ii) harga saham seharusnya tidak mencerminkan semua informasi terkait-nilai yang berhubungan dengan praktik CSR, karena keuntungan superior dari CSR hanya dapat menjadi sumber abnormal returns sejauh investor tidak mengharapkannya.

### **2.1.3. Investasi Etis**

Beberapa peneliti seperti Cowton (2018) dan Sandberg *et al.* (2009) mengartikan sama istilah investasi etis (*ethical investment*) dengan istilah investasi tanggung jawab sosial (*socially responsible investments/SRI*), bahkan Michelson *et al.* (2004) menggunakan kedua istilah ini secara bergantian. Istilah investasi etis populer digunakan oleh masyarakat Inggris dan Eropa secara umum, sementara istilah investasi



tanggung jawab sosial lebih umum digunakan masyarakat Amerika Serikat (Reich *et al.*, 2001; Michelson *et al.*, 2004; Sandberg *et al.*, 2009). Meskipun demikian, terminologi investasi etis dipandang sebagai terminologi tertua yang kemudian secara perlahan digantikan oleh terminologi investasi tanggung jawab sosial (Sparkes, 2001).

Disamping investasi tanggung jawab sosial, terdapat istilah lain untuk istilah investasi etis seperti investasi berbasis nilai (Magnússon dan Dyremyhr, 2011; Schueth, 2003; von Wallis dan Klein, 2015), investasi berkelanjutan (Forte dan Miglietta, 2011; Ortas dan Moneva, 2010), investasi tanggung jawab perusahaan (Magnússon dan Dyremyhr, 2011), investasi sosial (Schueth, 2003; Sandberg *et al.*, 2009), investasi sadar secara sosial, investasi berbasis misi (Schueth, 2003), investasi berbasis norma sosial (Al-Awadhi, 2017), investasi bertanggung jawab, investasi berkelanjutan dan bertanggung jawab, investasi bertanggung jawab secara sosial dan lingkungan dan investasi tanggung jawab secara sosial dan *governance* (Sandberg *et al.*, 2009).

Meskipun begitu, beberapa akademisi memandang istilah investasi berbasis tanggung jawab sosial tidak mencakup aspek yang sama dengan istilah investasi etis. Istilah investasi berbasis tanggung jawab sosial memiliki cakupan yang lebih sempit, yaitu hanya mencakup aspek sosial tidak termasuk aspek etis (Magnússon dan Dyremyhr, 2011). Sementara investasi etis, disamping mencakup aspek tanggung jawab sosial di atas juga mencakup aspek etis berbasis keyakinan agama (Gillet dan Salaber-Ayton, 2017; Mazouz *et al.*, 2016). Oleh karena itu istilah investasi etis lebih

cocok dan kredibel bagi komunitas keuangan mainstream dibanding istilah investasi tanggung jawab sosial (Magnússon dan Dyremyhr, 2011).

Cowton (1994) mendefinisikan investasi etis sebagai praktik menjalankan kriteria etis dan sosial dalam pemilihan dan pengelolaan portofolio investasi, umumnya terdiri dari saham perusahaan. Di artikel lain, Cowton (2018) mendefinisikannya (*SRI*) sebagai praktik integrasi pertimbangan sosial, lingkungan dan etika dalam keputusan investasi. Sementara Humphrey and Lee, (2011) mengartikannya sebagai pendekatan investasi yang mempertimbangkan etika, religius, sosial atau seleksi normatif lainnya dalam pengambilan keputusan investasi.

Adapun Dunfee (2003) mengartikan investasi etis (sosial) sebagai strategi investasi dengan menggunakan kriteria *non*-finansial antara lain kriteria sosial atau keagamaan, sedangkan menurut Sandberg *et al.* (2009) kriteria *non*-finansial meliputi etika, sosial, lingkungan dan *CG*. Terkait kriteria sosial, Rockness and Williams (1988) menjabarkan lebih lanjut yaitu meliputi perlindungan lingkungan, kesempatan kerja yang setara, perlakuan terhadap karyawan, hubungan dengan rezim represif, kualitas produk dan inovasi, dan kontrak defensif.

Sandberg *et al.* (2009), setelah mengkaji berbagai istilah dan definisi investasi etis, menyimpulkan dengan menyatakan kebanyakan investor mendefinisikan praktik investasi etis (*SRI*) dengan menekankan pentingnya isu *CG*, sosial dan lingkungan (*ESG*) dalam analisis investasinya. Mengacu definisi investasi etis menurut Dunfee (2003), Sandberg *et al.* (2009), Humphrey dan Lee (2011) dan Cowton (2018), investasi etis dapat diartikan sebagai investasi yang dalam keputusan pembentukan

portofolio investasi mendasarkan integrasi beberapa kriteria *non-finansial* antara lain etika, sosial, lingkungan, *CG* dan *religius*.

Akademisi lain mendefinisikan investasi etis dengan memasukan faktor ekonomi (keuangan). Michelson *et al.* (2004), misalnya, mengartikan investasi etis sebagai integrasi nilai personal, pertimbangan sosial dan faktor ekonomi dalam keputusan investasi. Barnea *et al.* (2005) mengartikan investasi etis sebagai pengambilan keputusan investasi sesuai dengan kriteria finansial dan etika. Sementara Cowton (2018) menjelaskan bahwa esensi investasi etis adalah menggunakan secara bersama nilai moral dan kriteria keuangan konvensional dalam keputusan membeli, mempertahankan dan menjual saham sebagai bagian dari portofolio investasi.

Terkait faktor keuangan, Louche dan Lydenberg (2006) menemukan perbedaan definisi antara masyarakat Amerika Serikat (AS) dan masyarakat Eropa. Definisi AS tidak memasukan aspek keuangan, sementara definisi Eropa menambahkan aspek keuangan. Definisi AS lebih digerakan nilai, sementara definisi Eropa lebih pragmatis, yaitu menekankan pentingnya kesamaan aspek sosial, lingkungan dan keuangan. (Louche dan Lydenberg, 2006). Perbedaan definisi etis kedua masyarakat tersebut menggambarkan perbedaan budaya antara keduanya. Definisi AS lebih mendasarkan pada konfrontasi antara investor dan perusahaan, sementara definisi investasi etis Eropa lebih mendasarkan kerja sama dan persuasi (Sandberg *et al.*, 2009).

#### 2.1.4. Investor Institusi

Istilah investor institusi disebut juga dengan investor intermediasi atau investor dalam bentuk institusi yang mengelola dan menginvestasikan dana pihak lain (Çelik dan Isaksson (2013). Investor institusi merupakan lembaga keuangan yang menerima dana dari pihak ketiga untuk diinvestasikan dengan atas nama sendiri dan bukan dengan atas nama pihak ketiga tersebut (OECD, 2011). Contoh investor institusi antara lain perusahaan investasi, bank investasi, perusahaan asuransi, reksadana, lembaga dana pensiun (Huyghebaert dan Hulle, 2004; Boubakri *et al.*, 2011), broker, dana wakaf (Huyghebaert dan Hulle, 2004), *sovereign wealth funds* (SWFs) (Boubakri *et al.*, 2011).

Investor institusi dapat dibedakan berdasarkan hubungannya dengan perusahaan atau jangka waktu investasinya. Berdasarkan hubungannya dengan perusahaan, Brickley *et al.* (1988) dan Wahab *et al.* (2008) menggolongkan investor institusi menjadi tiga: (i) *pressure-insensitive/resistant investors* (ii) *pressure-sensitive investors*. (iii) *pressure-indeterminate investors*. Almazan *et al.* (2005) membagi investor institusi menjadi *potentially active institutional investors* dan *potentially passive institutional investors*. Sedangkan Ashrafi dan Muhammad (2013) dan Hutchinson *et al.* (2013) membagi investor institusi menjadi *pressure-sensitive institutions* dan *pressure-insensitive institutions*.

*Pressure-sensitive institutional investors* merupakan kelompok investor yang kurang kritis terhadap manajemen perusahaan. Kelompok ini biasanya memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan seperti bank dan perusahaan asuransi dan *non bank*

*trusts*. Sebaliknya *pressure-insensitive (resistant) institutional investors* merupakan kelompok investor yang kritis terhadap manajemen perusahaan. Kelompok investor ini biasanya tidak memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan investee seperti lembaga dana pensiun publik, reksadana, *hedge fund*, lembaga dana wakaf dan yayasan. Adapun *pressure indeterminate institutional investors* merupakan kelompok investor yang tidak termasuk diantara kedua kelompok tersebut. Contoh kelompok investor ini antara lain dana pensiun perusahaan, perusahaan sekuritas, perusahaan (konsultasi) investasi dan lainnya.

Adapun menurut jangka waktu investasi, investor institusi dapat dibagi menjadi investor institusi jangka panjang seperti lembaga dana pensiun dan investor institusi jangka pendek seperti reksa dana, bank investasi, perusahaan sekuritas, dan perusahaan asuransi (Oh *et al.*, 2011). Investor institusi jangka panjang biasanya memiliki ketentuan yang lebih dapat diprediksi terkait arus kas keluar dan lebih panjang jangka waktu investasinya (Ryan dan Schneider, 2002). Sementara investor institusi jangka pendek lebih menekankan kinerja keuangan jangka pendek dan likuiditas (Cox *et al.*, 2004).

Penggolongan lain dilakukan Miyajima dan Hoda (2015), dimana membagi struktur kepemilikan institusi menjadi tiga: investor institusi asing (lembaga dana pensiun asing dan lembaga dana investasi untuk investor besar), investor institusi domestik seperti (perwalian *investment*, perwalian pensiun, dan asuransi jiwa) dan lembaga keuangan (bank dan perusahaan asuransi).

Dalam pengujian dampak norma sosial terhadap pasar, Hong dan Kacperczyk (2009) memperkenalkan istilah investor institusi etis (*norm-constrained institutions*). Hong dan Kacperczyk (2009) mengartikan investor institusi etis sebagai institusi yang tunduk pada tekanan norma sosial. Termasuk diantaranya institusi yang posisi sahamnya diketahui secara publik, institusi dengan beragam pemilik (*constituents*) dan institusi yang siap diekspose melalui pengawasan publik. Investor institusi etis tersebut meliputi lembaga dana pensiun, universitas, lembaga keagamaan, perbankan, asuransi, reksadana, analis investasi, lembaga amal dan lembaga non-profit lainnya.

Kajian penelitian terdahulu menunjukkan investor institusi peduli terhadap variabel investasi etis seperti etika, sosial, lingkungan, *CG* dan religius. Ada beberapa alasan investor institusi peduli terhadap variabel investasi etis *pertama* investor insitusi biasanya berinvestasi dengan nilai cukup besar pada horison waktu jangka panjang (Eriandani, 2014). Untuk itu investor tersebut kemudian akan memilih dan membeli saham perusahaan yang dapat menjamin kepentingannya, yaitu perusahaan yang memiliki keberlanjutan jangka panjang tanpa mendapat gangguan dari masyarakat dan stakeholder lainnya.

Perusahaan-perusahaan tersebut biasanya adalah perusahaan yang peduli terhadap lingkungan dan sosial (*CSR*) dan *CG*. *CSR* dapat mengurangi biaya transaksi, memajukan kualitas dan memotivasi karyawan dan meningkatkan goodwill pelanggan (Cox *et al.*, 2008). Sementara *CG* merupakan proses supervisi dan kontrol yang dimaksudkan untuk memastikan manajemen beraktivitas sesuai kepentingan stakeholder perusahaan (Feizizadeh, 2012). Melalui *CG*, kepentingan para stakeholder

perusahaan diharapkan dapat terpenuhi sehingga kegiatan perusahaan dapat berjalan normal dan keberlanjutannya dapat terjamin.

*Kedua*, investor insitusi tunduk pada bebarapa tekanan antara lain tekanan sosial (Cox et al., 2008). Kosekuensinya mereka berusaha menghindari investasi pada saham yang mendapat sorotan dan respon negatif dari masyarakat agar tidak kehilangan reputasi sosial. Saham yang mendapat sorotan negatif tersebut antara lain saham perusahaan dalam industri tembakau, alkohol dan perjudian (*sin stocks*). Masyarakat memandang industri tembakau, alkohol dan perjudian sebagai *sinful* karena memiliki unsur adiktif dan kosekuensi sosial yang tidak diinginkan ketika dikonsumsi secara berlebihan (Hong dan Kacperczyk, 2009).

#### **2.1.5. Pendekatan (Strategi) Investasi Etis**

Secara umum, investor institusi menggunakan tiga strategi dalam kegiatan investasi etis, yaitu portofolio skrining (skrining negatif dan skrining positif), *shareholder activism* (aktivisme) dan investasi pengembangan masyarakat (Golombik et al., 2011; Sandberg et al., 2009; Schueth, 2003; von Wallis dan Klein, 2015). Louche et al. (2012) mensurvey strategi investasi etis pada 103 investor organisasi keagamaan dan menemukan strategi yang paling umum digunakan adalah aktivisme, kemudian skrining negatif, skrining positif dan investasi pengembangan masyarakat. Schueth (2003) menemukan dari total aset investasi etis (*SRI*) Amerika Serikat pada tahun 1999, 57,06 persen diperoleh melalui strategi skrining, 30,43 persen melalui strategi

aktivisme, 12,27 persen melalui kombinasi strategi skrining dan aktivisme dan 0,25 persen melalui strategi pengembangan masyarakat.

Sandberg *et al.* (2009) mengutip laporan Sosial Investment Forum (SIF) 2003 bahwa seperlima aset investasi etis di Amerika Serikat diperoleh melalui strategi aktivisme, sementara strategi pengembangan masyarakat kurang begitu dikenal. Mccahery *et al.* (2015) mengadakan survey tentang mekanisme (strategi) investor institusi dalam mengarahkan manajemen untuk menerapkan *CG*. Survey menemukan responden (investor institusi) lebih sering menggunakan mekanisme aktivisme (*voice*), sementara lebih dari 40% responden percaya bahwa mekanisme skrining (*exit*) dapat mendisiplinkan manajemen.

#### **2.1.5.1. Skrining (*Screening*)**

Skrining merupakan praktik memasukan perusahaan dalam atau mengeluarkan perusahaan (sekuritas publik) dari portofolio investasi atau reksadana berdasarkan kriteria sosial dan/atau lingkungan (Schueth, 2003; Michelson *et al.*, 2004; Barnea *et al.*, 2005). Renneboog *et al.* (2007a) mengutip laporan lembaga *Social Investment Forum (SIF)* tahun 2003 bahwa 64% dari reksadana etis di AS menggunakan lebih dari lima jenis skrining, sementara 18%-nya hanya menggunakan satu jenis skrining. Secara umum, ada dua jenis strategi investasi etis skrining, yaitu strategi negatif dan strategi positif.



#### 2.1.5.1.1. Skrining Negatif

Skrining negatif dikenal juga dengan istilah *exclusionary screening* (Barnea *et al.*, 2005), *investor boycott* (Hylton, 1992; Cahan *et al.*, 2017), atau *avoidance strategies* (Sandberg *et al.*, 2009). Skrining negatif merupakan strategi pertama dan paling sederhana (Hylton, 1992) serta dianggap sebagai jantungnya strategi investasi etis (Cowton, 2018). Skrining negatif merupakan pendekatan (strategi) yang ditandai oleh pemisahan atau penghindaran terhadap perilaku perusahaan yang dipertanyakan secara etis (Cahan *et al.*, 2017; Hylton, 1992).

Dalam skrining negatif, perusahaan dengan karakteristik khusus dikeluarkan dari pertimbangan (von Wallis dan Klein, 2015). Karakteristik khusus ini terkait cara menjalankan bisnis, lokasi bisnis atau sifat dari produk yang dihasilkan (Cowton, 1994). Skrining negatif biasanya pasif dan absolut, dalam arti tidak ada pengecualian untuk perusahaan tertentu. Meskipun perusahaan memiliki nilai kualitas tertentu dan menghasilkan keuntungan, tetap tidak dimasukkan dalam portofolio (Magnússon dan Dyremyhr, 2011). Topiknya beragam meliputi *sin stocks* (perjudian, alkohol, tembakau), kontrak militer, tenaga nuklir, catatan lingkungan perusahaan, kualitas produk, sikap terhadap pelanggan, kewarganegaraan perusahaan, keberagaman budaya, politik uang dan regim pemerintah opresif (von Wallis dan Klein, 2015).

Skrining negatif juga dapat didasarkan pada ideologi tradisional keyakinan agama, seperti perusahaan produsen makanan berbahan daging babi, perusahaan keuangan yang memberikan return bunga atau perusahaan asuransi yang mengasuransikan pasangan belum menikah (Renneboog *et al.*, 2007a). Terkait hubungan antara segmen

investor dan penggunaan jenis skrining, Derwall *et al.* (2011) berargumen bahwa skrining negatif dipraktikan oleh segmen investor berbasis nilai (*values-driven investors*). Mereka menggunakan strategi negatif untuk menghindari saham-saham yang kontroversial secara etis. Investor berbasis nilai adalah investor yang mendasarkan keputusan investasinya pada nilai personal dan sosial dan rela menerima kerugian finansial guna mendapatkan utilitas nonkeuangan (Cahan *et al.*, 2017).

Terkait pengujian strategi skrining negatif, penelitian ini mengalami keterbatasan data pengamatan, khususnya sedikitnya data tentang variabel “*saham kategori sin stocks*”. Keterbatasan jumlah data ini menjadikan proses olah data tidak menghasilkan output (*Near Singular Matrix*). Mendasarkan hal ini penulis tidak melakukan pengujian strategi skrining negatif terhadap saham kategori *sin stocks*.

#### **2.1.5.1.2. Skrining Positif**

Istilah lain skrining positif antara lain *inclusionary screening* (Barnea *et al.*, 2005), *supportive strategies*, *incentive investment*, *guideline portfolio investing* (Sandberg *et al.*, 2009). Skrining positif merupakan pendekatan investasi etis dengan memilih perusahaan berdasarkan kontribusi positifnya terhadap masyarakat (Barnea *et al.*, 2005). Investor yang menerapkan strategi ini akan berinvestasi hanya di perusahaan yang memiliki kriteria tertentu (von Wallis dan Klein, 2015) seperti kriteria sosial, lingkungan dan etika (*SEE*) (Renneboog *et al.*, 2007a). Paling umum fokus pada kriteria *CG*, hubungan perburuhan, lingkungan, keberlanjutan investasi, dan stimulasi keberagaman budaya.

Skrining positif juga sering digunakan untuk menyeleksi perusahaan yang memiliki *track record* baik di bidang penggunaan energi kebaruan dan keterlibatan masyarakat (Renneboog *et al.*, 2007a). Terkait hubungan segmen investor dan penggunaan jenis skrining, Derwall *et al.*, (2011) berargumen bahwa strategi positif dipraktikan oleh segmen investor berbasis laba. Mereka menggunakan skrining ini dengan mengidentifikasi perusahaan berkinerja *CSR* tinggi yang dapat mempengaruhi laba perusahaan (Cahan *et al.*, 2017). Skrining positif memiliki lingkup yang lebih luas dibandingkan skrining negatif. Hal ini karena skrining positif dapat diterapkan terhadap setiap perusahaan. Skrining ini proaktif dalam memberi penghargaan dan semangat terhadap perilaku baik perusahaan.

Meskipun demikian, praktik penerapan skrining positif lebih memakan biaya dan sulit dilakukan (Cahan *et al.*, 2017). Sulit menemukan perusahaan yang memenuhi semua kriteria skrining dalam strategi skrining positif (Magnússon dan Dyremyhr, 2011). Penerapan skrining positif mensyaratkan investor mengidentifikasi kriteria seleksi, menentukan pengukuran yang sesuai kriteria dan menetapkan benchmark untuk mengidentifikasi praktik terbaik (*best practice*) (Cahan *et al.*, 2017).

#### **2.1.5.1.3. Skrining Lainnya**

Strategi skrining lainnya, disamping skrining negatif dan skrining positif, antara lain strategi *a best-in-class* (Michelson *et al.*, 2004), skrining generasi ketiga (*sustainability/triple bottom line*) dan skrining generasi keempat (Renneboog *et al.*, 2007a; von Wallis dan Klein, 2015). Skrining *a best-in-class* berusaha membandingkan

dan meranking (kinerja sosial, lingkungan dan etika) satu perusahaan dengan perusahaan lainnya dalam sektor industri yang sama (Michelson *et al.*, 2004). Hanya perusahaan dengan kinerja sosial, lingkungan dan etika yang melewati ambang batas ketentuan yang akan dimasukkan dalam portofolio investasi (Renneboog *et al.*, 2007a).

Sementara skrining ketiga dan keempat merupakan kelanjutan dari skrining negatif (skrining generasi pertama) dan skrining positif (skrining generasi kedua) (von Wallis dan Klein, 2015). Skrining generasi ketiga merupakan strategi pemilihan perusahaan berdasarkan kriteria ekonomi, lingkungan, dan sosial baik dengan mengintegrasikan skrining negatif dan skrining positif (Renneboog *et al.*, 2007a). Strategi ini mencoba mengintegrasikan, baik integrasi kriteria (ekonomi, lingkungan dan sosial) ataupun integrasi skrining (negatif dan positif). Strategi generasi ketiga dikenal juga dengan istilah “*sustainability*” atau “*triple bottom line*” karena fokus pada *People*, *Planet* dan *Profit*. Adapun skrining generasi keempat merupakan strategi pemilihan perusahaan dengan mengkombinasikan strategi generasi ketiga dan strategi aktivisme dan komitmen (Renneboog *et al.*, 2007a).

#### **2.1.5.2. Shareholder Activisme (Aktivisme)**

Aktivisme memiliki sejarah panjang terhadap tumbuhnya kegiatan investasi etis. Strategi ini awalnya mengusung tema perlindungan kepentingan hak dan suara pemegang saham tetapi sekarang lebih menekankan kritik sosial dan isu-isu lingkungan (Glac, 2014). Strategi ini cenderung dilakukan oleh investor institusi dibandingkan individual (Michelson *et al.*, 2004). Kebanyakan difokuskan pada isu-isu besar seperti

masalah apartheid (di masa lalu), proses operasi perusahaan pertambangan di negara berkembang dan pembayaran eksekutif (Cowton, 2018).

Aktivisme merupakan strategi investasi berupa penggunaan hak suara, melalui kepemilikan saham biasa, untuk menegaskan dan mencapai tujuan politik, keuangan dan tujuan lainnya (Sparkes, 2001). Dalam konteks investasi etis, investor menggunakan hak suaranya untuk mendukung pengembangan etis suatu perusahaan (von Wallis dan Klein, 2015). Mereka berinvestasi pada perusahaan yang memiliki permasalahan secara etis dan berharap merubahnya dengan meyakinkan bahwa perusahaan punya tanggung jawab etis terhadap masyarakat. Berbeda dengan strategi skrining, dalam strategi aktivisme, investor percaya bahwa cara terbaik untuk mengefektifkan perubahan perilaku perusahaan adalah memelihara hubungan dengan perusahaan tersebut (Hylton, 1992).

Di Amerika Serikat, terdapat kelompok yang memanfaatkan strategi aktivisme untuk memaksa perusahaan yang dianggap berkinerja rendah berubah ke arah kinerja yang lebih tinggi. Kelompok tersebut adalah investor yang murni memiliki tujuan keuangan. Ada juga kelompok lain, yaitu lembaga masyarakat (NGO). Lembaga ini menggunakan strategi aktivisme untuk mengkritisi kegiatan perusahaan di bidang tertentu seperti lingkungan, hak-hak binatang atau kesejahteraan masyarakat lokal (Sparkes, 2001).

Di samping penggunaan hak suara, investor juga sering menggunakan media dialog secara diam-diam. Melalui media ini, isu yang muncul dibahas secara bersama antara investor dengan manajemen tanpa perlu respon publik sehingga pembahasannya lebih

konstruktif dan produktif (Cowton, 2018). Investor sering bekerja sama mengarahkan manajemen pada kasus yang diyakini akan meningkatkan kinerja keuangan dan meningkatkan kesejahteraan semua pemangku kepentingan perusahaan (pelanggan, karyawan, vendor, masyarakat, lingkungan dan pemegang saham) (Schueth, 2003).

### **2.1.5.3. Investasi Pengembangan Masyarakat (*Community Development Investing*)**

Investasi pengembangan masyarakat merupakan strategi investasi etis dengan memberikan sejumlah dana (modal) kepada masyarakat berpenghasilan rendah dan beresiko yang sulit mengakses modal melalui jaringan konvensional (Schueth, 2003). Lembaga bernama “*the Social Investment Forums (SIF)*” Amerika Serikat sangat mendorong strategi ini, yaitu dengan menyemangati semua pengelola dana, agar berinvestasi setidaknya satu persen dari aset mereka di lembaga pengembangan masyarakat (Louche dan Lydenberg, 2006). Investasi disalurkan melalui lembaga yang misinya fokus pada pengembangan usaha masyarakat lemah (Schueth, 2003).

Namun demikian masyarakat Eropa secara umum berpendapat strategi investasi pengembangan masyarakat bukan bagian investasi etis melainkan bagian strategi *Socially Directed Investments (SDI)* (Louche dan Lydenberg, 2006). *SDI* berbeda dengan dengan investasi etis (*SRI*). *SDI* terjadi ketika ada pengalokasian return (subnormal return) yang ditujukan untuk pengembangan masyarakat (Sparkes, 2001). Kegiatan *SDI* berbasis hutang (*debt-based activity*), sementara kegiatan investasi etis secara umum berbasis ekuitas (*equity-based activity*).

Terkait strategi investasi pengembangan masyarakat, penulis mengalami keterbatasan dalam mengeksplorasi unit analisisnya sehingga tidak melakukan pengujian strategi investasi ini. Strategi investasi pengembangan masyarakat memiliki unit analisis berbeda dengan dengan unit analisis pengujian strategi investasi etis lainnya. Unit analisis pengujian strategi investasi pengembangan masyarakat berupa lembaga privat yang misinya fokus pada pengembangan usaha masyarakat lemah. Lembaga ini sangat terbatas informasinya. Berbeda dengan unit analisis pengujian strategi investasi lainnya yaitu perusahaan publik yang terdaftar di BEI.

#### **2.1.6. Dasar Pertimbangan (Kriteria) Keputusan Investasi Etis**

Mendasarkan definisi investasi etis sebagaimana dijelaskan para akademisi, terdapat beberapa dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi etis. Dasar pertimbangan tersebut antara lain etika (Cowton, 1994, 2018; Sandberg *et al.*, 2009; Humphrey dan Lee, 2011; Revelli dan Viviani, 2013) sosial (Rockness dan Williams, 1988; Cowton, 1994, 2018; Dunfee, 2003; Schueth, 2003; Michelson *et al.*, 2004; Sandberg *et al.*, 2009; Humphrey dan Lee, 2011; Revelli dan Viviani, 2013; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017), lingkungan (Rockness dan Williams, 1988; Sandberg *et al.*, 2009; Revelli dan Viviani, 2013; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017; Cowton, 2018), *corporate governance (CG)* (Sandberg *et al.*, 2009; Revelli dan Viviani, 2013), religius (Dunfee, 2003; Humphrey dan Lee, 2011; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017), nilai-nilai personal (Schueth, 2003; Michelson *et al.*, 2004) dan ekonomi (keuangan) (Michelson *et al.*, 2004).

### 2.1.6.1. Etika

Kata “etika” berasal dari bahasa Yunani, yaitu “*ethos*”, yang artinya karakter, sentimen, sifat moral, atau pedoman keyakinan individu, kelompok atau institusi. Nainawat dan Meena (2013) mengartikan etika sebagai seperangkat prinsip atau standar perilaku manusia untuk mengatur individu atau organisasi. Sementara Kamus Bahasa Indonesia (Balai Pustaka, 1999) mengartikan etika sebagai “nilai terkait benar dan salah yang diyakini golongan masyarakat tertentu” (Hanum, 2009). Adapun istilah “nilai” sendiri diartikan sebagai sesuatu yang abstrak, ideal, dan menyangkut keyakinan dan memberikan corak pada pola pikiran, perasaan, dan perilaku (Djamal, 2018). Terkait investasi, etika merupakan salah satu dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi etis. Artinya seorang investor memiliki prinsip atau keyakinan mengenai apa yang boleh (benar) dan yang tidak boleh (salah) dilakukan perusahaan, baik terkait cara ataupun sifat produk yang dihasilkan. Prinsip dan keyakinan tersebut nantinya digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam memasukan perusahaan (saham) dalam portofolionya.

Dalam kegiatan investasi, terdapat kelompok investor tertentu, sebagai bagian masyarakat, yang meyakini beberapa perusahaan terlibat dalam pembuatan produk tidak etis (*unethical products*) (Salaber, 2013) atau memiliki perilaku yang dipermasalahkan secara etis (Cahan et al., 2017). Perusahaan-perusahaan ini dikenal dengan istilah *sin stocks* (Salaber, 2013) atau *sin industries* (Cahan et al., 2017). *Sin stocks* dikenal juga dengan istilah “*controversial stocks*” (Nofsinger et al., 2016; Trinks



dan Scholtens, 2017), “*norm-conflicting stocks*” (Al-awadhi dan Dempsey, 2017) atau “*vice stocks*” (Richey, 2017). Dalam masyarakat muslim, *sin stocks* dikenal dengan istilah saham non-syariah (*non-Islamic stocks*) (Al-Awadhi, 2017).

*Sin stocks* merupakan saham dari perusahaan publik yang terlibat dalam pengolahan produk tidak etis (Salaber, 2013) atau saham dari perusahaan yang beroperasi pada industri yang dianggap berdosa (*sin full*) dari perspektif norma sosial tertentu (Al-awadhi dan Dempsey, 2017). Beberapa akademisi seperti Hong dan Kacperczyk (2009) dan Liston, (2016) mendefinisikan *sin stocks* dengan menyebutkan jenis industrinya, yaitu *alcohol*, *tobacco* dan *gambling*. Masyarakat barat mendefinisikan *sin stocks* berdasarkan pertimbangan norma sosial, sementara masyarakat Islam mendefinisikan *sin stocks* berdasarkan prinsip-prinsip agama Islam (Al-awadhi dan Dempsey, 2017).

Para akademisi berbeda dalam menentukan jumlah dan jenis saham yang masuk *sin stocks*. Leventis *et al.* (2013) dan Nofsinger *et al.* (2016), misalnya, membagi ke dalam enam jenis industri: *alcohol*, *firearms*, *gambling*, *military*, *nuclear power*, dan *tobacco*. Kim dan Venkatachalam (2011) membagi ke dalam lima jenis industri: *alcohol*, *gambling*, *tobacco*, *sex* dan *adult entertainment industries*. Hong dan Kacperczyk (2009), Hood *et al.* (2014) dan Liston (2016) membagi ke dalam tiga jenis industri: *alcohol*, *gambling* (*gaming*), dan *tobacco*. Tiga jenis industri inilah yang sering digunakan akademisi untuk mendefinisikan *sin stocks* (Amory, 2016).

Terkait dengan dimensi etika yang diukur dengan “saham kategori *sin stocks*”, penelitian disertasi ini tidak melakukan pengujian strategi skrining negatif terhadap saham kategori *sin stocks* tersebut. Hal ini karena proses eksplorasi data menemukan

keterbatasan jumlah sampel dan pengamatan. Keterbatasan ini menjadikan proses olah data tidak menghasilkan output (*Near Singular Matrix*).

#### **2.1.6.2. Sosial dan lingkungan**

Dasar pertimbangan dalam keputusan investasi etis diantaranya adalah aspek sosial (Rockness dan Williams, 1988; Cowton, 1994, 2018; Dunfee, 2003; Schueth, 2003; Michelson *et al.*, 2004; Sandberg *et al.*, 2009; Humphrey dan Lee, 2011; Revelli dan Viviani, 2013; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017) dan aspek lingkungan (Rockness dan Williams, 1988; Sandberg *et al.*, 2009; Revelli dan Viviani, 2013; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017; Cowton, 2018).

##### **2.1.6.2.1. Sosial**

Aspek sosial bersama aspek lingkungan dan *CG* menjadi domain dalam pembahasan investasi etis (Nofsinger *et al.*, 2016), khususnya jenis investasi etis berbasis tanggung jawab sosial (Gillet dan Salaber-Ayton, 2017). Aspek ini menjadi salah satu kriteria non-finansial yang diintegrasikan dalam proses investasi etis (Dunfee, 2003; Sandberg *et al.*, 2009). Rockness dan Williams (1988) melakukan survey mengenai kriteria yang menjadi pertimbangan *fund managers* dalam pembentukan reksadana etis. Survey menemukan aspek sosial, khususnya isu kesetaraan dalam kesempatan kerja dan perlakuan terhadap karyawan, menjadi salah satu kriteria pembentukan portofolio reksadana.

Inderst dan Stewart (2018) menjelaskan isu utama yang menjadi pembahasan dalam aspek sosial antara lain pengembangan masyarakat, kebijakan tentang keragaman dan kesamaan dalam kesempatan kerja, hak asasi manusia, standar perburuhan, kesehatan dan keamanan, kebijakan keragaman, hubungan masyarakat dan pengembangan sumber daya manusia (kesehatan dan pendidikan). GAMCO (2016) menyebutkan enam isu sosial yaitu hak asasi manusia, keamanan produk, standar buruh, rantai pasokan, keamanan tenaga kerja dan keanekaragaman. Sementara Pena dan Cortez (2017), dalam menyusun tipe skrining berbasis sosial, memasukan beberapa isu seperti pengembangan masyarakat, keanekaragaman dan kebijakan kesempatan kerja yang setara, hak asasi manusia, hubungan perburuhan dan sudan (rejim opresif).

#### **2.1.6.2.2. Lingkungan**

Aspek lingkungan bersama aspek sosial dan *CG* menjadi domain dalam pembahasan investasi etis (Nofsinger *et al.*, 2016), khususnya investasi etis berbasis tanggung jawab sosial (Gillet dan Salaber-Ayton, 2017). Aspek lingkungan juga menjadi salah satu kriteria pertimbangan *fund managers* dalam pembentukan reksadana etis (Rockness dan Williams, 1988). Unsur-unsur yang termasuk dalam kriteria lingkungan antara lain perubahan iklim, emisi karbon, polusi, efisiensi sumber, keanekaragaman hayati (penghijauan) (Inderst dan Stewart, 2018).

Beberapa perusahaan *asset management* juga mencontohkan unsur-unsur yang memerlukan perhatian di bidang lingkungan. GAMCO (2016), misalnya, menjelaskan enam unsur, yaitu polusi udara dan air, keanekaragaman hayati, jejak karbon,

pengelolaan limbah, kelangkaan air dan penggunaan lahan. Adapun REBECO memasukan unsur keterlibatan perusahaan dan pemerintah dalam perubahan iklim melalui emisi gas rumah kaca, pengelolaan limbah, efisiensi energi, usaha kebaruan untuk mengurangi pemanasan global, emisi dan dekarbonisasi.

#### **2.1.6.2.3. Corporate Social Responsibility (CSR)**

Dalam pengujian aspek sosial dan lingkungan sebagai dasar pertimbangan keputusan investasi etis, peneliti kebanyakan menggunakan proksi variabel *corporate social responsibility (CSR)*. Hal ini karena isu yang dibahas dalam *CSR* merupakan kombinasi isu sosial dan isu lingkungan. Saleh *et al.* (2010), misalnya, menganalisis disklosur *CSR* dengan empat dimensi, yaitu hubungan ketenagakerjaan, keterlibatan masyarakat, produk dan lingkungan. Cahan *et al.* (2017) menguji kinerja *CSR* dengan menganalisis enam area isu kualitatif *CSR* yang disusun KLD STATS, yaitu masyarakat, keanekaragaman (*diversity*), hubungan ketenagakerjaan, lingkungan, hak asasi manusia dan produk.

Sementara Dyck *et al.* (2019) mengevaluasi *CSR* dengan menganalisis data kinerja sosial dan lingkungan dari the Thomson Reuters ASSET4 ESG database. Mengikuti Saleh *et al.* (2010), Cahan *et al.* (2017) dan Dyck *et al.* (2019), penelitian ini menguji penerapan strategi skrining positif dan aktivisme dengan obyek lingkungan dan sosial menggunakan proksi variabel *CSR*.

Definisi dan konsep *CSR* telah berkembang dari terbatas pada generasi keuntungan menjadi generasi nilai keberlanjutan (Agudelo *et al.*, 2019). Konsep *CSR* terakhir ini,

yaitu nilai keberlanjutan, terlihat dari definisi yang diberikan Chandler (2016). Chandler mendefinisikan (Strategic) CSR sebagai penggabungan perspektif CSR secara holistik dalam perencanaan strategis dan operasi inti perusahaan sehingga perusahaan dapat dikelola untuk kepentingan keseluruhan pemangku kepentingan guna mengoptimalkan nilai dalam jangka menengah sampai jangka panjang (Agudelo *et al.*, 2019).

Definisi tersebut menjelaskan lima prinsip utama CSR: pertama, penggabungan perspektif CSR ke dalam proses perencanaan strategis perusahaan dan budaya perusahaan; kedua, pemahaman bahwa semua tindakan perusahaan terkait langsung dengan operasi inti perusahaan tersebut; ketiga, keyakinan bahwa perusahaan berusaha untuk memahami dan respons terhadap kebutuhan pemangku kepentingan; keempat, perusahaan beralih dari perspektif jangka pendek ke perencanaan jangka menengah dan panjang dan proses manajemen sumber daya perusahaan di dalamnya termasuk pemangku kepentingan utama dan; kelima perusahaan bermaksud mengoptimalkan nilai yang diciptakan (Agudelo *et al.*, 2019).

Di Indonesia, kewajiban perusahaan untuk melaksanakan CSR secara umum diatur dalam beberapa ketentuan, antara lain Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 pasal 66 ayat (2) bagian c dan pasal 74 ayat 1 dan 2 tentang Perseroan Terbatas, Undang Undang No. 25 Tahun 2007 pasal 15(b) dan pasal 16(d) tentang Penanaman Modal dan Peraturan Pemerintah No. 47 Tahun 2012 Tentang Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan Perseroan Terbatas (Hanggarwati dan Mutmainah, 2013). Berdasarkan pasal dan ayat dalam undang-undang PT dan peraturan pemerintah tersebut, hanya

perseroan di bidang dan/atau berkaitan dengan sumber daya alam sajalah yang wajib melaksanakan Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan. Perusahaan di bidang lain tidak diwajibkan sehingga hanya bersifat suka rela.

