

**RISIKO *CRASH* HARGA SAHAM PERUSAHAAN
DI INDONESIA: PERAN KEKUASAAN CEO DAN
TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN**

**Disertasi
Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor**



**Oleh:
Raja Resna Oktadini
20931010**

**PROGRAM STUDI ILMU EKONOMI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2025**

RISIKO *CRASH* HARGA SAHAM PERUSAHAAN DI INDONESIA: PERAN KEKUASAAN CEO DAN TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN

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



Oleh
Raja Resna Oktadini
20931010

**PROGRAM STUDI ILMU EKONOMI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2025**

HALAMAN PENGESAHAN

Yogyakarta, Januari 2026

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh:


(Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.)

Ko Promotor



(Arief Rahman, S.E., S.I.P., M.Com., Ph.D.)

BERITA ACARA UJIAN DISERTASI

Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah menyelenggarakan Ujian Tertutup Disertasi dan Review Artikel, yang disusun oleh:

Nama Mahasiswa : **Raja Resna Oktadini**

No. Mhs.: 20931010

Konsentrasi : Akuntansi Keuangan

Dengan Judul:

Risiko Crash Harga Saham Perusahaan di Indonesia: Peran Kekuasaan CEO dan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

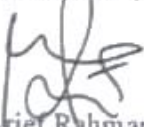
Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,



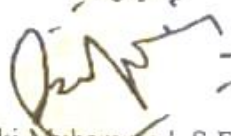
(Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.)

Ko Promotor,



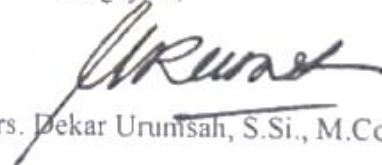
(Ariel Rahman, S.E., S.I.P., M.Com., Ph.D.)

Penguji I,



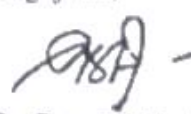
(Prof. Rifki Muhammad, S.E., S.H., M.Sc., SAS., Ph.D)

Penguji II,



(Drs. Dekar Urumsah, S.Si., M.Com(IS)., Ph.D.)

Penguji III,



(Dr. Dra. Tri Siwi Nugrahani, S.E., M.Si.)

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor



(Prof. Jaka Srijana, SE., M.Si., Ph.D.)

PERNYATAAN KEASLIAN KARYA

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Raja Resna Oktadini
No. Mahasiswa : 20931010
Program Studi : Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor
Fakultas : Fakultas Bisnis dan Ekonomika

Dengan ini menyatakan bahwa disertasi ini asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi. Disertasi ini murni gagasan, rumusan, dan hasil penelitian saya sendiri tanpa bantuan pihak lain kecuali bimbingan dan arahan tim promotor. Sepanjang pengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang tertulis sebagai acuan dalam naskah ini dan dicantumkan dalam daftar pustaka. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima sanksi akademik sesuai peraturan yang berlaku.

Yogyakarta, Desember 2025



Raja Resna Oktadini

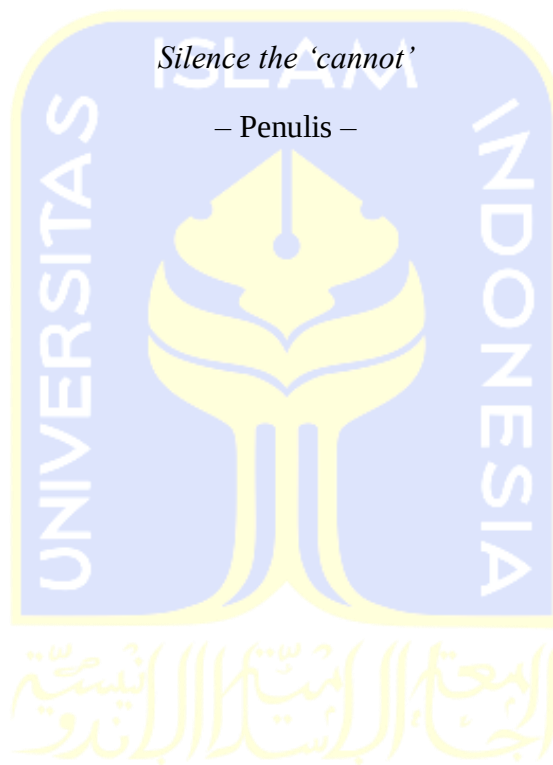
HALAMAN MOTTO

Robbi zidni ‘ilma (Ya Tuhanku, tambahkan kepadaku ilmu pengetahuan)

– QS. Thaha:114 –

Tiada kekayaan yang lebih utama daripada akal, dan tiada kemiskinan yang lebih parah daripada kebodohan

– Ali bin Abi Thalib –



KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Alhamdulillahirabbil'alamin, puji syukur dan sembah sujud penulis kehadirat Allah *Subhanallahu wa Ta'ala*, penguasa alam semesta dan pemilik dari seluruh ilmu pengetahuan, yang telah memberikan limpahan rahmat, taufik, hidayah dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini dengan baik. Sholawat dan salam selalu tercurah kepada Baginda Rasulullah Nabi Muhammad *Sallahu Alaihi Wassallam*, sosok yang telah menerangi dunia dengan ilmu pengetahuan dan dakwah yang tiadaandingannya.

Disertasi ini berjudul “Risiko *Crash* Harga Saham Perusahaan di Indonesia: Peran Kekuasaan CEO dan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan”. Fokus utama kajian adalah terkait pemicu risiko *crash* harga saham khususnya perusahaan non-keuangan di Indonesia berdasarkan kekuasaan CEO, baik kekuasaan formal dan informal yang diinteraksikan dengan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Disertasi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Doktor dalam bidang ekonomi pada Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.

Penulisan disertasi ini terselesaikan berkat bimbingan, pengarahan, sumbangan pemikiran, saran, bantuan moril maupun materil, serta do'a dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis menyampaikan penghargaan yang setinggi-tingginya dan ucapan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Profesor Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D., selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
2. Profesor Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFrA., CertIPSAS., selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
3. Profesor Jaka Sriyana, S.E., M.Si., Ph.D., selaku Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi Program Doktor Universitas Islam Indonesia.
4. Profesor Dr. Hadri Kusuma, M.B.A., selaku dosen Promotor disertasi dan Arief Rahman, S.E., S.I.P., M.Com., Ph.D., selaku dosen Ko-promotor disertasi yang telah banyak meluangkan waktu dan pikiran untuk membimbing, memberikan arahan serta pencerahan, sehingga penulis mendapatkan banyak pelajaran, pengetahuan dan pengalaman yang sangat berharga.
5. Profesor Rifqi Muhammad, S.E., S.H., M.Sc., SAS., Ph.D., Drs. Dekar Urumsah, S.Si., M.Com(IS)., Ph.D., dan Dr. Dra. Tri Siwi Nugrahani, S.E., M.Si., selaku dosen dewan penguji disertasi yang telah memberikan masukan dan arahan yang sangat berarti untuk perbaikan disertasi sejak ujian proposal hingga selesai.
6. Seluruh Dosen Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan berbagi wawasan yang bermanfaat kepada penulis selama menempuh pendidikan.
7. Seluruh pengelola administrasi Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor Universitas Indonesia yang telah memberikan kemudahan informasi

dan layanan kepada penulis sehingga proses akademik dan administratif berjalan dengan baik.

8. Suami tercinta Talhah S.H., M.H., atas doa, restu, dan dukungan penuh yang diberikan kepada penulis dalam menempuh pendidikan di Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor Universitas Islam Indonesia. Ananda tersayang Sulaiman Talhah, sang buah hati yang menjadi energi dan motivasi penulis untuk merampungkan studi ini. Orang tua terhebat, Ayahanda Raja Ahmad dan Ibunda Raja Dahniar (Rahimahallah), serta Ayahanda mertua H. Ahmad dan Ibunda mertua Hj. Hafisah, telah menjadi orang tua yang luar biasa. Keluarga besar dan teman-teman terbaik atas doa dan dukungan yang tulus kepada penulis.
9. Rekan-rekan seperjuangan Program Doktor Ilmu Ekonomi, khususnya rekan jurusan Akuntansi angkatan XXXII, yang telah menjalani proses perkuliahan bersama-sama dan berbagi pengalaman selama penulis menempuh pendidikan di Program Studi Ilmu Ekonomi – Program Doktor Universitas Islam Indonesia.

Penulis menyadari disertasi ini memiliki berbagai keterbatasan, oleh karena itu penulis sangat terbuka terhadap kritik, masukan, dan saran konstruktif dari berbagai pihak untuk penyempurnaan di masa mendatang. Semoga disertasi ini memberikan sumbangsih yang berarti bagi lingkungan akademis dan praktis, serta membangkitkan ide penelitian selanjutnya untuk kemajuan ilmu pengetahuan. Akhir kata, semoga seluruh upaya yang tercurah dalam penulisan disertasi ini

dinilai ibadah oleh Allah *Subhanallahu wa Ta'ala*, dan bagi semua pihak yang telah membantu dicatat sebagai amal jariyah, *Aamiin Ya Rabbal 'Alamin*.