Terkait isu *CSR*, Cahan et al. (2017) menganalisis enam dari tujuh isu kualitatif kinerja *CSR* yang disajikan *Kinder, Lydenberg, Domini (KLD) STATS database of MSCI ESG Research, Inc.* Keenam isu tersebut adalah isu tentang masyarakat, keanekaragaman, hubungan ketenagakerjaan, lingkungan, hak asasi manusia dan produk. Isu *CG* tidak dianalisis tapi dijadikan sebagai variabel pengendali. Sementara Hoq et al., (2010), Saleh et al. (2010), Damayanti dan Muid (2011), Hanggarwati dan Mutmainah (2013), Eriandani (2014) dan Cahyati (2014) menganalisis *CSR* dalam empat isu, yaitu hubungan ketenagakerjaan, keterlibatan masyarakat, produk dan lingkungan.

### **2.1.6.3. Corporate Governance (CG)**

Disamping unsur sosial dan lingkungan, *CG* juga merupakan obyek kegiatan investasi etis. Hal ini mendasarkan pada definisi investasi etis sebagaimana dijelaskan Sandberg et al. (2009) dan Gillet dan Salaber-Ayton (2017). Sandberg et al. (2009) menganggap investasi etis sebagai jenis investasi baru yang mulai berkembang, yang mencoba mengintegrasikan berbagai kriteria non-finansial antara lain etika, sosial, lingkungan dan *governance*. Sementara Gillet dan Salaber-Ayton (2017) menjelaskan investasi etis meliputi investasi tanggung jawab sosial, yang mendasarkan kriteria lingkungan, sosial, *governance*, dan investasi berbasis keyakinan, yang mendasarkan

prinsip-prinsip ajaran agama (Islam dan Kristen). Aspek *CG* bersama aspek sosial dan lingkungan menjadi domain dalam pembahasan investasi etis (Nofsinger et al., 2016; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017).

Pada tahun 1980-an ketiga istilah, yaitu *environmental, social and governance (ESG)* menjadi istilah jenis investasi tersendiri yang dikenal dengan “*ESG Investing*”. *ESG Investing* merupakan istilah umum yang mencakup setiap strategi investasi yang menekankan struktur tata kelola perusahaan atau dampak lingkungan atau sosial dari produk atau praktik perusahaan (Schanzenbach dan Sitkoff, 2020). *ESG Investing* merupakan kegiatan investasi yang mendasarkan pertimbangan lingkungan, sosial dan *corporate governance* (Grim dan Berkowitz, 2018).

Motif awal *ESG Investing* adalah moral dan etika yang mendasarkan dampak pada pihak ketiga dibandingkan motif keuntungan. Jenis investasi ini bermula dari gerakan investasi berbasis tanggung jawab sosial (*The Socially Responsible Investing/SRI*) yang muncul di tahun 1980-an sebagai bagian kampanye divestasi saham perusahaan pendukung regim apartheid Afrika Selatan. Di akhir 1990-an dan awal 2000-an istilah *SRI* berganti nama menjadi *ESG* setelah mempertimbangkan unsur *G (corporate governance)* (Schanzenbach dan Sitkoff, 2020). Keberadaan *ESG Investing* menunjukkan bahwa investor memandang penting unsur lingkungan, sosial dan *corporate governance* sebagai satu kesatuan yang harus diterapkan manajemen perusahaan.

*CG* memiliki hubungan dengan etika. Ini terlihat dari konsep prinsip-prinsip *CG* yang dijelaskan oleh beberapa lembaga. OECD, misalnya, menjelaskan lima prinsip

*CG*, yaitu *transparancy, accountability, responsibility, independency* dan *fairness*. Prinsip-prinsip tersebut merupakan sifat etis dari *CG*, bahkan dianggap sebagai nilai etika utama (*cardinal ethical values*) (Nainawat dan Meena, 2013). Nilai-nilai tersebut nantinya harus meresap ke semua aspek tata kelola dan diwujudkan dalam semua tindakan dan keputusan dewan. Berbagai aspek tata kelola seperti kekompleksan dewan, pelaporan, pengungkapan dan manajemen risiko, dipandang sebagai instrumen dalam mewujudkan nilai-nilai etika utama *CG* tersebut (Nainawat dan Meena, 2013).

Secara umum ada dua definisi *CG*: definisi secara sempit dan secara luas (Hasan, 2009). Secara sempit, *CG* merupakan suatu sistem formal bagaimana manajemen bertanggung jawab terhadap pemegang saham. Konsep *CG* ini dibatasi hanya pada hubungan antara manajemen dan pemegang saham (Feizizadeh, 2012). Regulasi *CG* dibuat hanya untuk memberi kepastian kepentingan pemegang saham terlindungi baik investasi maupun keuntungannya. Pengertian ini didukung oleh Shleifer dan Vishny (1997) dan sejumlah dokumen dan pedoman *CG* seperti *the Cadbury Report* (1992), *the Combined Code* (1998; 2003; 2006), *the Greenbury Report* (1992), dan *Sarbanes Oxley legislation* (Brennan dan Solomon, 2008).

Adapun dalam arti luas, pengertian *CG* mencakup aturan yang mencakup seluruh jaringan hubungan baik hubungan antara fungsi-fungsi di internal perusahaan maupun hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan secara umum (Hasan, 2009). *CG* merupakan jaringan hubungan bukan hanya antara perusahaan dan stockholder saja tetapi juga antara perusahaan dengan stakeholder lainnya seperti karyawan, pelanggan, pemasok dan kreditur (Feizizadeh, 2012). Dalam arti luas, *CG* merupakan mekanisme



aturan perusahaan guna memenuhi kepentingan pemangku kepentingan secara keseluruhan.

#### **2.1.6.4. Religius**

Unsur religius menjadi salah satu obyek investasi etis berdasarkan pada definisi investasi etis seperti dijelaskan Dunfee (2003), Gillet dan Salaber-Ayton (2017) dan Humphrey dan Lee (2011). Dunfee (2003) menjelaskan secara luas investasi sosial (investasi etis) adalah segala strategi investasi yang berdasarkan kriteria non-keuangan dengan menggabungkan dimensi sosial dan agama. Sementara Gillet dan Salaber-Ayton (2017) menjelaskan investasi etis meliputi investasi tanggung jawab secara sosial (yaitu mengikuti kriteria lingkungan, sosial dan governance) dan investasi berbasis keyakinan (yaitu mengikuti prinsip-prinsip ajaran agama). Adapun Humphrey dan Lee (2011) menyatakan investasi tanggung jawab secara sosial (investasi etis) merupakan sebuah pendekatan investasi yang memasukan etika investor, agama, sosial atau preferensi normatif lainnya ke dalam keputusan investasi.

Dalam pengujian aspek religius sebagai dasar pertimbangan investasi etis, investor diasumsikan akan memilih portofolio saham yang masuk dalam indeks etis berbasis keyakinan. Indeks etis berbasis keyakinan merupakan indeks saham yang pembentukannya berdasarkan prinsip-prinsip ajaran agama. Oleh karena itu saham yang masuk dalam indeks tersebut dianggap telah memiliki kesesuaian dengan prinsip-prinsip ajaran agama (religius).

Istilah “indek saham berbasis etis keyakinan (*faith-based ethical indexes*)” secara umum merujuk pada istilah “*faith-based investment*” (Liston dan Soydemir, 2010; Forte dan Miglietta, 2011; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017;), “*faith-based funds*” (Mazouz *et al.*, 2016), “*faith based investing*” (Golombik *et al.*, 2011; Al-Awadhi, 2017) dan “*faith-based ethical investing*” (Hassan dan Girard, 2010). Indek saham berbasis etis keyakinan merupakan indek saham yang pembentukannya mendasarkan prinsip-prinsip ajaran agama (keyakinan). Contoh indek ini antara lain *FTSE KLD Catholic Values 400 Index (CV400)* yang mendasarkan pada pedoman *SRI* yang diterbitkan oleh *the United States Conference of Catholic Bishops (USCCB)*, *the Dow Jones Islamic Market Index (DJIM)* dan *the FBM EMAS Shariah Index* yang mendasarkan pada prinsip-prinsip agama Islam.

Di pasar modal Indonesia, terdapat dua indek saham berbasis etis keyakinan, yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan *Jakarta Islamic Index (JII)*. Indek ISSI merupakan indeks komposit dimana anggotanya adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan OJK. Jadi BEI tidak melakukan seleksi saham syariah yang masuk ke dalam ISSI. Hal ini berbeda dengan indeks *JII*.

Dalam indeks *JII*, BEI menyeleksi dan menentukan saham syariah sesuai kriteria likuiditas yang digunakan untuk menyeleksi 30 saham syariah sebagai konstituen *JII*. Kriteria tersebut antara lain (i) saham syariah yang masuk dalam konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) telah tercatat selama 6 bulan terakhir. (ii) dipilih 60 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir.

(iii) dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi.

Pada 17 Mei 2018, BEI meluncurkan *Jakarta Islamic Index 70 (JII70 Index)*. Sesuai namanya, *Indek JII70* beranggotakan 70 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. Tujuh puluh saham ini merupakan saham-saham dengan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi yang dipilih dari 150 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir.

#### **2.1.6.5. Keuangan (Ekonomi)**

Michelson *et al.* (2004) mengartikan investasi etis sebagai integrasi nilai personal, pertimbangan sosial dan faktor ekonomi dalam keputusan investasi. Definisi tersebut menjelaskan bahwa return keuangan tetap penting meskipun bukan satu-satunya faktor yang menggerakkan investasi. Hal senada dijelaskan Cowton (2018), yang menyatakan bahwa esensi investasi etis adalah menggunakan secara bersama nilai moral dan kriteria keuangan konvensional dalam keputusan membeli, mempertahankan dan menjual saham sebagai bagian dari portofolio investasi.

Penelitian terdahulu menjadikan faktor keuangan, yang dijabarkan dalam karakteristik perusahaan, sebagai variabel pengendali. Graves dan Waddock (1994) dan Mahoney dan Roberts (2007), misalnya, menjabarkan dalam karakteristik perusahaan: profitabilitas (*ROA* dan *ROE*), ukuran perusahaan, tingkat utang dan industri. Harjoto *et al.* (2015) menjabarkan dalam karakteristik perusahaan: kinerja, likuiditas, resiko dan ukuran perusahaan. Cahan *et al.* (2017) menjabarkan dalam

karakteristik perusahaan: ukuran perusahaan, reputasi, kinerja keuangan dan saham, likuiditas, resiko dan variabel fundamental (*EP, DP, BP, SaleChg*).

### **2.1.7. Kajian Penelitian Investasi Etis**

Penelitian investasi etis berkembang sejak tahun 1970-an (Ortas dan Moneva, 2010), yaitu setelah munculnya isu tanggung jawab sosial perusahaan sebagaimana didiskusikan oleh Friedman (1970) (Forte dan Miglietta, 2011). Grossman dan Sharpe (1986) merupakan peneliti pertama kali yang menganalisis kinerja portofolio etis dan hubungan antara investasi keuangan dan masalah etika (Forte dan Miglietta, 2011). Mereka menganalisis saham-saham perusahaan di Afrika Selatan sebagai respons atas apartheid, yaitu suatu gerakan sosial AS yang mencoba meyakinkan gereja dan badan amal untuk melakukan divestasi saham perusahaan di Afrika Selatan.

Terdapat beberapa argumentasi perlunya penelitian investasi etis. Pertama, tujuan investor dalam kegiatan investasi etis secara jelas menyimpang dari tujuan rasional ekonomi, yaitu memaksimalkan keuntungan. Investor etis memiliki kesadaran sosial akan memperoleh utilitas non finansial dengan memiliki aset yang sesuai dengan nilai etika dan sosial. Kedua, investor masih tetap ingin berinvestasi di jenis ini dan tidak mengalihkan dananya untuk kegiatan amal. Hal ini menunjukkan bahwa mereka masih ingin memperbaiki utilitas keuangannya berupa *positive risk-adjusted returns* (Renneboog *et al.*, 2007b)

Widyawati (2019) mereview literatur tentang penelitian *SRI* (investasi etis) dan menyimpulkan ada tiga tema utama penelitian investasi etis (i) perilaku investor, (ii)

pengembangan investasi etis dan (iii) kinerja investasi etis. Penjelasan ketiga tema tersebut adalah sebagai berikut:

#### **2.1.7.1. Penelitian Perilaku Investor**

Penelitian perilaku investor berfokus pada pengujian karakteristik investor etis seperti terkait motivasi, pola investasi investor dan pengambilan keputusan investor. Tema penelitian ini secara umum didasarkan pada asumsi bahwa investor investasi etis berbeda dengan investor investasi konvensional. Rosen *et al.* (1991), misalnya, menemukan investor etis lebih muda dan terdidik dibanding investor lainnya. Hood *et al.* (2014) menemukan investor perempuan lebih memilih perusahaan yang memiliki kebijakan perburuhan progresif tentang perempuan dan minoritas. Sementara investor yang lebih muda, disamping pertimbangan tersebut juga menghindari perusahaan yang memiliki catatan lingkungan buruk.

Untuk fokus motivasi, temuan penelitian menunjukkan baik motivasi finansial atau nonfinansial mewarnai keputusan investasi etis. Cortez *et al.* (2009), misalnya, menemukan bahwa investor yang berkeinginan memiliki reksadana etis di Eropa dapat menambahkan kriteria sosial sebagai pilihan investasi tanpa mengabaikan kinerja keuangan. Beal *et al.* (2005) menemukan ada *trade-off* antara return finansial dan return psikis untuk beberapa investor. Return psikis merupakan return berupa peningkatan kebahagiaan (kepuasan). Sementara Nilsson (2009) menemukan ketiga segmen investor, yaitu “investor berorientasi utama profit, investor berorientasi tanggung jawab sosial dan investor berorientasi profit dan tanggung jawab sosial

mempertimbangkan return keuangan dan tanggung jawab sosial ketika mengambil keputusan investasi etis.

Beberapa peneliti juga menguji peran sistem kepercayaan masyarakat dalam investasi etis. Hong dan Kacperczyk (2009), misalnya, menemukan norma sosial memotivasi investor institusi menghindari saham kategori *sin stocks*. Sebaliknya temuan Cahan *et al.* (2017) menyimpulkan norma sosial memotivasi investor institusi meningkatkan kinerja *CSR*. Adapun Dyck *et al.* (2019) menyimpulkan investor berusaha meningkatkan kinerja lingkungan dan sosial ketika mereka berasal dari wilayah yang masyarakatnya meyakini pentingnya isu lingkungan dan sosial.

Untuk fokus pola investasi, penelitian menemukan kesamaan pola investasi investor individu dan investor institusi, khususnya investor institusi jangka panjang. Cox *et al.* (2004), misalnya, menginvestigasi pola investasi yang dilakukan investor institusi di Inggris dalam merespon kinerja sosial perusahaan (*CSP*). Salah satu temuannya menyimpulkan investor institusi jangka panjang menolak perusahaan dengan kinerja sosial jelek dan mengeluarkan dari portofolionya. Pola investor jangka panjang seperti ini sama dengan pola investor individual (Widyawati, 2019).

Terkait pengambilan keputusan investasi, beberapa survey menyimpulkan prinsip *ESG* menjadi dasar dalam pengambilan keputusan. Survey RBC Global Asset Management tahun 2019, misalnya, menyimpulkan 70% investor institusi menerapkan prinsip *ESG* dalam pengambilan keputusannya (Bradford, 2019). Survey Morrow Sodali tahun 2020 menemukan 100% responden menyetujui integrasi *ESG* menjadi bagian integral dari pembuatan keputusan investasi mainstream (Morrow Sodali,

2020). Sementara hasil wawancara Eccles dan Klimenko (2019) mengenai pertimbangan nilai *ESG* dalam berinvestasi menyimpulkan bahwa *ESG* merupakan nilai yang sudah melekat pada benak (*top of mind*) semua responden.

#### **2.1.7.2. Penelitian Pengembangan Investasi Etis**

Penelitian pengembangan investasi etis fokus pada gambaran investasi etis di wilayah tertentu, argumentasi teori investasi etis dan peran partisipan dalam pasar investasi etis, termasuk pembahasan mekanisme (strategi) pengembangan investasi etis (skrining negatif, positif dan aktivisme). Investasi etis mengalami pertumbuhan yang sangat cepat dan tinggi selama dekade terakhir ini (Renneboog *et al.*, 2008; Pena dan Cortez, 2017; Tseng *et al.*, 2019). Pertumbuhan investasi etis tersebut kemudian menarik perhatian banyak pihak. Perhatian ini terlihat, baik dari banyaknya diskusi publik (von Wallis dan Klein, 2015) maupun dari literatur akademik (Sandberg *et al.*, 2009; von Wallis dan Klein, 2015). Termasuk perhatian terhadap kajian dan penelitian investasi etis (Renneboog *et al.*, 2008; Duran-Santomil *et al.*, 2019).

Beberapa penulis menginvestigasi perkembangan investasi etis di suatu negara tertentu. Schueth (2003), misalnya, menjelaskan praktik dan sumbang setiap strategi investasi terhadap perkembangan investasi etis di Amerika Serikat (AS). Di tahun 1999 aset investasi etis (*SRI*) di AS tercatat senilai \$2.159 milyar, dimana \$1,232 milyar disumbang melalui strategi skrining, \$657 milyar melalui strategi aktivisme, \$265 milyar melalui skrining dan aktivisme dan \$5,4 melalui investasi pengembangan masyarakat. Sementara Capelle-Blancard dan Monjon (2014) mencatat aset investasi

etis di Prancis senilai €20 milyar pada tahun 2007. Total aset investasi tersebut kebanyakan diperoleh melalui strategi *a best-in-class* (skrining).

Beberapa peneliti berusaha menjelaskan argumentasi yang mendasari keberadaan investasi etis seperti Angel dan Rivoli (1997) (Vanwalleghem, 2013), Heinkel *et al.* (2001) (Renneboog *et al.*, 2007a; Vanwalleghem, 2013), Barnea *et al.* (2005) (Renneboog *et al.*, 2007a), Derwall *et al.* (2011) (Claassen, 2011) dan Easton dan Pinder (2018). Easton dan Pinder (2018) menjelaskan beberapa teori mainstream dalam konteks investasi etis (*SRI*) seperti teori portfolio modern Markowitz, stakeholder dan keagenan. Angel dan Rivoli (1997), Heinkel *et al.* (2001) dan Barnea *et al.* (2005) mencoba membuat model matematis untuk membuktikan bahwa kehadiran investor etis dapat mengubah perilaku perusahaan dari perusahaan tidak etis menjadi perusahaan etis.

Sementara Derwall *et al.* (2011) menjelaskan dua segmen investor dalam investasi etis, yaitu investor berbasis nilai dan investor berbasis profit. Investor berbasis nilai menggunakan skrining negatif dengan menghindari saham-saham tidak etis. Sementara investor berbasis profit menggunakan skrining positif dengan memilih saham berkinerja *CSR* tinggi yang akan mempengaruhi keuntungan keuangan perusahaan. Derwall *et al.* (2011) juga mengusulkan dua hipotesis hubungan investasi etis (*SRI*) dan harga saham, yaitu the “*shunned-stock hypothesis*” dan the “*errors-in-expectations hypothesis*” sebagaimana dijelaskan dalam pembahasan sebelumnya.

Terkait peran partisipan dalam pasar investasi etis, tampak baik investor individu ataupun investor institusi memiliki peran pengembangan investasi etis (Rosen *et al.*



1991). Untuk investor institusi, temuan Guay *et al.* (2004) menjelaskan bahwa LSM (*NGO*) memiliki kesempatan mempengaruhi perilaku etis perusahaan baik secara langsung, tidak langsung atau secara interaksi dengan masyarakat investasi. Hong dan Kacperczyk (2009) menemukan saham kategori *sin stocks* kurang dimiliki oleh lembaga dana pensiun tetapi tidak untuk investor reksadana. Cahan *et al.* (2017) menemukan kepemilikan saham oleh lembaga pensiun, universitas, lembaga amal dan keagamaan dan lembaga nirlaba berpengaruh positif terhadap kenaikan kinerja *CSR*. Adapun Cox *et al.* (2004) menemukan perusahaan asuransi jiwa berinvestasi pada perusahaan yang menerapkan *CSR*, sedangkan lembaga amal tidak terbukti berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Salah satu isu penting dalam penelitian pengembangan investasi etis adalah keberagaman mekanisme (strategi) investasi (Widyawati, 2019). Strategi investasi etis, khususnya tiga strategi utama, yaitu skrining negatif, positif dan aktivisme, selalu muncul sebagai tema penelitian lebih dari 35 tahun (Viviers dan Eccles, 2012). Dalam penelitian strategi investasi etis ini, salah satunya berfokus pada pembuktian praktik penerapan strategi investasi etis. Yaitu mencoba menemukan bukti secara empiris apakah investor etis, dalam kegiatan investasinya, menggunakan berbagai strategi investasi sebagaimana dijelaskan dalam literatur investasi etis, khususnya strategi skrining negatif, skrining positif dan aktivisme.

Penelitian pembuktian praktik penerapan strategi investasi etis antara lain dilakukan oleh Hong dan Kacperczyk (2009) dan Cahan *et al.* (2017). Hong dan Kacperczyk (2009) meneliti dengan mengusulkan hipotesis saham kategori *sin stocks* seharusnya dimiliki

dalam proporsi yang lebih kecil oleh investor institusi etis. Penelitian menemukan saham kategori *sin stocks* kurang dimiliki oleh investor institusi yang tunduk pada tekanan norma sosial (investor institusi etis). Penelitian Hong dan Kacperczyk (2009) tersebut di atas merupakan bagian pembahasan strategi skringing negatif. Hal ini sesuai dengan penjelasan Cahan *et al.*, (2017), bahwa skringing negatif yang Hong dan Kacperczyk (2009) uji hanya salah satu dimensi investasi tanggung jawab secara sosial (investasi etis).

Penelitian tentang penerapan strategi investasi etis skringing positif dan aktivisme antara lain dilakukan Cahan *et al.* (2017). Cahan *et al.* (2017) menguji apakah investor institusi etis menerapkan skringing positif dan aktivisme terkait *CSR*. Penelitian menemukan hubungan positif antara kinerja *CSR* dengan tingkat kepemilikan investor institusi etis. Temuan lainnya menjelaskan bahwa peningkatan kepemilikan saham oleh investor institusi etis berhubungan positif dengan peningkatan kinerja *CSR*. Berdasarkan kedua temuan tersebut, Cahan *et al.* (2017: 506-507) menjelaskan secara umum hasil penelitian menunjukkan bahwa institusi etis menerapkan skringing positif dan aktivisme terkait dengan *CSR*.

### **2.1.7.3. Penelitian Kinerja Investasi Etis**

Kinerja investasi etis merupakan tema yang mendominasi dalam penelitian investasi etis (Widyawati, 2019). Kebanyakan penelitian kinerja investasi etis dilakukan dengan membandingkan return investasi etis dengan *benchmark*-nya (investasi nonetis). Tujuannya untuk mengetahui apakah kinerja investasi etis lebih tinggi, lebih rendah

atau tidak ada perbedaan (Ortas dan Moneva, 2010). Return investasi etis diprediksi lebih rendah dibandingkan investasi nonetis. Hal ini karena (portofolio) investasi etis dibentuk dengan kriteria-kriteria nonkeuangan tertentu yang menjadikan kekurangan diversifikasi dan keterbatasan *risk sharing*.

Beberapa peneliti seperti Capelle-Blancard dan Monjon (2014), Revelli dan Viviani (2013) dan von Wallis dan Klein (2015) mencoba mereview sejumlah peper akademik yang membandingkan kinerja investasi etis dan investasi nonetis. Revelli dan Viviani (2013) mereview 161 artikel penelitian untuk kurun waktu 1972 – 2009. Hasil analisis menjelaskan 40 studi menemukan kinerja positif (kinerja investasi etis lebih tinggi dibanding kinerja investasi nonetis), 41 studi memiliki kinerja negatif (kinerja investasi etis lebih rendah dibanding kinerja investasi nonetis) dan 80 studi tidak memiliki perbedaan (netral).

Capelle-Blancard dan Monjon (2014) mereview lebih dari 50 peper akademik selama kurun waktu 1992 – 2009 dan kebanyakan menyimpulkan tidak ada perbedaan antara kinerja investasi etis dan kinerja investasi nonetis (konvensional), hanya 7 peper menemukan kinerja investasi etis lebih rendah dibanding kinerja investasi nonetis sedangkan 1 peper menyimpulkan kinerja investasi etis lebih tinggi dibanding kinerja investasi nonetis. Sedangkan von Wallis dan Klein (2015) mereview 35 penelitian empirik selama kurun waktu 1986 – 2012 dan menemukan 14 penelitian menyimpulkan kinerja investasi etis lebih tinggi, 6 penelitian menyimpulkan lebih rendah dan 15 penelitian menyimpulkan tidak ada perbedaan kinerja.

Fokus penelitian kinerja investasi etis lainnya adalah dampak berbagai skrining terhadap kinerja investasi etis. Fokus penelitian ini mendasarkan argumentasi bahwa investasi etis menggunakan skrining berbeda yang mencerminkan kriteria dalam menyeleksi perusahaan yang memiliki tanggung jawab sosial (Pena dan Cortez, 2017). Melalui skrining, investor etis kemudian membatasi investasinya hanya pada perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam kegiatan sosial sesuai isu-isu pemangku kepentingan tertentu, atau pada perusahaan yang tidak terlibat dalam kegiatan atau produk yang tidak memiliki tanggung jawab sosial (Pena dan Cortez, 2017). Skrining bisa jadi mengeluarkan tidak hanya perusahaan tertentu, tetapi seluruh industri atau bahkan sektor ekonomi. Pengeluaran ini memiliki implikasi signifikan terhadap kinerja keuangan portofolio investasi tertentu (Barnett dan Salomon, 2006).

Dalam fokus penelitian ini, peneliti menghubungkan berbagai dimensi skrining dengan kinerja keuangan investasi etis, seperti dimensi intensitas skrining, tipe skrining, skrining sektoral dan tranveral (Pena dan Cortez, 2017). Terkait intensitas skrining, Pena dan Cortez (2017) menemukan dampak signifikan intensitas skrining terhadap kinerja. Investasi etis dengan intensitas skrining lebih ketat memiliki return lebih baik sampai batas tertentu, setelah itu return mengalami penurunan. Hasil ini berkebalikan dengan Barnett dan Salomon (2006) yang menemukan return keuangan menurun pada awalnya, tetapi kemudian meningkat kembali ketika jumlah (intensitas) skrining mencapai maksimum (*curvilinear relationship*).

Sementara dengan data yang lebih luas (Amerika Serikat, Eropa, Asia-Pasifik dan Afrika), Renneboog *et al.* (2007b) menemukan bahwa peningkatan dua standar deviasi

dalam intensitas skrining menghasilkan 2,6% abnormal return per tahun. Untuk kasus pasar Australia, Humphrey dan Lee (2011) menemukan bukti lemah bahwa investasi etis (reksadana) dengan skrining yang lebih ketat memberikan kinerja yang lebih baik. Temuan Humphrey dan Lee (2011) tersebut diperkuat oleh Koop (2013), tetapi berkebalikan dengan Capelle-Blancard dan Monjon (2014). Capelle-Blancard dan Monjon (2014) menemukan bukti bahwa intensitas skrining yang lebih tinggi justru mengurangi kinerja investasi etis (reksadana), khususnya pada tipe skrining industri tertentu.

Untuk dimensi skrining sektoral, Pena dan Cortez (2017) menemukan hubungan positif pada kasus investasi etis di Eropa (selain Inggris) dan Skandinavia, sementara untuk kasus Inggris, skrining sektoral berhubungan negatif. Sementara untuk dimensi tipe skrining, penelitian menemukan hasil bervariasi. Tipe skrining berbasis hubungan masyarakat (Barnett dan Salomon, 2006) dan *CG* (Renneboog *et al.*, 2007b) berhubungan positif dengan kinerja keuangan, sementara tipe skrining berbasis hubungan lingkungan (Barnett dan Salomon, 2006; Renneboog *et al.*, 2007b), tenaga kerja (Barnett dan Salomon, 2006) dan industri tertentu, seperti penghindaran saham *sin stocks* (Capelle-Blancard dan Monjon, 2014), berhubungan negatif dengan kinerja keuangan.

#### **2.1.7.4. Tema Penelitian Investasi Etis Lainnya**

Secara umum pengelompokan tema penelitian utama investasi etis (*SRI*) oleh Widyawati (2019) mengikuti konsep investasi etis yang mendasarkan kriteria (dasar

keputusan) lingkungan, sosial dan *CG (ESG)*. Sementara disamping kriteria *ESG*, konsep investasi etis juga mendasarkan kriteria lain seperti etika (norma berbasis tanggung jawab sosial) (Cowton, 1994, 2018) dan religius (Dunfee, 2003; Gillet dan Salaber-Ayton, 2017). Kriteria norma sosial biasanya diproksikan dengan saham kategori *sin stocks*, yaitu saham dari perusahaan yang tidak sesuai etika seperti saham perusahaan terkait alkohol, tembakau dan perjudian. Fokus penelitian saham kategori *sin stocks* antara lain pengujian penerapan skrining negatif saham kategori *sin stocks*, pengujian kinerja saham *sin stocks* dan pengujian hubungan *sin stocks* dengan tema tertentu.

Hong dan Kacperczyk (2009), Nofsinger *et al*, (2016) dan Hsu *et al*. (2016) secara umum menemukan investor institusi menghindari saham kategori *sin stocks* meskipun dengan motif berbeda-beda. Sebagian dimotivasi oleh norma sosial (Hong dan Kacperczyk, 2009), sebagian lagi dimotivasi oleh insentif ekonomi (Nofsinger *et al*, 2016). Terkait kinerja keuangan, Trinks dan Scholtens (2017) dan Liston dan Soydemir (2010) menemukan kinerja saham kategori *sin stocks* lebih tinggi dibandingkan dengan pasarnya. Temuan ini menunjukkan investor cenderung mengabaikan saham kategori *sin stocks* karena bertentangan dengan norma sosial dan meminta tingkat return lebih tinggi jika bersedia memiliki saham tersebut (Kumar dan Page, 2014).

Penelitian lain menghubungkan saham kategori *sin stocks* dengan bidang akuntansi. Kim dan Venkatachalam (2011), misalnya, menemukan perusahaan kategori *sin stocks* memiliki kualitas pelaporan keuangan lebih baik dibanding perusahaan kontrolnya. Ini bisa diartikan manajemen perusahaan tetap berusaha mengungkapkan laporan

keuangan secara baik. Penghindaran investor terhadap saham ini tidak berimbang pada penurunan kualitas pelaporan keuangan. Sementara Leventis *et al.* (2013) menemukan kenaikan biaya audit pada perusahaan kategori *sin stocks*. Temuan ini menyimpulkan auditor tampak merespon resiko perusahaan kategori *sin stocks* karena bertentangan dengan norma sosial. Respon tersebut ditindaklanjuti dengan memperluas prosedur audit dan berkonsekuensi pada kenaikan biaya audit laporan keuangan perusahaan.

Penentuan saham kategori *sin stocks* disamping mendasarkan norma berbasis tanggung jawab sosial, juga mendasarkan norma berbasis agama (Al-Awadhi dan Dempsey, 2017). Terkait penelitian, beberapa studi saham kategori *sin stocks* berbasis agama fokus pada pengujian perilaku investor. Al-Awadhi dan Dempsey (2017), misalnya, menemukan investor di pasar modal negara *Gulf Cooperation Council (GCC)* cenderung mengabaikan saham kategori *sin stocks (non-Islamic stocks)* dibanding *Islamic stocks*. Sedangkan terkait saham tipe judi (*lottery-type stocks*) investor justru lebih banyak memiliki saham ini dibanding *Islamic stocks* (Al-Awadhi (2017). Pada pasar modal di 12 negara Eropa, Salaber (2013) menemukan harga saham kategori *sin stocks* mengalami depresiasi ketika berada di masyarakat yang sebagian besar beragama Protestan.

Penelitian investasi etis dengan kriteria norma agama juga menganalisis portofolio saham atau reksadana yang dibentuk berdasarkan prinsi-prinsip agama. Liston dan Soydemir (2010), misalnya, menganalisis perbandingan kinerja saham kategori *sin stocks* dan *faith-based stocks*. *Faith-based stocks* tersebut diproksikan dengan menggunakan reksadana “*the Ave Maria Fund*”, yaitu reksadana yang dibentuk

berdasarkan prinsip-prinsip agama katolik. Penelitian menemukan return *faith-based stocks* lebih rendah dibandingkan saham *kategori sin stocks*. Sementara Al-awadhi *et al.* (2018) menemukan return *Islamic stocks* lebih tinggi dibandingkan *non-Islamic stocks*.

Penulis lain menganalisis hubungan masuk dan keluarnya saham dalam indeks etis berbasis keyakinan dengan return saham. Mereka menganalisis dalam beberapa bingkai tema seperti kinerja saham (harga/indek) (Hassan dan Girard, 2010; Lus yana dan Sherif, 2017), respon atas indeks revision (Ng dan Zhu, 2016), dampak keyakinan agama pada pasar saham pada perilaku investor institusi (Golombik *et al.*, 2011) dan kandungan informasi (Mazouz *et al.*, 2016; Rahmasuciana *et al.*, 2016; Utami dan Mubarak, 2016).

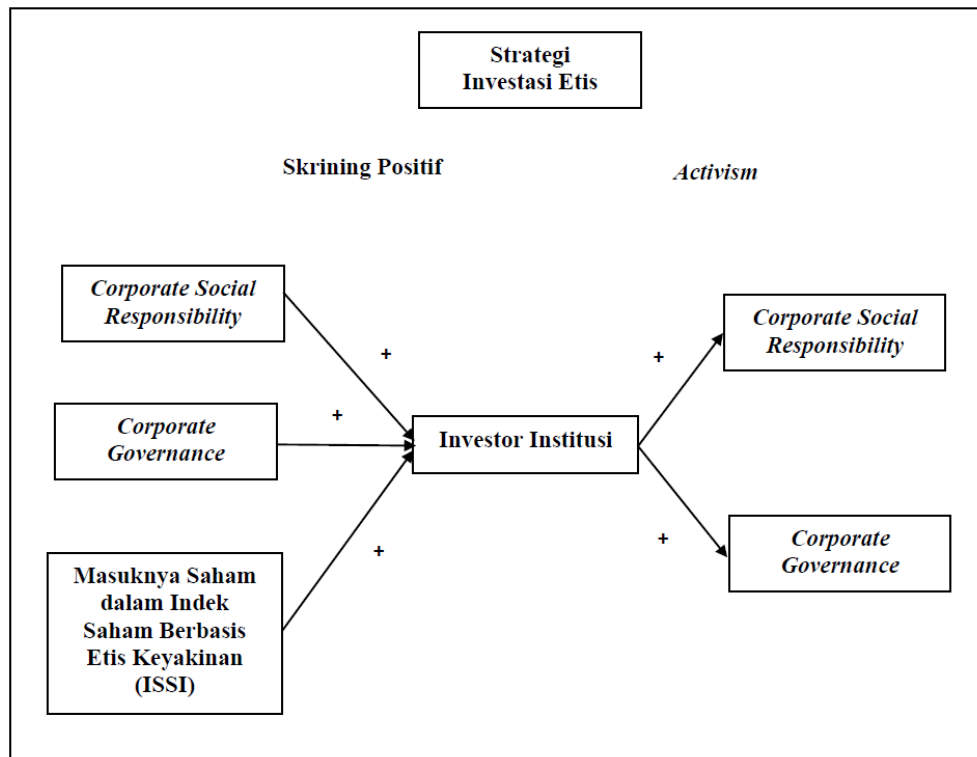
## **2.2. Pengembangan Hipotesis**

Secara umum arah penelitian disertasi ini dapat dijelaskan dalam gambar 2.1 di bawah ini. Gambar 2.1 menjelaskan investor institusi (IO) melakukan kegiatan investasi etis dengan dua strategi, yaitu strategi skrining positif dan aktivisme. Investor institusi menerapkan strategi skrining positif dengan memilih dan meningkatkan kepemilikan saham jika manajemen perusahaan memberikan perhatian dan kepedulian terhadap *CSR* (lingkungan, sosial), *corporate governance* (*CG*) dan saham perusahaan masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (*ISSI*) (terlihat dari hubungan positif *CSR*, *CG* dan *ISSI* terhadap IO). Sementara investor institusi menerapkan strategi aktivisme, dengan meningkatkan kepemilikan saham, dimana dengan hak suara



yang dimiliki, investor institusi akan mempengaruhi manajemen sehingga kinerja di bidang *CSR* dan *CG* meningkat (terlihat dari hubungan positif IO terhadap *CSR*

Gambar 2.1 Arah Penelitian



### 2.2.1. Strategi Skrining Positif

Derwall *et al.* (2011) membagi investor etis dalam dua segmen, dimana salah satunya adalah segmen investor berbasis laba. Terkait strategi skrining, segmen investor berbasis laba menerapkan skrining positif, yaitu dengan mengidentifikasi perusahaan berkinerja *CSR* tinggi yang dapat mempengaruhi laba perusahaan (Cahan *et al.*, 2017). Cahan *et al.* (2017) menjelaskan strategi skrining positif dengan objek

*CSR*. Sementara disamping *CSR* (lingkungan dan keterlibatan masyarakat), terdapat juga objek strategi skrining positif lain seperti *CG*, hubungan perburuhan, keberlanjutan investasi, dan stimulasi keberagaman budaya (Renneboog *et al.*, 2007a).

Magnússon dan Dyremyhr (2011: 29) menjelaskan beberapa kriteria skrining positif yang umum digunakan oleh *ethical funds*. Kriteria tersebut antara lain perlindungan terhadap lingkungan dan hak asasi manusia, produk inovatif yang bermanfaat untuk lingkungan dan masyarakat secara umum, mempromosikan *CG*, investasi yang mengikuti nilai-nilai agama Kristiani dan Islam. Uraian di atas menjelaskan paling tidak ada empat dasar pertimbangan (objek yang dituju) ketika investor institusi menerapkan strategi investasi etis “skrining positif” yaitu kinerja lingkungan, sosial (*CSR*), *CG* dan penerapan nilai-nilai agama (saham dalam indek etis berbasis keyakinan).