Yogyakarta, Desember 2025

Penulis



Raja Resna Oktadini

(20931010)

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL DISERTASI.....	i
HALAMAN PRASYARAT GELAR DOKTOR.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN DISERTASI	iii
HALAMAN PENGESAHAN	Error! Bookmark not defined.
BERITA ACARA UJIAN DISERTASI.....	Error! Bookmark not defined.
PERNYATAAN KEASLIAN KARYA	Error! Bookmark not defined.
HALAMAN MOTTO.....	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
ABSTRAK	xvii
ABSTRACT.....	xviii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	25
1.3 Tujuan Penelitian.....	26
1.4 Kontribusi Penelitian	26
BAB II KAJIAN PUSTAKA	35
2.1 Landasan Teori.....	35
2.1.1 Teori Keagenan.....	37
2.1.2 Teori Eselon Atas.....	40
2.1.3 Teori <i>Stakeholder</i>	45
2.1.4 Perbandingan dan Integrasi Teori.....	49
2.2 Perkembangan Pasar Saham di Indonesia.....	51
2.3 Determinan Risiko <i>Crash</i> Harga Saham dalam Penelitian Terdahulu	55
2.4 Keterbatasan Penelitian Terdahulu dan Eksplorasi Penelitian Lanjutan	60
2.5 <i>Return</i> dan Risiko dalam Saham	64
2.6 Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	68
2.7 Peraturan Jabatan CEO di Indonesia	73
2.8 Struktur Dewan dengan Sistem Satu Tingkat dan Dua Tingkat.....	75
2.9 Kekuasaan CEO.....	82
2.9.1 Definisi Kekuasaan CEO	82
2.9.2 Peran Penting Kekuasaan CEO	85
2.9.3 Tugas dan Tanggung Jawab CEO Berkuasa	87
2.9.4 Sumber Kekuasaan CEO.....	89
2.10 Tanggung Jawab Sosial Perusahaan / Pengungkapan CSR	100
2.10.1 Definisi dan Konsep Pengungkapan CSR.....	100
2.10.2 Jenis Pengungkapan CSR.....	103
2.10.3 Standar dan Indikator Pengungkapan CSR	105
2.11 Klasifikasi Perusahaan <i>High profile</i> dan <i>Low Profile</i>	109
2.12 Hipotesis Penelitian	111

2.12.1	Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	111
2.12.2	Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	115
2.12.3	Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham 120	
2.12.4	Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	127
2.12.5	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham	133
2.12.6	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	136
2.12.7	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	139
2.12.8	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	141
2.13	Model Penelitian.....	144
BAB III METODE PENELITIAN		149
3.1	Desain Penelitian	149
3.2	Populasi dan Sampel Penelitian.....	149
3.3	Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	155
3.4	Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian	155
3.4.1	Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	155
3.4.2	Kekuasaan Kepemilikan CEO	157
3.4.3	Kekuasaan Struktural CEO	157
3.4.4	Kekuasaan Prestise CEO.....	158
3.4.5	Kekuasaan Keahlian CEO	158
3.4.6	Pengungkapan CSR	159
3.4.7	Variabel Kontrol	160
3.5	Metode Analisis Data.....	163
3.5.1	Analisis Statistik Deskriptif	163
3.5.2	Metode Estimasi Data Panel.....	163
3.5.3	Pemilihan Metode Estimasi Data Panel	165
3.5.4	Uji Asumsi Klasik.....	167
3.5.5	Analisis Regresi Data Panel	168
3.5.6	Uji Kelayakan Model	170
3.5.7	Uji Kekokohan.....	172
3.5.8	Analisis Tambahan: Uji Beda.....	173
BAB IV HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....		178
4.1	Statistik Deskriptif	178
4.2	Penentuan Metode Estimasi	183
4.3	Pengujian Asumsi Klasik	184
4.3.1	Uji Multikolinearitas	184
4.3.2	Uji Heteroskedastisitas.....	186
4.4	Regresi dengan <i>Common Effect Model</i>	187
4.4.1	Hasil Uji Regresi Dasar.....	187

4.4.2	Hasil Uji Regresi Moderasi	188
4.5	Uji Kelayakan Model.....	192
4.6	Uji Kekokohan.....	195
4.7	Analisis Tambahan: Uji Beda.....	200
4.8	Pembahasan	207
4.8.1	Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	207
4.8.2	Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	214
4.8.3	Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham	221
4.8.4	Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	224
4.8.5	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham	230
4.8.6	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	235
4.8.7	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	239
4.8.8	Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham.....	243
4.8.9	Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Usia CEO terhadap Risiko <i>Crash</i> Harga Saham	249
BAB V	PENUTUP	257
5.1	Kesimpulan.....	257
5.2	Implikasi Penelitian	260
5.2.1	Implikasi Teoretis	260
5.2.2	Implikasi Empiris.....	262
5.2.3	Implikasi Praktis	264
5.3	Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Mendatang	269
DAFTAR	PUSTAKA	274

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Daftar Perusahaan Terkena Suspensi dan Potensi Delisting Periode Tahun 2018-2022	8
Tabel 2.1 Perbandingan dan Peran Teori dalam Model Penelitian	49
Tabel 2.2 Determinan Risiko <i>Crash</i> Harga Saham Berdasarkan Atribut Eksekutif Manajerial / CEO dan Pengungkapan Perusahaan	55
Tabel 2.3 Dualitas CEO dalam Sistem Dewan Satu Tingkat dan Dua Tingkat di Berbagai Negara	77
Tabel 3.1 Sampel Penelitian	153
Tabel 3.2 Distribusi Sampel Penelitian Berdasarkan Sektor dan Tahun	154
Tabel 3.3 Definisi Operasional Variabel.....	161
Tabel 3.4 Klasifikasi Sampel Perusahaan <i>High Profile</i> dan <i>Low Profile</i> Periode Tahun 2018-2022 Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri.....	174
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	178
Tabel 4.2 Hasil Uji Pemilihan Model	183
Tabel 4.3 Uji Multikolinearitas dengan VIF	186
Tabel 4.4 Uji Heteroskedastisitas	187
Tabel 4.5 Hasil Uji Regresi Dasar	187
Tabel 4.6 Hasil Uji Regresi Moderasi.....	188
Tabel 4.7 Uji Kelayakan Model	193
Tabel 4.8 Hasil Regresi Uji Kekokohan	196
Tabel 4.9 Uji Beda Perusahaan <i>High Profile</i> dan <i>Low Profile</i> Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri	201



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2018-2022.....	2
Gambar 2.1 Model Penelitian.....	147
Gambar 4.1 Matrik Korelasi.....	185



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Standar GRI 2016	307
Lampiran 2 Data Observasi Tahun 2018	313
Lampiran 3 Data Observasi Tahun 2019	318
Lampiran 4 Data Observasi Tahun 2020	324
Lampiran 5 Data Observasi Tahun 2021	330
Lampiran 6 Data Observasi Tahun 2022	336
Lampiran 7 Daftar Perusahaan Kategori <i>High profile</i> Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri	342
Lampiran 8 Daftar Perusahaan Kategori <i>Low Profile</i> Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri	349
Lampiran 9 Hasil Analisis Data.....	356



ABSTRAK

Risiko *crash* harga saham merupakan fenomena jatuhnya harga saham secara drastis dan mendadak dalam waktu singkat, yang sering menimbulkan kerugian bagi investor dan mengganggu stabilitas pasar modal. Kondisi ini sering kali dipicu oleh akumulasi berita buruk yang disembunyikan oleh manajemen perusahaan, sehingga ketika berita tersebut terungkap secara bersamaan, harga saham mengalami penurunan tajam, yang dikenal sebagai *crash* harga saham. Penelitian ini memelopori investigasi pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan sebagai moderator dalam pengaruh kekuasaan CEO, yang mencakup dimensi formal (kepemilikan dan struktural) dan dimensi informal (prestise dan keahlian) terhadap risiko *crash* harga saham dalam konteks struktur dewan dua tingkat di Indonesia, suatu aspek yang belum dieksplorasi dalam penelitian terdahulu. Metode kuantitatif menggunakan 1.628 pengamatan dari perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data sekunder bersumber dari laporan tahunan, *Yahoo Finance*, dan basis data Osiris yang mencakup periode tahun 2018-2022. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi moderasi dengan *common effect model* yang diolah dengan perangkat lunak STATA. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa dimensi kekuasaan formal CEO secara signifikan meningkatkan risiko *crash* harga saham, sementara dimensi kekuasaan informal CEO menunjukkan sebaliknya. Temuan baru yang penting dari penelitian ini adalah keberhasilan pengungkapan CSR dalam memoderasi pengaruh kekuasaan formal CEO terhadap risiko *crash* harga saham, kontribusi baru yang belum diidentifikasi dalam penelitian terdahulu. Lebih lanjut, hasil uji kekokohan mengonfirmasi bahwa temuan utama penelitian ini terbukti kuat dan dapat diandalkan. Selain itu, perusahaan *high profile* menunjukkan tingkat pengungkapan CSR yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan *low profile*.

Kata kunci: risiko *crash* harga saham, kekuasaan formal CEO, kekuasaan informal CEO, pengungkapan CSR, Indonesia

ABSTRACT

Stock price crash risk refers to the phenomenon of abrupt and substantial declines in stock prices within a brief period, which often causes significant losses for investors and threatens the stability of the capital market. This risk typically arises from the accumulation of bad news concealed by corporate management, such that when the bad news is revealed simultaneously, the stock price experiences a sharp decline, commonly known as a stock price crash. This study pioneers the investigation of corporate social responsibility disclosure as a moderator in relationship of CEO power, encompassing both formal dimensions (ownership and structural) and informal dimensions (prestige and expertise) on stock price crash risk within the context of a two-tier board structure in Indonesia, an aspect that has not been explored in prior research. A quantitative method employed 1,628 firm-year observations from non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Secondary data were sourced from annual reports, Yahoo Finance, and the Osiris database covering 2018-2022 period. The data analysis technique employed moderated regression analysis using common effect model, performed with STATA software. The results reveal that the formal power dimensions of the CEO significantly increase the risk of stock price crashes, while informal power dimensions of the CEO show the opposite. A key novelty finding from this current study is the success of CSR disclosure in moderating the influence of CEO formal power on the risk of stock price crashes, a new contribution that has not been identified in prior studies. Furthermore, the robustness test results confirm that the main findings of this study are proven to be robust and reliable. In addition, high-profile companies show higher levels of CSR disclosure than low-profile companies.