#### **2.2.1.1. Corporate Sosial Responsibility (CSR)**

Investor institusi cenderung berinvestasi dalam nilai besar, akibatnya kurang mampu dengan cepat memindahkan investasinya dari satu perusahaan ke perusahaan lain tanpa mempengaruhi harga saham (Johnson dan Greening, 1999). Mereka akan menganalisis dan mempertimbangkan banyak hal sebelum mengambil keputusan (Mahoney dan Roberts, 2007). Diantaranya adalah menganalisis manfaat jangka panjang dari keterlibatan dan pengeluaran perusahaan terkait tanggung jawab sosial untuk menjaga kualitas produk, responsif terhadap lingkungan alam, komunitas, dan

karyawan yang dipekerjakan. Unsur-unsur ini dikenal dengan kinerja sosial perusahaan (*CSP*) (Mahoney dan Roberts, 2007).

Konsep investasi etis menjelaskan investor institusi dapat menerapkan strategi skrining positif (Sandberg *et al.*, 2009) terkait obyek lingkungan dan sosial (*CSR*) (Cowton, 2018). Beberapa bukti empiris juga mengindikasikan investor institusi menerapkan strategi skrining tersebut. Temuan Fauser dan Grüner (2017), misalnya, menyimpulkan kinerja *CSR* tampak meningkatkan minat investasi investor institusi, khususnya investor institusi jangka panjang. Tingginya kinerja *CSR* terbukti meningkatkan kepemilikan investor institusi etis seperti lembaga dana pensiun, universitas, agama, lembaga amal dan organisasi nirlaba (Cahan *et al.*, 2017).

Investor tidak memberi pinalti (Graves dan Waddock, 1994) tetapi justru memberi penghargaan bagi perusahaan yang memiliki kinerja *CSR* tinggi. Ini juga terlihat dari respon positif investor (kenaikan return saham) atas masuknya saham dalam indeks keberlanjutan (Van Stekelenburg *et al.* 2015). Hal yang sama ditemukan oleh Cheung (2011) dan Gladyssek dan Chipeta (2012). Investor mempertimbangkan pengungkapan *CSR* dalam keputusan investasinya. Mereka memberi perhatian kepada perusahaan yang peduli terhadap *CSR* (Mahoney dan Roberts, 2007; Hoq *et al.*, 2010; Saleh *et al.*, 2010).

Dalam konteks Indonesia, temuan penelitian menunjukkan adanya respon positif investor institusi terhadap perusahaan yang memberikan perhatian terhadap karyawan (Hanggarwati dan Mutmainah, 2013; Cahyati, 2014), produk (Eriandani, 2014) dan masyarakat (Hanggarwati dan Mutmainah, 2013). Berdasarkan penjelasan di atas dapat

dirumuskan hipotesis penelitian terkait strategi investasi etis skringing positif terhadap CSR sebagai berikut:

**H1a: Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi**

#### **2.2.1.2. Corporate Governance (CG)**

Sebagai salah satu pemilik saham di perusahaan, investor institusi punya kepentingan untuk melindungi ekuitasnya. Mereka berusaha mempengaruhi dan memastikan manajemen melakukan aktivitas yang akan melindungi kepentingannya (ekuitas dan return). Mekanisme aktivitas manajemen (sistem pertanggungjawaban formal manajemen) tersebut dikenal dengan *corporate governance (CG)* (Hasan, 2009).

Investor institusi, sebagai salah satu pemegang saham sekaligus pemilik, punya beberapa pilihan cara untuk mengarahkan manajemen agar menerapkan CG secara baik, salah satunya adalah dengan jual beli saham (*trading their shares*) (Gillan dan Starks, 2003). Ini dapat diartikan investor institusi tetap mempertahankan atau bahkan meningkatkan kepemilikannya jika perusahaan menerapkan CG sesuai arahan, tetapi sebaliknya dapat mengurangi atau bahkan melepaskan kepemilikannya jika dianggap perusahaan tidak menerapkan CG secara baik.

Konsep investasi etis menjelaskan investor dapat menerapkan beberapa strategi investasi etis terkait isu CG, salah satunya adalah strategi skringing positif (Sandberg *et al.*, 2009). Temuan kajian penelitian terdahulu juga mengindikasikan dukungan konsep

tersebut. Ini terlihat dari adanya hubungan antara penerapan *CG* dengan investor institusi. Wahab *et al.* (2008), misalnya, menemukan hubungan positif kinerja *CG* dengan investor institusi. Proporsi kepemilikan saham investor institusi naik seiring dengan peningkatan kualitas *CG* (Huang *et al.*, 2010; Chung dan Zhang, 2011; Hutchinson *et al.*, 2013).

Miyajima dan Hoda (2015) membandingkan berbagai jenis investor institusi dan menemukan investor institusi asing lebih mementingkan fitur *CG* secara formal dibandingkan investor institusi lokal. Sementara investor institusi besar ditemukan lebih sensitif terhadap mekanisme *CG*. Hal ini karena mekanisme *CG* dapat digunakan sebagai media untuk mengurangi biaya monitoring, khususnya pada perusahaan dengan kesempatan tumbuh tinggi (Chung dan Zhang, 2011; Bushee *et al.*, 2014). Investor institusi lebih suka berinvestasi pada perusahaan dengan kepemilikan manajerial rendah (Ashrafi dan Muhammad, 2013).

Investor juga bereaksi terhadap peristiwa-peristiwa terkait *CG* seperti peristiwa pembentukan *CCGG* (Doidge, et al. 2017, 2019), penerbitan regulasi *CG* terkait gaji CEO, Jumlah *blockholders*, *proxy access* dan pergantian dewan secara berkala (Larcker et al. (2011) dan penerbitan *CGPI* (Almilia dan Sifa, 2006). Dalam konteks sampel perusahaan di Indonesia, beberapa penelitian menemukan adanya reaksi positif terhadap penerapan *CG* (Tristiarini, 2005; Mukti *et al.*, 2013; Wibawa *et al.*, 2014). Hal ini mengindikasikan bahwa para investor menggunakan informasi *CG* sebagai referensi dalam pengambilan keputusan investasi (Mukti *et al.*, 2013). Berdasarkan

penjelasan di atas dapat dirumuskan hipotesis penelitian terkait strategi investasi etis skrining positif terhadap *CG* sebagai berikut sebagai berikut:

**H1b: Pengungkapan *CG* berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi**

### **2.2.1.3. Masuknya Perusahaan (Saham) dalam Indeks Saham Berbasis Etis Keyakinan (ISSI)**

Investor institusi secara umum juga merupakan investor penghindar resiko (*risk-averse*) (Mahoney dan Roberts, 2007). Konsekuensinya mereka cenderung berhati-hati dan berusaha menghindari risiko investasi dengan cara, salah satunya, menanamkan dana pada saham yang masuk dalam indek saham berbasisi etis keyakinan seperti indek ISSI. Hal ini karena indek ISSI tidak memasukan saham perusahaan dalam industri alkohol, tembakau dan perjudian, dimana industri ini dipermasalahkan secara etis sehingga masyarakat menghindarinya (Hong dan Kacperczyk, 2009).

Konsep investasi etis menjelaskan investor dapat menerapkan strategi skrining positif dengan berinvestasi pada saham dari perusahaan yang memenuhi ketentuan nilai-nilai agama (Kristiani dan Islam) (Magnússon dan Dyremyhr, 2011). Temuan penelitian terdahulu juga mengindikasikan adanya dukungan konsep investasi tersebut. Ini terlihat dari temuan reaksi investor (return saham) atas masuknya saham dalam indek (daftar) etis berbasis keyakinan. Lusyana dan Sherif (2017), misalnya, menemukan masuknya saham dalam indek ISSI berdampak positif terhadap kinerja

keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor tidak hanya konsen mengenai investasi yang menguntungkan secara keuangan tetapi juga investasi yang beretika.

Masuknya saham dalam indek etis (DJIM) menunjukkan bahwa perusahaan punya komitmen terhadap etika dan hukum syariah dan informasi ini dianggap sebagai berita baik (*good news*) (Mazouz *et al.*, 2016). Ng dan Zhu (2016) menemukan reaksi investor di sekitar pengumuman masuknya saham dalam indek etis bersifat jangka panjang. Hal ini karena saham tersebut mendapat perhatian dan pengakuan lebih dari investor institusi. Golombik *et al* (2011) menganalisis hubungan perubahan indek etis dengan agama investor (manajer investasi). Salah satu temuannya menyimpulkan manajer investasi beragama Katolik lebih memilih saham dalam indek etis (CV400 index) dibandingkan manajer investasi beragama protestan.

Peneliti lain tidak menggunakan indek etis tetapi daftar efek yang diterbitkan lembaga tertentu. Hanafi (2013), misalnya, menganalisis masuknya saham Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK (OJK). Sementara Yazid (2015) menganalisis masuknya saham dalam *the listed Shariah-compliant stocks* yang diterbitkan *The Securities Commission* Malaysia. Penelitian tersebut menemukan adanya reaksi positif investor atas masuknya saham dalam daftar efek etis tersebut. Berdasarkan penjelasan di atas dapat dirumuskan hipotesis penelitian terkait strategi investasi etis skrining positif terhadap masuknya saham perusahaan dalam indeks saham berbasis etis keyakinan sebagai berikut:

**H1c: Masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi**

**2.2.2. Strategi Aktivisme**

Strategi aktivisme merupakan penggunaan posisi kepemilikan untuk mempengaruhi secara aktif praktik dan kebijakan perusahaan. Strategi ini dapat dilakukan melalui penulisan surat, dialog dengan manajemen dan dewan direksi, bertanya pada sesi terbuka pertemuan umum tahunan atau mengajukan proposal isu tertentu secara formal (Sjöström, 2008). Sebagaimana dijelaskan di atas, aktivisme memiliki sejarah panjang dengan isu yang semakin berkembang. Awalnya mengusung tema perlindungan kepentingan hak dan suara pemegang saham tetapi sekarang lebih menekankan kritik sosial dan isu-isu lingkungan (Glac, 2014).

**2.2.2.1. Corporate Sosial Responsibility (CSR)**

Investor institusi termotivasi untuk memajukan kinerja CSR perusahaan. Hal ini karena kinerja CSR dapat memainkan peran sebagai alat manajemen resiko, yaitu mengurangi resiko keberlanjutan perusahaan. Sebagaimana diketahui, Investor institusi cenderung berinvestasi dalam nilai besar dengan horison jangka panjang. Karakteristik investasi seperti ini beresiko apabila ditanamkan pada perusahaan yang tidak memiliki perhatian terhadap keberlanjutan usaha (Chen et al., 2016).

Oleh karena itu investor institusi berusaha mempengaruhi perusahaan agar perhatian terhadap isu tersebut. Salah satu caranya adalah dengan meningkatkan kinerja CSR.



Melalui perbaikan kinerja *CSR* diharapkan tidak muncul konflik antara perusahaan dan masyarakat yang dapat mengganggu keberlanjutan perusahaan. Investor institusi dapat memanfaatkan kekuatan hak suaranya untuk menekan manajemen agar peduli terhadap *CSR* (Chen *et al.*, 2016). Pemanfaat hak suara oleh investor institusi tersebut dikenal dengan *shareholder activism* (aktivisme).

Konsep investasi etis menjelaskan beberapa kriteria (dasar) keputusan dalam investasi etis seperti lingkungan dan sosial (*CSR*) (Cowton, 2018) dan strategi utama investasi etis seperti aktivisme (Sandberg *et al.*, 2009). Sementara kajian penelitian terdahulu juga mengindikasikan investor institusi menerapkan strategi aktivisme terkait *CSR* secara efektif. Penelitian Dyck *et al.* (2017), misalnya, menemukan investor institusi, khususnya lembaga dana pensiun terbukti mempengaruhi perbaikan kinerja sosial perusahaan. Neubaum dan Zahra (2006) dan Erhemjamt dan Huang (2017) menemukan investor institusi, khususnya investor jangka panjang, berusaha mempromosikan *CSR*.

Terkait *shareholder proposal*, Grewal *et al.*, (2016) menganalisis 2,665 *shareholder proposal* terkait isu *environmental, social* dan *governance (ESG)* dan menemukan secara umum *proposal* tersebut efektif memperbaiki kinerja *ESG* perusahaan. Hal yang sama ditemukan Lee dan Lounsbury (2011) khususnya terkait isu praktik pengelolaan polusi perusahaan. Pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap rating *CSR* juga ditemukan pada perusahaan Korea (Oh *et al.*, 2011) dan perusahaan Jepang (Motta dan Uchida, 2017). Berdasarkan penjelasan di atas dapat dirumuskan hipotesis penelitian terkait strategi aktivisme terhadap *CSR* sebagai berikut:

## **H2a: Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR**

### **2.2.2.2. Corporate Governance (CG)**

Investor institusi, sebagai salah satu pemegang saham sekaligus pemilik, punya beberapa hak termasuk hak untuk memilih dewan direksi. Dewan direksi nantinya bertanggung jawab untuk memonitor dan mengevaluasi kinerja manajer perusahaan. Jika tidak puas dengan kinerja dewan, investor institusi memiliki beberapa pilihan cara, salah satunya adalah aktivisme (*voice*) (Gillan dan Starks, 2003). Terkait strategi *voice*, survey Mccahery *et al.* (2016) menemukan kebanyakan responden menerapkan strategi ini dengan cara diskusi langsung dengan manajemen, sedangkan responden lainnya memilih diskusi privat dengan dewan direksi tanpa kehadiran manajemen.

Konsep investasi etis menjelaskan investor dapat menerapkan strategi aktivisme terkait isu CG (Sandberg *et al.*, 2009). Kajian penelitian terdahulu juga menemukan indikasi penerapan strategi aktivisme terkait isu CG. Aggarwal *et al.* (2011), misalnya, menemukan hubungan positif antara CG dengan kepemilikan institusi. Ini menunjukkan bahwa investor institusi menjadi faktor penggerak perbaikan CG perusahaan. Temuan lainnya antara lain investor institusi asing memainkan peran dominan dalam perbaikan CG pada perusahaan non-Amerika Serikat (AS). Demikian juga investor institusi AS dan investor institusi dari negara dengan perlindungan pemegang saham minoritas kuat menjadi pendorong utama peningkatan CG perusahaan di luar AS.

Terkait tipe investor institusi, penelitian Aggarwal *et al.* (2011) menemukan investor institusi reksadana dan *investment advisor* lebih mendorong perbaikan *CG* dibandingkan investor institusi perbankan dan asuransi. Reksadana dan *investment advisor* merupakan investor institusi independen yang tidak memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan. Sementara perusahaan perbankan dan asuransi merupakan investor institusi dependen yang memiliki hubungan bisnis, seperti hubungan kreditur-debitur, dengan perusahaan.

Terkait area *CG*, Monks *et al.* (2004) menemukan pemegang saham institusi besar mempengaruhi *CG* pada area remunerasi eksekutif, sementara Li *et al.* (2006) menemukan pengaruh *CG* pada area komposisi dewan, CEO duality, keberagaman kepemimpinan dan konsentrasi kepemilikan. Peran penting investor institusi dalam mempengaruhi perbaikan *CG* juga terjadi pada kasus perusahaan di Hongkong (Li *et al.*, 2006), perusahaan di China (Li dan Huang, 2010) dan perusahaan di Jepang (Mizuno dan Shimizu, 2015). Berdasarkan penjelasan di atas dapat dirumuskan hipotesis penelitian terkait strategi investasi etis aktivisme terhadap *CG* sebagai berikut sebagai berikut:

**H2b: Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan *CG***

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Populasi dan Sampel**

Populasi penelitian disertasi ini adalah perusahaan manufaktur di Indonesia. Perusahaan manufaktur tersebut meliputi tiga sektor, yaitu sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang konsumsi dan sektor aneka industri. Sektor industri dasar dan kimia meliputi sepuluh subsektor, yaitu subsektor semen, kayu dan pengolahannya, keramik, porselen dan kaca, plastik dan kemasan, pulp dan kertas, kimia, logam dan sejenisnya, pakan ternak dan industri dasar dan kimia lainnya. Sektor industri barang konsumsi meliputi enam subsektor, yaitu subsektor makanan dan minuman, rokok, farmasi, kosmetik dan keperluan rumah tangga, peralatan rumah tangga dan industri barang konsumsi lainnya. Sementara sektor aneka industri meliputi enam subsektor, yaitu subsektor otomotif dan komponen, tekstil dan garmen, mesin dan alat berat, elektronika, kabel, alas kaki.

Sementara sampelnya adalah perusahaan manufaktur dengan kriteria: (i) memiliki pemegang saham institusi berupa bank, perusahaan asuransi, perusahaan sekuritas, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi. (ii) mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan pada kurun waktu 2015-2019. (iii) secara umum memiliki data dan informasi untuk kepentingan penelitian.

Mendasarkan kriteria sampel tersebut dilakukan proses seleksi penelitian sebagai berikut:

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur dalam kurun waktu 2015-2019	169
Tidak tersedia laporan tahunan dan laporan keuangan	(48)
	121
Tidak memiliki atau tidak memberikan informasi tentang pemegang saham institusi berupa bank, perusahaan asuransi, perusahaan sekuritas, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi	(51)
	70
Tidak memiliki data dan informasi untuk kepentingan penelitian	(0)
Perusahaan manufaktur siap dianalisis	<b>70</b>

### 3.2. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data penelitian ini meliputi indek pengungkapan *CSR*, Indek pengungkapan *CG*, masuknya saham dalam indeks *ISSI*, tingkat (persentase) kepemilikan pemegang saham institusi (berupa bank, perusahaan asuransi, perusahaan sekuritas, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi) dan harga saham perusahaan sampel. Data tersebut merupakan data sekunder yang diperoleh dan dianalisis dari informasi laporan tahunan perusahaan sampel dan dari informasi laporan lain yang dipublikasikan oleh pihak regulator atau lembaga lainnya.

Data dalam laporan tahunan dapat berupa gambar, grafik, tabel atau tulisan (paragraf atau kalimat). Data dalam laporan tahunan tersebut dikumpulkan dengan teknik

dokumentasi, yaitu dengan mencatat, memotret, mengkopi atau mendownload melalui beberapa sumber internet seperti <https://www.idx.co.id>, alamat web dan email perusahaan sampel dan alamat web perusahaan penyedia data lainnya seperti galeri pasar modal perguruan tinggi atau pusat referensi pasar modal (perpustakaan) Bursa Efek Indonesia.

### **3.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian**

Penelitian ini menggunakan tiga variabel, yaitu variabel terikat, bebas dan kontrol. Pada pengujian hipotesis pertama variabel terikatnya adalah pemegang saham (investor) institusi sedangkan variabel bebasnya meliputi *CSR*, *CG* dan masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan. Sementara pada pengujian hipotesis kedua, variabel terikatnya *CSR* dan *CG*, sedangkan variabel bebasnya adalah investor institusi. Adapun variabel kontrolnya antara lain kinerja (profitabilitas), likuiditas, resiko, ukuran, reputasi dan fundamental perusahaan.

#### **3.3.1. *Corporate Social Responsibility (CSR)***

*CSR* merupakan proses yang berkaitan dengan memperlakukan para pemangku kepentingan suatu perusahaan (institusi) secara etis (bertanggung jawab) atau proses untuk mencapai perkembangan (perusahaan) secara berkelanjutan di masyarakat (Hopkins, 2014). Para pemangku kepentingan tersebut diantaranya pemegang saham, konsumen, tenaga kerja, pemasok, masyarakat dan kelompok aktivis sosial (Carroll, 1991). Adapun bidang penerapan *CSR* oleh perusahaan dapat mendasarkan indikator

aktivitas sosial yang disusun *Global Reporting Initiative (GRI)* (Wilburn dan Wilburn, 2013), yaitu ekonomi, lingkungan dan sosial (praktik tenaga kerja dan pekerjaan yang layak, hak asasi manusia, masyarakat dan tanggung jawab produk) (*GRI*, 2013).

Dalam penelitian ini yang dimaksud *CSR* adalah nilai indek pengungkapan *CSR* perusahaan publik di Indonesia yang dimiliki investor institusi jenis perbankan, asuransi, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi. Mengikuti Saleh *et al.* (2010), penghitungan indeks pengungkapan *CSR* tersebut dilakukan dengan cara sebagai berikut:

*Pertama* menganalisis apakah dalam laporan tahunan perusahaan sampel mengungkapkan aktivitas *CSR* sesuai daftar pernyataan aktivitas (atribut) *CSR*. Secara umum atribut *CSR* merujuk pada Saleh *et al.*, (2010) (lihat lampiran 1). Saleh *et al.* (2010) menyusun 20 atribut *CSR* yang terbagi dalam 4 kategori. Kategori dan jumlah atribut tersebut adalah (i) hubungan ketenagakerjaan (6 atribut), (ii) keterlibatan masyarakat (6 atribut), (iii) produk (4 atribut) dan (iv) lingkungan (4 atribut).

*Berikutnya*, mendokumentasikan dan menilai hasil analisis aktivitas *CSR*. Hasil analisis tersebut dinilai 1 jika dalam laporan tahunan suatu perusahaan sampel, mengungkapkan kegiatan *CSR* sesuai atribut *CSR*. Sementara dinilai 0 jika dalam laporan tahunan suatu perusahaan sampel tidak mengungkapkan kegiatan *CSR* seperti dalam atribut *CSR*.

*Terakhir*, nilai pengungkapan dari seluruh atribut *CSR* untuk setiap perusahaan ditotal dan dibandingkan dengan nilai total pengungkapan ideal (maksimum) dan hasilnya dikalikan 100%. Hasil perbandingan ini merupakan indek pengungkapan *CSR*.

Indeks pengungkapan *CSR* diukur dalam satuan persentase. Jika suatu perusahaan sampel mengungkapkan seluruh atribut *CSR* secara ideal (skor 20) maka indeks pengungkapan *CSR* perusahaan tersebut adalah 100%.

Indek pengungkapan *CSR* tersebut dapat dijelaskan juga dalam rumus di bawah ini:

$$CSRDI_{it} = \frac{ScoreCSR_{Dit}}{ScoreCSR_{DMaxit} (20)} \times 100\% \quad 3.1$$

Keterangan:

$CSRDI_{it}$  = Nilai indek pengungkapan *CSR* dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut.

$ScoreCSR_{Dit}$  = Total skor pengungkapan *CSR* dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut.

$ScoreCSR_{DMaxit}$  = Total skor pengungkapan *CSR* maksimum dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut. Total skor pengungkapan *CSR* maksimum ada 20

### 3.3.2. *Corporate Governance (CG)*

Hasan (2009) mengelompokan definisi *CG* ke dalam definisi secara sempit dan secara luas. Secara sempit *CG* merupakan sistem pertanggungjawaban secara formal dari manajemen senior terhadap pemegang saham. Penyusunan *CG* hanya untuk memastikan bahwa kepentingan pemegang saham terlindungi. Adapun dalam arti luas,



pengertian *CG* meliputi seluruh jaringan hubungan baik formal ataupun informal yang melibatkan sektor perusahaan dan konsekuensinya terhadap masyarakat secara umum.

Dalam penelitian ini, yang dimaksud *CG* adalah nilai indek pengungkapan *CG* suatu perusahaan publik di Indonesia yang dimiliki oleh pemegang saham institusi jenis perbankan, asuransi, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi. Mendasarkan Aggarwal et al. (2011), Indek pengungkapan *CG* dihitung dengan cara sebagai berikut:

*Pertama* menganalisis apakah dalam laporan tahunan perusahaan sampel mengungkapkan kegiatan *CG* sesuai daftar pernyataan kegiatan (atribut) *CG*. Secara umum atribut *CG* merujuk pada Siagian et al. (2013) (lihat lampiran 2). Siagian et al. (2013) menyusun 52 atribut *CG* dan mengelompokannya, berdasarkan prinsip-prinsip *OECD*, menjadi 5 kategori. Kategori dan jumlah atribut tersebut adalah (i) hak pemegang saham (4 atribut), (ii) kesamaan perlakuan diantara pemegang saham (4 atribut), (iii) peran *stakeholder* (4 atribut), (iv) pengungkapan dan transparansi (14 indikator) dan (v) tanggung jawab dewan (26 atribut)

*Berikutnya*, hasil analisis kegiatan *CG* di dokumentasikan dan dinilai. Mengikuti Aggarwal et al. (2011), hasil analisis dinilai 1 jika dalam laporan tahunan suatu perusahaan sampel, mengungkapkan kegiatan *CG* sesuai atribut *CG*. Sementara dinilai 0 jika dalam laporan tahunan suatu perusahaan sampel tidak mengungkapkan kegiatan *CG* seperti dalam atribut *CG* atau mengungkapkan kegiatan *CG* tetapi tidak sesuai atribut *CG*.

*Terakhir*, nilai pengungkapan dari seluruh atribut *CG* untuk setiap perusahaan ditotal dan dibandingkan dengan nilai total pengungkapan ideal (maksimum) dan hasilnya dikalikan 100%. Hasil perbandingan tersebut merupakan indeks pengungkapan *CG*. Indeks pengungkapan *CG* diukur dalam satuan presentase. Jika suatu perusahaan sampel mengungkap seluruh atribut *CG* secara ideal (skor 1) maka indeks pengungkapan *CG* perusahaan tersebut adalah 100%. Penjelasan Indeks pengungkapan *CG* tersebut tampak dalam rumus di bawah ini:

$$CGDI_{it} = \frac{ScoreCGD_{it}}{ScoreCGDMax_{it}(52)} \times 100\% \quad 3.2$$

Keterangan:

$CGDI_{it}$  = Nilai indeks pengungkapan *CG* dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut.

$ScoreCGD_{it}$  = Total skor pengungkapan *CG* dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut.

$ScoreCGDMax_{it}$  = Total skor pengungkapan *CG* maksimum dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut. Total skor pengungkapan *CG* maksimum adalah 52

### 3.3.3. Masuknya Saham dalam Indeks Saham Berbasis Etis Keyakinan

Indek saham berbasis etis keyakinan merupakan indek saham yang pembentukannya mendasarkan prinsip-prinsip ajaran agama (keyakinan). Contoh indek ini antara lain *FTSE KLD Catholic Values 400 Index (CV400)* yang mendasarkan pada pedoman SRI yang diterbitkan oleh *The United States Conference of Catholic Bishops (USCCB)*, *The Dow Jones Islamic Market Index (DJIM)* dan *The FBM EMAS Shariah Index* yang mendasarkan pada prinsip-prinsip agama Islam.

Di pasar modal Indonesia, terdapat dua indeks etis berbasis keyakinan, yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan *Jakarta Islamic Index (JII Index dan JII70 Index)*. Berbeda dengan JII, Indek ISSI merupakan indeks komposit dimana anggotanya adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan OJK. Jadi BEI tidak melakukan seleksi saham syariah yang masuk ke dalam ISSI.

Saham yang masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan seperti ISSI dianggap telah memiliki kesesuaian dengan prinsip-prinsip ajaran agama seperti ajaran Islam. Oleh karena itu investor institusi yang berinvestasi pada saham dalam indek tersebut dianggap telah mempertimbangkan kriteria religius.

Dalam penelitian ini, yang dimaksud “masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan” adalah masuknya saham perusahaan publik di Indonesia, yang dimiliki oleh investor institusi jenis bank, perusahaan asuransi, perusahaan reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi, dalam indeks saham syariah indonesia (ISSI). Variabel masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan diukur

dengan dami dimana dinilai 1 jika saham masuk dalam indeks ISSI dan dinilai 0 jika saham tidak masuk dalam indeks ISSI.

Terkait pengukuran dami tersebut di atas, penelitian ini secara umum mendasarkan Nofsinger *et al.* (2016) dan Chen *et al.* (2020). Nofsinger *et al.* (2016) menguji hubungan CSR dengan kepemilikan institusi. Salah satu teknik analisisnya adalah menghubungkan keanggotaan saham pada *The MSCI KLD 400 Social Index (DS400 index)*, sebagai proksi CSR, dengan kepemilikan institusi. Variabel keanggotaan saham pada *DS400 Index* diukur dengan dami dimana dinilai 1 jika saham perusahaan masuk menjadi anggota *DS400 Index*, sedangkan dinilai 0 jika sebaliknya.

Adapun Chen *et al.* (2020) menguji dampak kepemilikan institusi terhadap CSR. Dalam pengujiannya, Chen *et al.* (2020) menggunakan persamaan regresi dua tahap. Salah satu tahapnya adalah menghubungkan variabel masuknya saham perusahaan dalam indeks *Russell 2000 Index* (variabel bebas) dengan variabel kepemilikan institusi (variabel terikat). Variabel masuknya saham perusahaan dalam indeks *Russell 2000 Index* diukur dengan dami dimana dinilai 1 jika saham perusahaan masuk menjadi anggota *Russell 2000 Index*, sedangkan dinilai 0 jika sebaliknya.

#### **3.3.4. Pemegang Saham (Investor) Institusi**

OECD (2011) mengartikan investor institusi sebagai lembaga keuangan yang menerima dana dari pihak ketiga untuk diinvestasikan dengan atas nama sendiri dan bukan dengan atas nama pihak ketiga tersebut. Sementara Huyghebaert dan Hulle

(2004) dan Boubakri *et al.* (2011) menyebutkan jenis-jenis investor institusi antara lain perusahaan investasi, perbankan, asuransi, reksadana dan lembaga dana pensiun.

Mendasarkan penjelasan tersebut dan mempertimbangkan tipe struktur kepemilikan saham pada perusahaan publik di Indonesia, maka yang dimaksud investor institusi dalam penelitian ini adalah pemegang saham berbentuk lembaga keuangan yang meliputi bank, perusahaan asuransi, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi. Mengikuti Hong dan Kacperczyk (2009) dan Cahan *et al.* (2017), penulis mengukur variabel investor institusi dengan menggunakan tingkat persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi tersebut di atas.

### **3.3.5. Profitabilitas, Likuiditas, Resiko, Ukuran, Reputasi dan Fundamental Perusahaan**

Harjoto *et al.* (2015) dan Cahan *et al.* (2017) menguji hubungan kepemilikan institusi dan kinerja *CSR* dengan memasukkan beberapa variabel kontrol antara lain kinerja, likuiditas, resiko, ukuran perusahaan, reputasi dan fundamental perusahaan. Kinerja meliputi kinerja keuangan dan kinerja saham, likuiditas menggunakan rasio volume perdagangan dibagi saham beredar. Resiko meliputi resiko kebangkrutan, resiko sistematis dan tidak sistematis.

Ukuran perusahaan menggunakan nilai kapitalisasi pasar saham. Reputasi menggunakan keanggotaan saham dalam *S&P500 index*. Sementara fundamental perusahaan menggunakan beberapa pengukuran antara lain rasio laba dibagi nilai pasar

ekuitas, rasio dividen dibagi nilai pasar ekuitas, rasio nilai buku ekuitas dibagi nilai pasar ekuitas dan persentase perubahan penjualan.

Mengikuti Harjoto *et al.* (2015) dan Cahan *et al.* (2017), penulis menggunakan enam variabel tersebut sebagai kontrol, dengan beberapa modifikasi, sebagai berikut. Profitabilitas (kinerja) terdiri dari kinerja keuangan yang diukur dengan rasio *ROE* dan kinerja saham yang diukur dengan *Market adjusted buy-and-hold stock returns (AnnRet)*. Likuiditas terdiri dari likuiditas keuangan yang diukur *current ratio (CR)* dan likuiditas saham yang diukur dengan rasio volume perdagangan dibagi saham beredar (*TV*).

Resiko meliputi resiko keuangan perusahaan yang diukur dengan rasio total utang dibagi total aset (*debt asset ratio*), resiko pasar saham sistematis dan resiko pasar saham tidak sistematis. Resiko sistematis diukur dengan beta saham (*Beta*), sementara resiko tidak sistematis diukur menggunakan deviasi standar dari residu return saham harian (*Irisk*). Ukuran terdiri dari ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan total nilai aset perusahaan (*Asset*) dan ukuran nilai saham perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi saham (*LMV*).

Reputasi menggunakan keanggotaan saham dalam indeks LQ45 (*LQ45*) dan diukur dengan dami, dimana dinilai 1 jika saham dari sampel menjadi anggota indeks LQ45 dan dinilai 0 jika sebaliknya. Sementara fundamental perusahaan menggunakan beberapa rasio antara lain rasio laba dibagi nilai pasar ekuitas (*EP*), rasio dividen dibagi nilai pasar ekuitas (*DP*), rasio nilai buku ekuitas dibagi nilai pasar ekuitas (*BP*) dan rasio pertumbuhan penjualan (*SaleGrw*).

### **3.4. Teknik Analisis**

#### **3.4.1. Statistik Deskriptif Data Sampel**

Pada bagian statistik deskriptif data sampel, penulis menggambarkan secara ringkas data sampel yang akan dianalisis antara lain gambaran tentang rata-rata, standar deviasi, nilai terendah dan nilai tertinggi. Gambaran variabel tersebut terlihat pada tabel *descriptive statistics*. Untuk menginterpretasi *output descriptive statistics*, perlu mempertimbangkan skala pengukuran variabel. Ada empat skala pengukuran, yaitu nominal, ordinal, interval dan rasio.

Dari empat skala pengukuran variabel tersebut, hanya variabel yang memiliki skala pengukuran interval dan rasio yang diinterpretasi. Adapun variabel yang memiliki skala pengukuran nominal dan ordinal tidak menunjukkan apa-apa sehingga tidak diinterpretasi. Ada dua jenis skala pengukuran variabel dalam penelitian ini, yaitu skala nominal dan rasio. Skala nominal dilakukan pada variabel variabel masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan dan reputasi (variabel kontrol), sedangkan skala rasio dilakukan pada variabel *CSR*, *CG*, investor institusi dan variabel kontrol (kinerja, likuiditas, ukuran, resiko dan fundamental).

#### **3.4.2. Gambaran Umum Estimasi Model Regresi Data Panel**

Pengujian hipotesis pertama (H1a, b, c) dilakukan dengan menghubungkan variabel investor institusi etis ( $IO_{it}$ ) dengan variabel *CSR* ( $CSRDI_{it}$ ), *CG* ( $CGDI_{it}$ ) dan variabel Masuknya Saham dalam Indek saham berbasis etis keyakinan ( $DDES_{it}$ ). Hubungan

berbagai variabel dalam pengujian hipotesis pertama tersebut dapat dijelaskan dalam model persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$IO_{it} = \alpha + \beta_1 CSRDI_{it} + \beta_2 CGDI_{it} + \beta_3 DDES_{it} + \sum_{k=1}^n \beta_{k+4} Controls_k + \varepsilon_{it} \quad 3.3$$

Keterangan:

- $IO_{it}$  = Tingkat (%) kepemilikan saham oleh investor institusi i pada periode t.
- $CSRDI_{it}$  = Nilai indeks pengungkapan CSR dari perusahaan dimana investor institusi i pada periode t memiliki saham perusahaan tersebut.
- $CGDI_{it}$  = Nilai indeks pengungkapan CG dari perusahaan dimana investor institusi i pada periode t memiliki saham perusahaan tersebut.
- $DDES_{it}$  = Variabel dumi dimana dinilai 1 jika investor institusi i pada periode t memiliki saham yang masuk dalam indeks ISSI dan dinilai 0 jika investor institusi i pada periode t memiliki saham tetapi tidak masuk dalam indeks ISSI.
- $Controls_k$  = Variabel kontrol yang meliputi profitabilitas, likuiditas resiko, ukuran, reputasi dan fundamental perusahaan.
- $\varepsilon$  = Pengukuran kesalahan

Pengujian hipotesis kedua bagian a (H2a) dilakukan dengan menghubungkan variabel investor institusi ( $\Delta IO_{it}, \Delta IO_{it-1}, \Delta IO_{it-2}$ ) dengan variabel CSR ( $\Delta CSRDI_{it}$ ). Hubungan variabel dalam pengujian H2a tersebut dapat dijelaskan dalam model persamaan regresi data panel sebagai berikut:



$$\begin{aligned} \Delta CRSDI_{it} = & \alpha + \beta_1 \Delta IO_{it} + \beta_2 NormCon + \beta_3 (\Delta IO_{it} \times NormCon) + \beta_4 \Delta IO_{it-1} \\ & + \beta_5 (\Delta IO_{it-1} \times NormCon) + \beta_6 \Delta IO_{it-2} \\ & + \beta_7 \beta (\Delta IO_{it-2} \times NormCon) + \sum_{k=1}^n \beta_{k+1} \Delta Controls_k + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad 3.4$$

Keterangan:

- $\Delta$  = Perubahan dari tahun t sebelumnya ke tahun sekarang
- $CSRDI_{it}$  = Nilai indek pengungkapan *CSR* dari perusahaan dimana investor institusi *i* pada periode *t* memiliki saham perusahaan tersebut.
- $IO_{it, it-1, it-2}$  = Tingkat (%) kepemilikan saham oleh investor institusi *i* pada periode *t, t-1, t-2*
- NormCon* = *Norm Constrained Institution*
- $Controls_k$  = Variabel kontrol (profitabilitas, likuiditas resiko, ukuran, reputasi dan fundamental perusahaan).
- $\varepsilon$  = Pengukuran kesalahan

Pengujian hipotesis kedua bagian b (H2b) dilakukan dengan menghubungkan variabel investor institusi ( $\Delta IO_{it}, \Delta IO_{it-1}, \Delta IO_{it-2}$ ) dengan variabel *CG* ( $\Delta CGDI_{it}$ ). Hubungan variabel dalam pengujian H2b tersebut dapat dijelaskan dalam model persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Delta CGDI_{it} = & \alpha + \beta_1 \Delta IO_{it} + \beta_2 NormCon + \beta_3 (\Delta IO_{it} \times NormCon) + \beta_4 \Delta IO_{it-1} \\ & + \beta_5 (\Delta IO_{it-1} \times NormCon) + \beta_6 \Delta IO_{it-2} \\ & + \beta_7 \beta (\Delta IO_{it-2} \times NormCon) + \sum_{k=1}^n \beta_{k+1} \Delta Controls_k + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad 3.5$$

Keterangan:

$\Delta$	=	Perubahan dari tahun t sebelumnya ke tahun sekarang
$CGDI_{it}$	=	Nilai indek pengungkapan CG dari perusahaan dimana investor institusi i pada periode t memiliki saham perusahaan tersebut.
$IO_{it, it-1, it-2}$	=	Tingkat (%) kepemilikan saham oleh investor institusi i pada periode t, t-1, t-2
$NormCon$	=	<i>Norm Constrained Institution</i>
$Controls_k$	=	Variabel kontrol (profitabilitas, likuiditas resiko, ukuran, reputasi dan fundamental perusahaan).
$\varepsilon$	=	Pengukuran kesalahan

### 3.4.3. Pemilihan Model Terbaik Regresi Data Panel

Secara umum ada tiga model regresi data panel, yaitu model *common effect* (CEM), model *fixed effect* (FEM) dan model *random effect* (REM) (Widarjono, 2018). Model *common effect* (*Pooled Least Square/PLS*) mengkombinasikan data *cross section* dan *time series* sebagai satu kesatuan tanpa melihat adanya perbedaan waktu dan entitas. Model ini mengabaikan adanya perbedaan dimensi individu maupun waktu. Dengan kata lain perilaku data antar individu sama dalam berbagai kurun waktu. Pendekatan

yang sering dipakai dalam model *common effect* adalah metode *Ordinary Least Square* (OLS).