Keywords: stock price crash risk; formal powers of the CEO; informal powers of the CEO; CSR disclosure; Indonesia

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

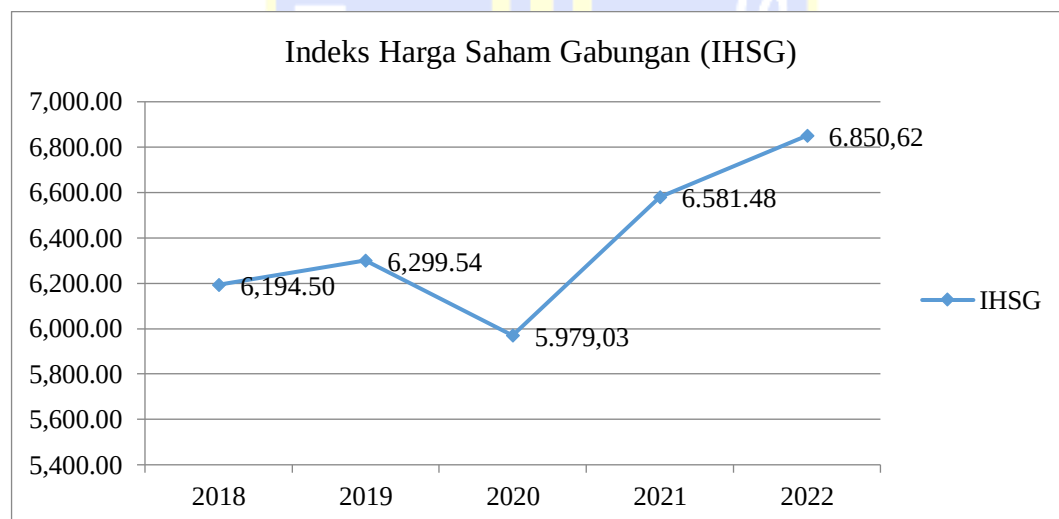
Saham merupakan instrumen investasi yang populer di pasar modal global karena menawarkan potensi keuntungan yang tinggi melalui apresiasi harga dan dividen. Harga saham menjadi salah satu indikator keberhasilan perusahaan karena merupakan indeks yang digunakan secara luas, yang mencerminkan respons pasar terhadap informasi baru tentang masa depan perusahaan (Lee *et al.*, 2019). Harga saham yang stabil dan mempunyai pola pergerakan yang cenderung naik dari waktu ke waktu, sangat penting untuk menjaga kepercayaan investor dan stabilitas pasar modal secara keseluruhan. Harga saham yang tinggi merupakan cerminan dari tingkat kemakmuran bagi pemegang saham, namun penting untuk disadari bahwa investasi saham selalu memiliki risiko, termasuk risiko *crash* harga saham (Brigham & Houston, 2013).

Risiko *crash* harga saham didefinisikan sebagai potensi penurunan harga saham secara tajam dalam waktu singkat, yang sering kali terjadi akibat pengungkapan berita buruk atau perubahan dalam persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Penurunan harga ini biasanya lebih dramatis dan tidak terduga dibandingkan volatilitas harga saham biasa. Oleh karena itu, risiko *crash* harga saham berbeda sifatnya dari volatilitas harga saham, yang terkait dengan risiko penurunan dan potensi kenaikan (Kim *et al.*, 2020).

Pasar saham Indonesia merupakan pasar yang rentan mengalami *crash*, terutama sebagai negara berkembang yang sangat dipengaruhi ekonomi

global. Sejarah mencatat berbagai krisis di pasar modal Indonesia, seperti krisis keuangan 1997-1998 dan krisis global 2008, yang telah menyebabkan penurunan IHSG secara signifikan. Harga saham mengalami *crash* sekitar 55% yang terjadi selama 11 bulan masa kontraksi dari bulan Januari hingga November 2008 (Samsul, 2011). Krisis tersebut berdampak signifikan terhadap tingkat volatilitas *return* saham mingguan dari waktu ke waktu, sehingga perusahaan yang konsisten di LQ45 pun tidak terhindar dari guncangan asimetri (Taftazani *et al.*, 2015). Selain itu, pandemi Covid-19 pada awal tahun 2020 juga telah menyebabkan kepanikan di pasar saham global, termasuk Indonesia, dan mengakibatkan penurunan harga saham yang tajam.

Data dari pasar modal Indonesia terkait perkembangan saham berdasarkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan tren yang fluktuatif dan sempat mengalami tekanan dalam periode tahun 2018-2022, sebagai berikut.



Gambar 1.1

Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2018-2022

Sumber: Yahoo Finance, 2022

Posisi IHSG pada tahun 2018 dinilai menjadi salah satu yang terpuruk meskipun tercatat menguat 0,06%. Posisi IHSG bertumbuh 0,47% pada tahun 2019, namun pada tahun 2020 berbalik melemah sebesar 5,09%. Berbeda dengan akhir tahun 2020, indeks menunjukkan kinerja positif pada tahun 2021 dengan kenaikan 10,08%. Data terakhir dari penutupan perdagangan pada 28 Desember 2022, menunjukkan IHSG meningkat 4,09% dibandingkan Desember tahun sebelumnya (Yahoofinance, 2022b).

Berdasarkan data IHSG tahun 2018-2022, terlihat bahwa IHSG mengalami tekanan terutama pada tahun 2018 dan tahun 2020. Meskipun sempat mencatatkan rekor tertinggi pada awal tahun, namun menjelang akhir tahun 2018, IHSG ditutup lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya. Sementara itu, tahun 2020 merupakan tahun yang penuh tantangan bagi IHSG, dengan dampak besar dari pandemi Covid-19 yang menyebabkan penurunan nilai indeks secara signifikan. Salah satu momen krusial adalah pada Maret 2020, ketika IHSG anjlok hingga 14,5% dalam sepekan, menjadi koreksi mingguan terburuk sejak krisis moneter 1998. Penurunan ini dipicu oleh kepanikan global akibat merebaknya pandemi Covid-19, yang menyebabkan *capital outflow* besar-besaran dari pasar negara berkembang, termasuk Indonesia (Gunawan, 2020). Ketidakpastian yang ditimbulkan oleh pandemi juga menyebabkan aksi jual besar-besaran oleh investor yang turut memperburuk kondisi pasar (Andriani, 2020).

Selain *crash* harga saham yang melibatkan indeks pasar secara luas, *crash* tersebut juga terjadi pada saham-saham individual. Data dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2018-2022 menunjukkan sejumlah kasus perusahaan di

Indonesia terutama perusahaan non-keuangan mengalami *crash* harga saham, yang disebabkan oleh faktor internal seperti kinerja keuangan, dugaan manipulasi laporan keuangan, dan persaingan bisnis, maupun faktor eksternal seperti fluktuasi ekonomi, dampak pandemi Covid-19, hingga sentimen pasar dan investor.

Perusahaan PT Express Transindo Utama Tbk (TAXI) mengalami penurunan harga saham yang dramatis sejak 14 Agustus 2014, ketika Uber Taxi beroperasi di Indonesia, mengakibatkan TAXI kehilangan pangsa pasar besar (Bareksa, 2015). Situasi memburuk ketika beberapa eksekutif, termasuk Direktur Utama dan Komisaris Utama, mengundurkan diri pada akhir 2016, menambah ketidakpastian investor dan merusak reputasi perusahaan (Bareksa, 2016). Harga saham TAXI terus merosot, dan pada 25 Juni 2018, BEI menghentikan perdagangan saham ini akibat restrukturisasi obligasi pada harga Rp90 per lembar. Perdagangan dibuka kembali pada 24 Mei 2019, tetapi harga saham TAXI anjlok 34,44% menjadi Rp59 per lembar. Saham TAXI telah turun 91% dari harga penawaran umum perdana dan 97% dari harga tertingginya. Pada akhir tahun 2022, saham ini berada di Rp50 per lembar (Yahoofinance, 2022a), menunjukkan bahwa saham masih tertekan tanpa tanda pemulihan signifikan.

Crash harga saham juga dialami oleh PT AirAsia Indonesia Tbk (CMPP), di mana harga sahamnya mengalami penurunan drastis setelah mencapai puncaknya di harga Rp645 per lembar pada awal Januari 2018. Kondisi keuangan CMPP yang memburuk menyebabkan harga saham mengalami *crash*. Kinerja keuangan CMPP pada kuartal 1 tahun 2021 mencatatkan kenaikan rugi bersih yang membengkak dua kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya, menjadi Rp747,62 miliar (Sandria,

2021). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan belum berhasil mencapai profitabilitas dalam periode tersebut.

Crash harga saham selanjutnya juga dialami PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO) yang cenderung terus menurun. Saham GOTO telah kehilangan 68,5% nilainya sejak IPO dari Rp338 dan turun menjadi Rp 132 per saham pada 2 Desember 2022 (Qolbi & Gumilar, 2024). *Crash* saham GOTO meruntuhkan seluruh kinerja IHSG karena memiliki bobot yang besar terhadap indeks, menyebabkan saham-saham Indonesia mengalami penurunan yang ditandai dengan penurunan IHSG hampir 4% (Modoers, 2022).

Kasus-kasus ini mengindikasikan bahwa *crash* harga saham disebabkan oleh faktor internal perusahaan yang terkait dengan kinerja keuangan, tindakan manajemen, hingga persaingan bisnis. Selain faktor internal yang berkaitan dengan tindakan manajemen, terdapat faktor eksternal yang juga berdampak terhadap risiko *crash* harga saham seperti kondisi pasar saham yang sedang buruk. Pandemi Covid-19 turut menyebabkan kondisi pasar saham di Indonesia terpuruk dan sejumlah perusahaan tidak terhindar dari risiko *crash* harga saham terutama di sektor non-keuangan.

Perusahaan PT Golden Eagle Energy Tbk (SMMT) mengalami penurunan harga saham yang signifikan antara tahun 2020 hingga 2021, berkaitan dengan kinerja keuangan dan kondisi pasar. Tahun 2020 menjadi titik kritis ketika harga saham SMMT turun drastis akibat dampak pandemi Covid-19 yang memengaruhi permintaan batubara secara global. Penjualan netto perusahaan tercatat sebesar Rp 209,4 miliar, menurun dari Rp 250,3 miliar di tahun 2019, dengan laba bersih yang

negatif sebesar Rp 19,9 miliar (Go-eagle, 2021). Penurunan ini menyebabkan investor kehilangan kepercayaan, sehingga banyak yang menjual saham mereka dan harga saham mengalami *crash*. Meskipun kinerja keuangan menunjukkan pemulihan di tahun 2021, harga saham SMMT tetap berfluktuasi dan tidak sepenuhnya pulih ke level sebelum pandemi.

Crash harga saham selanjutnya juga dialami PT Garuda Indonesia Tbk (GIAA), terutama disebabkan oleh dampak dari pandemi Covid-19 dan masalah keuangan yang berkepanjangan. Emiten GIAA mencatat kerugian besar ketika pandemi Covid-19 tahun 2020, yang menyebabkan harga sahamnya jatuh sekitar 19% dari level Rp457 pada akhir 2019 menjadi Rp369 pada akhir 2020. Penurunan terus berlanjut hingga tahun 2021, harga saham GIAA merosot di harga Rp204, dan pada Mei 2023, saham GIAA anjlok ke level Rp50, mencatat penurunan lebih dari 88% dari puncaknya di tahun 2019 (Burhan, 2024). Kondisi serupa dialami PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (INKP) pada tahun 2019, yang jika dihitung sejak awal tahun hingga 29 Agustus 2019 penurunan harga saham INKP mencapai 41,74% (Ajaib, 2019).