Model *fixed effect (least square dummy variabel)* mengasumsikan bahwa intersep dari setiap individu adalah berbeda sedangkan slope antar individu adalah tetap (sama). Model ini menggunakan variabel dummy untuk menangkap adanya perbedaan intersep antar individu. Sementara model random effect (*Generalized Least Square*) mengasumsikan setiap perusahaan mempunyai perbedaan intersep, yang mana intersep tersebut adalah variabel random atau stokastik. Model ini sangat berguna jika individu (entitas) yang diambil sebagai sampel adalah dipilih secara random dan merupakan wakil populasi. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa error mungkin berkorelasi sepanjang *cross section* dan *time series*.

Selanjutnya memilih satu model yang paling tepat diantara tiga model regresi data panel di atas. Ada tiga uji untuk memilih model estimasi yang tepat, yaitu Uji *Hausman*, Uji *Chow* dan Uji *Lagrange Multiplier (LM)* (Widarjono, 2018).

#### **3.4.3.1. Uji Hausman**

Uji *Hausman* digunakan untuk memilih metode yang lebih tepat antara metode *Fixed Effect* dan metode *Random Effect*. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

a) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0: \rho_{\mu_i X_i} = 0$  : Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga *REM* lebih sesuai

$H_1: \rho_{\mu_i X_i} \neq 0$  : Efek *cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain sehingga *FEM* lebih sesuai

Dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5 \%$

b) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji *Hausman* adalah sebagai berikut:

$$\hat{h} = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})^t [V(\hat{\beta}_{FEM}) - V(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika nilai statistik Hausman  $\hat{h} \geq \chi^2_{\alpha(k)}$  atau nilai Prob  $\leq 5\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain. Statistik uji Hausman ini mengikuti distribusi statistik chikuadrat dengan derajat bebas k, dengan k adalah banyak variabel independen.

### 3.4.3.2. Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk memilih metode yang lebih baik antara metode *Commom Effect* atau metode *Fixed Effect*. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

a) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_N = 0$  {Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga *CEM* lebih sesuai}

$H_1 : \text{Sekurang-kurangnya ada 1 } \mu_i \neq 0$  {Efek perbedaan *cross section* berarti, sehingga *FEM* lebih sesuai}

Dengan taraf signifikansi  $\alpha=5 \%$

b) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji Chow adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{(e^t e_{CEM} - e^t e_{FEM}) / (N - 1)}{(e^t e_{FEM}) / (NT - N - k)} \sim F_{(N-1)(NT-N-k)}$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika  $F_{Hitung} \geq F_{Tabel}$ , atau nilai  $Prob \leq 5\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain, dimana  $F_{Tabel} = F_{(N-1)(NT-N-k)}$ .  $N$  = banyak *cross-sectional* dan  $T$  = banyak *time-series*.

### 3.4.3.3. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Sementara uji *Lagrange Multiplier (LM)* digunakan untuk memilih metode yang lebih tepat antara model *Random Effect* atau model *Common Effect*. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

a) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0 : \sigma_\mu^2 = 0$  {efek dari unit *cross-sectional* tak berarti dalam model sehingga *CEM* lebih sesuai}

$H_1 : \sigma_\mu^2 \neq 0$  {efek dari unit *cross-sectional* berarti dalam model sehingga *REM* lebih sesuai}

Dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$

b) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji *LM* tampak sebagai berikut:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \bar{e}^t \bar{e}}{e^t e} \right]^2$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika  $LM \geq$  dari  $\chi^2_{Tabel}$  atau nilai  $Prob \leq 5\%$ , diterima dalam hal lain. Diketahui  $\chi^2_{Tabel} = \chi^2_{\alpha(k)}$ , dengan derajat kebebasan  $k$  (banyak elemen  $\beta$ ) dan  $\alpha$  (taraf nyata).

#### **3.4.4. Uji Asumsi Klasik**

Hipotesis penelitian ini secara umum menggambarkan hubungan sebab akibat beberapa variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Variabel bebas tersebut memiliki skala pengukuran rasio dan nominal, sementara variabel terikat memiliki skala rasio. Data setiap variabel diambil dari sampel dan nantinya hasil pengolahan data tersebut berlaku untuk keseluruhan populasi.

Apabila karakteristik hipotesis penelitian di atas dikaitkan dengan alat analisis data statistik (Indriantoro dan Supomo, 2009; Sulyanto, 2018), maka proses pengujian hipotesis ini merupakan bagian dari statistik inferensi (berdasarkan tujuan studi), parametrik dan nonparametrik (berdasarkan skala pengukuran) dan *multivariate dependency* (berdasarkan jumlah variabel). Sementara metode statistiknya menggunakan analisis regresi data panel.

Sebelum proses regresi data panel, penelitian melakukan uji asumsi klasik. Model persamaan regresi harus menghindari asumsi klasik agar memberikan hasil yang baik (*Best Linier Unbiased Estimator/BLUE*). Ada beberapa jenis uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

##### **3.4.4.1. Uji Normalitas**

Model persamaan regresi mengasumsikan bahwa nilai residual berdistribusi normal. Nilai residual merupakan perbedaan antara nilai hasil observasi dan nilai prediksi yang diperoleh melalui model regresi sebenarnya (*true regression model*) yang berlaku

untuk populasi secara keseluruhan (Simamora, 2018). Nilai residual dikatakan berdistribusi normal jika nilai residual tersebut sebagian besar mendekati nilai rata-ratanya. Jika digambarkan dengan bentuk kurva, nilai residual tersebut membentuk gambar lonceng (*bell-shaped curve*) yang kedua sisinya melebar sampai terhingga.

Ada beberapa cara untuk mendeteksi normal tidaknya nilai residual, yaitu:

- Menggunakan uji JarqueBera dengan statistik uji sebagai berikut:

$$JB = N \left[ \frac{S_k^2}{6} + \frac{(K_u - 3)^2}{24} \right]$$

dimana N adalah banyaknya data,  $S_k$  adalah skewness (kemencengan) dan  $K_u$  adalah kurtosis (keruncingan). Residual akan berdistribusi normal apabila nilai statistik uji  $JB < \chi_{(\alpha,2)}^2$  atau nilai  $\text{prob} \leq \alpha$ .

- Melakukan uji statistik non-parametrik Kolmogorof-Smirnov (K-S). Program analisis SPSS. Dalam uji K-S, nilai signifikansi hasil perhitungan dalam tabel *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dibandingkan dengan taraf signifikansinya. Nilai residual dinyatakan berdistribusi normal jika nilai signifikansi hasil perhitungan lebih besar dari taraf signifikansi (Wiyono, 2011).

#### 3.4.4.2. Uji Multikolonieritas

Suatu model persamaan regresi dikatakan mengalami multikolonieritas jika terjadi hubungan antara satu variabel bebas dengan variabel bebas lainnya (Simamora, 2018). Masalah multikolonieritas ini harus dihindari. Ada beberapa cara yang lazim untuk mendeteksi ada tidaknya masalah multikolonieritas: (i) jika nilai  $R^2$  tinggi, tetapi

variabel bebas banyak yang tidak signifikan, maka terdeteksi terjadi multikolonieritas. (ii) menganalisis koefisien korelasi antarvariabel independent. Apabila koefisien antar variabel bebasnya tinggi maka terdapat multikolinearitas. (iii) dengan melakukan regresi auxiliary. Dalam penelitian ini multikolonieritas dideteksi dengan menghitung koefisien korelasi antarvariabel independen. Jika koefisiennya rendah (dibawah 0,90), dapat diartikan bahwa tidak terdapat multikolinearitas.

#### **3.4.4.3. Uji Autokorelasi**

Suatu model persamaan regresi dikatakan mengalami autokorelasi jika terjadi korelasi antara residual (kesalahan pengganggu) pada periode  $t$  dengan residual pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Autokorelasi muncul pada pengamatan yang berurutan sepanjang waktu yang berkaitan satu sama lainnya (Ghozali, 2011). Model regresi linier berganda perlu menghindari masalah autokorelasi. Cara yang sering digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson (uji DW).

Adapun langkah-langkah uji DW adalah sebagai berikut (Wiyono, 2011):

- a. jika  $d$  lebih kecil dari  $dL$  atau lebih besar dari  $(4-dL)$  maka dapat disimpulkan model persamaan regresi mengalami masalah autokorelasi.
- b. jika  $d$  terletak antara  $dU$  dan  $(4-dU)$ , maka dapat disimpulkan model persamaan tidak mengalami autokorelasi.
- c. jika  $d$  terletak antara  $dL$  dan  $dU$  atau diantara  $(4-dU)$  dan  $(4-dL)$ , maka tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti.



#### **3.4.4.4. Uji Heteroskedastisitas**

Heteroskedastisitas adalah suatu keadaan di mana dalam model persamaan regresi terjadi ketidaksamaan varian residual dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika varian residual tersebut memiliki kesamaan, maka disebut dengan homoskedastisitas (Ghozali, 2011). Model persamaan regresi yang baik adalah yang memiliki keadaan homoskedastisitas atau tidak mengalami gejala heteroskedastisitas.

Dalam penelitian ini masalah heteroskedastisitas dideteksi dengan uji Glejser yaitu melakukan regresi nilai absolut residual  $|\hat{e}_{it}|$  dengan variabel bebasnya, dengan salah satu bentuk fungsional  $|\hat{e}_{it}| = \beta_0 + \beta_{0i}X_{it} + v_{it}$ . Jika hasil uji Glejser tersebut menemukan nilai koefisien regresi tidak signifikan, maka disimpulkan tidak terdapat heteroskedastisitas.

#### **3.4.5. Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis dilakukan dengan beberapa tahapan:

##### **3.4.5.1. Uji Signifikansi Simultan Model (Uji F)**

Uji F dilakukan untuk mengevaluasi pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat (Widarjono, 2010). Melalui Uji F dapat diketahui kelayakan suatu model yang diusulkan, yaitu layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Uji F dilakukan dengan menguji koefisien (*slope*) regresi secara bersama-sama melalui langkah-langkah:

a. Membuat hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ ) sebagai berikut:

$H_0$  :  $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$  (Model tidak berarti atau tidak layak)

$H_1$  : Paling tidak satu dari  $\beta_k \neq 0$  (Model berarti atau layak dimana  $k = 1, 2, 3, \dots, k$ )

b. Mencari nilai F hitung dan nilai  $\rho$  ( $\rho$  - value). Nilai F hitung dicari dengan rumus:

$$F = \frac{R^2 / (k - 1)}{1 - R^2 / (n - k)}$$

Dimana:  $R^2$  adalah koefisien determinasi;  $n$  = jumlah observasi dan  $n - k$  = jumlah parameter estimasi termasuk konstanta. Nilai F hitung dan nilai  $\rho$  ( $\rho$  - value) dalam penelitian ini diperoleh melalui proses pengolahan data dengan program aplikasi seperti eviews.

c. Mencari nilai F kritis dari tabel distribusi F. Nilai F kritis berdasarkan besarnya  $\alpha$  dan df dimana besarnya ditentukan oleh nomerator ( $k-1$ ) dan df untuk denominator ( $n-k$ ).

d. Membandingkan nilai F hitung dengan nilai F kritisnya atau membandingkan nilai  $\rho$  dengan nilai  $\alpha$  nya.

e. Membuat kesimpulan pengujian hipotesis dengan kriteria:

- Jika nilai F hitung  $\leq$  nilai F kritis atau nilai  $\rho >$  nilai  $\alpha$  maka  $H_0$  diterima atau  $H_1$  ditolak
- Jika nilai F hitung  $>$  nilai F kritis atau nilai  $\rho \leq$  nilai  $\alpha$  maka  $H_0$  ditolak atau  $H_1$  diterima

### 3.4.5.2. Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dan *Adjusted R^2*

Koefisien determinasi mengukur seberapa dekat antara garis regresi dengan data sesungguhnya (*goodness of fit*) (Widarjono, 2010). Koefisien determinasi menjelaskan seberapa besar variasi dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel bebas (Nachrowi dan Usman (2006). Koefisien determinasi dengan nilai 0 ( $R^2 = 0$ ) diartikan variasi dari variabel terikat tidak dapat diterangkan oleh variabel bebas. Sementara koefisien determinasi dengan nilai 1 ( $R^2 = 1$ ) diartikan variasi dari variabel terikat secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel bebas.

Namun demikian penelitian disertasi ini tidak menggunakan  $R^2$ , tapi menggunakan koefisien determinasi yang disesuaikan (*Adjusted R^2*). Hal ini karena koefisien determinasi  $R^2$  memiliki kelemahan yaitu nilainya selalu naik seiring dengan tambahnya variabel bebas, meskipun variabel bebas tersebut secara teoritik tidak mempengaruhi variabel terikat.

### 3.4.5.3. Uji Hipotesis Penelitian (Uji t)

Pengujian hipotesis penelitian disertasi ini dilakukan berdasarkan nilai hasil uji t (*t-Statistic*) atau probabilitasnya dan arah *coefficient* yang dapat dilihat dari tabel model regresi data panel yang paling baik. Uji t secara umum digunakan untuk membuktikan apakah variabel bebas secara individual mempengaruhi variabel terikat (Widarjono, 2010). Mendasarkan pada tiga model regresi data panel di atas, berikut ini dijelaskan

tiga jenis tahapan pengujian, yaitu tahapan pengujian hipotesis pertama (H1a, b, c), hipotesis kedua bagian a (H2a) dan hipotesis kedua bagian b (H2b).

Pengujian hipotesis pertama (H1a, b, c) dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menyusun hipotesis statistik nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ ) untuk:

a.  $\beta_1$  (CSR)

$H_0 : \beta_1 = 0 =$  Tingkat pengungkapan CSR tidak berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi

$H_1 : \beta_1 > 0 =$  Tingkat pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi

b.  $\beta_2$  (CG)

$H_0 : \beta_2 = 0 =$  Tingkat pengungkapan CG tidak berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi.

$H_1 : \beta_2 > 0 =$  Tingkat pengungkapan CG berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi.

c.  $\beta_3$  (Masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan)

$H_0 : \beta_3 = 0 =$  Masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) tidak berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi

$H_1 : \beta_3 > 0 =$  Masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi

2. Mencari nilai t hitung dan nilai  $\rho$  ( $\rho - value$ ). Nilai t hitung dicari dengan rumus:

$$t = \frac{\beta_1}{se(\beta_1)}$$

Nilai t hitung dan nilai  $\rho$  ( $\rho - value$ ) dalam penelitian ini diperoleh melalui proses pengolahan data dengan program aplikasi eviews.

3. Mencari nilai t kritis dari tabel distribusi t pada  $\alpha$  dan degree of freedom tertentu.
4. Membandingkan nilai t hitung dengan t kritisnya atau membandingkan nilai  $\rho$  dengan nilai  $\alpha$  nya.
5. Membuat kesimpulan pengujian hipotesis dengan kriteria:
  - a. Jika t hitung  $\leq$  t kritis atau nilai  $\rho >$  nilai  $\alpha$  maka  $H_0$  diterima atau  $H_1$  ditolak
  - b. Jika t hitung  $>$  t kritis atau nilai  $\rho \leq$  nilai  $\alpha$  maka  $H_0$  ditolak atau  $H_1$  diterima

Pengujian hipotesis kedua (H2a, b) dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menyusun hipotesis statistik nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_1$ ) untuk:
  - a.  $\beta_1$  (IO/Investor Institusi) pada hipotesis kedua bagian a (H2a)
 

$H_0 : \beta_1, \beta_4, \beta_6 = 0 =$  Tingkat kepemilikan pemegang saham institusi tidak berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan *CSR*

$H_1 : \beta_1, \beta_4, \beta_6 > 0 =$  Tingkat kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan *CSR*
  - b.  $\beta_1$  (IO/Investor Institusi) pada hipotesis kedua bagian b (H2b)
 

$H_0 : \beta_1, \beta_4, \beta_6 = 0 =$  Tingkat kepemilikan pemegang saham institusi tidak berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan *CG*

$H_1 : \beta_1, \beta_4, \beta_6 > 0 =$  Tingkat kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan *CG*
2. Mencari nilai t hitung dan nilai  $\rho$  ( $\rho - value$ ). Dua nilai ini bisa diperoleh melalui proses pengolahan data dengan program aplikasi.
3. Mencari nilai t kritis dari tabel distribusi t pada  $\alpha$  dan degree of freedom tertentu.
4. Membandingkan nilai t hitung dengan t kritisnya atau membandingkan nilai  $\rho$  dengan nilai  $\alpha$  nya.
5. Membuat kesimpulan pengujian hipotesis dengan kriteria:
  - a. Jika  $t \text{ hitung} \leq t \text{ kritis}$  atau nilai  $\rho > \text{nilai } \alpha$  maka  $H_0$  diterima atau  $H_1$  ditolak
  - b. Jika  $t \text{ hitung} > t \text{ kritis}$  atau nilai  $\rho \leq \text{nilai } \alpha$  maka  $H_0$  ditolak atau  $H_1$  diterima

## **BAB IV**

### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1. Analisis Statistik Deskriptif**

Penelitian disertasi ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur pada kurun waktu lima tahun, yaitu dari 2015 sampai dengan 2019. Sebagaimana penjelasan bab 3, proses analisis sampel menemukan 70 perusahaan manufaktur siap dianalisis. Proses analisis terhadap 70 perusahaan tersebut menghasilkan 645 pengamatan dengan 181 jenis pemegang saham institusi. Jumlah pemegang saham institusi tersebut terdiri dari 34 pemegang saham institusi jenis bank, 35 jenis perusahaan asuransi, 23 jenis perusahaan sekuritas, 25 jenis reksadana, 25 dana pensiun, 22 jenis koperasi dan 17 jenis yayasan.

Terkait saham kategori *sin stocks*, datanya bersumber dari dua jenis industri, yaitu industri rokok dan industri minuman beralkohol. Ada 8 perusahaan publik yang masuk dalam kategori perusahaan *sin stocks* di Indonesia, yaitu: PT Bentoel Internasional Investama Tbk (RMBA), PT Delta Djakarta Tbk (DLTA), PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT H.M. Sampoerna Tbk (HMSP), PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM), PT Multi Bintang Indonesia (MLBI), PT Madusari Murni Indah Tbk (MOLI) dan PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC). Namun demikian hanya 3 perusahaan yang memiliki jenis investor institusi yaitu RMBA, HMSP dan MLBI dengan 37 data pengamatan.

Statistik deskriptif yang menjelaskan jumlah pengamatan, nilai maksimum, minimum, rata-rata dan dan standar deviasi setiap variabel penelitian tampak pada tabel 4.1 di bawah ini.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah Observasi	Rata-Rata	Maksimum	Minimum	Deviasi Standar
IO	645	5,18	76,00	0,00	10,13
CSRDI	645	56,75	95,00	5,00	17,22
CGDI	645	80,12	98,08	38,46	10,79
DDES	645	-	1	0	-
ROE	645	10,72	255,46	-1.104,04	84,53
ANRET	645	0,03	3,65	-0,60	0,25
CR	645	224,39	2.170,45	2,14	199,96
TV	645	6,22	437,46	0,00	24,00
DAR	645	46,06	665,62	3,87	36,28
BETA	645	0,94	42,94	-50,17	4,58
IRISK	645	0,25	10,53	0,00	0,84
ASSET	645	29,04	33,92	0,85	2,11
LMV	645	29,30	33,94	23,33	2,39
LQ45	645	-	1	0	-
EP	645	50,78	4.677,20	-332,22	449,66
DP	645	3,81	158,49	0,00	16,28
BP	645	215,22	74.409,90	-1.621,89	2.934,05
SALEGRW	645	8,74	594,73	-98,01	37,72

Tabel 4.1 statistik deskriptif tersebut menjelaskan persentasi kepemilikan saham investor institusi bervariasi mulai dari 0,00 % sampai dengan 76,00 %. Untuk tingkat pengungkapan *CSR*, perusahaan mengungkapkan aktivitas *CSR*-nya berkisar mulai dari 5% sampai dengan 95%. Hal ini menunjukkan ada variasi kesadaran dan keterlibatan terhadap penanganan *CSR* yang sangat tinggi di antara perusahaan yang dianalisis. Belum adanya peraturan khusus tentang mandatori penerapan *CSR* di Indonesia, menjadikan tidak seragamnya penerapan *CSR* diantara masing-masing perusahaan



manufaktur tersebut. Adapun untuk *CG*, rata-rata tingkat pengungkapannya sebesar 80,12% dengan kisaran mulai dari 38,46% sampai dengan 98,08%. Angka rata-rata tersebut menjelaskan secara umum perusahaan telah mengungkapkan lebih dari setengah atribut *CG*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan sudah cukup baik dalam mengungkapkan *CG*.

## **4.2. Pengujian Hipotesis Penelitian**

### **4.2.1. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian a, b dan c (H1a, b, c)**

#### **4.2.1.1. Pemilihan Model Data Panel**

Proses olah data regresi data panel dengan program EVIEWS 10 sebagaimana digambarkan dalam model persamaan 3.3 (bab 3, hal. 91) diantaranya menghasilkan output tiga model, yaitu *common effect (CEM)*, *fixed effect (FEM)* dan *random effect (REM)* dan output uji signifikansi simultan seperti terlihat pada lampiran 3 (halaman 166-168).

Selanjutnya memilih satu model yang paling tepat (baik) dari tiga model regresi data panel tersebut dengan tahapan, pertama memilih model terbaik antara *Random effect (REM)* dan *Fixed Effect (FEM)* melalui Uji *Hausman*. Proses Uji *Hausman* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 169) menyimpulkan *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini. Kemudian dilanjutkan ke tahap kedua melakukan uji spesifikasi *Fixed Effect (FEM)* terhadap *Common Effect (CEM)* melalui Uji *Chow*. Proses Uji *Chow* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 170) menyimpulkan model yang paling tepat adalah *fixed effect model (FEM)*. Nilai uji

simultan dan model *FEM* tersebut kemudian dianalisis untuk menjelaskan hasil pengujian hipotesis. Adapun ringkasan nilai hasil pengujian hipotesis mendasarkan model *FEM* tampak pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Uji Hipotesis Pertama Bagian a, b dan c (H1a, b, c)

Variable	Variabel Terikat (IO)		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Variabel Bebas:			
<i>CSRDI</i>	0,0019	4,3244	0,0000**
<i>CGDI</i>	-0,0248	-8,7169	0,0000**
<i>DDES</i>	0,1472	6,5022	0,0000**
Variabel Kontrol:			
<i>ROE</i>	0,0008	3,6968	0,0002**
<i>ANRET</i>	0,4392	4,4481	0,0000**
<i>CR</i>	-0,0000	-0,5115	0.6093
<i>TV</i>	-0,0265	-20,3408	0.0000**
<i>DAR</i>	0,0037	2,4842	0.0133**
<i>BETA</i>	0,0166	5,0333	0.0000**
<i>IRISK</i>	0,0018	0,0558	0.9555
<i>ASSET</i>	-0,0394	-8,8030	0.0000**
<i>LMV</i>	0,0572	2,5279	0.0118**
<i>LQ45</i>	1,2136	3,5136	0.0005**
<i>EP</i>	-0,0000	-1,1001	0.2719
<i>DP</i>	-0,0005	-1,0296	0.3037
<i>BP</i>	0,0000	16,4333	0.0000**
<i>SALEGRW</i>	0,0015	2,9398	0.0035**
<i>C</i>	6,0984	8,9424	0.0000
<i>Adj.R-squared</i>	0,9986		
<i>Prob (F-statistic)</i>	0,0000		

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

Tabel 4.2 mencatat *Prob(F-statistic)* sebesar 0,000 dan *Adjusted R-squared* sebesar 0,998. Nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0,000 tersebut lebih kecil dibanding nilai alfa 5%, (nilai  $p\text{-value} = 0,000 < \alpha = 5\%$ ). Mendasarkan kriteria pengujian signifikansi simultan (uji F) seperti pada halaman 101-102 di atas, maka  $H_0$  ditolak sehingga dapat

disimpulkan model layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Model tersebut dapat diteruskan ke analisis pengujian hipotesis.

Sementara nilai *Adjusted R-squared* tercatat sebesar 0,9986. Mendasarkan penjelasan mengenai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan *Adjusted R^2* (lihat hal. 102), nilai tersebut mengindikasikan proporsi variasi variabel bebas dan kontrol dalam menjelaskan variasi variabel terikat (investor institusi) cukup besar yaitu 99,86%, sisanya, yaitu 0,14% dijelaskan faktor lain di luar variabel dalam persamaan tersebut.

#### **4.2.1.2. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian a, b, c (H1a, b, c)**

Hipotesis penelitian pertama terbagi dalam tiga subhipotesis. Secara umum hipotesis pertama menyatakan pengungkapan *CSR* (H1a), *CG* (H1b) dan masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (H1c) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

##### **4.2.1.2.1. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian a (H1a)**

Hasil uji H1a, yang menyatakan “*Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi*”, terlihat pada tabel 4.2 di baris variabel *CSRDI*. Pada baris tersebut tercatat nilai *Coefficient* sebesar 0,0019 dengan arah positif dan *prob.(t-statistic)* sebesar 0,000. Nilai dan arah *Coefficient* regresi tersebut dapat diinterpretasi melalui persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
IO &= 6,0984 + 0,0019CSRDI - 0,0248CGDI + 0,1472DDES + 0,0008ROE \\
&+ 0,4392Annret - 0,0000CR - 0,0265TV + 0,0037DAR + 0,0166Beta \\
&+ 0,0018Irisk - 0,0394Asset + 0,0572LMV + 1,2136LQ45 - 0,0000EP \\
&- 0,0005DP - 0,0000BP + 0,0015SaleGrw
\end{aligned}$$

Keterkaitan variabel indeks pengungkapan CSR (*CSRDI*) dan kepemilikan investor institusi (*IO*) pada persamaan tersebut secara statistik dapat dijelaskan sebagai berikut: setiap kenaikan variabel indeks pengungkapan CSR sebesar 1 persen, akan menaikkan tingkat kepemilikan investor institusi sebesar 0,19 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Adapun untuk *prob.(t-statistic)* sebesar 0,0000, karena nilainya di bawah taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai  $Prob = 0,000 < \alpha = 5\%$ ), maka mendasarkan kriteria pengujian hipotesis sebagaimana dijelaskan pada pembahasan uji hipotesis penelitian (lihat hal. 102-105) dapat disimpulkan bahwa tingkat pengungkapan *CSR* memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi. Secara ringkas gambaran proses pengujian *H1a* dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4.3 Ringkasan Proses Pengujian *H1a*

Hipotesis	Gambaran Pengujian		Koefisien Regresi		Kesimpulan
	Proses	Keterangan	Nilai	Arah	
<i>H1a</i>	$Prob (t-statistic) = 0,0000 < \alpha = 5\%$	signifikan	0,0019	Positif	Sesuai Hipotesis Penelitian

Tabel 4.2 tersebut menjelaskan proses pengujian H1a dan menyimpulkan hasil pengujian sesuai hipotesis penelitian, yaitu pengungkapan *CSR* berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

#### 4.2.1.2.2. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian b (H1b)

Hasil uji H1b, yang menyatakan “*Pengungkapan CG berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi*”, terlihat pada tabel 4.2 di baris variabel *CGDI*. Pada baris tersebut tercatat nilai *Coefficient* sebesar 0,0248 dengan arah negatif dan nilai *prob. (t-statistic)* sebesar 0,0000. Nilai *Coefficient* tersebut dapat dijelaskan melalui persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} IO = & 6,0984 + 0,0019CSRDI - 0,0248CGDI + 0,1472DDES + 0,0008ROE \\ & + 0,4392Annret - 0,0000CR - 0,0265TV + 0,0037DAR + 0,0166Beta \\ & + 0,0018Irisk - 0,0394Asset + 0,0572LMV + 1,2136LQ45 - 0,0000EP \\ & - 0,0005DP - 0,0000BP + 0,0015SaleGrw \end{aligned}$$

Keterkaitan variabel indeks pengungkapan *CG* dengan tingkat kepemilikan investor institusi pada persamaan tersebut secara statistik dapat dijelaskan sebagai berikut: setiap kenaikan variabel indeks pengungkapan *CG* sebesar 1 persen, akan menurunkan tingkat kepemilikan investor institusi sebesar 2,48 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Untuk *prob.(t-statistic)* (0,000), nilainya di bawah taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai  $Prob = 0,0000 < \alpha = 5\%$ ). Mendasarkan kriteria pengujian hipotesis sebagaimana

dijelaskan pada pembahasan uji hipotesis penelitian (lihat hal. 104) dapat disimpulkan bahwa pengungkapan *CG* memiliki pengaruh signifikan terhadap kepemilikan pemegang saham institusi. Secara ringkas mendasarkan arah koefisien regresi dan nilai *prob.(t-statistic)* tersebut dapat digambarkan proses pengujian H1b sebagai berikut:

Tabel 4.4 Ringkasan Proses Pengujian H1b

Hipotesis	Gambaran Pengujian		Koefisien Regresi		Kesimpulan
	Proses	Keterangan	Nilai	Arah	
H1b	Prob (t-statistic) = 0,0000 < $\alpha = 5\%$	signifikan	0,0248	Negatif	Tidak Sesuai Hipotesis Penelitian

Tabel 4.4 tersebut menjelaskan proses pengujian H1b dan mengartikan tingkat pengungkapan *CG* berpengaruh negatif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi. Tabel tersebut menyimpulkan hasil pengujian tidak sesuai hipotesis penelitian, yang menyatakan tingkat pengungkapan *CG* berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi.

#### 4.2.1.2.3. Analisis Pengujian Hipotesis Pertama Bagian c (H1c)

Hasil uji H1c, yang menyatakan “*Masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi*”, terlihat pada tabel 4.2 di baris variabel *DDES*. Pada baris tersebut tercatat nilai *Coefficient* sebesar 0,1472 dengan arah positif dan nilai *prob.(t-statistic)* sebesar 0,0000. Nilai *Coefficient* tersebut dapat dijelaskan melalui persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
IO &= 6,0984 + 0,0019CSRDI - 0,0248CGDI + 0,1472DDES + 0,0008ROE \\
&+ 0,4392Annret - 0,0000CR - 0,0265TV + 0,0037DAR + 0,0166Beta \\
&+ 0,0018Irisk - 0,0394Asset + 0,0572LMV + 1,2136LQ45 - 0,0000EP \\
&- 0,0005DP - 0,0000BP + 0,0015SaleGrw
\end{aligned}$$

Keterkaitan variabel masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) dengan tingkat kepemilikan investor institusi pada persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut: setiap kali perusahaan masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI), investor institusi akan menaikkan tingkat kepemilikan saham pada perusahaan tersebut lebih tinggi sebesar 0,1472 satu satuan dibandingkan kenaikan tingkat kepemilikan saham yang tidak masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI).

Untuk *prob.(t-statistic)*, yaitu sebesar 0,0000, nilainya di bawah taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai  $Prob = 0,000 < \alpha = 5\%$ ). Mendasarkan kriteria pengujian hipotesis sebagaimana dijelaskan pada pembahasan uji hipotesis penelitian (lihat hal. 102-105) dapat disimpulkan bahwa variabel masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham. Secara ringkas mendasarkan arah koefisien regresi dan nilai *prob.(t-statistic)* tersebut dapat digambarkan proses pengujian H1c sebagai berikut:

Tabel 4.5 Ringkasan Proses Pengujian H1c

Hipotesis	Gambaran Pengujian		Koefisien Regresi		Kesimpulan
	Proses	Keterangan	Nilai	Arah	
H1c	$Prob (t-statistic) = 0,0000 < \alpha = 5\%$	signifikan	0,1472	Positif	Sesuai Hipotesis Penelitian

Tabel 4.5 tersebut menjelaskan proses pengujian H1c menyimpulkan hasil pengujian sesuai hipotesis penelitian, yang menyatakan masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

Terkait hasil pengujian asumsi klasik dapat dilihat pada lampiran 3 di bagian B. (Persamaan Regresi 1 (Pengujian Hipotesis 1 a, b, c)), khususnya pada halaman 171-176. Secara umum data penelitian memenuhi asumsi klasik yang meliputi normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

#### **4.2.2. Pengujian Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)**

##### **4.2.2.1. Pemilihan Model Data Panel**

Proses olah data regresi data panel dengan program EVIEWS 10 sebagaimana digambarkan dalam model persamaan 3.4 (bab 3, hal. 92) diantaranya menghasilkan output tiga model, yaitu *common effect (CEM)*, *fixed effect (FEM)* dan *random effect (REM)* dan output uji signifikansi simultan seperti terlihat pada lampiran 3 (halaman 178-180).

Selanjutnya memilih satu model yang paling tepat (baik) dari tiga model regresi data panel tersebut dengan tahapan, pertama memilih model terbaik antara *Random effect (REM)* dan *Fixed Effect (FEM)* melalui Uji *Hausman*. Proses Uji *Hausman* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 180) menyimpulkan *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini. Kemudian dilanjutkan ke tahap kedua



melakukan uji spesifikasi *Fixed Effect (FEM)* terhadap *Common Effect (CEM)* melalui Uji *Chow*. Proses Uji *Chow* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 181) menyimpulkan model yang paling tepat adalah *Common Effect Model (CEM)*. Nilai uji simultan dan model *CEM* tersebut kemudian dianalisis untuk menjelaskan hasil pengujian hipotesis. Adapun ringkasan nilai hasil pengujian hipotesis mendasarkan model *CEM* tampak pada tabel 4.6 di bawah ini:

Tabel 4.6 Hasil Uji Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)

Variable	Variabel Terikat ( <i>CSRDI</i> )		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Variabel Bebas:			
$\Delta IO$	-0,1852	-1,5580	0,1220
<i>NormCon</i>	-3,4597	-2,8401	0,0053**
$\Delta IO * NormCon$	-2,9554	-47,0060	0,0000**
$\Delta IO_{it-1}$	0,1229	0,7036	0,4831
$\Delta IO_{it-1} * NormCon$	-3,4378	-8,8705	0,0000**
$\Delta IO_{it-2}$	0,0204	8,3232	0,0000**
$\Delta IO_{it-2} * NormCon$	0,8108	10,1901	0,0000**
Variabel Kontrol:			
<i>ROE</i>	-0,0088	-5,8747	0,0000**
<i>ANNRET</i>	16,5696	2,1244	0,0358**
<i>CR</i>	0,0057	6,1066	0,0000**
<i>TV</i>	-0,0976	-2,8132	0,0058**
<i>DAR</i>	-0,0970	-1,8177	0,0717*
<i>BETA</i>	0,2618	2,3776	0,0191**
<i>IRISK</i>	5,7893	3,1960	0,0018**
<i>ASSET</i>	0,5463	1,6263	0,1066
<i>LMV</i>	1,4593	5,2319	0,0000**
<i>EP</i>	-0,0008	-27,1527	0,0000**
<i>DP</i>	-0,0916	-6,4875	0,0000**
<i>BP</i>	-0,0053	-4,6296	0,0000**
<i>SALEGRW</i>	-0,0742	-4,6313	0,0000**
<i>C</i>	8,9733	90,5554	0,0000**
<i>Adj.R-squared</i>	0,7354		
<i>Prob (F-statistic)</i>	0,0000		

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

#### 4.2.2.2. Analisis Pengujian Hipotesis Kedua Bagian a (H2a)

Tabel 4.6 mencatat *Prob(F-statistic)* sebesar 0,0000 dan *Adjusted R-squared* sebesar 0,7354. Nilai *Prob(F-statistic)* tersebut lebih kecil dibandingkan taraf signifikansi (nilai alfa) 5%, (nilai  $p\text{-value} = 0,0000 < \alpha = 5\%$ ). Mendasarkan kriteria pengujian signifikansi simultan (uji F) seperti pada halaman 100-101, maka  $H_0$  ditolak sehingga dapat disimpulkan model layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Model tersebut dapat diteruskan ke analisis pengujian hipotesis.

Sementara nilai *Adjusted R-squared* tercatat sebesar 0,7354. Mendasarkan penjelasan mengenai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan Adjusted  $R^2$  (lihat hal. 102), nilai tersebut mengindikasikan proporsi variasi variabel bebas dan kontrol dalam menjelaskan variasi variabel terikat (CSR) sebesar 73,54%, sedangkan sisanya, yaitu 26,46% dijelaskan faktor lain di luar variabel dalam persamaan tersebut.