Sementara itu, PT Kimia Farma Tbk (KAEF) mengalami penurunan harga saham yang signifikan yaitu hampir 90% dari puncaknya Rp6.975 pada Januari 2021 menjadi Rp720 pada Mei 2023. Penurunan ini dipicu oleh berkurangnya permintaan produk farmasi pasca-pandemi Covid-19, di mana *panic buying* tidak lagi terjadi, sehingga minat investor terhadap saham farmasi menurun drastis (Emtrade, 2023). Selain itu, manajemen mengungkapkan adanya dugaan pelanggaran integritas terkait laporan keuangan anak perusahaan mereka, PT Kimia

Farma Apotek (KFA), yang menambah ketidakpastian bagi investor. Kondisi ini diperburuk oleh tingginya biaya operasional dan inefisiensi produksi dari sepuluh pabrik yang dimiliki perusahaan, yang tidak selaras dengan kebutuhan bisnis (Tempo, 2024).

Lebih lanjut, terdapat sejumlah perusahaan di BEI yang mengalami suspensi akibat *crash* harga saham pada periode 2018 hingga 2022 misalnya, PT Trikomsel Oke Tbk (TRIO) yang disuspensi pada 5 Oktober 2020 karena masalah finansial yang signifikan dan penurunan harga saham yang drastis. Perusahaan PT Hanson International Tbk (MYRX) juga disuspensi pada 16 Januari 2020 setelah mengalami penurunan harga saham yang drastis serta masalah dalam laporan keuangannya (IDX, 2020).

Perusahaan lain yang terkena suspensi adalah PT Sugih Energy Tbk (SUGI) dan PT Nipress Tbk (NIPS) yang disuspensi pada 1 Juli 2019 akibat keterlambatan penyampaian laporan keuangan, masalah keuangan, dan penurunan harga saham yang signifikan. Selanjutnya PT Polaris Investama Tbk (PLAS) mengalami suspensi pada 27 Desember 2018 akibat masalah yang serupa. Terakhir, PT Cowell Development Tbk (COWL) disuspensi pada 13 Juli 2020 karena penurunan harga saham yang drastis dan kondisi perusahaan yang memburuk, hingga terancam delisting (IDX, 2020).

Selain beberapa perusahaan tersebut, terdapat sejumlah perusahaan lain yang mengalami suspensi jangka panjang dalam periode 2018-2022, disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1.1
Daftar Perusahaan Terkena Suspensi dan Potensi Delisting Periode
Tahun 2018-2022

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Masa Suspensi	Status per 31 Desember 2022
1	ARMY	PT Armidian Karyatama Tbk	Desember 2019 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
2	BTEL	PT Bakrie Telecom Tbk	Mei 2019 – Mei 2021	Suspensi berlanjut (belum delisting)
3	BORN	PT Borneo Lumbung Energi dan Metal Tbk	Desember 2019 – Januari 2020	Delisting tanggal 20 Januari 2020
4	COWL	PT Cowell Development Tbk	Juli 2020 - Oktober 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
5	CKRA	PT Cakra Mineral Tbk	Februari 2019 – Agustus 2020	Delisting tanggal 28 Agustus 2020
6	ENVY	PT Envy Technologies Indonesia, Tbk	Januari 2020 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
7	FORZ	PT Forza Land Indonesia Tbk	Agustus 2019 – September 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
8	JSKY	PT Sky Energy Indonesia Tbk	Agustus 2022 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
9	KBRI	PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia	April 2019 – Oktober 2023	Suspensi berlanjut (belum delisting)
10	KPAL	PT Steadfast Marine Tbk	Desember 2019 – Oktober 2020	Suspensi berlanjut (belum delisting)
11	KPAS	PT Cottonindo Ariesta Tbk	Agustus 2021 – Agustus 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
12	KRAH	PT Grand Kartech Tbk	Agustus 2020 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
13	LMAS	PT Limas Indonesia Tbk	Agustus 2022 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
14	MAMI	PT Mas Murni Indonesia Tbk	Juli 2022 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
15	MAGP	PT Multi Agro Gemilang Plantation Tbk	Juli 2022 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
16	MYRX	PT Hanson International Tbk	Januari 2020 – November 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
17	NIPS	PT Nipress Tbk	Juli 2020 – Juli 2020	Suspensi berlanjut (belum delisting)
18	POOL	PT Pool Advista Indonesia, Tbk	Juni 2020 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
19	SRIL	PT Sri Rejeki Isman Tbk	Mei 2021 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)

Tabel 1.1 Lanjutan

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Masa Suspensi	Status per 31 Desember 2022
20	SUGI	PT Sugih Energi Tbk	Juli 2019 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
21	TRAM	PT Trada Alam Minera Tbk	Januari 2020 – Januari 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)
22	TRIO	PT Trikonsel Oke Tbk	Juli 2019 – Desember 2022	Suspensi berlanjut (belum delisting)

Sumber: BEI (2022)

Berdasarkan data tabel 1.1, diketahui pada periode tahun 2018 hingga 2022, BEI mencatat peningkatan signifikan jumlah perusahaan yang mengalami suspensi panjang, mayoritas disebabkan oleh masalah internal yang kronis. Suspensi ini sering kali dipicu oleh kegagalan penyampaian laporan keuangan yang mencerminkan buruknya tata kelola dan transparansi perusahaan. Kondisi ini diperparah oleh kinerja operasional yang memburuk secara berkelanjutan, mengakibatkan kerugian yang berturut-turut yang membuat perusahaan kesulitan memenuhi kewajiban finansialnya.

Perusahaan yang sudah berada pada kondisi tertekan menyebabkan suspensi berkepanjangan tak terhindarkan. Suspensi jangka panjang dipertahankan BEI untuk menahan *crash* harga saham yang lebih lanjut di bursa dan memberikan ruang bagi perusahaan untuk melakukan perbaikan kinerja keuangan, menyelesaikan permasalahan internal, maupun pembenahan tata kelola sebelum perdagangan saham dapat dibuka kembali. Namun, apabila dalam batas waktu yang ditentukan, perusahaan tidak mampu menunjukkan pemulihan signifikan maka otoritas bursa akan mengambil tindakan yang lebih tegas.

Rangkaian persoalan yang bermula dari *crash* harga saham, suspensi, dan masalah internal yang tidak kunjung teratasi mencapai puncaknya pada keputusan

delisting wajib seperti yang dialami emiten BORN dan CKRA. Delisting ini adalah konfirmasi akhir bahwa *crash* harga saham yang terjadi sebelumnya disebabkan oleh runtuhnya kondisi internal perusahaan, membuktikan bahwa saham tersebut tidak lagi layak diperdagangkan untuk melindungi kepentingan investor.

Berdasarkan kasus yang ada, dapat disimpulkan bahwa perusahaan di Indonesia rentan mengalami *crash* harga saham, yang didominasi oleh perusahaan non-keuangan terutama dalam periode tahun 2018-2022. Risiko *crash* harga saham dijadikan sebagai fokus utama penelitian ini karena memiliki dampak yang penting bagi berbagai pihak, baik investor, perusahaan, maupun perekonomian nasional. Selain itu, mayoritas perusahaan yang terdaftar di BEI adalah perusahaan non-keuangan, yang mencapai 717 perusahaan (IDX, 2022). Kondisi ini dapat menghancurkan portofolio investor yang berinvestasi di perusahaan tersebut. Oleh karena itu, penelitian ini fokus menyelidiki semua perusahaan non-keuangan sebagai objek penelitian untuk memberikan gambaran komprehensif tentang risiko *crash* harga saham di Indonesia.

Risiko *crash* harga saham muncul dari akumulasi berita buruk yang merupakan salah satu manifestasi dari buruknya kinerja dan pertumbuhan suatu perusahaan (Wang *et al.*, 2020). Risiko ini terjadi ketika perusahaan menunda pengungkapan berita buruk, sehingga menciptakan asimetri informasi di mana pasar tidak memiliki gambaran lengkap mengenai kondisi perusahaan, yang pada akhirnya menyebabkan harga saham mengalami penurunan besar ketika berita tersebut akhirnya terungkap kepada publik (Jin & Myers, 2006; Kim & Zhang, 2016).

Al Mamun *et al.*, (2020) mengonfirmasi bahwa penimbunan berita buruk oleh manajerial terutama CEO menjadi faktor penentu risiko *crash* harga saham. Hal ini beralasan karena kekuasaan di tangan CEO memberi mereka kemampuan untuk menyembunyikan berita buruk dari investor. Keberhasilan menahan berita buruk sangat bergantung pada kekuasaan mereka untuk memengaruhi keputusan, yang pada akhirnya mengakibatkan risiko *crash* harga saham di masa depan. Berbeda dengan prediksi mengenai peran positif kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, Graham *et al.*, (2017) mendokumentasikan bahwa CEO yang berkuasa cenderung tidak akan digantikan jika kinerja perusahaan buruk. Temuan ini menunjukkan bahwa CEO tidak terlalu khawatir untuk menyembunyikan berita buruk karena mereka dapat mengatasi tekanan jika harus mengungkapkan berita tersebut. Oleh karena itu, ada kemungkinan bahwa CEO yang berkuasa akan memiliki risiko *crash* harga saham yang lebih rendah.

Penelitian terdahulu telah menggunakan berbagai ukuran sebagai representasi kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, dan menunjukkan hasil beragam. Penelitian menemukan kepemilikan saham CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham (Al Mamun *et al.*, 2020; Haghighi & Gerayli, 2020; Haider & Fang, 2018; Hunjra *et al.*, 2020; Waqas & Siddiqui, 2021), dan mengurangi risiko *crash* harga saham (Andreou *et al.*, 2016; Oanh *et al.*, 2023; Park & Song, 2018; Rahimzadeh *et al.*, 2022; Ryu & Chae, 2021). Dualitas CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham (Al Mamun *et al.*, 2020; Le *et al.*, 2022; Oanh *et al.*, 2023; Srinidhi & Liao, 2020), mengurangi risiko *crash* harga saham

(Hunjra *et al.*, 2020; Kalia, 2024), dan tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham (Yeung & Lento, 2018).

Keterlibatan dalam proses penetapan kompensasi meningkatkan risiko *crash* harga saham (Shahab *et al.*, 2020). Masa jabatan CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham (Cui *et al.*, 2019; Le *et al.*, 2022), menurunkan risiko *crash* harga saham (Zarei *et al.*, 2018), dan tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham (Kalia, 2024). Jaringan sosial CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham (Ferris *et al.*, 2019), menurunkan risiko *crash* harga saham (Egginton & McCumber, 2019; Fang *et al.*, 2021). Modal sosial CEO menurunkan risiko *crash* harga saham (Jebran *et al.*, 2022; Krishnamurti *et al.*, 2021). *Chief Executive Officer* yang terlalu percaya diri meningkatkan risiko *crash* harga saham (Liang *et al.*, 2020; Qiao *et al.*, 2022).

Penelitian terkait kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham yang dilakukan di Indonesia masih sangat terbatas. Kapabilitas CEO dalam penelitian Winedar & Harymawan (2023) memperlemah hubungan penghindaran pajak dan risiko *crash* harga saham. Direktur yang sibuk tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham (Zachro & Utama, 2021). Gender CFO Perempuan berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham (Jodinesa & Chalid, 2023), tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham (Shannova & Budhidharma, 2023).

Sementara itu, penelitian lainnya melaporkan bahwa sektor industri sangat bertanggung jawab atas masalah lingkungan dan sosial terutama perusahaan-perusahaan di negara berkembang (Lu *et al.*, 2022; Song *et al.*, 2013). Praktik CSR diukur sebagai alat utama untuk memotivasi tata kelola perusahaan internal untuk tindakan sosial dan lingkungan (Adnan *et al.*, 2018; Contrafatto, *et al.*, 2018).

Praktik CSR merupakan alat berharga yang mengendalikan, memantau, dan menerbitkan aktivitas tata kelola perusahaan internal (Jo & Harjoto, 2011).

Praktik CSR mengurangi risiko *crash* harga saham berdasarkan dua landasan teoretis (Yang *et al.*, 2023). Pertama, perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial cenderung mengungkapkan informasi yang memadai yang mengelola hubungan pemangku kepentingan yang baik. Praktik CSR membantu mengurangi asimetri informasi antara pihak internal perusahaan dan pemangku kepentingan eksternal, dan meningkatkan transparansi pelaporan keuangan. Pengungkapan CSR yang memadai memungkinkan investor untuk menilai kinerja perusahaan secara lebih akurat, mengingat seringkali terdapat kurangnya transparansi dalam laporan keuangan. Hal ini memungkinkan harga saham untuk mencerminkan nilai intrinsik perusahaan dengan lebih baik, sehingga mengurangi terjadinya risiko *crash* harga saham di masa depan.

Kedua, perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial tidak hanya mengejar maksimalisasi laba. Mereka berdedikasi pada pembangunan sosial dan berkelanjutan, CEO yang bekerja di perusahaan yang kinerja CSR nya lebih baik mungkin lebih menyadari standar etika yang tinggi, dan memiliki lebih sedikit insentif untuk menimbun berita buruk, sehingga mengurangi risiko *crash* harga saham. Mayoritas penelitian mengungkapkan bahwa CSR merupakan faktor penting yang memitigasi risiko *crash* harga saham, misalnya Bilal *et al.*, (2021); Cao *et al.*, (2023); Dumitrescu dan Zakriya (2021); Hunjra *et al.*, (2020); Thuy *et al.*, (2021); Yang *et al.*, (2023).

Berdasarkan tinjauan terhadap penelitian terdahulu, ditemukan beberapa keterbatasan yang dieksplorasi lebih lanjut dalam penelitian ini untuk mengisi kesenjangan penelitian. Penelitian terdahulu masih menggunakan pengukuran kekuasaan CEO dengan menekankan pada satu dimensi dan mengabaikan dimensi lainnya, di mana seharusnya seorang CEO mengumpulkan kekuasaan melalui sumber formal dan informal, seperti yang dikemukakan Finkelstein (1992), termasuk kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise, dan kekuasaan keahlian.

Penelitian terdahulu belum menegaskan apakah kekuasaan CEO yang diamati merupakan kekuasaan formal atau kekuasaan informal, mengingat dua sumber kekuasaan ini didasarkan pada basis yang berbeda dan memberikan dampak yang berbeda pula terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian terdahulu juga masih terbatas pada kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural yang merupakan bagian kekuasaan formal CEO (Kalia, 2024; Shahab *et al.*, 2020), dan belum mengkaji bagaimana dampak kekuasaan informal CEO seperti kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian.

Penelitian telah menemukan bahwa kekuasaan prestise CEO memudahkan pencapaian target perusahaan (Deore *et al.*, 2023), meningkatkan profitabilitas bank (Fang *et al.*, 2020), cenderung menunjuk direktur yang memiliki koneksi politik ke dalam dewan (Ting *et al.*, 2017), menurunkan pengaruh krisis terhadap terhadap premi yang dibayarkan oleh CEO yang melakukan akuisisi (Fralich & Papadopoulos, 2018), memiliki tingkat aktivitas atau kinerja CSR yang lebih rendah (Harper & Sun, 2019).

Sementara itu, penelitian terkait kekuasaan keahlian CEO menunjukkan kinerja baik dan memiliki dewan yang beragam gender (Ting *et al.*, 2017); meningkatkan strategi inovasi organisasi jenis inovasi eksploratif (Sariol & Abebe, 2017); menurunkan pengaruh krisis terhadap premi yang dibayarkan oleh CEO yang melakukan akuisisi (Fralich & Papadopoulos, 2018); tidak signifikan terhadap CSR (Sheikh, 2019); meningkatkan nilai perusahaan (Sheikh, 2018). Penelitian tersebut belum ada yang mengkaji secara eksplisit bagaimana kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham, padahal kekuasaan ini menjadi bagian dari CEO yang penting, sehingga perlu menyelidiki lebih lanjut terkait aspek tersebut.

Penelitian terdahulu masih menyelidiki pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham secara langsung dan menunjukkan hasil yang beragam. Inkonsistensi hasil menunjukkan bahwa kemungkinan hubungan tidak sepenuhnya langsung sehingga perlu mengamati faktor lain yang dapat memoderasi hubungan tersebut. Terakhir, pengungkapan CSR sebagai variabel independen telah terbukti sebagai faktor mitigasi risiko *crash* harga saham dengan menunjukkan pengaruh negatif, namun bagaimana interaksi kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham belum tersedia.

Berdasarkan keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian terdahulu, penelitian ini berangkat dari tiga teori utama yaitu, teori keagenan, teori eselon atas, dan teori *stakeholder* untuk mengeksplorasi perbedaan pengaruh kekuasaan formal dan kekuasaan informal CEO terhadap risiko *crash* harga saham dengan melibatkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi dalam hubungan tersebut. Teori keagenan

menekankan kemungkinan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen (Jensen & Meckling, 1976). Teori ini menyatakan bahwa CEO yang berkuasa dapat memengaruhi Dewan Direksi dan mengekang mekanisme pengawasan Dewan Direksi yang dapat menyebabkan kinerja perusahaan yang buruk dan pengambilan risiko yang lebih rendah (Brahma & Economou, 2024).

Berdasarkan teori ini, kekuasaan CEO dapat menyebabkan nilai dan kinerja perusahaan yang lebih rendah (Bebchuk *et al.* 2011; Veprauskaitė dan Adams 2013; Duru *et al.* 2016); perlu peningkatan pemantauan oleh direktur luar (Combs *et al.* 2007), dapat menyebabkan *entrenchment* (Finkelstein & D'Aveni 1994); *leverage* yang lebih rendah (Jiraporn *et al.* 2012; Chintrakarn *et al.* 2014); peringkat kredit yang buruk dan imbal hasil obligasi yang lebih tinggi (Liu & Jiraporn 2010); pengambilan risiko bank yang lebih rendah (Pathan 2009); memoderasi hubungan positif antara kekuatan dewan dan strategi perusahaan (Tuwey & Tarus 2016); pembayaran dividen yang lebih rendah (Chintrakarn *et al.* 2018).

Teori eselon atas menunjukkan bahwa manajer puncak terutama CEO memainkan peran penting dalam pemilihan dan implementasi keputusan strategis yang pada akhirnya memengaruhi kinerja atau pertumbuhan perusahaan (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984). Berdasarkan teori ini, penelitian menemukan bahwa masa jabatan CEO yang panjang mengarah pada pengambilan risiko positif melalui kekuatan CEO pada kecenderungan pengambilan risiko tim manajemen puncak (Simsek, 2007). Pilihan strategis perusahaan dipengaruhi oleh atribut CEO dan tim manajemen puncak (Byun & Al-Shammari, 2021; Sun & Skousen, 2022).

Teori *stakeholder* menekankan bahwa eksekutif memiliki kewajiban etis untuk memenuhi kepentingan beragam pemangku kepentingan. Oleh karena itu, praktik CSR menjadi wujud nyata dari pemenuhan etika dasar ini (Freeman & Dmytriiev, 2017; Freeman & McVea, 2005). Pengungkapan CSR, dalam konteks ini tidak terbatas pada pemegang saham saja, tetapi juga mencakup berbagai pihak yang terpengaruh oleh kegiatan operasionalnya (Gray *et al.*, 1995). Pengungkapan CSR menjadi penting karena dampaknya yang signifikan terhadap operasi bisnis dan kemampuannya untuk menjawab kebutuhan berbagai kelompok pemangku kepentingan (Soeprajitno *et al.*, 2023). Pengakuan dan respons terhadap kebutuhan para pemangku kepentingan memungkinkan perusahaan meraih manfaat berkelanjutan dan mendiversifikasi hasil akhir yang diperoleh (Khan *et al.*, 2009). Teori *stakeholder* didukung oleh penelitian yang menunjukkan bahwa kompensasi CEO terkait dengan inisiatif CSR (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2021; Al-Shaer *et al.*, 2023), dan skor ESG lebih meningkatkan nilai di hadapan CEO yang berkuasa (Li *et al.*, 2018).