Hasil uji hipotesis kedua bagian a (H2a), yang menyatakan “*Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR*”, terlihat di tabel 4.6 pada baris variabel  $\Delta IO$ ,  $\Delta IO_{it-1}$ , dan  $\Delta IO_{it-2}$ . Pada baris variabel  $\Delta IO$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,1852 dengan arah negatif. Pada baris variabel  $\Delta IO_{it-1}$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,1229 dengan arah positif. Sementara pada variabel  $\Delta IO_{it-2}$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,0204 dengan arah positif. Masing-masing nilai *Coefficient* tersebut dapat dijelaskan melalui persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
CSRDI = & 8,9733 - 0,1852\Delta IO - 3,4597NormCon - 2,9554(\Delta IO*NormCom) \\
& + 0,1229\Delta IO_{it-1} - 3,4378(\Delta IO_{it-1}*NormCom) + 0,0204\Delta IO_{it-2} \\
& + 0,8108(\Delta IO_{it-2}*NormCom) - 0,0088ROE + 16,5696ANNRET \\
& + 0,0057CR - 0,0976TV - 0,0970DAR + 0,2618BETA + 5,7893Irisk \\
& + 0,5463Asset + 1,4593LMV - 0,0008EP - 0,0916DP - 0,0053BP \\
& - 0,07426SaleGrw
\end{aligned}$$

Keterkaitan variabel kepemilikan investor institusi dengan variabel pengungkapan CSR pada persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut: pertama, terkait variabel  $\Delta IO$  dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi periode ini sebesar 1 persen akan menurunkan tingkat pengungkapan CSR periode ini sebesar 18,52 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. Kedua terkait variabel  $\Delta IO_{it-1}$ , dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi di 1 periode sebelumnya sebesar 1 persen akan menaikkan tingkat pengungkapan CSR periode sekarang sebesar 12,29 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. Ketiga, terkait variabel  $\Delta IO_{it-2}$ , dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi di periode kedua sebelumnya sebesar 1 persen akan menaikkan tingkat pengungkapan CSR periode sekarang sebesar 2,04 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan

Adapun terkait *prob.(t-statistic)*, nilai untuk variabel  $\Delta IO$ ,  $\Delta IO_{it-1}$ ,  $\Delta IO_{it-2}$  masing-masing tercatat 0,1220, 0,4831 dan 0,0000. Untuk  $\Delta IO$ , karena nilainya di atas taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai Prob = 0,1220 >  $\alpha$  = 5%), maka mendasarkan kriteria pengujian hipotesis sebagaimana dijelaskan pada pembahasan uji hipotesis penelitian

(lihat hal. 102-105) dapat disimpulkan tingkat pengungkapan CSR tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi. Demikian juga untuk  $\Delta IO_{it-1}$ , karena nilainya di atas taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai Prob = 0,4831 >  $\alpha = 5\%$ ), maka disimpulkan tingkat pengungkapan CSR tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi. Adapun untuk  $\Delta IO_{it-2}$ , karena nilainya di bawah taraf signifikansi (alfa) 0,05 (nilai Prob = 0,0000 <  $\alpha = 5\%$ ), maka disimpulkan tingkat pengungkapan CSR memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi

Mendasarkan arah nilai koefisien determinasi dan nilai *prob.(t-statistic)* di atas, secara ringkas gambaran proses pengujian H2a dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4.7 Ringkasan Proses Pengujian H2a

Hipotesis	IO	Gambaran Pengujian		Koefisien Regresi		Kesimpulan
		Proses	Keterangan	Nilai	Arah	
H2a	$\Delta IO$	Prob (t-stat.) = 0,1220 > $\alpha = 5\%$	Tidak signifikan	0,1852	Negatif	Tidak Sesuai Hipotesis Penelitian
	$\Delta IO_{it-1}$	Prob (t-stat.) = 0,4831 > $\alpha = 5\%$	Tidak signifikan	0,1229	Positif	Tidak Sesuai Hipotesis Penelitian
	$\Delta IO_{it-2}$	Prob (t-stat.) = 0,0000 < $\alpha = 5\%$	signifikan	0,0204	Positif	Sesuai Hipotesis Penelitian

Tabel 4.7 tersebut menjelaskan dari tiga alternatif IO, hanya  $IO_{it-2}$  terbukti sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

Terkait hasil pengujian asumsi klasik dapat dilihat pada lampiran 3 di bagian C (Persamaan Regresi 2 (Pengujian Hipotesis 2a), khususnya pada halaman 182-187.

Secara umum data penelitian memenuhi asumsi klasik yang meliputi normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

#### **4.2.3. Pengujian Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)**

##### **4.2.3.1. Pemilihan Model Data Panel**

Proses olah data regresi data panel sebagaimana digambarkan dalam model persamaan 3.5 (bab 3, hal. 94) diantaranya menghasilkan output tiga model, yaitu *common effect (CEM)*, *fixed effect (FEM)* dan *random effect (REM)* dan output uji signifikansi simultan seperti terlihat pada lampiran 3 (halaman 189-192).

Selanjutnya memilih satu model yang paling tepat (baik) dari tiga model regresi data panel tersebut dengan tahapan, pertama memilih model terbaik antara *Random effect (REM)* dan *Fixed Effect (FEM)* melalui Uji *Hausman*. Proses Uji *Hausman* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 192-193) menyimpulkan *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini. Kemudian dilanjutkan ke tahap kedua melakukan uji spesifikasi *Fixed Effect (FEM)* terhadap *Common Effect (CEM)* melalui Uji *Chow*. Proses Uji *Chow* sebagaimana dijelaskan pada lampiran 3 (halaman 193-194) menyimpulkan model yang paling tepat adalah *Common Effect Model (CEM)*. Nilai uji simultan dan model *CEM* tersebut kemudian dianalisis untuk menjelaskan hasil pengujian hipotesis. Adapun ringkasan nilai hasil pengujian hipotesis mendasarkan model *CEM* tampak pada tabel 4.8 di bawah ini:

Tabel 4.8 Hasil Uji Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)

Variabel	Variabel Terikat ( <i>CGDI</i> )		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Variabel Bebas:			
$\Delta IO$	-0,1949	-42,3855	0,0000**
<i>NormCon</i>	-0,7659	-1,5692	0,1194
$\Delta IO * NormCon$	-0,5562	-2,1639	0,0326**
$\Delta IO_{it-1}$	-0,3494	-8,2646	0,0000**
$\Delta IO_{it-1} * NormCon$	0,3419	3,1078	0,0024**
$\Delta IO_{it-2}$	0,2191	2,6745	0,0086**
$\Delta IO_{it-2} * NormCon$	-0,2232	-1,9296	0,0561*
Variabel Kontrol:			
ROE	0,0056	2,2153	0,0287**
ANNRET	3,6241	0,5640	0,5738
CR	0,0020	1,0965	0,2751
TV	-0,0897	-5,0135	0,0000**
DAR	0,0172	7,2434	0,0000**
BETA	-0,0129	-2,2100	0,0291**
IRISK	8,0338	9,9357	0,0000**
ASSET	2,7281	9,1497	0,0000**
LMV	0,1980	0,6526	0,5153
EP	-0,0003	-1,7865	0,0767*
DP	-0,0514	-3,6193	0,0004**
BP	-0,0027	-2,0956	0,0383**
SALEGRW	0,0532	3,7444	0,0003**
C	0,4786	4,7662	0,0000**
<i>Adjusted R-squared</i>		0,9000	
<i>Prob(F-statistic)</i>		0,0000	

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

#### 4.2.3.2. Analisis Pengujian Hipotesis Kedua Bagian b (H2b)

Tabel 4.8 mencatat *Prob(F-statistic)* sebesar 0,0000 dan *Adjusted R-squared* sebesar 0,9000. Nilai *Prob(F-statistic)* tersebut lebih kecil dibandingkan taraf signifikansi (nilai alfa) 5%, (nilai  $p\text{-value} = 0,0000 < \alpha = 5\%$ ). Mendasarkan kriteria pengujian signifikansi simultan (uji F) seperti pada halaman 100-101, maka  $H_0$

ditolak sehingga dapat disimpulkan model layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Model tersebut dapat diteruskan ke analisis pengujian hipotesis.

Sementara nilai *Adjusted R-squared* tercatat sebesar 0,9000. Mendasarkan penjelasan mengenai koefisien determinasi (*R2*) dan *Adjusted R2* (lihat hal. 102), nilai tersebut mengindikasikan proporsi variasi variabel bebas dan kontrol dalam menjelaskan variasi variabel terikat (*CSR*) sebesar 90,00%, sedangkan sisanya, yaitu 10,00% dijelaskan faktor lain di luar variabel dalam persamaan tersebut.

Hasil uji hipotesis kedua bagian a (*H2a*), yang menyatakan “*Kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan CG*”, terlihat di tabel 4.8 pada baris variabel  $\Delta IO$ ,  $\Delta IO_{it-1}$ , dan  $\Delta IO_{it-2}$ . Pada baris variabel  $\Delta IO$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,1949 dengan arah negatif. Pada baris variabel  $\Delta IO_{it-1}$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,3494 dengan arah negatif. Sementara pada variabel  $\Delta IO_{it-2}$ , nilai *Coefficient* tercatat sebesar 0,2191 dengan arah positif. Masing-masing nilai *Coefficient* tersebut dapat dijelaskan melalui persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 CSRDI = & 0,4786 - 0,1949\Delta IO - 0,7659NormCon - 0,5562(\Delta IO*NormCom) \\
 & - 0,3494\Delta IO_{it-1} + 0,3419(\Delta IO_{it-1}*NormCom) + 0,2191\Delta IO_{it-2} \\
 & - 0,2232(\Delta IO_{it-2}*NormCom) + 0,0056ROE + 3,6241ANNRET \\
 & + 0,0020CR - 0,0897TV + 0,0172DAR - 0,0129BETA + 8,0338Irisk \\
 & + 2,7281Asset + 0,1980LMV - 0,0003EP - 0,0514DP - 0,0027BP \\
 & + 0,05326SaleGrw
 \end{aligned}$$

Keterkaitan variabel kepemilikan investor institusi dengan variabel pengungkapan CSR pada persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut: pertama, terkait variabel  $\Delta IO$  dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi periode ini sebesar 1 persen akan menurunkan tingkat pengungkapan CSR periode ini sebesar 19,49 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. Kedua terkait variabel  $\Delta IO_{it-1}$ , dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi di periode sebelumnya sebesar 1 persen akan menurunkan tingkat pengungkapan CSR periode sekarang sebesar 34,94 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. Ketiga, terkait variabel  $\Delta IO_{it-2}$ , dapat diartikan setiap kenaikan tingkat kepemilikan investor institusi di periode kedua sebelumnya sebesar 1 persen akan menaikkan tingkat pengungkapan CSR periode sekarang sebesar 21,91 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan

Terkait *prob.(t-statistic)*, nilai untuk variabel  $\Delta IO$ ,  $\Delta IO_{it-1}$ ,  $\Delta IO_{it-2}$  masing-masing tercatat 0,0000, 0,0000 dan 0,0086. Untuk ketiga variabel karena nilainya di bawah taraf signifikansi (alfa) 0,05, maka mendasarkan kriteria pengujian hipotesis sebagaimana dijelaskan pada pembahasan uji hipotesis penelitian (lihat hal. 103-105) dapat disimpulkan tingkat pengungkapan CG memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi.

Mendasarkan arah nilai koefisien determinasi dan nilai *prob.(t-statistic)* di atas, secara ringkas dapat dijelaskan proses pengujian H2b sebagai berikut:



Tabel 4.9 Ringkasan Proses Pengujian H2b

Hipotesis	IO	Gambaran Pengujian		Koefisien Regresi		Kesimpulan
		Proses	Keterangan	Nilai	Arah	
H2b	$\Delta IO$	Prob (t-stat.) = 0,0000 < $\alpha = 5\%$	Signifikan	0,1949	Negatif	Tidak Sesuai Hipotesis Penelitian
	$\Delta IO_{it-1}$	Prob (t-stat.) = 0,0000 < $\alpha = 5\%$	Signifikan	0,3494	Negatif	Tidak Sesuai Hipotesis Penelitian
	$\Delta IO_{it-2}$	Prob (t-stat.) = 0,0086 < $\alpha = 5\%$	Signifikan	0,2191	Positif	Sesuai Hipotesis Penelitian

Tabel 4.9 tersebut menjelaskan dari tiga alternatif *IO*, hanya  $IO_{it-2}$  terbukti sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan pengungkapan *CG* berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.

Terkait hasil pengujian asumsi klasik dapat dilihat pada lampiran 3 di bagian C (Persamaan Regresi 2 (Pengujian Hipotesis 2a)), khususnya pada halaman 194-200. Secara umum data penelitian memenuhi asumsi klasik yang meliputi normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

### 4.3. Pembahasan

#### 4.3.1. Strategi Investasi Etis Skrining Positif

##### 4.3.1.1. Strategi Skrining Positif terhadap *CSR*

Pengujian H1a, sebagaimana pada tabel 4.2, menyimpulkan hasil sesuai hipotesis penelitian yang menyatakan tingkat pengungkapan *CSR* berpengaruh positif terhadap tingkat kepemilikan pemegang saham institusi. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang (investor) institusi (*IO*), yang meliputi jenis bank, perusahaan asuransi, perusahaan

sekuritas, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi, akan meningkatkan kepemilikan sahamnya jika perusahaan meningkatkan perhatian di bidang *CSR*. Ini konsisten dengan konsep bahwa IO menerapkan strategi skrining positif terhadap *CSR*.

Meskipun masing-masing jenis IO memiliki karakteristik berbeda-beda tetapi secara umum memiliki persepsi dan perlakuan yang sama, yaitu berusaha menerapkan strategi skrining positif terkait *CSR*. Yayasan, misalnya, memiliki karakteristik sebagai *norm-constrained institutions* (Cahan *et al.*, 2017), sementara perusahaan sekuritas, reksadana dan koperasi memiliki karakteristik *natural arbitrageurs* (Hong dan Kacperczyk, 2009).

Secara umum IO pada perusahaan publik di Indonesia memiliki karakteristik yang tidak berbeda dengan IO di Malaysia terkait perlakuan terhadap *CSR*. Karakteristik tersebut antara lain merupakan investor jangka pendek, dimana keputusan investasinya lebih mendasarkan pertimbangan *risk* dan *return* dalam jangka pendek (*capital gain*). Kesamaan karakteristik IO terlihat dari adanya konsistensi hasil penelitian dengan temuan Saleh *et al.* (2010) dan Hoq *et al.* (2010). Saleh *et al.* (2010) dan Hoq *et al.* (2010) menemukan hubungan positif antara tingkat pengungkapan *CSR* perusahaan publik Malaysia dan IO. Temuan ini menunjukkan bahwa IO tertarik pada bagaimana manajemen perusahaan di Malaysia mengelola isu sosial dalam perusahaannya. Dari sisi perusahaan, manajemen dapat menarik dan mempertahankan pemegang saham institusinya selama memberikan perhatian terhadap *CSR*.

Disamping Saleh *et al.* (2010) dan Hoq *et al.* (2010), hasil penelitian juga konsisten dengan Graves dan Waddock (1994), Mahoney dan Roberts (2007), Cahan *et al.* (2017)

dan Fauser dan Grüner (2017). Graves dan Waddock (1994) menemukan dan menyimpulkan bahwa investor tidak memberi pinalti tetapi justru memberi penghargaan bagi perusahaan yang memiliki kinerja *CSR* tinggi. Mahoney dan Roberts (2007) menemukan hasil yang sesuai prediksinya bahwa IO lebih berinvestasi pada perusahaan yang memiliki kinerja *CSR* lebih tinggi. Cahan *et al.* (2017) menemukan tingginya kinerja *CSR* terbukti meningkatkan kepemilikan investor institusi etis seperti lembaga dana pensiun, universitas, agama, lembaga amal dan organisasi nirlaba. Sementara Fauser dan Grüner (2017) menemukan kinerja *CSR* tampak meningkatkan minat investasi investor institusi, khususnya investor institusi jangka panjang.

Untuk konteks Indonesia, hasil penelitian memiliki konsistensi khususnya pada dimensi karyawan (Hanggarwati dan Mutmainah, 2013; Cahyati, 2014), produk (Eriandani, 2014) dan masyarakat (Hanggarwati dan Mutmainah, 2013). Hasil penelitian juga tampak konsisten dengan Harjoto *et al.* (2015) dan Nofsinger *et al.* (2016). Harjoto *et al.* (2015) menginvestigas bagaimana IO, baik secara keseluruhan maupun perjenis (bank, bank investasi, perusahaan asuransi, konsultan efek, dan lain-lain), memandang aktivitas *CSR* perusahaan. Hasil penelitian menyimpulkan investor institusi tidak memandang *CSR* sebagai aktivitas peningkatan nilai semata. Investor institusi akan menyesuaikan kepemilikannya ketika kegiatan *CSR* telah melampaui tingkat optimal yang dirasakan. Sementara Nofsinger *et al.* (2016) menguji preferensi IO terhadap saham dari perusahaan dengan rating kinerja lingkungan dan sosial (*ES*) tertentu (*concern* dan *strengths*). Hasil penelitian menjelaskan IO tampak menghindari saham dari perusahaan dengan kinerja *ES* rendah (*concern*) tetapi tidak jelas

(ambivalen) apakah IO juga mencari saham dari perusahaan dengan kinerja *ES* tinggi (*strengths*).

#### **4.3.1.2. Strategi Skrining Positif terhadap CG**

Pengujian H1b, sebagaimana pada tabel 4.2, menyimpulkan hasil tidak sesuai hipotesis penelitian yang menyatakan pengungkapan *CG* berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi. Ini dapat diartikan IO yang meliputi jenis bank, perusahaan asuransi, perusahaan sekuritas, reksadana, lembaga dana pensiun, yayasan dan koperasi, tidak menerapkan strategi skrining positif terhadap *CG*. IO tidak menaikkan kepemilikannya ketika manajemen perusahaan menaikkan perhatian terhadap *CG*.

Kemungkinan alasan tidak menerapkan strategi skrining positif terhadap *CG* adalah karena IO yang terkait strategi ini masuk dalam kategori pemegang saham minoritas, dengan periode investasi jangka pendek dan berorientasi profit (*capital gain*). Kategori IO sebagai pemegang saham minoritas terlihat dari rata-rata kepemilikan IO sebesar 5,18% (tabel statistik deskriptif). Sementara kegiatan investasi yang berorientasi profit dapat dilihat dari nilai pengaruh positif dan signifikan variabel kontrol kinerja, baik profitabilitas (*ROE*) maupun kinerja saham (*ANRET*), terhadap kepemilikan IO. Dengan karakteristik tersebut maka secara umum IO ketika melakukan investasi tidak mempertimbangkan faktor *CG*. Hal ini karena proses perubahan kebijakan *CG* membutuhkan waktu lama lebih banyak untuk kepentingan pemegang saham pengendali dan pemegang saham dengan orientasi keuntungan deviden.

Konsep strategi skrining mengindikasikan bahwa IO bukan bagian dari pemegang saham utama yang memiliki hak suara atau power dalam mengendalikan manajemen dari dalam perusahaan. Dalam mempengaruhi praktik dan kebijakan manajemen perusahaan, IO jenis ini akan melakukan dengan cara pasif dan dari luar perusahaan, yaitu melalui pembelian dan penjualan saham perusahaan. Terkait CG, mereka tidak menekankan perhatian karena dipandang sudah jelas regulasinya. Peraturan OJK telah mewajibkan penerapan CG pada perusahaan BUMN, bank dan pembiayaan, sementara undang-undang PT mewajibkan penerapan prinsip-prinsip CG pada perusahaan publik. Dengan demikian, IO tidak menerapkan skrining positif terhadap CG.

Argumentasi ini berkesesuaian dengan jawaban survey wawancara oleh investor terkait pertimbangan CG (dewan komisaris dan komite audit) dalam pengambilan keputusan investasi (Utami *et al.* 2021). Utami *et al.* 2021: 51) mengutip jawaban investor tersebut dengan terjemahan sebagai berikut:

*“Sungguh secara umum, para investor dan trader tidak melihat lebih dalam mengenai internal perusahaan, siapa komisioner atau komite auditnya. Karena secara umum kami ketika membeli suatu saham hanya mengharapkan kapital gain. Makanya investasinya lebih ke jangka pendek, bahkan dalam forum investor jarang membicarakan isu ini”*.

Pernyataan jawaban tersebut menyimpulkan bahwa secara umum investor melakukan kegiatan investasi secara jangka pendek dengan mengharapkan *capital gain* dan tidak mempertimbangkan faktor CG.

Temuan penelitian ini tampak konsisten dengan Gillan *et al.* (2010), Hamdan dan Al-Sartawi (2013), Ashrafi dan Muhammad (2013), Hutchinson *et al.* (2013) dan

Fauser dan Grüner (2017) dan Utami *et al.* (2021). Gillan *et al.* (2010) menemukan tingkat kepemilikan saham IO justru lebih tinggi di perusahaan yang memiliki kinerja CG lebih rendah. Hamdan dan Al-Sartawi (2013) menemukan tingkat kepemilikan IO justru meningkat pada perusahaan dengan kinerja CG rendah, tetapi menurun pada perusahaan dengan kinerja CG tinggi. Fauser dan Grüner (2017) menemukan hubungan negatif antara kinerja CG dan IO jangka panjang. Hubungan negatif ini dimungkinkan karena adanya rasa takut IO bahwa perusahaan tidak cukup memiliki keteguhan (persistensi) di masa depan, misalnya jika ada peraturan CG yang lebih ketat. Sementara Utami *et al.* (2021) menginvestigasi apakah investor mempertimbangkan karakteristik dewan komisaris dan komite audit (CG) dalam keputusan investasi. Hasil penelitian menjelaskan investor tidak mempertimbangkan CG dalam keputusan investasi.

#### **4.3.1.3. Strategi Skrining Positif terhadap Masuknya Saham dalam Indeks Saham Berbasis Etis Keyakinan (ISSI)**

Pengujian H1c, sebagaimana terlihat pada tabel 4.2, menyimpulkan hasil sesuai hipotesis penelitian, yang menyatakan masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa IO secara umum menerapkan strategi skrining positif, yaitu akan menaikkan kepemilikan saham pada perusahaan yang masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (indeks ISSI) lebih dari kenaikan kepemilikan pada perusahaan yang tidak masuk indeks ISSI. IO terbukti membedakan

antara saham dalam indeks ISSI dan saham di luar indeks ISSI. Persentasi kepemilikan atas saham yang masuk dalam indeks ISSI yang dimiliki IO lebih besar dibandingkan dengan saham di luar indeks ISSI.

Temuan ini memperkuat konsep IO sebagai investor penghindar resiko (Mahoney dan Roberts, 2007). Sebagai penghindar resiko, IO cenderung konservatif dan berusaha menanamkan dana pada saham beresiko rendah, dimana diantaranya adalah saham-saham yang masuk dalam indek etis berbasis keyakinan seperti indeks ISSI. Hal ini karena indek ISSI tidak memasukan saham perusahaan dalam industri alkohol, tembakau dan perjudian, dimana industri ini dipermasalahkan secara etis (Hong dan Kacperczyk, 2009).

Hasil ini juga konsisten dengan hasil penelitian tentang reaksi investor atas masuknya saham dalam indek etis (Golombik *et al.* 2011; Mazouz *et al.*, 2016; Ng dan Zhu, 2016; Lus yana dan Sherif, 2017). Golombik *et al* (2011), misalnya, dengan obyek *CV400 index*, menemukan dan menyimpulkan manajer investasi beragama Katolik lebih memilih saham dalam indek etis (*CV400 index*) dibandingkan manajer investasi beragama protestan. Mazouz *et al.* (2016), dengan obyek indeks *DJIM*, menemukan dan menyimpulkan perusahaan punya komitmen terhadap etika dan hukum syariah dan informasi ini dianggap sebagai berita baik (*good news*).

Ng dan Zhu (2016) dengan obyek *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index* menemukan reaksi investor di sekitar pengumuman masuknya saham dalam indek tersebut bersifat jangka panjang. Ini menunjukkan bahwa masuk saham pada indek tersebut mendapat perhatian dan pengakuan lebih dari investor institusi. Sementara

Lusyana dan Sherif (2017), dengan obyek indeks ISSI, menemukan masuknya saham dalam indek ISSI berdampak positif terhadap kinerja keuangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor tidak hanya konsen mengenai investasi yang menguntungkan secara keuangan tetapi juga investasi yang beretika.

### **4.3.2. Strategi Investasi Etis Aktivisme**

#### **4.3.2.1. Strategi Aktivisme terhadap CSR**

Pengujian H2a, sebagaimana terlihat pada tabel 4.7, menyimpulkan bahwa dari tiga alternatif variabel IO, IO dengan periode investasi satu tahun ( $IO$ ) dan IO dengan periode investasi dua tahun ( $IO_{t-1}$ ) tidak sesuai hipotesis penelitian, sementara IO dengan periode tiga tahun ( $IO_{t-2}$ ) konsisten dengan hipotesis yang menyatakan kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR. Hasil ini menunjukkan bahwa lamanya investasi IO mempengaruhi penerapan strategi aktivisme. IO yang berinvestasi selama satu atau dua periode tampak belum berhasil menerapkan strategi aktivisme terhadap CSR. Baru setelah tiga periode melakukan kegiatan investasi berhasil menerapkan strategi aktivisme terhadap CSR, yaitu berhasil mempengaruhi manajemen untuk meningkatkan kinerja CSR.

Konsep strategi aktivisme mengindikasikan bahwa IO memiliki kepentingan signifikan dalam perusahaan yang ditunjukkan dengan kepemilikan hak suara (von Wallis dan Klein, 2015). Karena memiliki kepentingan signifikan maka, dengan hak yang dimilikinya, akan berusaha mempengaruhi manajemen agar memperhatikan masalah yang mempengaruhi kontinuitas perusahaan seperti masalah sosial dan



lingkungan (*CSR*). Caranya dapat melalui penulisan surat, dialog dengan manajemen dan dewan direksi, bertanya pada sesi terbuka pertemuan umum tahunan atau mengajukan proposal isu tertentu secara formal (Sjöström, 2008). Melalui perbaikan kinerja *CSR* diharapkan tidak muncul konflik antara perusahaan dan masyarakat yang dapat mengganggu keberlanjutan perusahaan.

Namun demikian temuan ini menunjukkan bahwa IO membutuhkan waktu dalam mempengaruhi manajemen untuk meningkatkan kinerja *CSR*. Untuk jangka pendek (1 atau 2 tahun) tampak IO belum berhasil mempengaruhi manajemen, dan baru berhasil untuk waktu jangka panjang (3 tahun lebih). Hal ini dimungkinkan karena kebijakan manajemen terhadap *CSR* merupakan kebijakan strategis yang perlu dipertimbangkan dan dinegosiasikan dengan para stakeholder utama perusahaan. Kebijakan *CSR* menyangkut investasi yang *cost*-nya lebih lebih sensitif terhadap kelonggaran keuangan dibandingkan *R&D spending*. Manajemen akan mempertimbangkan investasi *CSR* jika tidak mengalami konstrain finansial (Hong et al., 2012). Oleh karena itu keputusan kebijakan membutuhkan waktu yang lama karena perlu mempertimbangkan banyak hal terkait kondisi perusahaan.

Hasil penelitian secara umum konsisten dengan Fauzi et al. (2007), Cahan et al. (2017) dan Dyck et al. (2019). Fauzi et al. (2007) menguji hubungan IO dengan kinerja sosial perusahaan (*CSP*) pada perusahaan di Indonesia tetapi tidak menemukan hubungan antara keduanya. Temuan ini menyimpulkan kebanyakan IO di Indonesia tidak mempertimbangkan *CSP* sebagai bagian keputusan investasinya. Fauzi et al. (2007) hanya menguji IO dengan periode investasi 1 tahun dan tidak menganalisis

periode dua dan tiga tahun. Cahan *et al.* (2017) menemukan IO dengan lama investasi satu periode berpengaruh negatif sementara IO dengan lama investasi dua dan tiga periode berpengaruh positif terhadap *CSR*.

Dyck *et al.* (2019) mengeksplorasi strategi *voice* (aktivisme) oleh IO di 41 negara yang tersebar di wilayah Amerika, Eropa, Asia, Australia dan Afrika. Salah satu IO di Asia yang dianalisis adalah IO di Indonesia. Eksplorasi *voice* dilakukan baik berdasarkan geografi ataupun tipe. Berdasarkan geografis, hasil penelitian menemukan bahwa IO di negara wilayah Amerika, Asia dan Australia tidak (signifikan) mempengaruhi kinerja *CSR*. Bahkan IO di negara wilayah Afrika mempengaruhi secara negatif. Hanya IO di wilayah Eropa yang terbukti mempengaruhi secara positif kinerja *CSR*. Di wilayah ini, masyarakatnya dipandang memiliki kepercayaan yang kuat mengenai pentingnya kepedulian manajemen terhadap *CSR*. Sementara berdasarkan tipe, penelitian Dyck *et al.* menemukan untuk tipe IO *hedge fund* tampak tidak mempengaruhi kinerja *CSR* sedangkan *pension plan* mempengaruhi. Adapun perusahaan investasi dan konsultan efek mempengaruhi kinerja *CSR* apabila berada di wilayah yang masyarakatnya menerapkan norma sosial secara kuat. Seperti halnya Fauzi *et al.* (2007), Dyck *et al.* (2019) juga hanya menguji IO dengan periode investasi 1 tahun dan tidak menganalisis periode investasi IO untuk dua dan tiga tahun.

#### **4.3.2.2. Strategi Aktivisme terhadap CG**

Pengujian H2b, sebagaimana terlihat pada tabel 4.9, menyimpulkan bahwa dari tiga alternatif variabel IO, hanya IO dengan periode investasi tiga tahun ( $IO_{t-2}$ ) yang

konsisten dengan hipotesis. Adapun IO dengan periode investasi satu tahun ( $IO$ ) dan IO dengan periode investasi dua tahun ( $IO_{t-1}$ ) tidak sesuai hipotesis penelitian yang menyatakan kepemilikan pemegang saham institusi berpengaruh positif terhadap pengungkapan  $CG$ . Seperti halnya strategi aktivisme terhadap  $CSR$ . Hasil ini menunjukkan bahwa lamanya investasi IO mempengaruhi penerapan strategi aktivisme terhadap  $CG$ . IO yang berinvestasi selama satu atau dua periode tampak belum berhasil menerapkan strategi aktivisme terhadap  $CG$ . Baru setelah tiga periode melakukan kegiatan investasi berhasil menerapkan strategi aktivisme terhadap  $CG$ , yaitu berhasil mempengaruhi manajemen untuk meningkatkan kinerja  $CG$ .

Lamanya penerapan aktivisme terhadap  $CG$  kemungkinan karena kebijakan  $CG$  merupakan kebijakan strategis yang dalam keputusan penerapannya perlu mempertimbangkan banyak hal. Salah satu pertimbangannya adalah kinerja perusahaan. Hal ini sesuai penjelasan Easton dan Pinder (2018) bahwa ketika perusahaan berkinerja baik (*doing well*), kendala keuangan yang dialami manajer guna memaksimalkan nilai perusahaan akan lebih kecil. Hal ini menjadikan manajer membelanjakan uang perusahaan pada bidang-bidang lain seperti kesejahteraan karyawan dan berbagai kegiatan filantropi, termasuk kegiatan  $ESG$ .

Temuan penelitian juga menunjukkan bahwa meskipun sudah jelas regulasi penerapan  $CG$ , baik bersumber dari POJK atau UU PT, tetapi IO tetap berusaha mempengaruhi manajemen agar meningkatkan kinerja di bidang  $CG$ . Kemungkinan alasannya karena  $CG$  dipandang sebagai mekanisme yang dapat meminimalkan biaya monitoring manajemen perusahaan (Chung dan Zhang, 2011).

Penelitian terdahulu terkait strategi aktivisme terhadap CG secara umum mendasarkan kepemilikan IO dengan satu periode investasi. Penelitian tersebut secara umum konsisten dengan hasil penelitian seperti Brickley *et al.* (1988) dan Almazan *et al.*, (2005). Brickley *et al.* (1988), misalnya, menganalisis hubungan IO dan “*charter amendment*” (CG) dengan terlebih dahulu mengelompokkan IO menjadi *resistant institution* (dana pensiun public, reksadana, dana wakaf, yayasan), *sensitive institution* (bank, perusahaan asuransi, nonbank trusts) dan *indeterminate institution* (dana pensiun perusahaan, perusahaan sekuritas, perusahaan (konsultasi) investasi, koperasi dan lainnya). Brickley *et al.* (1988) menemukan IO reksadana dan lembaga dana pensiun (*resistant institution*) lebih vokal terhadap manajemen terkait “*charter amendment*” dibandingkan bank dan perusahaan asuransi (*sensitive institution*).

Adapun Almazan *et al.* (2005) mengelompokkan IO menjadi *active institutional investors* (IO Aktif) seperti dana pensiun publik dan reksadana dan *passive institutional investors* (IO pasif) seperti bank dan perusahaan asuransi. Almazan *et al.* (2005) menemukan perhatian terhadap sensitivitas kinerja kompensasi manajerial secara umum mengalami kenaikan pada IO aktif, tetapi tidak signifikan pada IO pasif. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil pengujian strategi skrining positif terhadap CG. Hal ini menunjukkan bahwa untuk kasus IO dengan periode investasi satu periode, sama-sama tidak menerapkan strategi investasi etisi baik skrining positif maupun aktivisme.

Namun demikian hasil ini tidak konsisten dengan beberapa penelitian lain seperti Li *et al.* (2006), Li dan Huang (2010), Aggarwal *et al.* (2011), Mizuno dan Shimizu (2015)

dan McCahery et al. (2016). Oleh karena itu, sebagaimana kesimpulan Gillan *et al.*, (2010), hasil ini secara umum tidak mendukung ide bahwa IO lebih suka perusahaan dengan kinerja CG lebih baik. Temuan penelitian menunjukkan bahwa CG, sebagai mekanisme pemenuhan tanggung jawab fidusia dan peminimalan biaya monitoring, belum terbukti memiliki peran dalam menarik IO untuk berinvestasi di perusahaan manufaktur di Indonesia (Chung dan Zhang, 2011).



## **BAB V**

### **KESIMPULAN**

#### **5.1. Kesimpulan**

Proses analisis mendapatkan bukti empiris yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

- a. Pengungkapan *CSR* dan masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (ISSI) berpengaruh positif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.
- b. Pengungkapan *CG* berpengaruh negatif terhadap kepemilikan pemegang saham institusi.
- c. Kepemilikan pemegang saham institusi dengan periode investas satu tahun berpengaruh negatif terhadap pengungkapan *CSR*, sementara kepemilikan pemegang saham institusi dengan periode investasi dua dan tiga tahun berpengaruh positif terhadap pengungkapan *CSR*
- d. Kepemilikan pemegang saham institusi dengan periode investas satu dan dua tahun berpengaruh negatif terhadap pengungkapan *CG*, sementara kepemilikan pemegang saham institusi dengan periode investasi tiga tahun berpengaruh positif terhadap pengungkapan *CG*.
- e. Kajian literatur (teori) secara umum menjelaskan investor institusi menerapkan strategi investasi etis skrining negatif terhadap saham kategori *sin stocks*, strategi skrining positif terhadap masuknya saham dalam indek saham berbasis etis keyakinan dan menerapkan baik strategi skrining positif maupun aktivisme terhadap

lingkungan dan sosial (*CSR*) dan *CG*. Karena keterbatasan penelitian, penulis hanya melakukan pengujian literatur penerapan strategi skrining positif terhadap masuknya saham dalam indeks saham berbasis etis keyakinan dan penerapan baik strategi skrining positif maupun aktivisme terhadap *CSR* dan *CG*. Hasil pengujian menemukan adanya penerapan strategi skrining positif terhadap *CSR* dan masuknya saham perusahaan dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (*ISSI*) dan penerapan strategi aktivisme terhadap *CSR* dan *CG* tetapi tidak menemukan penerapan strategi skrining positif terhadap *CG*.

- f. Penelitian secara umum menemukan investor institusi menerapkan strategi investasi etis skrining positif terhadap *CSR* dan masuknya saham dalam indeks etis berbasis etis keyakinan dan strategi aktivisme terhadap *CSR* dan *CG*. Temuan ini menunjukkan:
- i. Investor institusi memberikan kontribusi dalam menumbuhkan aset investasi etis di Indonesia dan secara tidak langsung telah berperan dalam menumbuhkan perekonomian Indonesia.
  - ii. Investor institusi di Indonesia dalam keputusan investasi disamping mempertimbangkan faktor keuntungan ekonomi juga faktor non-keuangan khususnya faktor sosial, lingkungan, *corporate governance* dan religius.
  - iii. Investor institusi di Indonesia melakukan kegiatan investasi melalui skrining positif dan aktivisme. Strategi skrining positif bersifat pasif, dimana investor institusi akan menaikkan kepemilikan saham jika perusahaan meningkatkan perhatian, khususnya terhadap lingkungan, sosial dan religius. Sedangkan

strategi aktivisme bersifat aktif dimana investor institusi akan meningkatkan kepemilikan pada perusahaan

## **5.2. Saran dan Implikasi**

Mendasarkan uraian hasil di atas, penelitian memberikan saran dan implikasi sebagai berikut:

- a. Penelitian tidak menunjukkan investor institusi menerapkan strategi skrining positif terhadap *CG*. Temuan ini menunjukkan bahwa investor institusi belum mempertimbangkan unsur *CG*. Oleh karena itu perlu ditungkatkan lagi terhadap pemahaman dan sosialisasi atas penting dan manfaatnya unsur *CG* bagi investor institusi.
- b. Penelitian menunjukkan investor institusi menerapkan strategi skrining positif terhadap *CSR*, dan strategi aktivisme terhadap *CSR* dan *CG*. Mendasarkan temuan ini, manajemen perusahaan perlu memberikan perhatian terhadap *CSR* dan *CG*. Hal ini karena kedua faktor ini dapat menarik dan mempertahankan pemegang saham institusinya sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- c. Penelitian menunjukkan investor institusi menerapkan strategi skrining positif terhadap saham perusahaan yang masuk dalam indeks saham berbasis etis keyakinan (*ISSI*). Mempertimbangkan hal ini, Otoritas pasar modal seperti *OJK* dan *BEI* perlu mempertahankan bahkan mengembangkan variasi indeks etis saham berbasis etis keyakinan di Indonesia.