Kekuasaan formal berasal dari posisi hierarki dan wewenang yang sah (Peiró & Meliá, 2003), termasuk kekuasaan struktural dan kepemilikan, mengurangi masalah keagenan yang diakibatkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang membantu para eksekutif puncak mencapai tujuan berisiko (Zou *et al.*, 2021). Sebaliknya, kekuasaan informal didasarkan pada kekuasaan pribadi yang berasal dari kemampuan dan karakteristik tertentu di luar struktur hierarki organisasi (Peiró & Meliá, 2003). Kekuasaan informal bersumber dari karakteristik pribadi, kompetensi, latar belakang, jaringan sosial

(Lewellyn & Muller-Kahle, 2012). Kekuasaan ini dibangun melalui hubungan interpersonal yang baik, mencerminkan kualitas sumber daya manusia CEO, serta kemampuan dalam mengelola situasi internal dan eksternal perusahaan (Hillman & Dalziel, 2003). Meskipun berhubungan, kekuasaan formal dan informal memiliki dasar dan peran yang berbeda dalam manajemen. Oleh karena itu penelitian ini berpendapat bahwa kedua jenis kekuasaan ini menumbuhkan sikap CEO yang berbeda dalam kinerjanya, sehingga juga memiliki pengaruh berbeda terhadap risiko *crash* harga saham.

Sumber kekuasaan formal CEO yang pertama adalah kepemilikan saham CEO. Kepemilikan saham CEO merupakan kondisi di mana seorang CEO juga memiliki saham di perusahaan yang dipimpinnya. Kepemilikan saham memberikan wewenang kepada CEO untuk pengambilan keputusan strategis, melalui hak suara dan posisi di perusahaan (Lewellyn & Muller-Kahle, 2012), menyelaraskan kepentingan CEO dengan pemegang saham dan kinerja jangka panjang perusahaan, serta CEO mendorong CEO untuk mengurangi risiko bagi pemegang saham (Kim & Lu, 2011). Sementara itu, kekuasaan struktural yang berasal dari posisi atau jabatan dalam perusahaan, merupakan sumber kekuasaan formal yang lain. Kekuasaan ini diukur dengan dualitas CEO, yaitu kondisi ketika CEO juga menjabat sebagai ketua Dewan Direksi (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Lewellyn & Muller-Kahle, 2012; Tran *et al.*, 2014), yang umum terjadi dalam sistem satu tingkat (*one-tier board system*).

Dualitas CEO menunjukkan kemampuan yang lebih besar bagi seorang CEO untuk menguasai manajemen, termasuk dalam hal mengendalikan

pengungkapan informasi dan menunda penyampaian berita buruk (Le *et al.*, 2022). Peningkatan kekuasaan CEO membebankan risiko yang lebih tinggi bagi perusahaan, dengan mengeksploitasi asimetri informasi untuk kepentingan pribadi, yang merugikan pemegang saham dan mengurangi nilai perusahaan (Zarei *et al.*, 2018). Dualitas CEO juga meningkatkan insentif manajerial, yang selanjutnya meningkatkan risiko *crash* harga saham (Srinidhi & Liao, 2020).

Sementara itu, sumber kekuasaan informal CEO yang pertama adalah kekuatan prestise CEO. Kekuatan prestise mengacu pada keuntungan yang dapat diperoleh CEO dari proses interaksi sosial, dan membantu para eksekutif puncak mengatasi ketidakpastian dalam lingkungan kelembagaan dengan mencari dukungan dan legitimasi dari berbagai komponen masyarakat (Chikh & Filbien, 2011). CEO yang juga menjabat sebagai Dewan Direksi di luar perusahaan membantu mereka memperoleh informasi berharga, memperkuat modal sosial eksternal, serta membantu perusahaan mengatasi perubahan eksternal yang tidak menguntungkan (Zou *et al.*, 2021).

Selanjutnya, keahlian CEO merupakan sumber kekuasaan informal yang lain. Keahlian CEO mengatasi berbagai kemungkinan bisnis meningkat seiring dengan waktu mereka di Dewan Direksi karena mereka mengembangkan kontak dan hubungan yang lebih baik dengan berbagai pemangku kepentingan (Finkelstein, 1992). *Chief Executive Officer* juga cenderung mengumpulkan pengetahuan dengan masa jabatan yang lebih lama, yang dapat menjadi sumber kekuasaan informal (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Greve & Mitsuhashi, 2007). Masa jabatan yang lebih lama membuat CEO memiliki pengetahuan yang lebih

besar tentang perusahaan (Combs *et al.*, 2007; Daily & Johnson, 1997). *Chief Executive Officer* yang berpengalaman dapat menangani masalah internal dan eksternal dengan lebih baik, sehingga mengurangi risiko perusahaan (Zou *et al.*, 2021).

Perusahaan perlu melakukan pengendalian yang efektif dalam menerapkan struktur tata kelola perusahaan, termasuk di dalamnya kekuasaan CEO. Penelitian terdahulu telah meneliti kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham (Shahab *et al.*, 2020). Sementara itu, Jizi dan Nehme (2018) berpendapat bahwa teori *stakeholder* mendukung peran CSR dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan selalu berusaha mencari cara untuk meningkatkan laba melalui berbagai strategi atau kebijakan yang diterapkan di dalamnya. Salah satu cara yang dianggap efektif adalah dengan melaksanakan CSR karena diyakini dapat membantu memperbaiki citra perusahaan di mata publik. Jika citra perusahaan menjadi lebih baik, maka dapat menarik lebih banyak pelanggan atau meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya dapat meningkatkan laba perusahaan.

Perusahaan perlu mengintegrasikan CSR ke dalam struktur dan praktik perusahaan (Aguilera *et al.*, 2007). Perusahaan yang menerapkan praktik CSR yang baik lebih cenderung memiliki tata kelola yang transparan dan akuntabel, yang pada gilirannya dapat mengurangi risiko penyalahgunaan kekuasaan oleh individu yang memiliki posisi dominan dalam perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa CSR dapat berfungsi sebagai penyeimbang yang memperbaiki kualitas tata kelola perusahaan dan memitigasi risiko yang timbul akibat kekuasaan CEO yang tidak terkendali.

Teori *stakeholder* mendukung peran moderasi CSR karena tata kelola internal perusahaan menggunakan cara yang efektif untuk melindungi kepentingan pemangku kepentingan dengan bantuan CSR (Jo & Harjoto, 2011). Praktik CSR memberikan dorongan bagi perusahaan untuk mencapai kinerja yang baik dan citra positif di pasar. Pemegang saham cenderung melihat perusahaan yang terlibat dalam praktik sosial lebih bertanggung jawab, dengan demikian praktik ini dapat meningkatkan nilai jangka panjang perusahaan. Praktik CSR terbukti memoderasi pengaruh positif tata kelola perusahaan internal terhadap kinerja perusahaan (Lu *et al.*, 2021). Praktik ini juga berfungsi sebagai kontrol eksternal untuk tata kelola internal perusahaan, termasuk kekuasaan CEO, kepemilikan terkonsentrasi, dan kepemilikan manajerial (Javeed & Lefen, 2019).

Penelitian ini mengusulkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi dalam pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian terdahulu belum ada yang mengangkat pengungkapan CSR dalam konteks ini, namun berdasarkan teori dan temuan sebelumnya, penelitian ini berpendapat bahwa pengungkapan CSR relevan digunakan sebagai pemoderasi. Penelitian terdahulu telah mengkaji pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham dan memberikan pengetahuan yang penting, namun terdapat beberapa alasan mengapa CSR sebagai pemoderasi dapat memberikan nilai tambah dalam memahami pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

Kekuasaan CEO memang dapat memengaruhi pengambilan keputusan yang berisiko di mana keputusan tersebut berkontribusi pada risiko *crash* harga saham, namun penelitian terdahulu mendokumentasikan hasil yang tidak konsisten. Hal ini

menunjukkan bahwa hubungan antara kedua variabel tersebut kemungkinan tidak selalu bersifat langsung dan dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang belum sepenuhnya dieksplor. Kesenjangan yang tampak dalam literatur risiko *crash* harga saham adalah belum tersedia penelitian yang menyelidiki bagaimana pengungkapan CSR berinteraksi dengan kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Pengungkapan CSR telah terbukti sebagai faktor yang berfungsi menurunkan risiko *crash* harga saham, sehingga penting untuk mempertimbangkan peran CSR sebagai kebijakan yang berfungsi sebagai penyeimbang kekuasaan CEO.

Implementasi CSR merupakan bagian integral dari tugas eksekutif, sejalan dengan prinsip-prinsip teori *stakeholder* yang bertujuan untuk memenuhi harapan para pemangku kepentingan (Roberts, 1992). Perusahaan yang responsif terhadap isu-isu publik juga menunjukkan akuntabilitas yang tinggi dalam pelaporan keuangan, mencerminkan komitmen etis yang kuat dan berkontribusi positif terhadap transparansi perusahaan (Kim *et al.*, 2012). Selain itu, perusahaan yang menjunjung tinggi standar CSR cenderung mengurangi kejadian asimetri informasi (Rehman *et al.*, 2022), dan memiliki risiko terkait berita buruk yang lebih rendah (Kim *et al.*, 2014).

Perusahaan dengan CSR yang baik cenderung memiliki pengelolaan risiko yang lebih efektif dan dapat mengurangi ketidakpastian pasar, yang pada gilirannya mengurangi *crash* harga saham (Godfrey *et al.*, 2009). Pengungkapan CSR dapat memperkuat reputasi perusahaan (Orlitzky *et al.*, 2003), karena pemangku kepentingan terutama investor, kini tidak hanya melihat profitabilitas perusahaan,

tetapi juga menilai reputasi perusahaan berdasarkan CSR (Colapinto *et al.*, 2020; Xidonas *et al.*, 2016).

Berdasarkan beberapa alasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengungkapan CSR dapat berfungsi sebagai sinyal positif bagi investor, mengurangi ketidakpastian yang seringkali terkait dengan keputusan CEO, sehingga berdampak pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah. Pengungkapan CSR berpotensi melemahkan dampak positif kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, karena mengarahkan pengambilan keputusan CEO yang lebih bertanggung jawab dan berorientasi pada stabilitas jangka panjang.

Berdasarkan fenomena, kajian teoretis, dan kajian empiris terkait risiko *crash* harga saham, penelitian ini mengeksplorasi penelitian terdahulu dan merancang model penelitian yang mengkaji dua hal utama. Pertama, bagaimana kekuasaan CEO memengaruhi risiko *crash* harga saham, dan kedua, bagaimana peran CSR memoderasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian ini penting dan berbeda dengan penelitian terdahulu karena mengintegrasikan dampak kekuasaan CEO yang ditinjau dari kekuasaan formal, mencakup kekuasaan struktural dan kekuasaan kepemilikan, dan kekuasaan informal mencakup kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham di Indonesia. Model yang diusulkan dalam penelitian ini diharapkan memberikan bukti baru yang mendukung pengungkapan CSR sebagai pemoderasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, di mana aspek ini belum pernah diteliti sebelumnya.

Selanjutnya, penelitian ini menyertakan variabel kontrol berdasarkan temuan determinan risiko *crash* harga saham seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO untuk memperjelas pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham dengan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi. Ukuran perusahaan dihitung dengan logaritma natural dari total aset (Kim & Cho, 2021; Oanh *et al.*, 2023). Perusahaan yang semakin besar memiliki lebih banyak peluang untuk berkembang, namun semakin besar pula risiko yang disebabkan oleh biaya keagenan dan penguatan manajemen yang lebih tinggi (Kim & Cho, 2021).

Penelitian ini juga mengendalikan profitabilitas perusahaan dengan memasukkan laba atas aset, yang dihitung sebagai rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aset (Aldoseri & Albaz, 2023; Chen *et al.*, 2021; Thuy *et al.*, 2021; Yang *et al.*, 2023). Selain itu, untuk mengontrol karakteristik CEO yang dapat memengaruhi kecenderungan CEO untuk menyimpan berita buruk, penelitian ini memasukkan usia CEO. Usia CEO dihitung dengan selisih tahun penelitian dengan tahun lahir CEO (Al Mamun *et al.*, 2020; Ali *et al.*, 2022; Chen *et al.*, 2021; Fang *et al.*, 2024). Usia CEO memberikan gambaran yang representatif mengenai tingkat pengalaman serta sikap pengambilan risiko yang dimiliki oleh CEO (Al Mamun *et al.*, 2020).

Akhirnya, penelitian ini mengonseptualisasikan pasar saham Indonesia yang mewakili lingkungan penelitian terbaru di sektor non-keuangan. Berdasarkan investigasi peneliti, belum ada penelitian yang sama baik di luar maupun Indonesia yang mengkaji domain ini secara khusus. Pendekatan baru dalam perspektif, model, variabel, pengukuran, dan data dalam penelitian ini, diharapkan mengisi

kesenjangan dan memberikan temuan baru tentang risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia. Penelitian ini juga diharapkan memberikan kontribusi penting baik secara teoretis, empiris maupun praktis.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang dikemukakan, maka peneliti merumuskan permasalahan yang dibahas dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia?
2. Apakah kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia?
3. Apakah pengungkapan CSR memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia?
4. Apakah pengungkapan CSR memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan sebagai berikut:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia
2. Menguji dan menganalisis pengaruh kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia
3. Menguji dan menganalisis pengungkapan CSR yang memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia
4. Menguji dan menganalisis pengungkapan CSR yang memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia

1.4 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham dengan menempatkan pengungkapan CSR sebagai variabel moderasi. Penelitian terkait kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR telah diselidiki dalam penelitian terdahulu dan menunjukkan hasil yang beragam, namun sedikit penelitian yang berfokus pada risiko *crash* harga saham. Sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan kerangka teori keagenan untuk

menjelaskan terjadinya risiko *crash* harga saham (Liu, 2019), di mana manajer diasumsikan rasional dan cenderung mengejar keuntungan pribadi sehingga mereka dapat menahan berita buruk dan akhirnya menyebabkan terjadinya *crash* harga saham (Jensen & Meckling, 1976; Jin & Myers, 2006). Namun, dari perspektif perilaku dan psikologis, manajer dengan kepribadian yang berbeda akan membuat keputusan yang berbeda tentang penimbunan berita buruk (Soane & Chmiel, 2005). Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi yang signifikan baik secara teoretis, empiris, maupun praktis.

1.4.1 Kontribusi Teoretis

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis terkait teori keagenan, teori eselon atas, dan teori *stakeholder* sebagai berikut:

1. Penelitian ini mengeksplorasi pengaruh kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) terhadap risiko *crash* harga saham dari sudut pandang teori keagenan. Penelitian ini berkontribusi terhadap teori keagenan yang menjelaskan bahwa peningkatan kekuasaan CEO memperburuk masalah keagenan, yang akhirnya menyebabkan konflik kepentingan antara agen dan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). CEO yang memiliki kekuasaan besar dapat bertindak oportunistik dengan mengambil keputusan demi keuntungan pribadi, dan mengabaikan kepentingan pemegang saham lainnya. Hal ini menyoroti bentuk perilaku menyimpang CEO akibat asimetri informasi dan kontrol yang lemah, dapat melakukan tindakan seperti menyembunyikan berita buruk. CEO mengetahui lebih banyak informasi perusahaan dibandingkan pemangku

kepentingan lain, sehingga perilaku menyimpang ini tidak mudah terdeteksi oleh pihak lain. Akibatnya, akumulasi berita buruk yang tersembunyi terungkap secara bersamaan ke pasar, menyebabkan *crash* harga saham.

2. Penelitian ini mengeksplorasi pengaruh kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) terhadap risiko *crash* harga saham dari sudut pandang teori eselon atas, yang diharapkan dapat menjadi pengembangan teori yang lebih komprehensif. Penelitian ini berkontribusi terhadap teori eselon atas yang dikemukakan Hambrick dan Mason (1984), yang menyatakan pentingnya karakteristik psikologis eksekutif manajerial pada keputusan dan kinerja perusahaan yang berdampak pada hasil penting perusahaan. Teori ini menegaskan bahwa karakteristik psikologis seperti pendidikan, kepribadian, pengalaman, dan nilai-nilai pribadi sangat menentukan cara CEO membaca situasi, menganalisis informasi, dan membuat keputusan strategis. Akibatnya, tindakan dan keputusan yang ditentukan CEO berdampak langsung pada hasil perusahaan. Oleh karena itu, pemahaman terhadap karakteristik psikologis yang tercermin dalam kekuasaan prestise CEO dan kekuasaan keahlian CEO berguna untuk menjelaskan variasi dalam kinerjanya di perusahaan. Selain itu, kebiasaan manajerial dalam menyembunyikan berita buruk, dipengaruhi oleh kepribadian yang berbeda, sehingga memiliki kontribusi yang berbeda pula pada risiko *crash* harga saham (Kim *et al.*, 2016; Liu, 2019). Perusahaan yang dipimpin oleh CEO dengan kecenderungan kepribadian yang lebih terbuka dapat memberikan sinyal pasar yang lebih akurat, yang dapat

mengurangi risiko *crash* harga saham. Sebaliknya, CEO dengan kepribadian yang cenderung menunda atau menyembunyikan berita buruk perlu diwaspadai karena memiliki risiko *crash* harga saham yang lebih besar.

3. Penelitian ini mengeksplorasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham dengan melibatkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi dari sudut pandang teori *stakeholder*. Pengungkapan CSR tidak hanya berfungsi sebagai alat untuk meningkatkan reputasi perusahaan, tetapi juga sebagai mekanisme untuk memitigasi pengaruh buruk kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian ini berkontribusi terhadap teori *stakeholder* yang menekankan pentingnya pemangku kepentingan dalam pertimbangan perusahaan (Freeman, 1984). Pemangku kepentingan yang dimaksud meliputi berbagai kelompok yang memiliki peran dan kepentingan berbeda terhadap perusahaan (Harmadji *et al.*, 2020), sebagai berikut: Pemegang saham sebagai investor utama bertanggung jawab dalam penyediaan modal dan keberlanjutan investasi. Karyawan berperan dalam aktivitas operasional dan produksi, sehingga kesejahteraan mereka berdampak pada kualitas kerja. Pemasok menyediakan bahan atau layanan yang dibutuhkan perusahaan untuk menjamin kelancaran rantai pasok. Pelanggan berkontribusi terhadap pendapatan perusahaan melalui pembelian produk atau jasa, sehingga kepuasan pelanggan menjadi kunci keberlangsungan usaha. Masyarakat sekitar sebagai pemangku kepentingan eksternal mengharapkan kontribusi perusahaan pada kesejahteraan

ekonomi, sosial, dan lingkungan setempat. Terakhir, pemerintah berperan sebagai pembuat kebijakan yang menentukan regulasi, terkait aturan main dan kepatuhan. Perhatian dan keseimbangan dalam kebutuhan semua pemangku kepentingan membawa perusahaan untuk mengejar keuntungan ekonomi, menjaga reputasi dan stabilitas dalam jangka panjang. Penempatan pengungkapan CSR sebagai variabel moderasi diharapkan mengonfirmasi prinsip teori *stakeholder* yang menekankan supaya perusahaan harus proaktif dalam memenuhi ekspektasi dan kebutuhan semua pemangku kepentingan. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan memperkuat pemahaman bahwa keberhasilan perusahaan sangat bergantung pada kemampuan mengelola hubungan yang harmonis antar semua pemangku kepentingan tersebut. Berdasarkan investigasi peneliti, belum ada dilakukan penelitian yang sama, sehingga diharapkan mengisi kesenjangan dan menghasilkan temuan yang melengkapi penelitian terdahulu.

1.4.2 Kontribusi Empiris

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi empiris berupa data, temuan, dan informasi untuk memperkuat pemahaman yang dikembangkan berdasarkan penelitian terdahulu, sebagai berikut:

1. Penelitian ini memperluas penelitian terdahulu tentang kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham. Habib *et al.*, (2018) mendorong penelitian mendatang untuk mengeksplorasi ‘dimensi manusia’ guna menjelaskan risiko *crash* harga saham. Penelitian ini menjawab panggilan tersebut

dengan menggunakan pengukuran kekuasaan CEO yang berbeda dari penelitian terdahulu. Penelitian ini mempertimbangkan kekuasaan CEO berdasarkan dimensi kekuasaan formal (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) dan kekuasaan informal (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) yang dikemukakan oleh Finkelstein (1992).