### 5.3. Keterbatasan Penelitian

- a. Penelitian ini tidak menguji penerapan strategi investasi etis “skrining negatif” dengan objek saham kategori *sin stocks*. Hal ini karena pada saat proses eksplorasi data menemukan keterbatasan jumlah sampel dan pengamatan. Keterbatasan ini menjadikan proses olah data tidak menghasilkan output (*Near Singular Matrix*).
- b. Penelitian ini tidak menguji penerapan strategi investasi etis “investasi pengembangan masyarakat”. Penulis mengalami keterbatasan dalam mengeksplorasi unit analisis strategi investasi ini. Strategi investasi pengembangan masyarakat memiliki unit analisis berbeda dengan dengan unit analisis pengujian strategi investasi etis lainnya. Unit analisis pengujian strategi investasi pengembangan masyarakat berupa lembaga privat yang misinya fokus pada pengembangan usaha masyarakat lemah. Lembaga ini sangat terbatas informasinya. Berbeda dengan unit analisis pengujian strategi investasi lainnya yaitu perusahaan publik yang terdaftar di BEI.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M. dan Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Al-Awadhi, A. M. (2017). *Essays on Religious Beliefs and Stock Market Outcomes*. A Thesis. School of Economics, Finance and Marketing College of Business RMIT University. <https://researchbank.rmit.edu.au/view/rmit:162003>.
- Al-awadhi, A. M., Bash, A., Al-mutairi, A. F. dan Al-awadhi, A. M. (2018). Returns of Islamic Stocks in Saudi Arabia: Segmentation and Risk-Aversion. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 238–242.
- Al-Awadhi, A. M. dan Dempsey, M. (2017). Social Norms and Market Outcomes : The Effects of Religious Beliefs on Stock Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.05.008>
- Almazan, A., Hartzell, J. C. dan Starks, L.T. (2005). Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=500262> or
- Al-Najjar, B. (2010). Corporate governance and institutional ownership: Evidence from Jordan. *Corporate Governance*, 10(2), 176–190. <https://doi.org/10.1108/14720701011035693>
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E. dan Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5–6), 447–471. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1)
- Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L. dan Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*. 4:1, 1-23. <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Albaity, M. dan Ahmad, R. (2011). Return performance and leverage effect in Islamic and socially responsible stock indices evidence from Dow Jones (DJ) and Financial Times Stock Exchange (FTSE). *African Journal of Business Management*, 5 (16), 6927–6939. <https://doi.org/10.5897/AJBM10.1063>

- Almilia, L. S. dan Sifa, L. L. (2006). Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *SNA 9 Padang, January*.
- Amory, M. (2016). Do different cultural values affect the excess return of sin stocks? *Vol 2 (2016): Research in Business and Economics (MaRBLe)*, 2, 1–26. <https://doi.org/10.26481/marble.2016.v2.260>
- Angel, J. J. dan Rivoli, P. (1997). Does Ethical Investing Impose A Cost Upon The Firm A Theoretical Perspective. *The Journal of Investing, Winter*, 57–61. <https://doi.org/10.3905/joi.1997.57>
- Areal, N., Cortez, M. C. dan Silva, F. (2010). Investing in mutual funds: Does it pay to be a sinner or a saint in times of crisis? *SSRN Electronic Journal*, 1-22. <http://ssrn.com/abstract=1676391> 1.
- Arora, P. dan Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 136–152. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00843.x>
- Ashrafi, M. dan Muhammad, J. (2013). The preferences of Malaysian institutional investors: Do they change their preferences during time? *International Journal of Business and Society*, 14(3), 444-459. <http://www.ijbs.unimas.my/repository/pdf/>.
- Barnea, A., Heinkel, R. dan Kraus, A. (2005). Green investors and corporate investment. *Structural Change and Economic Dynamics*, 16, 332–346. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2004.04.002>
- Barnea, A. dan Rubin, A. (2006). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(March), 1–34. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Barnett, M. L. dan Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Boubakri, N., Cosset, J-C dan Some, H.Y. (2011). Introduction to Institutional Investors in Global Capital Markets. *International Finance Review*, Vol. 12, 3–13. doi:10.1108/S1569-3767(2011)0000012003
- Beal, D. J., Goyen, M. dan Phillips, P. (2005). Why do we invest ethically? *Journal of Investing*, 14(3), 66–77

- Bernow, S. Klemptner, B. dan Magnin, C. (2017). From ‘why’ to ‘why not’: Sustainable investing as the new normal. McKinsey & Company
- Black, B. S., Jang, H. dan Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms’ market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366–413. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- Bradford, H. (2019). 70% of institutional investors apply ESG to investment decisions – survey. <https://www.pionline.com/esg/70-institutional-investors-apply-esg-investment-decisions-survey>
- Brennan, N. dan Solomon, J. (2008). Corporate governance , accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(7), 885–906. <https://doi.org/10.1108/09513570810907401>
- Brickley, J.A., Lease, R. C. dan Smith, Jr. C.W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 267-291. Bursa Efek Indonesia. 2019. IDX Stock Index Handbook v1.0
- Bushee, B. J., Carter, M. E. dan Gerakos, J. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123–149. <https://doi.org/10.2308/jmar-50550>
- Cahan, S. F., Chen, C. dan Chen, L. (2017). Social Norms and CSR Performance. *Journal of Business Ethics*, 145(3), 493–508. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2899-3>
- Cahyati, A. D. (2014). *Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Kepemilikan Institusional*. 1-9. [http://eprints.dinus.ac.id/8769/1/jurnal\\_1345](http://eprints.dinus.ac.id/8769/1/jurnal_1345).
- Canepa, A. dan Ibnrubbian, A. (2014). Does Faith Move Stock Markets? Evidence from Saudi Arabia. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(4), 538–550. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.04.002>
- Capelle-Blancard, G. dan Monjon, S. (2014). The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? *European Financial Management*, 20(3), 1–43. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1734764>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)

- Çelik, S. dan Isaksson, M. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*. Vol. 2013/2. 93-114.
- Chalabi, J., Guenster, N. dan Kleimeier, S. (2015). *Do Banks Really Care? Social Norms in Bank Lending*. 1-2. <https://studyres.com/doc/22927401/do-banks-really-care%3F-social-norms-in-bank-lending-this-v...>
- Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60(9), 2223–2247. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1863>
- Chen, T., Dong, H. dan Lin, C. (2016). Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility: Evidence from Two Quasi-Natural Experiments. *SSRN Electronic Journal*, November, 1-45. <https://ssrn.com/abstract=2924752>.
- Chen, T., Dong, H. dan Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483–504. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.007>
- Cheung, A. W. K. (2011). Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study. *Journal of Business Ethics*, 99(2), 145–165. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0646-3>
- Chung, K. H. dan Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(01), 247–273. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000682>
- Claassen, D. B. (2010). *Sin Stocks Returns & Collectivism versus Individualism* (Issue April). Thesis. International Economics and Finance, Tilburg University, Amsterdam.
- Colonnello, S., Curatola, G. dan Gioffré, A. (2019). Pricing sin stocks: Ethical preference vs. risk aversion. *European Economic Review*, 118(September), 69–100. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2019.04.006>
- Cortez, M. C., Silva, F. dan Areal, N. (2009). The performance of European socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573–588
- Cowton, C. J. (1994). The Development of Ethical Investment Products. In A. R. Prindle & B. Proshan (Eds.), *Ethical Conflicts in Finance* (pp. 213–232). Blackwell Publishers,.

- Cowton, C. J. (2018). Socially Responsible Investing. In A. Lewis (Ed.), *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour* (pp. 285–304). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781316676349.010>.
- Cox, P., Brammer, S. dan Millington, A. (2008). Pension funds and corporate social performance: An empirical analysis. *Business and Society*, 47(2), 213–241. <https://doi.org/10.1177/0007650306297945>
- Cox, P., Brammer, S. dan Millington, A. (2004). An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 52: 27–43
- Damayanti, M. I. dan Muid, D. (2011). *Hubungan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (CSR Disclosure) dengan Kepemilikan Institutional pada Perusahaan Manufaktur Go Public di Indonesia*. 1–34. [http://eprints.undip.ac.id/29845/1/Jurnal\\_MELISA\\_IKA\\_DAMAYANTI\\_C2C07079.pdf](http://eprints.undip.ac.id/29845/1/Jurnal_MELISA_IKA_DAMAYANTI_C2C07079.pdf)
- Davis, A. J. (2015). The Institutional Appetite for Quack Corporate Governance. *Colum. Bus. L. Rev*, 1(1), 1–120. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2658281>
- Derwall, J., Koedijk, K. dan Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking and Finance*, 35(8), 2137–2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Djamal, S. M. (2018). Pelaksanaan Nilai-Nilai Ajaran Islam Dalam Kehidupan Masyarakat Di Desa Garuntungan Kecamatan Kindang Kabupaten Bulukumba. *Jurnal Adabiyah*, 17(2), 161–179. <https://doi.org/10.24252/jad.v17i1i2a5>
- Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W. dan Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of Management*, 36(6), 1461–1485. <https://doi.org/10.1177/0149206309337896>
- Doidge, C., Dyck, A., Mahmudi, H. dan Virani, A. (2017). *Collective Action and Governance Activism* (Issue August). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2635662>
- Doidge, C., Dyck, A., Mahmudi, H. dan Virani, A. (2019). *Collective Action and Governance Activism*. *May*, 893–933. <https://doi.org/10.1093/rof/rfz008>



- Donaldson, T. dan Preston, L. E. (1995). the Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Dunfee, T. W. (2003). Social Investing : or Backwater ? *Journal of Business Ethics*, 43(3), 247–252.
- Duran-Santomil, P., Otero-gonzalez, L., Correia-domingues, R. H. dan Reboredo, J. C. (2019). Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? *Sustainability*, 11(7), 1–17. <https://doi.org/10.3390/su11102972>
- Dyck, A., Lins, K., Roth, L. dan Wagner, H. F. (2017). Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence. *Journal of Financial Economics, Forthcoming*, 1-78. <https://ssrn.com/abstract=2708589>.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L. dan Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Easton, S. dan Pinder, S. (2018). Theory and empirical evidence on socially responsible investing and investment performance: Implications for fund trustees and their members. *ACFS Commissioned Paper Series*. Monash University.
- Eccles, R. G. dan Klimenko, S. (2019). The investor revolution. *Harvard Business Review*, 2019(May-June), 106–116.
- Erhemjamts, O. dan Huang, K. (2017). Examination of the Relationship between Institutional Ownership Horizon and Corporate Social Responsibility. *SSRN Electronic Journal, November, 12*, 1-53. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3056847>.
- Eriandani, R. (2014). Pengaruh Dimensi Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Future Institutional Ownership. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, XVII(1), 91–110.
- Fabozzi, F. J., Ma, K. C. dan Oliphant, B. J. (2008). Sin Stock Return. *The Journal of Portfolio Management*, 35(1), 82-94. <https://doi.org/10.3905/JPM.2008.35.1.82>.
- Fausser, D. dan Grüner, A. (2017). Effects of CSR Performance and Disclosure on Institutional Ownership. *The European Conference on Sustainability, Energy & the Environment 2017 Official Conference Proceedings, July*, 1–26.

- Fauzi, H., Mahoney, L. dan Rahman, A. A. (2007). Institutional Ownership and Corporate Social Performance: Empirical Evidence from Indonesian Companies. *Issues In Social And Environmental Accounting*, 1(2), 334–347. <https://doi.org/10.22164/isea.v1i2.21>
- Feizizadeh, A. (2012). Corporate Governance: Frameworks. *Indian Journal of Science and Technology*, 5(9), 3353–3361. <https://doi.org/10.1016/b978-0-12-373932-2.00098-3>
- Forte, G. dan Miglietta, F. (2011). A Comparison of Socially Responsible and Islamic Equity Investments. *SSRN Electronic Journal*, 21(21). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1819002>
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, 1-6. <https://www.bnicapital.ch/files/friedman.pdf>.
- GAMCO. (2016). *ESG Investment Approach*. Gamco Asset Management. [www.gabelli.com](http://www.gabelli.com).
- Ghasemi, A dan Zahediasl. S. (2012). Normality Tests for Statistical Analysis: A Guide for Non-Statisticians. *Int J Endocrinol Metab*. 10(2): 486-9. DOI: 10.5812/ijem.3505
- Ghozali, I. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM dan SPSS. In *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm Spss 19* (ed. 5). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gibson, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P. dan Steffen, T. (2020). Responsible Institutional Investing Around the World. Swiss Finance Institute Research Paper No. 20-13. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3525530> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3525530>
- Gillan, S. L. dan Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, *SSRN Electronic Journal*, 13(2), 4–22. <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gillet, P. dan Salaber-Ayton, J. (2017). The recent development and performance of ethical investments. In *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance* (pp. 530–546).



- Glac, K. (2014). *The Influence of Shareholders on Corporate Social Responsibility*. Ethics and Business Law Faculty Publications. 66. <http://ir.stthomas.edu/ocbeblpub/66>
- Gladyssek, O. dan Chipeta, C. (2012). The Impact of Socially Responsible Investment Index Constituent Announcements on Firm Price: Evidence From The JSE. *SAJEMS NS*, 15(4), 429–439.
- Global Reporting Initiative. (2013). Pedomannya Pelaporan Keberlanjutan G4. In *Global Reporting Initiative*. [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)
- Golombik, J., Kumar, A. dan Parwada, J. T. (2011). Does Religion Affect Stock Markets and Institutional Investor Behavior? *SSRN Electronic Journal*, 1-66. <https://ssrn.com/abstract=1746564>.
- Graves, S. B. dan Waddock, S. A. (1994). Institutional Owners and Corporate Social Performance. *The Academy of Management Journal*, 37(4), 1034–1046. <https://doi.org/10.2307/256611>
- Grewal, J. , Serafeim, G. dan Yoon, A. (2016). Shareholder Activism on Sustainability Issues. *Harvard Business School Working Paper*, No. 17-003.
- Grim, D.M., dan Berkowitz, D.B. (2018). *ESG, SRI and Impact Investing: A Primer for Decision - Making*. Vanguard Research. <https://personal.vanguard.com/pdf/ISGESG.pdf>
- GSIA. (2018). *2018 Global Sustainable Investment Review*.
- Guay, T., Doh, J.P. dan Sinclair, G. (2004). Non-Governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications. *Journal of Business Ethics*. 52(1):125-139
- Gujarati, D.N. dan Porter, D.C. (2009). *Basic econometrics*. 5th ed. McGraw-Hill/Irwin: New York
- Hamdan, A. M. dan Al-Sartawi, A. M. (2013). Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Kuwait's Financial Sector. *Jordan Journal of Business Administration*, 9(1), 191–203. <https://doi.org/10.12816/0002053>
- Hanafi, S. M. (2013a). Bukti Empiris Nilai Ekonomik pada Pengumuman Daftar Efek Syariah (DES) di Indonesia. *Asy-Syir'ah: Jurnal Ilmu Syari'ah Dan Hukum*, 47(2), 675–702.

- Hanafi, S. M. (2013b). Islamic Ethical Investment as Mechanism to Mitigate Agency Conflict: An Empirical Study in Indonesian Stock Exchange. *Al-Jami'ah*, Vol. 51, No. 1. DOI: 10.14421/ajis.2013.511.189-216.
- Hanggarwati, K. dan Mutmainah, S. (2013). Analisis Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Institutional Ownership. *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(2), 1–9.
- Hanum, F. (2009). *Etiket-Eстетika dan Komunikasi yang Efektif*. <http://staff.uny.ac.id/sites/default/files/pengabdian/farida-hanum-msi-dr/etiket-estetika-dan-komunikasi-yang-efektif-2009.pdf>
- Harjoto, M., Jo, H. dan Kim, Y. (2015). Is Institutional Ownership Related to Corporate Social Responsibility? The Nonlinear Relation and Its Implication for Stock Return Volatility. *Journal of Business Ethics*, 1–33. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2883-y>
- Hasan, Z. (2009). Corporate Governance: Western and Islamic Perspectives. *International Review of Business Research Papers*, 5(1), 277–293.
- Hassan, M. K. dan Girard, E. (2010). Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes. *Islamic Economic Studies*, 17(2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1808853>
- Heinkel, R., Kraus, A. dan Zechner, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431–449. <https://doi.org/10.2307/2676219>
- Hill, C. W. L. dan Jones, T. M. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hong, H. dan Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>
- Hong, H.G., Kubik, J. D. dan Scheinkman, J. (2012). *Financial Constraints on Corporate Goodness*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1734164> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.173416>
- Hood, M., Nofsinger, J. R. dan Varma, A. (2014). Conservation, Discrimination, and Salvation: Investors' Social Concerns in the Stock Market. *Journal of Financial Services Research*, 45(1), 5–37. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0162-6>

- Hopkins, M. (2014). What is CSR is all about? *Aspirare*, 1(september), 1–22.
- Hoq, M. Z., Saleh, M., Zubayer, M. dan Mahmud, K. T. (2010). The Effect of CSR Disclosure on Institutional Ownership. *Pak. J. Commer. Soc. Sci.*, 4(1), 22–39.
- Hsu, J., Yang, T.-H. dan Sung, P.-S. (2016). SEO firms' lottery-like characteristics, institutional ownership, and long-run performance. *Journal of Business Research SEO*, 69, 2160–2166.
- Huang, H.-H., Wang, C.-P., Lin, K.-H. dan Jhao, W.-R. (2010). Does Corporate Governance Affect Institutional Ownership and Share Repurchase Decisions? *Global Journal of Business Research*, 4(4), 35–41.
- Hughes, S. B., Anderson, A. dan Golden, S. (2001). Corporate environmental disclosures : are they useful in determining environmental performance ? *Journal of Accounting and Public Policy*, 20, 217–240. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(01\)00031-X](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(01)00031-X)
- Humphrey, J. E. dan Lee, D. D. (2011). Australian socially responsible funds – performance, risk and screening intensity. *Journal of Business Ethics*, 102(4), 519-535.
- Hung, C-W. dan Shiu, C-Y. (2016). Trader activities, ownership, and stock price reactions to MSCI standard index changes: Evidence from Taiwan. *Journal of Mult. Financial Management*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.06.002>
- Hutchinson, M., Seamer, M. dan Chapple, L. (E). (2013). Institutional Investors , Risk / Return and Corporate Governance Failures : Practical Lessons from the Global Financial Crisis. *The International Journal of Accounting Symposium, Zhongnan University of Economics and Law*, May, 1–46.
- Huyghebaert, N. dan Hulle, C.V. (2004). The Role of Institutional Investors in Corporate Finance. *Tijdschrift voor Economie en Management*. Vol. XLIX, 4, 689-726.
- Hylton, M. O. (1992). “Socially Responsible” Investing: Doing Good Versus Doing Well in an Inefficient Market. *The American University Law Review*, 42(1), 1–52.
- Inderst, G. dan Stewart, F. (2018). *Incorporating Enviromental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment*. World Bank Group publication. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

- Indriantoro, N. dan Supomo, B. (2009). *Metode Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen* (ed. 1). BPFE.
- Indriastuti, M. (2012). Pengaruh Prinsip-Prinsip Corporate Governance terhadap Abnormal Return. *Solusi*, 11(2), 89–102.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. (1976). Theory of The Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305–360
- Johnson, R. A. dan Greening, D. W. (1999). Ownership Types on Corporate Social Performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 564–576. <https://doi.org/10.2307/256977>
- Kim, I. dan Venkatachalam, M. (2011). Are sin stocks paying the price for their accounting sins? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 415–442. <https://doi.org/10.1177/0148558X11401222>
- Koop, M. (2013). *Socially Responsible Investment Fund Performance : The Impact of Social Screens and Intensity* (Issue August 2013). Thesis. School of Economics and Management, Tilburg University, The Netherlands.
- Kumar, A. (2009). Who Gambles in the Stock Market? *The Journal of Finance*, LXIV(4), 1889–1933. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01483.x>
- Kumar, A., Jeremy, K., Page, J. K. dan Spalt, O. G. (2011). Religious Beliefs, Gambling Attitudes, and Financial Market Outcomes. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 671–708. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.07.001>
- Kumar, A. dan Page, J. K. (2014). Deviations from norms and informed trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 1005–1037. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000519>
- Larcker, D. F., Ormazabal, G. dan Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 431–448. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.002>
- Li, J., Lam, K., Qian, G. dan Fang, Y. (2006). The Effects of Institutional Ownership on Corporate Governance and Performance: An Empirical Assessment in Hong Kong. *Management International Review (MIR)*. Vol. 46, 3, pp. 259 – 276

- Li, Y. dan Huang, M. (2010). An Empirical Study of the Impact of Institutional Investors on Corporate Governance and Corporate Performance, Base on Samples of Familial Listed Companies in China. *The Conference on Web Based Business Management*
- Leventis, S., Hasan, I. dan Dedoulis, E. (2013). The Cost of Sin: The effect of social norms on audit pricing. *International Review of Financial Analysis*, 29, 152–165. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.03.006>
- Lee, M-D. P. dan Lounsbury, M. (2011). Domesticating Radical Rant and Rage: An Exploration of the Consequences of Environmental Shareholder Resolutions on Corporate Environmental Performance. *Business & Society*. 50(1) 155–188
- Liston, D. P. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63–70. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.08.004>
- Liston, D. P. dan Soydemir, G. (2010). Faith-based and sin portfolios: An empirical inquiry into norm-neglect vs norm-conforming investor behavior. *Managerial Finance*, 36(10), 876–885. <https://doi.org/10.1108/03074351011070242>
- Louche, C. dan Lydenberg, S. (2006). Socially Responsible Investment: Differences between Europe and United States. In *Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2006-22*,.
- Louche, C., Arenas, D. dan Cranenburgh, K.C. (2012). From Preaching to Investing: Attitudes of Religious Organisations Towards Responsible Investment. *J Bus Ethics* (2012) 110:301–320. DOI 10.1007/s10551-011-1155-8
- Lusyana, D., dan Sherif, M. (2017). Shariah-compliant investments and stock returns: evidence from the Indonesian stock market. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(2), 143-160. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1746564>.
- Magnússon, M. B. dan Dyremyhr, T. E. (2011). *Ethical Investments* (Issue June). Thesis. Department of Finance, Copenhagen Business School.
- Mahoney, L. dan Roberts, R. W. (2007). Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms. *Accounting Forum*, 31(3), 233–253. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2007.05.001>
- Mazouz, K., Mohamed, A. dan Saadouni, B. (2016). Price Reaction of Ethically Screened Stocks: A Study of the Dow Jones Islamic Market World Index. *Journal of Business Ethics*, 154(3), 683–699. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3389-y>



- Mccahery, J. A., Sautner, Z. dan Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, Volume 71, Issue 6, pp. 2905-2932. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
- Michelson, G., Wailes, N., van der Laan, S. dan Frost, G. (2004). Ethical Investment Processes and Outcomes. *Journal of Business Ethics*, 52(52), 1–10. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033103.12560.be>
- Mizuno, M. dan Shimizu, H. (2015). The Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japan. *Kindai Management Review* Vol. 3. pp. 75-88.
- Miyajima, H. dan Hoda, T. (2015). Ownership Structure and Corporate Governance: Has an Increase in Institutional Investors Ownership Improved Business Performance? *Public Policy Review*, 11(3), 361–393.
- Monks, R., Miller, A. dan Cook, J. (2004). Shareholder activism on environmental issues: A study of proposals at large US corporations (2000–2003). *Natural Resources Forum*. 28, pp. 317–330
- Morrow Sodali (2020). Institutional Investor Survey 2020. *Morrow Sodali's Institutional Investor Survey*.
- Motta, E. dan Uchida, K. (2017). Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Performance. *Asian Finance Association (AsianFA) 2017 Conference*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2909307>
- Mukti, B. T. P., Sudarman, M. dan Chandrarin, G. (2013). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan terhadap Reaksi Pasar. *El Muhasaba: Jurnal Akuntans*, 4(2), 1–27.
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E. W. dan Davis, P. E. (2016). Agency theory: background and epistemology. *Journal of Management History*, 22(4), 437-449
- Nachrowi, N.D. dan Usman, H. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta: LPFEUI.
- Nainawat, R dan Meena, R. (2013). Corporate Governance and Business Ethics. *Global Journal of Management and Business Studies*. Global Journal of Management and Business Studies. Vol. 3, No. 10, pp. 1085-1090.

- Neubaum, D. O. dan Zahra, S. A. (2006). Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effect of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 32(1), 108–131. <https://doi.org/10.1177/0149206305277797>
- Ng, S., dan Zhu, X. (2016). Do Changes in Index Composition Affect the Stock Prices and Trading Volume? The Case of a Shariah-Compliant Index in Malaysia. *Capital Markets Review*, 24(2), 14–39.
- Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors. The International *Journal of Bank Marketing*, 27(1), 5–31. <https://doi.org/10.1108/02652320910928218>
- Nofsinger, J. . R., Chair, W. H. S., Sulaeman, J. dan Varma, A. (2016). *Institutional Investors and Socially Responsible Investments: It Just Makes (Economic) Sense*. 1-62. Working Paper. University of Alaska Fairbanks.
- Oberndorfer, U., Wagner, M. dan Ziegler, A. (2013). Does the Stock Market Value the Inclusion in a Sustainable Stock Index? An Event Study Analysis of German Firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 66, 497–509. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.jeem.2013.04.005>
- OECD. (2011) The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance. Corporate Governance. OECD Publishing. doi: 10.1787/9789264128750-en
- Oh, W-Y., Cha, J. dan Chang, Y.K. (2015). Does Ownership Structure Matter? The Effects of Insider and Institutional Ownership on Corporate Social Responsibility. *J Bus Ethics*. DOI: 10.1007/s10551-015-2914-8.
- Oh, W. Y, Chang, Y. K. dan Martynov, A. (2011). The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104, pp. 283–297. DOI 10.1007/s10551-011-0912-z.
- Ortas, E. dan Moneva, J. M. (2010). Conditional volatility in sustainable and traditional stock exchange indexes: analysis of the Spanish market. *GCG: Revista de Globalización, Competitividad & Gobernabilidad*, 4(2), 104–129.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2019). *Statistik Saham Syariah*. Direktorat Pasar Modal Syariah – Otoritas Jasa Keuangan. <https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/saham-syariah/Default.aspx>

- Panda, B. dan Leepsa, N.M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*. 10(1) 74–95
- Pena, J. dan Cortez, M. C. (2017). *Social screening and mutual fund performance: international evidence*. 1–67. [https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA ANNUAL MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017\\_0206\\_fullpaper.pdf](https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017_0206_fullpaper.pdf)
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia. Nomor 47 Tahun 2012 Tentang Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan Perseroan Terbatas*. (n.d.).
- Rafik, A. dan Lantara, I. W. . N. (2016). An empirical study on index changes on the Indonesia Stock Exchange. *Afro-Asian J. Finance and Accounting*, 6(2), 87–116. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2016.077322>
- Radjak, L. I. dan Kartika, I. Y. (2019). Pengaruh Saham Syariah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Nasional. *Journal Syariah and Accounting Public*, Vol 2, No 1. 60-70.
- Rahmasuciana, D. Y., Alwan, A., Utama, A. S. dan Rofi'i, M. (2016). Dampak Screening Terhadap Harga dan Volume Perdagangan Saham Syariah di Indonesia. *Gadjah Mada International Conference on Islamic Business Research, May*.
- REBECO. (n.d.). *ESG Definition*. *Rebeco Asset Management*. <https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainability-investing/glossary/esg-definition.html>
- Reich, M. C., Wolff, R., Zaring, O., Zetterberg, L., dan Åhman, M. (2001). *Ethical Investments-Towards a Sound Theory and Screening Methodology* (B 1425, Issue October). Swedish Environmental Research Institute.
- Renneboog, L. ., Ter Horst, J., dan Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>
- Renneboog, L., ter Horst, J., dan Zhang, C. (2007a). Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance. In *ECGI Working Paper Series in Finance* (175/2007; 2007-013, Issue 175). <https://doi.org/10.2139/ssrn.985267>
- Renneboog, L., ter Horst, J. dan Zhang, C. (2007b). The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds. In *TILEC Discussion Paper* (Vol. 012).
- Republik Indonesia. Undang-Undang No 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.



- Republik Indonesia. Undang Undang Nomor 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal. (n.d.).
- Revelli, C., dan Viviani, J.-L. (2013). The Link Between SRI and Financial Performance: Effects and Moderators. *Management International*, 17(2), 105–122. <https://doi.org/10.7202/1015403ar>
- Richey, G. (2017). Fewer reasons to sin: a five-factor investigation of vice stock returns. *Managerial Finance*, 43(9), 1016–1033. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0268>
- Rockness, J. dan Williams, P. F. (1988). A descriptive study of social responsibility mutual funds. *Accounting, Organizations and Society*, 13(4), 397–411. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(88\)90013-X](https://doi.org/10.1016/0361-3682(88)90013-X)
- Rosen, B. N., Sandler, D. M. dan Shani, D. (1991). Social issues and socially responsible investment behavior: A preliminary empirical investigation. *Journal of Consumer Affairs*, 25(2), 221–234. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.1991.tb00003.x>
- Ryan, L. V. dan Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27, pp. 554-573
- Salaber, J. (2013). Religion and returns in Europe. *European Journal of Political Economy*, 32, 149–160. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.07.002>
- Saleh, M., Zulkifli, N. dan Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership : Evidence from public listed companies in Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 25(6), 591–613. <https://doi.org/10.1108/02686901011054881>
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M. dan Hamilton, I. . (2009). The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0>
- Schanzenbach, M.M dan Sitkoff, R.H. (2020). ESG Investing: Theory, Evidence, and Fiduciary Principles. *Journal of Financial Planning*, <https://ssrn.com/abstract=3684979>
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189–194. <https://doi.org/10.1023/A:102298182>

- Shleifer, A. dan Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, *LII*(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Siagian, F., Siregar, S. V. dan Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, *3*(1), 4–20. <https://doi.org/10.1108/20440831311287673>
- Simamora, B. (2018). *multicollinearity Test*. [www.bilsonsiamora.com/multivariat/](http://www.bilsonsiamora.com/multivariat/).
- Sjöström, E. (2008). Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: What Do We Know? *Sustainable Development*. *16*, 141–154
- Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment? *Business Ethics: A European Review*, *10*(3), 194–205. <https://doi.org/10.1111/1467-8608.00233>
- Suliyanto. (2018). *Metode Penelitian Bisnis untuk Skripsi, Tesis, dan Disertasi* (ed. 1). Penerbit Andi.
- Trinks, P. J. dan Scholtens, B. (2017). The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, *140*(2), 193–208. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2684-3>
- Tristiari, N. (2005). *Pengaruh Penerapan Corporate Governance terhadap Abnormal Return pada Saat Pengumuman Laporan Keuangan 2003*. Thesis, Program Pascasarjana, Universitas Diponegoro.
- Troberg, K. (2016). *Sin Stock Returns on European Markets*. Thesis. Department of Finance, School of Business, Aalto University.
- Tseng, M. L., Tan, P. A., Jeng, S. Y., Lin, C. W. R., Negash, Y. T. dan Darsono, S. N. A. C. (2019). Sustainable investment: Interrelated among corporate governance, economic performance and market risks using investor preference approach. *Sustainability (Switzerland)*, *11*(7), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su11072108>
- Utami, Y. dan Mubarak, A. (2016). Kandungan Informasi Ekonomi Saham dalam Indek Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Prosiding SNaPP2016 Sosial, Ekonomi, Dan Humaniora*, *1*, 293–300.

- Van Stekelenburg, A., Georgakopoulos, G., Sotiropoulou, V., Vasileiou, K. Z. dan Vlachos, I. (2015). The Relation between Sustainability Performance and Stock Market Returns: An Empirical Analysis of the Dow Jones Sustainability Index Europe. *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), 74–88. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n7p74>
- Vanwalleghem, D. (2013). *The real effects of socially responsible investing: Disagreement on the doing well while doing good hypothesis and the cost of capital*. 1-36. [https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2014/10/Vanwalleghem\\_The-real-effects-of-socially-responsible-investing\\_1.pdf](https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2014/10/Vanwalleghem_The-real-effects-of-socially-responsible-investing_1.pdf)
- Viviers, S. dan Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research—General trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1–16.
- von Wallis, M. dan Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61–98. <https://doi.org/10.1007/s40685-014-0015-7>
- Wahab, E. A. A., How, J. dan Verhoeven, P. (2008). Corporate governance and institutional investors: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 67–90. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00262>
- Wibawa, A., Sujana, E. dan Putra, I. M. P. A. (2014). Pengaruh Good Corporate Governance (GCG), Kinerja Keuangan dan Corporate Social Responsibility (CSR) Terhadap Reaksi Investor pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013. *E-Journal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha*, 2(1), 1–12.
- Wilburn, K. dan Wilburn, R. (2013). Using Global Reporting Initiative indicators for CSR programs. *Journal of Global Responsibility*, 4(1), 62–75. <https://doi.org/10.1108/20412561311324078>
- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika, Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan EViews*. Edisi Kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Widiyanti, M. dan Sari, M. (2019). Kajian Pasar Modal Syariah Dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *EKONOMIKAWAN : Jurnal Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan* Vol. 19 No. 1, 21-30

- Widyawati, L. (2019). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Bus Strat Env.*, 1–19.
- Utami, W., Surjandari, D.A. dan Akbar, T. (2021). A Study on Financial Statements Quality Based on Characteristic of Board Commissioners and Audit committee: An Explanatory Sequential Mixed-Method Approach. *Journal of Organisational Studies and Innovation*. Vol. 8, No.2, 40-56
- Wiyono, G. (2011). *Merancang Penelitian Bisnis dengan alat Analisis SPSS dan SmartPLS* (ed. 1). UPP STIM YKPN.
- Yazi, E. (2015). The Effects of Shariah Compliance Announcement towards Stock Price Changes in Malaysia. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(11), 1019–1023. <https://doi.org/10.7763/joebm.2015.v3.327>
- Yin, J., Rothlin, S., Li, X. dan Caccamo, M. (2013). Stakeholder Perspectives on Corporate Social Responsibility ( Csr ) of Multinational Companies in China. *Journal of International Business Ethics*, 6(1–2), 57–72.
- Żygadło, K. D., Ryszawska, B., Słoński, T. dan Zawadzki, B. M. (2014). Investor' Reactions for Sustainability Index Inclusion-RIs CSR a Good News? *Folia Oeconomica*, 2 (300), 45–59.

## DAFTAR LAMPIRAN

### Lampiran 1

#### **Pernyataan Aktivitas CSR menurut Saleh, Zulkifli dan Muhamad (2010)**

1. Hubungan Ketenagakerjaan
  - 1) Kesehatan dan Keamanan Tenaga Kerja
  - 2) Pelatihan dan Pendidikan Tenaga Kerja
  - 3) Manfaat Tenaga Kerja
  - 4) Profil Tenaga Kerja
  - 5) Opsi berbagi untuk tenaga kerja
  - 6) Penghargaan atas kesehatan dan keamanan tenaga kerja
2. Keterlibatan Masyarakat
  - 7) Program bantuan tunai
  - 8) Program amal
  - 9) Program beasiswa
  - 10) Menjadi sponsor untuk kegiatan olah raga
  - 11) Mendukung kebanggaan nasional
  - 12) Proyek umum
3. Produk
  - 13) Pengembangan produk
  - 14) Keamanan produk
  - 15) Kualitas produk
  - 16) Pelayanan pelanggan
4. Lingkungan
  - 17) Kontrol polusi
  - 18) Program pencegahan dan perbaikan
  - 19) Konservasi dan daur ulang bahan
  - 20) Penghargaan dalam program lingkungan

## Lampiran 2.

### **Pernyataan Pengungkapan Kelengkapan Corporate Governance menurut Siagian, Siregar dan Rahadian (2013)**

#### A. Hak Pemegang Saham

Perusahaan melakukan pengungkapan yang menunjukkan (dapat disimpulkan) bahwa:

- 1) Perusahaan memberi tahu kegiatan rapat umum pemegang saham tahunan (RUPS) dalam satu tahun terakhir, termasuk pemberitahuan RUPS mengenai (i) penunjukan direktur dan komisaris, (ii) Penunjukan auditor dan (iii) pembayaran dividen?
- 2) Keputusan tentang remunerasi anggota dewan (komisaris dan direktur) disetujui oleh pemegang saham setiap tahun.
- 3) Remunerasi dewan (komisaris dan direktur) disajikan secara sendiri-sendiri.
- 4) Tidak ada anggota dewan yang memiliki lebih dari 25% saham beredar.

#### B. Perlakuan yang sama diantara pemegang saham

Perusahaan melakukan pengungkapan yang menunjukkan (dapat disimpulkan) bahwa:

- 5) Tidak pernah ada kasus insider trading yang melibatkan direktur dan komisaris perusahaan dalam dua tahun terakhir.
- 6) Perusahaan memberikan alasan / penjelasan tentang transaksi pihak terkait yang memengaruhi korporasi.
- 7) Tidak pernah ada kasus ketidakpatuhan terkait transaksi pihak terkait dalam dua tahun terakhir
- 8) Perusahaan memberi tahu beberapa hari sebelum pelaksanaan rapat umum pemegang saham.

### C. Peran stakeholder

Perusahaan melakukan pengungkapan yang menunjukkan (dapat disimpulkan) bahwa:

- 9) Perusahaan secara eksplisit menyebutkan keselamatan dan kesejahteraan karyawannya.
- 10) Perusahaan secara eksplisit menyebutkan peran pemangku kepentingan utama seperti pelanggan atau masyarakat luas (atau kreditor atau pemasok)
- 11) Perusahaan secara eksplisit menyebutkan masalah lingkungan dalam komunikasi publiknya
- 12) Perusahaan menyediakan ESOP (Program Opsi Saham Karyawan) atau program insentif karyawan jangka panjang lainnya yang terkait dengan penciptaan nilai pemegang saham kepada karyawan.

### D. Pengungkapan dan transparansi

Perusahaan melakukan pengungkapan yang menunjukkan (dapat disimpulkan) bahwa:

- 13) Perusahaan memiliki struktur kepemilikan yang tersebar.
- 14) Perusahaan, dalam laporan tahunannya, menjelaskan informasi tentang a) Kinerja keuangan, b) Operasi bisnis dan posisi kompetitif, d) Dasar remunerasi dewan, e) Risiko operasi
- 15) Adanya pernyataan yang meminta direksi untuk melaporkan transaksi saham perusahaannya.
- 16) Perusahaan memiliki audit internal yang ditetapkan sebagai unit terpisah dalam perusahaan
- 17) Terdapat kualifikasi akuntansi dalam laporan keuangan auditan selain kualifikasi ketidakpastian situasi.
- 18) Perusahaan memiliki beberapa saluran akses informasi, termasuk: a) Situs web perusahaan, b) briefing analis, c) Konferensi pers / briefing pers.
- 19) Laporan keuangan disajikan tepat waktu



- 20) Perusahaan memiliki situs web yang mengungkapkan informasi terkini, tentang: a) Operasi bisnis, b) Laporan keuangan, c) Siaran pers, d) Struktur kepemilikan saham, e) Struktur organisasi, f) Struktur grup perusahaan, g) Laporan tahunan yang dapat diunduh, h) Laporan sementara yang dapat diunduh, i) Tersedia dalam Bahasa Indonesia dan Bahasa Inggris.
- 21) Perusahaan mengungkapkan fee untuk auditor eksternal.
- 22) Laporan Tahunan perusahaan mengungkapkan dalam bagian tersendiri mengenai kinerja perusahaan dalam menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan.
- 23) Perusahaan menyajikan daftar lengkap anggota Dewan Komisaris, termasuk nama masing-masing anggota dewan komisaris.
- 24) Perusahaan menyajikan daftar lengkap anggota Dewan Komisaris, termasuk termasuk rincian pekerjaan sebelumnya.
- 25) Perusahaan menyajikan daftar lengkap anggota Dewan Komisaris, termasuk kualifikasi pendidikan masing-masing anggota dewan komisaris.
- 26) Perusahaan menyajikan daftar lengkap anggota Dewan Komisaris, termasuk jabatan anggota dewan komisaris di perusahaan lain.

#### E. Tanggung jawab dewan

Perusahaan melakukan pengungkapan yang menunjukkan (dapat disimpulkan) bahwa:

- 27) Perusahaan memiliki aturan tata kelola perusahaan secara tertulis yang dengan jelas menggambarkan sistem nilai dan tanggung jawab dewan.
- 28) Dewan komisaris memberikan kode etik atau pernyataan perilaku bisnis kepada semua direktur dan karyawan dan memastikan mereka mengetahui dan memahami kode tersebut.
- 29) Terdapat pengungkapan pedoman perusahaan yang penerapannya memerlukan persetujuan dewan komisaris.
- 30) Laporan tahunan perusahaan termasuk di dalamnya adalah laporan dari dewan komisaris.



- 31) Perusahaan memiliki visi / misi perusahaan.
- 32) Perusahaan mematuhi aturan atau regulasi BEI/OJK selama dua tahun terakhir.
- 33) Anggota dewan telah berpartisipasi dalam pelatihan tata kelola perusahaan.
- 34) Perusahaan melaporkan rapat dewan yang dihadiri masing-masing anggota dewan komisaris
- 35) Dewan komisaris bertemu beberapa kali di satu tahun kalender.
- 36) Perusahaan melaporkan rapat dewan yang dihadiri masing-masing anggota dewan direksi.
- 37) Dewan direksi bertemu beberapa kali di satu tahun kalender.
- 38) Di antara anggota dewan komisaris, terdapat beberapa anggota yang merupakan komisaris independen.
- 39) Ketua dewan komisaris adalah komisaris independen.
- 40) Perusahaan menyatakan dalam laporan tahunannya definisi independen.
- 41) Perusahaan menginformasikan Jumlah anggota dewan komisaris.
- 42) Kinerja individu anggota Dewan Komisaris dievaluasi.
- 43) Perusahaan menjelaskan kriteria untuk mengevaluasi kinerja dewan direksi.
- 44) Dewan menunjuk komite independen dengan anggota independen untuk melaksanakan berbagai tanggung jawab kritis seperti: a) Komite audit, b) Komite kompensasi, c) Direktur atau komite nominasi.
- 45) Perusahaan menilai komite audit berdasarkan kriteria berikut: a) Ukuran komite audit, b) Anggota, independen, c) Latar belakang keuangan / akuntansi, d) Ketua.
- 46) Pengungkapan dilakukan atas dasar pemilihan anggota komite audit.
- 47) Perusahaan mengungkapkan laporan komite audit dalam laporan tahunan.
- 48) Penilaian kualitas laporan komite audit dalam laporan tahunan, termasuk: a) Frekuensi pertemuan, b) Pengendalian internal, c) Pengendalian manajemen, d) Auditor yang diusulkan, e) Review laporan keuangan, f)

Kepatuhan hukum, g) Cakupan, hasil, dan efektivitas audit, h) Kecukupan fungsi audit internal, i) Kesimpulan atau pendapat.

- 49) Penjelasan daftar lengkap anggota komite audit.
- 50) Sekretaris perusahaan menghadiri semua rapat dewan direksi.
- 51) Perusahaan memberikan rincian kontak untuk orang yang berhubungan dengan investor tertentu.
- 52) Perusahaan memiliki skema opsi untuk manajemen puncak.



### Lampiran 3

#### Output Olah Data Regresi Data Panel dengan Eviews 10

##### A. Analisis Deskriptif

Variabel	n	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
IO	645	5.18	76.00	0.00	10.13
CSRDI	645	56.75	95.00	5.00	17.22
CGDI	645	80.13	98.08	38.46	10.79
DDES	645		1	0	
ROE	645	10.72	255.46	-1104.04	84.53
ANRET	645	0.03	3.65	-0.60	0.25
CR	645	224.39	2170.45	2.14	199.96
TV	645	6.22	437.46	0.00	24.00
DAR	645	46.06	665.62	3.87	36.28
BETA	645	0.94	42.94	-50.17	4.58
IRISK	645	0.25	10.53	0.00	0.84
ASSET	645	29.04	33.92	0.85	2.11
LMV	645	29.30	33.94	23.33	2.39
LQ45	645		1	0	0.41
EP	645	50.78	4677.20	-332.22	449.66
DP	645	3.81	158.49	0.00	16.28
BP	645	215.22	74409.90	-1621.89	2934.05
SALEGRW	645	8.74	594.73	-98.01	37.72

##### B. Persamaan Regresi 1 (Pengujian Hipotesis 1a, b, c)

###### 1. Model Regresi Data Panel

a) Tabel CEM

Dependent Variable: IO

Method: Panel Least Squares

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 181

Total panel (unbalanced) observations: 645

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSRDI	-0.059555	0.029368	-2.027896	0.0430
CGDI	-0.089198	0.048049	-1.856402	0.0639
DDES	1.658998	1.333770	1.243841	0.2140

Dilanjutkan ...

Lanjutan ...

ROE	-0.003360	0.004921	-0.682718	0.4950
ANRET	-1.299589	1.750057	-0.742598	0.4580
CR	0.002972	0.002282	1.302410	0.1933
TV	0.003617	0.016521	0.218930	0.8268
DAR	0.033740	0.014193	2.377170	0.0177
BETA	0.084285	0.087981	0.957991	0.3384
IRISK	0.197249	0.489361	0.403074	0.6870
ASSET	-0.201987	0.248549	-0.812668	0.4167
LMV	-0.395288	0.290988	-1.358435	0.1748
LQ45	0.776194	1.391580	0.557779	0.5772
EP	-0.000434	0.000890	-0.487909	0.6258
DP	-0.018295	0.024367	-0.750806	0.4531
BP	-1.87E-05	0.000133	-0.140501	0.8883
SALEGRW	0.011394	0.010656	1.069280	0.2854
C	29.39562	8.606582	3.415482	0.0007

b) Tabel FEM

Dependent Variable: IO

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 181

Total panel (unbalanced) observations: 645

Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSRDI	0.001916	0.000443	4.324472	0.0000
CGDI	-0.024819	0.002847	-8.716965	0.0000
DDES	0.147280	0.022651	6.502278	0.0000
ROE	0.000838	0.000227	3.696889	0.0002
ANRET	0.439264	0.098751	4.448180	0.0000
CR	-4.79E-05	9.37E-05	-0.511503	0.6093
TV	-0.026587	0.001307	-20.34081	0.0000
DAR	0.003759	0.001513	2.484206	0.0133
BETA	0.016687	0.003315	5.033358	0.0000
IRISK	0.001814	0.032450	0.055888	0.9555
ASSET	-0.039420	0.004478	-8.803078	0.0000
LMV	0.057229	0.022638	2.527962	0.0118

Dilanjutkan ...

Lanjutan ...

LQ45	1.213666	0.345410	3.513696	0.0005
EP	-3.12E-05	2.84E-05	-1.100149	0.2719
DP	-0.000530	0.000514	-1.029612	0.3037
BP	1.66E-05	1.01E-06	16.43331	0.0000
SALEGRW	0.001514	0.000515	2.939855	0.0035
C	6.098429	0.681963	8.942469	0.0000

c) Tabel REM

Dependent Variable: IO

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 181

Total panel (unbalanced) observations: 645

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSRDI	-0.007279	0.029234	-0.249000	0.8034
CGDI	-0.073196	0.038837	-1.884708	0.0599
DDES	0.045988	0.786986	0.058436	0.9534
ROE	0.000909	0.001432	0.634898	0.5257
ANRET	-0.209359	0.427513	-0.489713	0.6245
CR	-6.97E-05	0.001750	-0.039810	0.9683
TV	-0.019599	0.011153	-1.757277	0.0794
DAR	0.011213	0.004249	2.638861	0.0085
BETA	0.036020	0.024069	1.496559	0.1350
IRISK	0.304153	0.217375	1.399209	0.1622
ASSET	-0.158178	0.107147	-1.476263	0.1404
LMV	-0.302260	0.203326	-1.486577	0.1376
LQ45	1.760556	1.537127	1.145355	0.2525
EP	-0.000111	0.000201	-0.553108	0.5804
DP	-0.002598	0.002520	-1.031006	0.3029
BP	6.21E-06	1.11E-05	0.560044	0.5757
SALEGRW	0.003785	0.005787	0.654057	0.5133
C	24.05052	6.551118	3.671209	0.0003

## 2. Pemilihan Model Terbaik

Pemilihan model terbaik dilakukan dengan langkah-langkah:

### a) Memilih model terbaik antara Random effect Model (REM) dan Fixed Effect Model (FEM) melalui Uji Hausman

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

#### 1) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0: \rho_{\mu_i X_i} = 0$  : Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai

$H_1: \rho_{\mu_i X_i} \neq 0$  : Efek *cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain sehingga FEM lebih sesuai

Dengan taraf signifikansi  $\alpha=10\%$

#### 2) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji *Hausman* adalah sebagai berikut:

$$\hat{h} = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})^t [V(\hat{\beta}_{FEM}) - V(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika nilai statistik Hausman  $\hat{h} \geq \chi^2_{\alpha(k)}$  atau nilai Prob  $\leq 10\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain. Statistik uji Hausman ini mengikuti distribusi statistik chikuadrat dengan derajat bebas k, dengan k adalah banyak variabel independen.

Proses Uji *Hausman* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: HAUMASN\_PERS1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	35.323913	17	0.0056

Tabel tersebut menunjukkan hasil uji *Hausman* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,006. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari 5% (nilai Prob = 0,006 <  $\alpha = 5\%$ ), maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai, ditolak. Hal ini berarti *efek cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini.

**b) Melakukan Uji Spesifikasi Fixed effect Model (FEM) terhadap Common Effect Model (CEM) melalui Uji Chow.**

Langkah-langkahnya sebagai berikut:

c) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_N = 0$  {Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga CEM lebih sesuai}

$H_1: \text{Sekurang-kurangnya ada 1 } \mu_i \neq 0$  {Efek perbedaan *cross section* berarti, sehingga FEM lebih sesuai}

d) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji Chow adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{(e^t e_{CEM} - e^t e_{FEM}) / (N - 1)}{(e^t e_{FEM}) / (NT - N - k)} \sim F_{(N-1)(NT-N-k)}$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika  $F_{Hitung} \geq F_{Tabel}$ , atau nilai  $Prob \leq 5\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain, dimana  $F_{Tabel} = F_{(N-1)(NT-N-k)}$ .  $N$  = banyak *cross-sectional* dan  $T$  = banyak *time-series*.

Proses Uji *Chow* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: CHOW\_PERS1  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1709.09552	9 (180,447)	0.0000

Tabel tersebut menunjukkan bahwa hasil uji *Chow* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,000. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari 5% (nilai  $Prob = 0,000 < \alpha = 5\%$ ). Maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga CEM lebih sesuai, ditolak. Hal ini berarti efek dari unit *cross-sectional* berarti dalam model, sehingga dapat disimpulkan *Fixed effect* berarti untuk perbedaan efek *cross section* (perusahaan) secara keseluruhan. Berdasarkan penjelasan di atas disimpulkan model yang paling tepat adalah *fixed effect model (FEM)*.

### 3. Uji Asumsi Klasik

#### a) Uji Normalitas

Pemeriksaan asumsi normalitas ini dilakukan menggunakan uji Jarque Bera dan Uji Kolmogorov-Smirnov (KS).

##### 1) Uji Jarque Bera

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Jarque Bera dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : F(e) = F_0(e)$  { Data residu berdistribusi normal }

$H_1 : F(e) \neq F_0(e)$  { Data residu tidak berdistribusi normal }

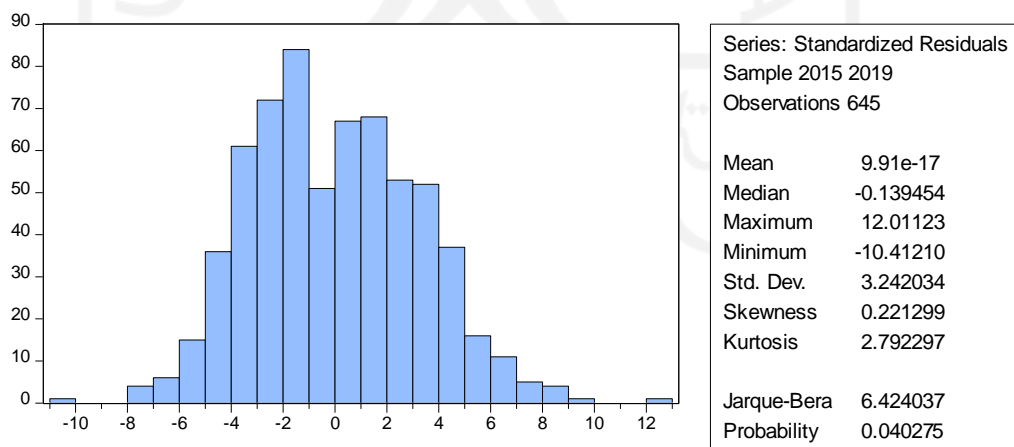
Statistik uji Jarque-Bera tampak sebagai berikut:

$$JB = N \left[ \frac{S_k^2}{6} + \frac{(K_u - 3)^2}{24} \right]$$

Dimana  $N$  adalah banyaknya data,  $Sk$  adalah skewness (kemencengan) dan  $Ku$  adalah kurtosis (keruncingan).

Adapun kriteria pengujian adalah: menolak  $H_0$  apabila nilai statistik uji  $JB \geq \chi^2_{(\alpha,2)}$  atau nilai probabilitas ( $p_{value}$ )  $< \alpha$ , menerimanya dalam hal lain.

Output Minitab untuk Uji Jarque-Bera dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:





Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,0402$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,01 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0.0402 > \alpha = 0,01$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal. Akan tetapi apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0.0402 < \alpha = 0,05$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  ditolak. Artinya bahwa residu dalam model tidak berdistribusi normal.

Meskipun demikian karena sampel analisis memiliki ukuran yang besar, maka asumsi normalitas mungkin tidak terlalu krusial atau menjadi masalah yang besar. Hal ini sesuai Gujarati dan Porter (2009) dan Ghasemi dan Zahediasl (2012). Gujarati dan Porter (2009: 99) menyatakan “*these days there many crosssection and time series data that have a fairly large number of observations. Therefore, the normality assumption may not be very crucial in large data sets*”. Sementara Ghasemi dan Zahediasl (2012: 486) menjelaskan: “*With large enough sample sizes (> 30 or 40), the violation of the normality assumption should not cause major problems*” ... “*If we have samples consisting of hundreds of observations, we can ignore the distribution of the data*”.

## 2) Uji Kolmogorov-Smirnov (KS)

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : F(x) = F_0(x) \{ \text{Data residu berdistribusi normal} \}$$

$$H_1 : F(x) \neq F_0(x) \{ \text{Data residu tidak berdistribusi normal} \}$$

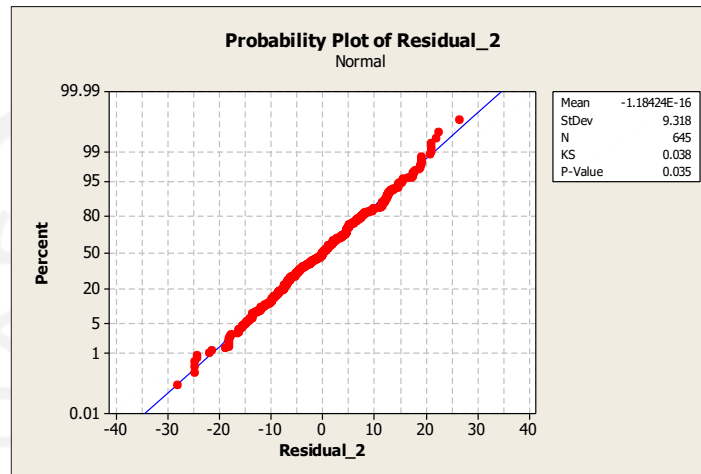
Statistik uji Kolmogorov-Smirnov tampak sebagai berikut:

$$D_n = \text{Maksimum} |S_n(x) - F_0(x)|$$

Dengan,  $F_0(x)$  = fungsi distribusi kumulatif yang dihipotesiskan.  $S_n(x)$  = fungsi distribusi kumulatif empiris dari data pengamatan.

Adapun kriteria pengujianya adalah: menolak  $H_0$  Jika  $D_n \geq D_{\text{Tabel}}$  atau  $p_{\text{value}} \leq \alpha$ , dan menerimanya dalam hal lain. Dengan  $D_{\text{Tabel}} = D_\alpha$  dan  $\alpha$  adalah taraf signifikansi.

Output Minitab untuk Uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,035$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,01 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,035 > \alpha = 0,01$ , sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal. Akan tetapi apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,035 < \alpha = 0,05$ , sehingga mendasarkan kriteria di atas  $H_0$  ditolak. Artinya bahwa residu dalam model tidak berdistribusi normal).

Meskipun demikian, sebagaimana dijelaskan di atas, karena sampel analisis memiliki ukuran yang besar, maka asumsi normalitas mungkin tidak terlalu krusial atau menjadi masalah yang besar (Gujarati dan Porter, 2009); Ghasemi dan Zahediasl, 2012).

#### b) Uji Multikolinearitas

Tabel hasil uji multikolineritas dengan koefisien korelasi antar variabel independen dengan dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:

	DSIN1	CSRDI	CGDI	DDES	ROE	ANRET	CR	TV	DAR	BETA	IRISK	ASSET	LMV	LQ45	EP	DP	BP	SALEGRW
DSIN1	1.00	-0.08	0.13	-0.51	0.16	-0.03	0.04	-0.06	-0.02	-0.01	-0.06	0.14	0.30	0.15	-0.03	-0.01	-0.02	-0.02
CSRDI	-0.08	1.00	0.56	0.11	0.13	-0.01	-0.03	0.00	0.04	0.07	-0.03	0.33	0.35	0.26	0.10	0.12	0.06	0.00
CGDI	0.13	0.56	1.00	0.13	0.17	-0.01	-0.01	-0.07	-0.09	0.09	-0.04	0.31	0.48	0.34	0.02	0.09	0.01	-0.03
DDES	-0.51	0.11	0.13	1.00	0.13	0.06	0.18	0.05	-0.28	0.03	0.07	-0.06	0.05	0.00	0.05	0.06	0.03	0.02
ROE	0.16	0.13	0.17	0.13	1.00	0.02	0.02	-0.05	-0.06	0.00	0.03	0.06	0.25	0.16	0.01	0.03	-0.01	0.05
ANRET	-0.03	-0.01	-0.01	0.06	0.02	1.00	-0.03	0.00	0.38	-0.01	0.08	-0.10	-0.02	-0.05	-0.02	-0.06	-0.01	0.06
CR	0.04	-0.03	-0.01	0.18	0.02	-0.03	1.00	-0.07	-0.42	0.06	-0.04	-0.09	-0.06	0.05	-0.03	0.03	-0.01	-0.07
TV	-0.06	0.00	-0.07	0.05	-0.05	0.00	-0.07	1.00	-0.02	-0.03	0.07	-0.11	-0.08	-0.07	-0.01	-0.02	-0.01	0.08
DAR	-0.02	0.04	-0.09	-0.28	-0.06	0.38	-0.42	-0.02	1.00	-0.12	-0.03	0.02	-0.15	-0.11	-0.02	-0.01	-0.03	0.01
BETA	-0.01	0.07	0.09	0.03	0.00	-0.01	0.06	-0.03	-0.12	1.00	0.00	0.05	0.11	0.06	-0.01	0.03	-0.02	-0.19
IRISK	-0.06	-0.03	-0.04	0.07	0.03	0.08	-0.04	0.07	-0.03	0.00	1.00	-0.22	0.02	0.06	-0.02	0.01	-0.01	0.07
ASSET	0.14	0.33	0.31	-0.06	0.06	-0.10	-0.09	-0.11	0.02	0.05	-0.22	1.00	0.58	0.48	0.11	0.00	0.02	-0.02
LMV	0.30	0.35	0.48	0.05	0.25	-0.02	-0.06	-0.08	-0.15	0.11	0.02	0.58	1.00	0.69	0.09	0.04	-0.01	-0.02
LQ45	0.15	0.26	0.34	0.00	0.16	-0.05	0.05	-0.07	-0.11	0.06	0.06	0.48	0.69	1.00	0.18	-0.05	-0.03	-0.06
EP	-0.03	0.10	0.02	0.05	0.01	-0.02	-0.03	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	0.11	0.09	0.18	1.00	0.00	-0.01	0.00
DP	-0.01	0.12	0.09	0.06	0.03	-0.06	0.03	-0.02	-0.01	0.03	0.01	0.00	0.04	-0.05	0.00	1.00	-0.01	0.01
BP	-0.02	0.06	0.01	0.03	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.02	-0.01	0.02	-0.01	-0.03	-0.01	-0.01	1.00	-0.01
SALEGRW	-0.02	0.00	-0.03	0.02	0.05	0.06	-0.07	0.08	0.01	-0.19	0.07	-0.02	-0.02	-0.06	0.00	0.01	-0.01	1.00

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independent seluruhnya memiliki nilai korelasi dibawah 0,90. Dengan demikian, tidak terjadi multikolinearitas yang tinggi antar variabel independent, termasuk antar variabel control, sehingga asumsi telah terpenuhi.

### c) Uji Autokorelasi

Pengujian Autokorelasi dilakukan menggunakan uji Durbin Watson (DW) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

$H_0 : \rho = 0$  {Tidak terjadi autokorelasi antar residual}

$H_1 : \rho \neq 0$  {Terjadi autokorelasi antar residual}

Dengan taraf signifikansi  $\alpha=5\%$

Statistik uji DW adalah sebagai berikut:

$$DW = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it} - \hat{e}_{i,t-1})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it})^2}$$

Adapun kriteria pengujianya adalah: Jika  $DW < d_L$  atau  $d_{Hitung} > (4-d_L)$ ,  $H_0$  ditolak, berarti ada autokorelasi. Jika  $d_U > DW < (4 - d_U)$ ,  $H_0$  diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi. Jika  $d_L < DW < d_U$  atau  $(4-d_U) < DW < (4-d_L)$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

Output uji autokorelasi menggunakan Uji Durbin Watson (DW) dengan program Eviews 10 tampak dalam tabel sebagai berikut:

Dependent Variable: IO  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 181  
 Total panel (unbalanced) observations: 645  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

R-squared	0.999077	Mean dependent var	31.93646
Adjusted R-squared	0.998671	S.D. dependent var	123.7465
S.E. of regression	3.891407	Sum squared resid	6768.944
F-statistic	2457.347	Durbin-Watson stat	2.131861
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai  $DW = 2.131861$ . Dengan  $\alpha = 5\%$ ,  $k = 18$  dan  $n = 645$  nilai  $D_U = 1.92494$  dan  $D_L = 1.81766$ , diperoleh  $DW = 2.131861$  berada pada interval  $2.07596 > DW < 2.18234$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

#### d) Uji Heteroskedastisitas

Masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan uji Glejser yaitu melakukan regresi nilai absolut residual  $|e_{it}|$  dengan variabel bebasnya, dengan salah satu bentuk fungsional  $|e_{it}| = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + v_{it}$ . Jika hasil uji Glejser tersebut menemukan nilai koefisien regresi tidak signifikan, maka disimpulkan tidak terdapat heteroskedastisitas.

Output Eviews 10 untuk pengujian heteroskedastisitas dengan Uji Glejser tampak dalam tabel di bawah ini

Dependent Variable: ABS\_RESD\_PERS1  
 Method: Panel Least Squares  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 181  
 Total panel (unbalanced) observations: 645

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSRDI	-0.006723	0.009747	-0.689776	0.4907
CGDI	-0.002541	0.018671	-0.136069	0.8918
DDES	0.016166	0.470938	0.034327	0.9726
ROE	0.000138	0.001379	0.099938	0.9204
ANRET	0.656125	0.457898	1.432906	0.1526
CR	0.000329	0.001168	0.282014	0.7781
TV	0.009525	0.004652	2.047470	0.0412
DAR	-0.002542	0.004389	-0.579107	0.5628
BETA	0.009459	0.024245	0.390169	0.6966
IRISK	0.253596	0.123350	2.055898	0.0404
ASSET	0.064299	0.070969	0.906014	0.3654
LMV	-0.139517	0.164264	-0.849347	0.3961
LQ45	-0.437325	0.647237	-0.675680	0.4996
EP	-6.34E-05	0.000228	-0.278694	0.7806
DP	0.001046	0.006542	0.159911	0.8730
BP	-4.56E-06	3.69E-05	-0.123605	0.9017
SALEGRW	2.77E-05	0.002879	0.009607	0.9923
C	4.207777	5.456218	0.771189	0.4410

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas pada seluruh koefisien variabel independent hampir semua tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan tidak mengalami heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Signifikansi secara Simultan (Uji F) dan Parsial (Uji t)

##### a) Tabel Output Uji Signifikansi Simultan (uji F) menggunakan Eviews 10

Dependent Variable: IO  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 181  
 Total panel (unbalanced) observations: 645  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

R-squared	0.999077	Mean dependent var	31.93646
Adjusted R-squared	0.998671	S.D. dependent var	123.7465
S.E. of regression	3.891407	Sum squared resid	6768.944
F-statistic	2457.347	Durbin-Watson stat	2.131861
<b>Prob(F-statistic)</b>	<b>0.000000</b>		

**b) Tabel Output Uji Signifikansi secara parsial (uji t) menggunakan Eviews 10**

Dependent Variable: IO

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 181

Total panel (unbalanced) observations: 645

Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSRDI	0.001916	0.000443	4.324472	0.0000**
CGDI	-0.024819	0.002847	-8.716965	0.0000**
DDES	0.147280	0.022651	6.502278	0.0000**
ROE	0.000838	0.000227	3.696889	0.0002**
ANRET	0.439264	0.098751	4.448180	0.0000**
CR	-4.79E-05	9.37E-05	-0.511503	0.6093
TV	-0.026587	0.001307	-20.34081	0.0000**
DAR	0.003759	0.001513	2.484206	0.0133**
BETA	0.016687	0.003315	5.033358	0.0000**
IRISK	0.001814	0.032450	0.055888	0.9555
ASSET	-0.039420	0.004478	-8.803078	0.0000**
LMV	0.057229	0.022638	2.527962	0.0118**
LQ45	1.213666	0.345410	3.513696	0.0005**
EP	-3.12E-05	2.84E-05	-1.100149	0.2719
DP	-0.000530	0.000514	-1.029612	0.3037
BP	1.66E-05	1.01E-06	16.43331	0.0000**
SALEGRW	0.001514	0.000515	2.939855	0.0035**
C	6.098429	0.681963	8.942469	0.0000

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

## C. Persamaan Regresi 2 (Pengujian Hipotesi 2a)

### 1. Model Regresi Data Panel

#### a) Tabel CEM

Dependent Variable: CSRDI

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.185221	0.118876	-1.558098	0.1220
NC	-3.459798	1.218155	-2.840196	0.0053
DELTA_IOXNC	-2.955465	0.062874	-47.00605	0.0000
DELTA_IO_1	0.122938	0.174713	0.703657	0.4831
DELTA_IO_1XNC	-3.437853	0.387558	-8.870552	0.0000
DELTA_IO_2	0.020410	0.002452	8.323255	0.0000
DELTA_IO_2XNC	0.810845	0.079571	10.19017	0.0000
ROE	-0.008855	0.001507	-5.874762	0.0000
ANNRET	16.56966	7.799558	2.124435	0.0358
CR	0.005743	0.000940	6.106609	0.0000
TV	-0.097655	0.034712	-2.813244	0.0058
DAR	-0.097013	0.053369	-1.817779	0.0717
BETA	0.261870	0.110140	2.377617	0.0191
IRISK	5.789341	1.811427	3.196011	0.0018
ASSET	0.546366	0.335948	1.626342	0.1066
LMV	1.459347	0.278930	5.231944	0.0000
EP	-0.000826	3.04E-05	-27.15274	0.0000
DP	-0.091637	0.014125	-6.487511	0.0000
BP	-0.005342	0.001154	-4.629675	0.0000
SALEGRW	-0.074276	0.016038	-4.631375	0.0000
C	8.973307	0.099092	90.55548	0.0000

#### b) Tabel FEM

Dependent Variable: CSRDI

Method: Panel Least Squares

Date: 01/18/22 Time: 09:42

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	1.536821	1.326115	1.158889	0.2556
NC	59.63462	68.47330	0.870918	0.3907
DELTA_IOXNC	-4.066664	7.451378	-0.545760	0.5893
DELTA_IO_1	-2.754890	3.052672	-0.902452	0.3740
DELTA_IO_1XNC	11.08369	19.41661	0.570836	0.5724
DELTA_IO_2	-0.562960	0.897303	-0.627392	0.5351
DELTA_IO_2XNC	0.363997	5.009205	0.072666	0.9426
ROE	-0.036140	0.049046	-0.736854	0.4669
ANNRET	8.673891	120.1159	0.072213	0.9429
CR	0.008133	0.014330	0.567535	0.5746
TV	0.339967	0.570843	0.595551	0.5559
DAR	0.033531	0.161303	0.207877	0.8367
BETA	-0.963038	1.225932	-0.785556	0.4383
IRISK	46.86013	45.65000	1.026509	0.3129
ASSET	3.427530	6.312409	0.542983	0.5912
LMV	0.976371	10.77808	0.090589	0.9284
EP	-0.002958	0.005350	-0.552936	0.5844
DP	-0.477476	0.476126	-1.002834	0.3240
BP	0.028225	0.044654	0.632079	0.5321
SALEGRW	-0.049193	0.113621	-0.432957	0.6681
C	-9.440402	14.32176	-0.659165	0.5148

c) **Tabel REM**

Dependent Variable: CSRDI

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 01/18/22 Time: 10:56

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Swamy and Arora estimator of component variances



Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.331186	0.248174	-1.334492	0.1847
NC	-3.852893	2.946244	-1.307730	0.1936
DELTA_IOXNC	0.190998	6.170395	0.030954	0.9754
DELTA_IO_1	0.531419	0.540945	0.982391	0.3280
DELTA_IO_1XNC	-4.549636	2.583149	-1.761275	0.0809
DELTA_IO_2	-0.483449	0.337235	-1.433565	0.1545
DELTA_IO_2XNC	1.324237	2.221163	0.596191	0.5522
ROE	-0.014168	0.024144	-0.586834	0.5585
ANNRET	18.01242	17.12524	1.051805	0.2951
CR	0.010970	0.009681	1.133062	0.2596
TV	-0.124764	0.164616	-0.757911	0.4501
DAR	-0.045894	0.057086	-0.803944	0.4231
BETA	-0.050540	0.349259	-0.144706	0.8852
IRISK	8.049997	3.741019	2.151819	0.0335
ASSET	1.038877	1.072650	0.968514	0.3349
LMV	0.910330	1.216973	0.748028	0.4560
LQ45	37.91168	13.94443	2.718768	0.0076
EP	2.10E-05	0.002180	0.009628	0.9923
DP	-0.064928	0.085077	-0.763168	0.4470
BP	-0.000780	0.007833	-0.099521	0.9209
SALEGRW	-0.043540	0.057408	-0.758419	0.4498
C	8.144256	1.541521	5.283259	0.0000

## 2. Pemilihan Model Terbaik

Pemilihan model terbaik dilakukan dengan langkah-langkah:

### a) Memilih model terbaik antara Random effect Model (REM) dan Fixed Effect Model (FEM) melalui Uji Hausman

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

#### 1) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0: \rho_{\mu i x_i} = 0$  : Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai

$H_1: \rho_{\mu i x_i} \neq 0$  : Efek *cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain sehingga FEM lebih sesuai

Dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5 \%$

2) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji *Hausman* adalah sebagai berikut:

$$\hat{h} = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})^t [V(\hat{\beta}_{FEM}) - V(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika nilai statistik Hausman  $\hat{h} \geq \chi^2_{\alpha(k)}$  atau nilai Prob  $\leq 10\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain. Statistik uji Hausman ini mengikuti distribusi statistik chikuadrat dengan derajat bebas k, dengan k adalah banyak variabel independen.

Proses Uji *Hausman* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: HAUSMAN\_PERS2  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	46.793103	20	0.0006

Tabel tersebut menunjukkan hasil uji *Hausman* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,001. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari 5% (nilai Prob = 0,001 <  $\alpha = 5\%$ ), maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai, ditolak. Hal ini berarti *efek cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini.

**b) Melakukan Uji Spesifikasi Fixed effect Model (FEM) terhadap Common Effect Model (CEM) melalui Uji Chow**

Langkah-langkahnya sebagai berikut:

1) Menyusun Hipotesis Statistik:

- $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_N = 0$  {Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga CEM lebih sesuai}
- $H_1: \text{Sekurang-kurangnya ada 1 } \mu_i \neq 0$  {Efek perbedaan *cross section* berarti, sehingga FEM lebih sesuai}

2) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji Chow adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{(e^t e_{CEM} - e^t e_{FEM}) / (N - 1)}{(e^t e_{FEM}) / (NT - N - k)} \sim F_{(N-1)(NT-N-k)}$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika  $F_{Hitung} \geq F_{Tabel}$ , atau nilai  $Prob \leq 5\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain, dimana  $F_{Tabel} = F_{(N-1)(NT-N-k)}$ .  $N$  = banyak *cross-sectional* dan  $T$  = banyak *time-series*.

Proses Uji *Chow* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: CHOW\_PERS2  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.082798	(84,30)	0.4153

Tabel tersebut menunjukkan bahwa hasil uji *Chow* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,999. Karena nilai probabilitas lebih besar dari 5% (nilai  $Prob = 0,415 > \alpha = 5\%$ ). Maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga *CEM* lebih sesuai, diterima. Hal ini berarti efek dari unit *cross-sectional* tak berarti dalam model, sehingga dapat disimpulkan model yang paling tepat (baik) adalah *Common Effect Model (CEM)*.

### 3. Uji Asumsi Klasik

#### a) Uji Normalitas

Pemeriksaan asumsi normalitas ini dilakukan menggunakan uji Jarque Bera dan Uji Kolmogorov-Smirnov (KS).

##### 1) Uji Jarque Bera

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Jarque Bera dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : F(e) = F_0(e)$  { Data residu berdistribusi normal }

$H_1 : F(e) \neq F_0(e)$  { Data residu tidak berdistribusi normal }

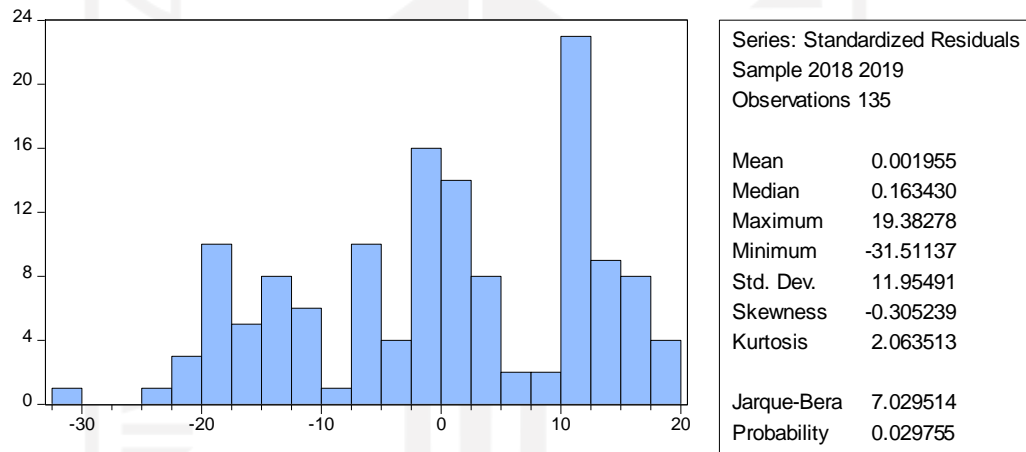
Statistik uji Jarque-Bera tampak sebagai berikut:

$$JB = N \left[ \frac{S_k^2}{6} + \frac{(K_u - 3)^2}{24} \right]$$

Dimana N adalah banyaknya data,  $S_k$  adalah skewness (kemencengan) dan  $K_u$  adalah kurtosis (keruncingan).

Adapun kriteria pengujian adalah: menolak  $H_0$  apabila nilai statistik uji  $JB \geq \chi^2_{(\alpha,2)}$  atau nilai probabilitas ( $p_{value}$ )  $< \alpha$ , menerimanya dalam hal lain.

Output Minitab untuk Uji Jarque-Bera dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,0298$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,01 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,0298 > \alpha = 0,01$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal. Akan tetapi apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,0298 < \alpha = 0,05$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  ditolak. Artinya bahwa residu dalam model tidak berdistribusi normal.

Meskipun demikian karena sampel analisis memiliki ukuran yang besar, maka asumsi normalitas mungkin tidak terlalu krusial atau menjadi masalah yang besar. Hal ini sesuai Gujarati dan Porter (2009) dan Ghasemi dan Zahediasl (2012). Gujarati dan Porter (2009: 99) menyatakan “*these days there many crosssection and time series data that have a fairly large number of observations. Therefore, the normality assumption may not be very crucial in large data sets*”. Sementara Ghasemi dan Zahediasl (2012: 486) menjelaskan: “*With large enough sample sizes (> 30 or 40), the violation of the normality assumption should not cause major*

problems” ... “If we have samples consisting of hundreds of observations, we can ignore the distribution of the data”.

2) Uji Kolmogorov-Smirnov (KS)

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : F(x) = F_0(x) \{ \text{Data residu berdistribusi normal} \}$$

$$H_1 : F(x) \neq F_0(x) \{ \text{Data residu tidak berdistribusi normal} \}$$

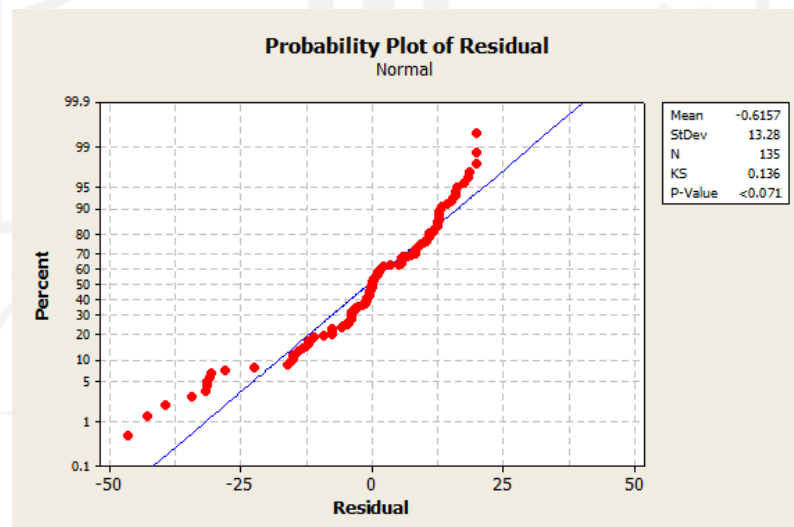
Statistik uji Kolmogorov-Smirnov tampak sebagai berikut:

$$D_n = \text{Maksimum} |S_n(x) - F_0(x)|$$

Dengan,  $F_0(x)$  = fungsi distribusi kumulatif yang dihipotesiskan.  $S_n(x)$  = fungsi distribusi kumulatif empiris dari data pengamatan.

Adapun kriteria pengujiannya adalah: menolak  $H_0$  Jika  $D_n \geq D_{\text{Tabel}}$  atau  $p_{\text{value}} \leq \alpha$ , dan menerimanya dalam hal lain. Dengan  $D_{\text{Tabel}} = D_{\alpha}$  dan  $\alpha$  adalah taraf signifikansi.

Output Minitab untuk Uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,071$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf

signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,071 > \alpha = 0,05$ , sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal.

### b) Uji Multikolinearitas

Tabel hasil uji multikolinearitas dengan koefisien korelasi antar variabel independen dengan dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:

	DELTA IO	NC	DELTA IO X NC	DELTA IO_1	DELTA IO_1 X NC	DELTA IO_2	DELTA IO_2 X NC	ROE	ANN RET	CR	TV	DAR	BETA	IRISK	ASSET	LMV	LQ45	EP	DP	BP	SALE GRW
DELTA IO	1.00	0.01	0.03	0.68	0.01	0.59	0.02	0.08	0.08	-0.07	0.07	0.04	0.07	-0.01	0.00	0.00	0.04	-0.01	-0.01	-0.14	0.28
NC	0.01	1.00	-0.06	-0.08	-0.20	0.00	0.10	0.01	0.01	-0.07	0.06	0.02	0.15	0.15	-0.11	-0.04	0.05	-0.08	0.00	-0.01	0.01
DELTA IOXNC	0.03	0.06	1.00	0.05	0.44	0.04	0.42	0.01	0.01	-0.01	0.04	0.01	-0.01	0.03	-0.02	0.01	0.00	-0.16	0.00	0.00	0.03
DELTA IO_1	0.68	0.08	0.05	1.00	0.12	0.83	0.01	0.10	-0.02	0.03	0.08	0.02	0.06	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.17	0.32
DELTA IO_1 X NC	0.01	0.20	0.44	0.12	1.00	0.01	0.12	0.01	0.04	0.00	0.03	0.03	-0.17	0.00	0.00	0.06	-0.01	-0.08	-0.02	-0.03	0.09
DELTA IO_2	0.59	0.00	0.04	0.83	0.01	1.00	0.09	0.08	0.03	0.00	0.00	0.06	-0.08	0.01	0.00	0.00	0.09	0.12	-0.03	-0.25	0.23
DELTA IO_2 X NC	0.02	0.10	0.42	0.01	0.12	0.09	1.00	0.01	0.00	-0.01	0.01	0.02	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.08	-0.32	0.00	0.04
ROE	0.08	0.01	0.01	0.10	-0.01	0.08	0.01	1.00	0.06	0.04	0.12	0.01	0.01	0.18	-0.10	0.05	-0.01	-0.01	0.02	0.03	0.18
ANN RET	0.08	0.01	0.01	-0.02	0.04	0.03	0.00	0.06	1.00	0.03	0.18	0.01	-0.25	-0.15	0.13	0.25	0.02	-0.02	-0.04	-0.13	0.13
CR	-0.07	0.07	-0.01	0.03	0.00	0.00	-0.01	0.04	0.03	1.00	0.01	0.12	-0.02	-0.09	0.16	0.13	-0.01	-0.03	0.00	0.06	-0.23
TV	0.07	0.06	0.04	0.08	0.03	0.00	0.01	0.12	0.18	-0.01	1.00	0.05	0.05	0.60	-0.28	0.29	-0.03	-0.03	0.13	-0.04	0.39
DAR	0.04	0.02	0.01	-0.02	0.03	0.06	0.02	0.01	-0.01	-0.12	0.05	1.00	0.03	0.01	0.03	0.05	0.01	0.05	-0.02	-0.39	-0.01
BETA	0.07	0.15	-0.01	0.06	-0.17	-0.08	-0.02	0.01	-0.25	-0.02	0.05	0.03	1.00	0.14	-0.08	-0.12	0.02	-0.09	0.14	0.04	-0.11
IRISK	-0.01	0.15	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00	0.18	-0.15	-0.09	0.60	0.01	0.14	1.00	-0.64	0.10	0.01	0.00	0.20	-0.07	0.39
ASSET	0.00	0.11	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.13	0.16	0.28	0.03	-0.08	-0.64	1.00	0.60	0.00	0.01	-0.13	0.13	-0.33
LMV	0.00	0.04	0.01	0.01	0.06	0.00	-0.01	0.05	0.25	0.13	0.29	0.05	-0.12	0.10	0.60	1.00	0.01	-0.01	-0.02	-0.09	0.06
LQ45	0.04	0.05	0.00	0.01	-0.01	0.09	0.00	0.01	0.02	-0.01	0.03	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	1.00	-0.01	0.00	0.00	0.05
EP	-0.01	0.08	-0.16	0.00	-0.08	0.12	-0.08	0.01	-0.02	-0.03	0.03	0.05	-0.09	0.00	0.01	-0.01	-0.01	1.00	0.01	0.02	-0.01
DP	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.02	-0.03	-0.32	0.02	-0.04	0.00	0.13	0.02	0.14	0.20	-0.13	-0.02	0.00	0.01	1.00	0.10	-0.03
BP	-0.14	0.01	0.00	-0.17	-0.03	-0.25	0.00	0.03	-0.13	0.06	0.04	0.39	0.04	-0.07	0.13	-0.09	0.00	0.02	0.10	1.00	-0.02
SALE GRW	0.28	0.01	0.03	0.32	0.09	0.23	0.04	0.18	0.13	-0.23	0.39	0.01	-0.11	0.39	-0.33	0.06	0.05	-0.01	-0.03	-0.02	1.00

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independent seluruhnya memiliki nilai korelasi dibawah 0,90. Dengan demikian, tidak terjadi multikolinearitas yang tinggi antar variabel independent, termasuk antar variabel control, sehingga asumsi telah terpenuhi.

### c) Uji Autokorelasi

Pengujian Autokorelasi dilakukan menggunakan uji Durbin Watson (DW) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

$H_0 : \rho = 0$  {Tidak terjadi autokorelasi antar residual}

$H_1 : \rho \neq 0$  {Terjadi autokorelasi antar residual}

Dengan taraf signifikansi  $\alpha=5\%$

Statistik uji DW adalah sebagai berikut:

$$DW = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it} - \hat{e}_{i,t-1})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it})^2}$$

Adapun kriteria pengujianya adalah: Jika  $DW < d_L$  atau  $d_{Hitung} > (4-d_L)$ ,  $H_0$  ditolak, berarti ada autokorelasi. Jika  $d_U > DW < (4 - d_U)$ ,  $H_0$  diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi. Jika  $d_L < DW < d_U$  atau  $(4-d_U) < DW < (4-d_L)$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

Output uji autokorelasi menggunakan Uji Durbin Watson (DW) dengan program Eviews 10 tampak dalam tabel sebagai berikut:

Dependent Variable: CSRDI

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Weighted Statistics			
R-squared	0.774953	Mean dependent var	16.22347
Adjusted R-squared	0.735471	S.D. dependent var	29.21929
S.E. of regression	12.96123	Sum squared resid	19151.25
F-statistic	19.62804	Durbin-Watson stat	2.588784
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai  $DW = 2.588784$ . Dengan  $\alpha = 5\%$ ,  $k=20$  dan  $n=135$  nilai  $D_L=1.3942$  dan  $D_U=2.0643$  diperoleh  $DW = 2.588784$  berada pada interval  $2.6058 > DW < 1.9357$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi

#### d) Uji Heteroskedastisitas

Masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan uji Glejser yaitu melakukan regresi nilai absolut residual  $|e_{it}^*|$  dengan variabel bebasnya, dengan salah satu bentuk fungsional  $|e_{it}^*| = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + v_{it}$ . Jika hasil uji Glejser tersebut menemukan nilai koefisien regresi tidak signifikan, maka disimpulkan tidak terdapat heteroskedastisitas.

Output Eviews 10 untuk pengujian heteroskedastisitas dengan Uji Glejser tampak dalam tabel di bawah ini

Dependent Variable: ABS\_RES\_PERS2

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NC	-0.730208	1.879488	-0.388515	0.6984
DELTA_IOXNC	0.299003	3.938678	0.075915	0.9396
DELTA_IO_1	-0.413695	0.314641	-1.314816	0.1912
DELTA_IO_1XNC	2.697890	1.643327	1.641725	0.1034
DELTA_IO_2	0.549824	0.212231	2.590682	0.0108
DELTA_IO_2XNC	-0.900973	1.418271	-0.635262	0.5265
ROE	0.001679	0.015421	0.108878	0.9135
ANNRET	-3.366991	10.86524	-0.309887	0.7572
CR	-0.008442	0.006157	-1.371118	0.1730
TV	-0.001594	0.105091	-0.015169	0.9879
DAR	-0.018582	0.036422	-0.510193	0.6109
BETA	0.623574	0.222071	2.807997	0.0059
IRISK	-5.238806	2.389222	-2.192683	0.0303
ASSET	-1.242051	0.684340	-1.814963	0.0721
LMV	1.082129	0.776142	1.394242	0.1659
EP	0.001123	0.001392	0.807147	0.4212
DP	0.084031	0.054345	1.546237	0.1248
BP	-0.006196	0.005002	-1.238719	0.2180
SALEGRW	-0.046764	0.036424	-1.283886	0.2018
C	11.00748	0.977712	11.25841	0.0000



Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas pada seluruh koefisien variabel independent hampir semua tidak signifikan, maka dapat disimpulkan tidak mengalami heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Signifikansi secara Simultan (Uji F) dan Parsial (Uji t)

##### a) Tabel Output Uji Signifikansi Simultan (uji F) menggunakan Eviews 10

Dependent Variable: CSRDI  
 Sample: 2018 2019  
 Periods included: 2  
 Cross-sections included: 85  
 Total panel (unbalanced) observations: 135

Weighted Statistics			
R-squared	0.774953	Mean dependent var	16.22347
Adjusted R-squared	0.735471	S.D. dependent var	29.21929
S.E. of regression	12.96123	Sum squared resid	19151.25
F-statistic	19.62804	Durbin-Watson stat	2.588784
Prob(F-statistic)	0.000000		

##### b) Tabel Output Uji Signifikansi Parsial (uji t) menggunakan Eviews 10

Dependent Variable: CSRDI  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2018 2019  
 Periods included: 2  
 Cross-sections included: 85  
 Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.185221	0.118876	-1.558098	0.1220
NC	-3.459798	1.218155	-2.840196	0.0053**
DELTA_IOXNC	-2.955465	0.062874	-47.00605	0.0000**
DELTA_IO_1	0.122938	0.174713	0.703657	0.4831
DELTA_IO_1XNC	-3.437853	0.387558	-8.870552	0.0000**
DELTA_IO_2	0.020410	0.002452	8.323255	0.0000**
DELTA_IO_2XNC	0.810845	0.079571	10.19017	0.0000**
ROE	-0.008855	0.001507	-5.874762	0.0000**
ANNRET	16.56966	7.799558	2.124435	0.0358**
CR	0.005743	0.000940	6.106609	0.0000**
TV	-0.097655	0.034712	-2.813244	0.0058**
DAR	-0.097013	0.053369	-1.817779	0.0717*
BETA	0.261870	0.110140	2.377617	0.0191**
IRISK	5.789341	1.811427	3.196011	0.0018**
ASSET	0.546366	0.335948	1.626342	0.1066
LMV	1.459347	0.278930	5.231944	0.0000**
EP	-0.000826	3.04E-05	-27.15274	0.0000**
DP	-0.091637	0.014125	-6.487511	0.0000**
BP	-0.005342	0.001154	-4.629675	0.0000**
SALEGRW	-0.074276	0.016038	-4.631375	0.0000**
C	8.973307	0.099092	90.55548	0.0000**

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

### D. Persamaan Regresi 3 (Pengujian Hipotesis 2b)

#### 1. Model Regresi Data Panel

##### a) Tabel CEM

Dependent Variable: CGDI

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.194958	0.004600	-42.38551	0.0000
NC	-0.765953	0.488095	-1.569271	0.1194
DELTA_IOXNC	-0.556205	0.257033	-2.163944	0.0326
DELTA_IO_1	-0.349492	0.042288	-8.264609	0.0000
DELTA_IO_1XNC	0.341916	0.110016	3.107875	0.0024
DELTA_IO_2	0.219174	0.081948	2.674551	0.0086
DELTA_IO_2XNC	-0.223230	0.115684	-1.929648	0.0561
ROE	0.005604	0.002530	2.215357	0.0287
ANNRET	3.624191	6.425270	0.564053	0.5738
CR	0.002053	0.001872	1.096569	0.2751
TV	-0.089703	0.017892	-5.013544	0.0000
DAR	0.017243	0.002380	7.243424	0.0000
BETA	-0.012999	0.005882	-2.210065	0.0291
IRISK	8.033885	0.808582	9.935776	0.0000
ASSET	2.728113	0.298164	9.149714	0.0000
LMV	0.198017	0.303427	0.652604	0.5153
EP	-0.000386	0.000216	-1.786509	0.0767
DP	-0.051469	0.014220	-3.619372	0.0004
BP	-0.002733	0.001304	-2.095678	0.0383
SALEGRW	0.053217	0.014212	3.744452	0.0003
C	0.478606	0.100415	4.766271	0.0000

**b) Tabel FEM**

Method: Panel Least Squares

Date: 01/18/22 Time: 11:09

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	0.388198	0.692803	0.560330	0.5794
NC	-5.764839	35.77252	-0.161153	0.8731
DELTA_IOXNC	0.248524	3.892824	0.063842	0.9495
DELTA_IO_1	-1.609377	1.594808	-1.009136	0.3210
DELTA_IO_1XNC	3.814704	10.14382	0.376062	0.7095
DELTA_IO_2	0.481358	0.468778	1.026835	0.3127
DELTA_IO_2XNC	-1.143093	2.616959	-0.436802	0.6654
ROE	-0.008585	0.025623	-0.335036	0.7399
ANNRET	-0.719525	62.75215	-0.011466	0.9909
CR	0.002663	0.007487	0.355658	0.7246
TV	0.091834	0.298226	0.307934	0.7603
DAR	0.108381	0.084269	1.286128	0.2082
BETA	-0.103829	0.640464	-0.162116	0.8723
IRISK	14.49973	23.84894	0.607982	0.5478
ASSET	3.553470	3.297792	1.077530	0.2898
LMV	-0.660506	5.630793	-0.117302	0.9074
EP	-0.000379	0.002795	-0.135544	0.8931
DP	-0.265462	0.248743	-1.067216	0.2944
BP	0.012188	0.023329	0.522425	0.6052
SALEGRW	0.018098	0.059359	0.304885	0.7626
C	0.036187	7.482121	0.004836	0.9962

**c) Tabel REM**

Dependent Variable: CSRDI

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 01/18/22 Time: 10:56

Sample: 2018 2019

Periods included: 2

Cross-sections included: 85

Total panel (unbalanced) observations: 135

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.331186	0.248174	-1.334492	0.1847
NC	-3.852893	2.946244	-1.307730	0.1936
DELTA_IOXNC	0.190998	6.170395	0.030954	0.9754
DELTA_IO_1	0.531419	0.540945	0.982391	0.3280
DELTA_IO_1XNC	-4.549636	2.583149	-1.761275	0.0809
DELTA_IO_2	-0.483449	0.337235	-1.433565	0.1545
DELTA_IO_2XNC	1.324237	2.221163	0.596191	0.5522
ROE	-0.014168	0.024144	-0.586834	0.5585
ANNRET	18.01242	17.12524	1.051805	0.2951
CR	0.010970	0.009681	1.133062	0.2596
TV	-0.124764	0.164616	-0.757911	0.4501
DAR	-0.045894	0.057086	-0.803944	0.4231
BETA	-0.050540	0.349259	-0.144706	0.8852
IRISK	8.049997	3.741019	2.151819	0.0335
ASSET	1.038877	1.072650	0.968514	0.3349
LMV	0.910330	1.216973	0.748028	0.4560
LQ45	37.91168	13.94443	2.718768	0.0076
EP	2.10E-05	0.002180	0.009628	0.9923
DP	-0.064928	0.085077	-0.763168	0.4470
BP	-0.000780	0.007833	-0.099521	0.9209
SALEGRW	-0.043540	0.057408	-0.758419	0.4498
C	8.144256	1.541521	5.283259	0.0000

## 2. Pemilihan Model Terbaik

Pemilihan model terbaik dilakukan dengan langkah-langkah:

### a) Memilih model terbaik antara Random effect Model (REM) dan Fixed Effect Model (FEM) melalui Uji Hausman

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

#### 3) Menyusun Hipotesis Statistik:

$H_0: \rho_{\mu_i X_i} = 0$  : Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai

$H_1: \rho_{\mu_i X_i} \neq 0$  : Efek *cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain sehingga FEM lebih sesuai

Dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$

4) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji *Hausman* adalah sebagai berikut:

$$\hat{h} = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})^t [V(\hat{\beta}_{FEM}) - V(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika nilai statistik Hausman  $\hat{h} \geq \chi^2_{\alpha(k)}$  atau nilai  $\text{Prob} \leq 10\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain. Statistik uji Hausman ini mengikuti distribusi statistik chikuadrat dengan derajat bebas  $k$ , dengan  $k$  adalah banyak variabel independen.

Proses Uji *Hausman* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: HAUSMAN\_PERS3  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	67.970721	20	0.0000

Tabel tersebut menunjukkan hasil uji *Hausman* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0402. Karena nilai probabilitas lebih kecil dari 5% (nilai  $\text{Prob} = 0,000 < \alpha = 5\%$ ), maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek *cross-sectional* tak berhubungan dengan regresor lain sehingga REM lebih sesuai, ditolak. Hal ini berarti *efek cross-sectional* berhubungan dengan regresor lain, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model (FEM)* lebih sesuai untuk penelitian ini.

**b) Melakukan Uji Spesifikasi Fixed effect Model (FEM) terhadap Common Effect Model (CEM) melalui Uji Chow**

Langkah-langkahnya sebagai berikut:

1) Menyusun Hipotesis Statistik:

- $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_N = 0$  {Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga CEM lebih sesuai}
- $H_1: \text{Sekurang-kurangnya ada 1 } \mu_i \neq 0$  {Efek perbedaan *cross section* berarti, sehingga FEM lebih sesuai}

2) Menentukan Kriteria Pengujian:

Rumus statistik uji Chow adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{(e^t e_{CEM} - e^t e_{FEM}) / (N - 1)}{(e^t e_{FEM}) / (NT - N - k)} \sim F_{(N-1)(NT-N-k)}$$

Kriteria pengujian:  $H_0$  ditolak jika  $F_{Hitung} \geq F_{Tabel}$ , atau nilai  $Prob \leq 10\%$ , sebaliknya diterima dalam hal lain, dimana  $F_{Tabel} = F_{(N-1)(NT-N-k)}$ .  $N$  = banyak *cross-sectional* dan  $T$  = banyak *time-series*.

Proses Uji *Chow* dengan program Eviews 10 menghasilkan output seperti tampak sebagai berikut:

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: CHOW\_PERS3  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.300747	(84,30)	0.2108

Tabel tersebut menunjukkan bahwa hasil uji *Chow* memiliki nilai probabilitas sebesar 0,211. Karena nilai probabilitas lebih besar dari 5% (nilai  $Prob = 0,211 > \alpha = 5\%$ ). Maka berdasarkan kriteria pengujian di atas,  $H_0$ , yang menyatakan Efek perbedaan *cross section* tak berarti, sehingga CEM lebih sesuai, diterima. Hal ini berarti efek dari unit *cross-sectional* tak berarti dalam model, sehingga dapat disimpulkan model yang paling tepat (baik) adalah *Common Effect Model (CEM)*.

### 3. Uji Asumsi Klasik

#### a) Uji Normalitas

Pemeriksaan asumsi normalitas ini dilakukan menggunakan uji Jarque Bera dan Uji Kolmogorov-Smirnov (KS).

##### 1) Uji Jarque Bera

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Jarque Bera dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : F(e) = F_0(e)$  { Data residu berdistribusi normal }

$H_1 : F(e) \neq F_0(e)$  { Data residu tidak berdistribusi normal }

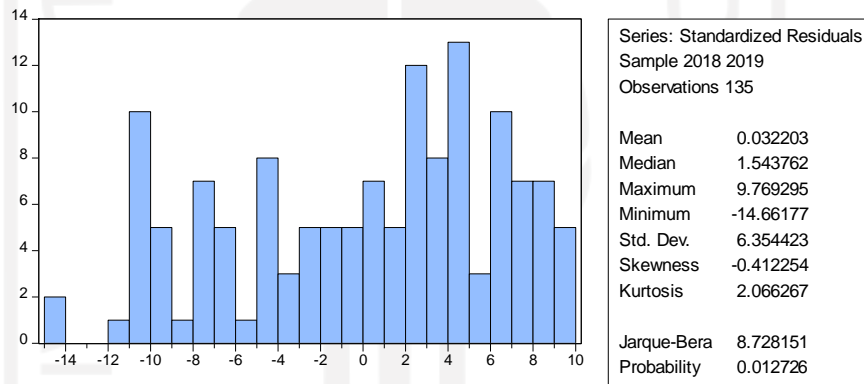
Statistik uji Jarque-Bera tampak sebagai berikut:

$$JB = N \left[ \frac{S_k^2}{6} + \frac{(K_u - 3)^2}{24} \right]$$

Dimana  $N$  adalah banyaknya data,  $S_k$  adalah skewness (kemencengan) dan  $K_u$  adalah kurtosis (keruncingan).

Adapun kriteria pengujian adalah: menolak  $H_0$  apabila nilai statistik uji  $JB \geq \chi_{(\alpha,2)}^2$  atau nilai probabilitas ( $p_{value}$ )  $< \alpha$ , menerimanya dalam hal lain.

Output Minitab untuk Uji Jarque-Bera dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,0127$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,01 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0.0127 > \alpha = 0,01$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal. Akan tetapi apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0.0127 < \alpha = 0,05$ ), sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  ditolak. Artinya bahwa residu dalam model tidak berdistribusi normal.

Meskipun demikian karena sampel analisis memiliki ukuran yang besar, maka asumsi normalitas mungkin tidak terlalu krusial atau menjadi masalah yang besar. Hal ini sesuai Gujarati dan Porter (2009) dan Ghasemi dan Zahediasl (2012). Gujarati dan Porter (2009: 99) menyatakan “*these days there many crosssection and time series data that have a fairly large number of observations. Therefore, the*



*normality assumption may not be very crucial in large data sets*". Sementara Ghasemi dan Zahediasl (2012: 486) menjelaskan: "With large enough sample sizes (> 30 or 40), the violation of the normality assumption should not cause major problems" ... "If we have samples consisting of hundreds of observations, we can ignore the distribution of the data".

### 3) Uji Kolmogorov-Smirnov (KS)

Pemeriksaan asumsi normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dilakukan dengan dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0: F(x) = F_0(x) \{ \text{Data residu berdistribusi normal} \}$$

$$H_1: F(x) \neq F_0(x) \{ \text{Data residu tidak berdistribusi normal} \}$$

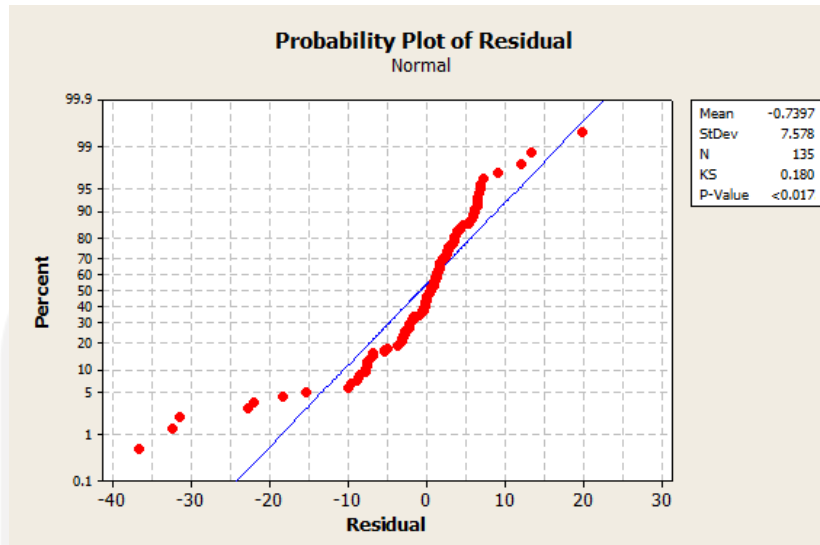
Statistik uji Kolmogorov-Smirnov tampak sebagai berikut:

$$D_n = \text{Maksimum} |S_n(x) - F_0(x)|$$

Dengan,  $F_0(x)$  = fungsi distribusi kumulatif yang dihipotesiskan.  $S_n(x)$  = fungsi distribusi kumulatif empiris dari data pengamatan.

Adapun kriteria pengujiannya adalah: menolak  $H_0$  Jika  $D_n \geq D_{\text{Tabel}}$  atau  $p_{\text{value}} \leq \alpha$ , dan menerimanya dalam hal lain. Dengan  $D_{\text{Tabel}} = D_\alpha$  dan  $\alpha$  adalah taraf signifikansi.

Output Minitab untuk Uji Kolmogorov-Smirnov (KS) dengan program Eviews 10 tampak sebagai berikut:



Grafik tersebut menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} = 0,017$ . Apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,01 maka nilai probabilitas tersebut lebih besar dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,017 > \alpha = 0,01$ , sehingga mendasarkan kriteria di atas,  $H_0$  diterima. Artinya bahwa residu dalam model berdistribusi normal. Akan tetapi apabila menggunakan taraf signifikansi ( $\alpha$ ) 0,05 maka nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi (nilai  $p\text{-value} = 0,017 < \alpha = 0,05$ , sehingga mendasarkan kriteria di atas  $H_0$  ditolak. Artinya bahwa residu dalam model tidak berdistribusi normal.

Meskipun demikian, sebagaimana dijelaskan di atas, karena sampel analisis memiliki ukuran yang besar, maka asumsi normalitas mungkin tidak terlalu krusial atau menjadi masalah yang besar (Gujarati dan Porter, 2009); Ghasemi dan Zahediasl, 2012).

#### b) Uji Multikolinearitas

Tabel hasil uji multikolinearitas dengan koefisien korelasi antar variabel independen dengan dengan program Eviews 10 tampak pada tabel di bawah ini. Pada Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independent seluruhnya memiliki nilai korelasi dibawah 0,90. Dengan demikian, tidak terjadi multikolinearitas yang tinggi antar variabel independent, termasuk antar variabel control, sehingga asumsi telah terpenuhi.

	DELTA IO	NC	DELTA IO X NC	DELTA IO_1	DELTA IO_1 X NC	DELTA IO_2	DELTA IO_2 X NC	ROE	ANN RET	CR	TV	DAR	BETA	IRISK	ASSET	LMV	LQ45	EP	DP	BP	SALE GRW
DELTA IO	1.00	0.01	0.03	0.68	0.01	0.59	0.02	0.08	0.08	-0.07	0.07	0.04	0.07	-0.01	0.00	0.00	0.04	-0.01	-0.01	-0.14	0.28
NC	0.01	1.00	-0.06	-0.08	-0.20	0.00	0.10	0.01	0.01	-0.07	0.06	0.02	0.15	0.15	-0.11	-0.04	0.05	-0.08	0.00	-0.01	0.01
DELTA IO X NC	0.03	-0.06	1.00	0.05	0.44	0.04	0.42	0.01	0.01	-0.01	0.04	0.01	-0.01	0.03	-0.02	0.01	0.00	-0.16	0.00	0.00	0.03
DELTA IO_1	0.68	-0.08	0.05	1.00	0.12	0.83	0.01	0.10	-0.02	0.03	0.08	-0.02	0.06	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.17	0.32
DELTA IO_1 X NC	0.01	-0.20	0.44	0.12	1.00	0.01	0.12	-0.01	0.04	0.00	0.03	0.03	-0.17	0.00	0.00	0.06	-0.01	-0.08	-0.02	-0.03	0.09
DELTA IO_2	0.59	0.00	0.04	0.83	0.01	1.00	0.09	0.08	0.03	0.00	0.00	0.06	-0.08	0.01	0.00	0.00	0.09	0.12	-0.03	-0.25	0.23
DELTA IO_2 X NC	0.02	0.10	0.42	0.01	0.12	0.09	1.00	0.01	0.00	-0.01	0.01	0.02	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.08	-0.32	0.00	0.04
ROE	0.08	0.01	0.01	0.10	-0.01	0.08	0.01	1.00	0.06	0.04	0.12	-0.01	0.01	0.18	-0.10	0.05	-0.01	-0.01	0.02	0.03	0.18
ANN RET	0.08	0.01	0.01	-0.02	0.04	0.03	0.00	0.06	1.00	0.03	0.18	-0.01	-0.25	-0.15	0.13	0.25	0.02	-0.02	-0.04	-0.13	0.13
CR	-0.07	-0.07	-0.01	0.03	0.00	0.00	-0.01	0.04	0.03	1.00	-0.01	-0.12	-0.02	-0.09	0.16	0.13	-0.01	-0.03	0.00	0.06	-0.23
TV	0.07	0.06	0.04	0.08	0.03	0.00	0.01	0.12	0.18	-0.01	1.00	-0.05	0.05	0.60	-0.28	0.29	-0.03	-0.03	0.13	-0.04	0.39
DAR	0.04	0.02	0.01	-0.02	0.03	0.06	0.02	-0.01	-0.01	-0.12	-0.05	1.00	0.03	0.01	0.03	0.05	0.01	0.05	-0.02	-0.39	-0.01
BETA	0.07	0.15	-0.01	0.06	-0.17	-0.08	-0.02	0.01	-0.25	-0.02	0.05	0.03	1.00	0.14	-0.08	-0.12	0.02	-0.09	0.14	0.04	-0.11
IRISK	-0.01	0.15	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00	0.18	-0.15	-0.09	0.60	0.01	0.14	1.00	-0.64	0.10	0.01	0.00	0.20	-0.07	0.39
ASSET	0.00	-0.11	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	0.13	0.16	-0.28	0.03	-0.08	-0.64	1.00	0.60	0.00	0.01	-0.13	0.13	-0.33
LMV	0.00	-0.04	0.01	0.01	0.06	0.00	-0.01	0.05	0.25	0.13	0.29	0.05	-0.12	0.10	0.60	1.00	0.01	-0.01	-0.02	-0.09	0.06
LQ45	0.04	0.05	0.00	0.01	-0.01	0.09	0.00	-0.01	0.02	-0.01	-0.03	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	1.00	-0.01	0.00	0.00	0.05
EP	-0.01	-0.08	-0.16	0.00	-0.08	0.12	-0.08	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	0.05	-0.09	0.00	0.01	-0.01	-0.01	1.00	0.01	0.02	-0.01
DP	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.02	-0.03	-0.32	0.02	-0.04	0.00	0.13	-0.02	0.14	0.20	-0.13	-0.02	0.00	0.01	1.00	0.10	-0.03
BP	-0.14	-0.01	0.00	-0.17	-0.03	-0.25	0.00	0.03	-0.13	0.06	-0.04	-0.39	0.04	-0.07	0.13	-0.09	0.00	0.02	0.10	1.00	-0.02
SALE GRW	0.28	0.01	0.03	0.32	0.09	0.23	0.04	0.18	0.13	-0.23	0.39	-0.01	-0.11	0.39	-0.33	0.06	0.05	-0.01	-0.03	-0.02	1.00

### c) Uji Autokorelasi

Pengujian Autokorelasi dilakukan menggunakan uji Durbin Watson (DW) dengan langkah-langkah sebagai berikut:

$H_0 : \rho = 0$  {Tidak terjadi autokorelasi antar residual}

$H_1 : \rho \neq 0$  {Terjadi autokorelasi antar residual}

Dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5 \%$

Statistik uji DW adalah sebagai berikut:

$$DW = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it} - \hat{e}_{i,t-1})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (\hat{e}_{it})^2}$$

Adapun kriteria pengujianya adalah: Jika  $DW < d_L$  atau  $d_{Hitung} > (4-d_L)$ ,  $H_0$  ditolak, berarti ada autokorelasi. Jika  $d_U > DW < (4 - d_U)$ ,  $H_0$  diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi. Jika  $d_L < DW < d_U$  atau  $(4-d_U) < DW < (4-d_L)$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

Output uji autokorelasi menggunakan Uji Durbin Waton (DW) dengan program Eviews 10 tampak dalam tabel sebagai berikut:

Dependent Variable: CGDI  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2018 2019  
 Periods included: 2  
 Cross-sections included: 85  
 Total panel (unbalanced) observations: 135

Weighted Statistics			
R-squared	0.914984	Mean dependent var	1.499830
Adjusted R-squared	0.900069	S.D. dependent var	21.79520
S.E. of regression	6.889405	Sum squared resid	5410.885
F-statistic	61.34624	Durbin-Watson stat	2.225367
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai  $DW = 2.225367$ . Dengan  $\alpha = 5\%$ ,  $k = 20$  dan  $n = 135$  nilai  $D_L = 1.3942$  dan  $D_U = 2.0643$  diperoleh  $DW = 2.225367$  berada pada interval  $2.6058 > DW < 1.9357$ , maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi

#### d) Uji Heteroskedastisitas

Masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan uji Glejser yaitu melakukan regresi nilai absolut residual  $|e_{it}|$  dengan variabel bebasnya, dengan salah satu bentuk fungsional  $|e_{it}| = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + v_{it}$ . Jika hasil uji Glejser tersebut menemukan nilai koefisien regresi tidak signifikan, maka disimpulkan tidak terdapat heteroskedastisitas.

Output Eviews 10 untuk pengujian heteroskedastisitas dengan Uji Glejser tampak dalam tabel di bawah ini

Dependent Variable: ABS\_RESIDU\_PERS3  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 01/18/22 Time: 11:18  
 Sample: 2018 2019  
 Periods included: 2  
 Cross-sections included: 85  
 Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	0.038809	0.109751	0.353614	0.7243
NC	0.037872	1.302915	0.029067	0.9769
DELTA_IOXNC	0.774498	2.729429	0.283758	0.7771
DELTA_IO_1	-0.161380	0.236727	-0.681711	0.4968
DELTA_IO_1XNC	0.960074	1.141993	0.840700	0.4023
DELTA_IO_2	-0.006998	0.147011	-0.047600	0.9621
DELTA_IO_2XNC	-0.123706	0.982140	-0.125955	0.9000
ROE	0.001365	0.010679	0.127811	0.8985
ANNRET	0.743244	7.575137	0.098116	0.9220
CR	-0.003444	0.004282	-0.804433	0.4228
TV	0.095553	0.072775	1.313004	0.1918
DAR	-0.063524	0.025251	-2.515692	0.0133
BETA	0.069376	0.153957	0.450620	0.6531
IRISK	2.039620	1.654594	1.232701	0.2202
ASSET	1.251239	0.474447	2.637256	0.0095
LMV	-1.366847	0.538178	-2.539770	0.0124
EP	0.001312	0.000964	1.361400	0.1761
DP	0.033632	0.037633	0.893685	0.3734
BP	-0.010299	0.003464	-2.973392	0.0036
SALEGRW	0.004327	0.025322	0.170882	0.8646
C	4.909430	0.681388	7.205042	0.0000

Tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas pada seluruh koefisien variabel independent hampir semua tidak signifikan, maka dapat disimpulkan tidak mengalami heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Signifikansi secara Simultan (Uji F) dan Parsial (Uji t)

##### a) Tabel Output Uji Signifikansi Simultan (uji F) menggunakan Eviews 10

Dependent Variable: CGDI  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2018 2019  
 Periods included: 2  
 Cross-sections included: 85  
 Total panel (unbalanced) observations: 135

Weighted Statistics			
R-squared	0.914984	Mean dependent var	1.499830
Adjusted R-squared	0.900069	S.D. dependent var	21.79520
S.E. of regression	6.889405	Sum squared resid	5410.885
F-statistic	61.34624	Durbin-Watson stat	2.225367
Prob(F-statistic)	0.000000		

**b) Tabel Output Uji Signifikansi secara parsial (uji t) menggunakan Eviews 10**

Dependent Variable: CGDI  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 2018 2019  
Periods included: 2  
Cross-sections included: 85  
Total panel (unbalanced) observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DELTA_IO	-0.194958	0.004600	-42.38551	0.0000**
NC	-0.765953	0.488095	-1.569271	0.1194
DELTA_IOXNC	-0.556205	0.257033	-2.163944	0.0326**
DELTA_IO_1	-0.349492	0.042288	-8.264609	0.0000**
DELTA_IO_1XNC	0.341916	0.110016	3.107875	0.0024**
DELTA_IO_2	0.219174	0.081948	2.674551	0.0086**
DELTA_IO_2XNC	-0.223230	0.115684	-1.929648	0.0561*
ROE	0.005604	0.002530	2.215357	0.0287**
ANNRET	3.624191	6.425270	0.564053	0.5738
CR	0.002053	0.001872	1.096569	0.2751
TV	-0.089703	0.017892	-5.013544	0.0000**
DAR	0.017243	0.002380	7.243424	0.0000**
BETA	-0.012999	0.005882	-2.210065	0.0291**
IRISK	8.033885	0.808582	9.935776	0.0000**
ASSET	2.728113	0.298164	9.149714	0.0000**
LMV	0.198017	0.303427	0.652604	0.5153
EP	-0.000386	0.000216	-1.786509	0.0767*
DP	-0.051469	0.014220	-3.619372	0.0004**
BP	-0.002733	0.001304	-2.095678	0.0383**
SALEGRW	0.053217	0.014212	3.744452	0.0003**
C	0.478606	0.100415	4.766271	0.0000**

\*\* Signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ ; \* Signifikan dengan  $\alpha=10\%$