2. Penelitian ini memperluas pengukuran kekuasaan CEO, di mana penelitian terdahulu masih memandang satu dimensi namun mengabaikan dimensi lainnya (Kalia, 2024). Sebagian penelitian belum menegaskan apakah kekuasaan CEO yang diamati merupakan kekuasaan formal atau kekuasaan informal (Shahab, Ntim, Yugang, *et al.*, 2020), padahal keduanya didasarkan pada sumber kekuasaan yang berbeda sehingga memberikan dampak yang berbeda pula terhadap risiko *crash* harga saham.
3. Penelitian Al Mamun *et al.*, (2020) terbatas pada kekuasaan formal CEO seperti kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural CEO. Penelitian Bonareri *et al.*, (2023) terbatas menganalisis hanya satu dimensi kekuasaan CEO, yaitu kekuasaan kepemilikan, dan menyarankan penelitian mendatang menganalisis dampak dimensi lain dari kekuasaan CEO. Penelitian ini menjawab kebutuhan untuk mengkaji dimensi kekuasaan informal sebagai upaya mengungkap realitas pengaruh kekuasaan di luar dimensi kekuasaan formal, sehingga memperkaya pemahaman mengenai dinamika kekuasaan CEO secara komprehensif.

1.4.3 Kontribusi Praktis

Terakhir, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi praktis yang signifikan khususnya di pasar modal Indonesia, sebagai berikut:

1. Bagi investor ritel, penelitian ini dapat memberikan wawasan untuk mengelola dan mengurangi kekhawatiran terhadap risiko *crash* harga saham. Investor dapat menggunakan hasil penelitian ini memahami risiko *crash* harga saham dengan memperhatikan peran kekuasaan CEO dalam mengelola risiko investasi. Peningkatan kekuasaan CEO dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham sehingga investor harus cermat dan melakukan diversifikasi untuk meminimalkan kerugian. Sementara itu, investor dapat memanfaatkan pengungkapan CSR untuk menilai risiko tidak hanya dari kinerja keuangan semata, tetapi juga dari faktor tata kelola dan keberlanjutan. Pendekatan ini dapat membantu investor mengambil keputusan investasi yang lebih bijaksana untuk perlindungan dalam portofolio investasi.
2. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat berkontribusi dalam mengidentifikasi dan mengurangi risiko *crash* harga saham berdasarkan kekuasaan CEO. Perusahaan dapat mempertimbangkan berbagai kriteria dalam pemilihan CEO untuk kemajuan perusahaan. Perusahaan juga harus bekerja lebih etis dan hati-hati untuk menjaga kepercayaan pemangku kepentingan, terutama ketika melaporkan informasi yang berdampak besar. Selain itu, pengungkapan CSR dapat memperkuat citra perusahaan di mata pemangku kepentingan sehingga membuka dukungan yang lebih luas. Strategi ini tidak

hanya mendukung kinerja keuangan jangka panjang, tetapi juga memenuhi standar keberlanjutan yang penting untuk keberlangsungan usaha.

3. Bagi regulator, penelitian ini dapat menjadi referensi awal bagi regulator dalam memahami peran penting kekuasaan CEO dan mitigasi pengungkapan CSR dalam memengaruhi risiko *crash* harga saham. Penelitian ini mendukung pengembangan kebijakan tata kelola perusahaan yang efektif mengatur batasan dan pengawasan terhadap kekuasaan CEO. Terakhir, penelitian ini juga diharapkan membuka perspektif regulator tentang bagaimana aspek pengungkapan CSR tidak hanya berperan dalam isu sosial tetapi juga dalam mitigasi risiko pasar. Penelitian ini mendorong transparansi praktik CSR sebagai upaya pencegahan risiko finansial, sehingga diperlukan regulasi yang lebih komprehensif.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan menggambarkan struktur atau kerangka yang digunakan untuk menyusun penelitian secara sistematis. Penulisan disertasi ini terdiri dari beberapa bagian utama dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

Bab I : Pendahuluan

Bab pendahuluan merupakan bagian yang membahas latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kontribusi penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II : Tinjauan Pustaka

Bab tinjauan pustaka merupakan bagian yang membahas landasan teori dan literatur yang berhubungan dengan penelitian yang dilakukan, dilanjutkan dengan penyusunan kerangka pikir dan hipotesis penelitian.

Bab III : Metode Penelitian

Bab metode penelitian merupakan bagian yang membahas rangkaian metode yang digunakan dalam penelitian, mulai dari populasi dan sampel penelitian, sumber dan teknik pengumpulan data, definisi dan pengukuran variabel penelitian, serta metode analisis data yang digunakan.

Bab IV : Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab IV merupakan bagian yang membahas hasil penelitian yang terdiri statistik deskriptif dan statistik inferensial seperti pengujian hipotesis, dilanjutkan analisis data hasil penelitian, serta pembahasan mengenai hasil penelitian.

Bab V : Penutup

Bab penutup merupakan bagian yang memuat kesimpulan berdasarkan hasil penelitian, implikasi penelitian, keterbatasan penelitian, serta saran untuk penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan risiko *crash* harga saham.

Daftar Pustaka

Lampiran

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Penelitian ini mengintegrasikan tiga teori utama sebagai pondasi kerangka analisis yaitu, teori keagenan, teori eselon atas, dan teori *stakeholder*. Teori-teori ini menjadi landasan yang saling melengkapi untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai masalah yang diteliti, dengan memanfaatkan perspektif yang ditawarkan oleh masing-masing teori.

Pertama, teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa kekuasaan formal CEO, seperti kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural, dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham. Teori ini menyatakan bahwa CEO dapat bertindak dengan cara yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham, sehingga meningkatkan risiko di pasar. *Chief Executive Officer* yang memiliki kekuasaan kepemilikan atau kekuasaan struktural cenderung memiliki kontrol lebih besar terhadap keputusan perusahaan dan berita yang disampaikan ke pasar. Mereka dapat menyembunyikan berita buruk yang seharusnya diketahui oleh investor untuk menjaga citra perusahaan atau kepentingan pribadi, namun akhirnya dapat menyebabkan ketidakpastian yang lebih besar. Berita buruk yang terungkap membuat pasar bereaksi negatif, memicu penurunan harga saham yang drastis dan meningkatkan risiko *crash* harga saham.

Kedua, teori eselon atas Hambrick dan Mason (1984) berfokus pada bagaimana karakteristik individu dalam posisi pemimpin seperti CEO memengaruhi keputusan-keputusan strategis dan kinerja perusahaan. Teori ini

memberikan perspektif bahwa faktor psikologis dan sosial yang dimiliki CEO berperan penting dalam mengendalikan risiko pasar. Berdasarkan teori ini, kekuasaan informal seperti kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian CEO dapat berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham, karena CEO yang memiliki prestise atau keahlian yang tinggi cenderung memiliki kepercayaan lebih dari pasar dan lebih berhati-hati dalam membuat keputusan strategis, sehingga mengurangi volatilitas yang dapat memicu risiko *crash* harga saham.

Terakhir, teori *stakeholder* (Freeman, 1984) menekankan pentingnya hubungan perusahaan dengan berbagai pemangku kepentingan melalui CSR, yang menunjukkan peran penting CSR dalam memoderasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Praktik CSR dapat memperkuat citra perusahaan, meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan, serta mengurangi ketidakpastian yang mungkin timbul dari keputusan CEO. Oleh karena itu, CSR berpotensi memiliki peran penting dalam menurunkan pengaruh buruk dari kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

Secara keseluruhan, ketiga teori ini saling melengkapi dalam menjelaskan bagaimana kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR saling berinteraksi dalam memengaruhi risiko *crash* harga saham. Teori keagenan menjelaskan bagaimana kekuasaan formal CEO dapat menyebabkan risiko yang lebih tinggi, teori eselon atas menjelaskan bagaimana kekuasaan informal CEO justru dapat mengurangi risiko *crash* harga saham. Sementara itu, teori *stakeholder* menjelaskan bagaimana CSR dapat memoderasi pengaruh tersebut yang diharapkan memperlemah dampak positif kekuasaan formal CEO dan memperkuat dampak negatif kekuasaan informal

CEO terhadap risiko *crash* harga saham, sehingga dapat memitigasi risiko yang dihadapi oleh perusahaan dan pasar saham.

2.1.1 Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) berkembang sejak ide Berle dan Means (1932) tentang pemisahan kepemilikan dalam perusahaan modern. Pemisahan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan pengelola perusahaan (agen) menimbulkan masalah yang dikenal sebagai masalah keagenan. Solusi untuk mengatasi masalah ini adalah dengan menyepakati kontrak yang jelas tentang hak dan tanggung jawab agen sesuai dengan kehendak prinsipal serta memastikan mekanisme agar prinsipal dapat memantau tindakan agen. Teori keagenan memberikan penjelasan mengenai potensi dampak manajerial yang muncul dari kekuasaan mereka dalam menetapkan tujuan perusahaan. Teori ini berargumen bahwa kepemilikan dapat menjadi sumber konflik antara prinsipal dan agen. Distribusi kepemilikan di banyak perusahaan modern, manajer cenderung melakukan tindakan atau membuat keputusan yang tidak selaras dengan upaya maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Saidu, 2019).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa terdapat hubungan keagenan yang berfungsi sebagai kontrak antara prinsipal dan agen (Hamidlal & Harymawan, 2021). Kontrak ini merinci tanggung jawab manajer dalam mengelola dana yang diberikan oleh investor serta pembagian keuntungan yang adil, sehingga kontrak tersebut dapat dianggap efektif. Manajer memiliki kewajiban untuk mempertanggungjawabkan kepercayaan yang diberikan oleh investor. Teori keagenan menunjukkan bahwa CEO yang berkuasa cenderung menggunakan

kekuasaannya untuk mencapai tujuan pribadi yang sering kali tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Tien *et al.*, 2013).

Teori keagenan menjelaskan bahwa peningkatan kekuasaan CEO memperburuk masalah keagenan dengan meningkatkan kuasa manajerial, yang akhirnya menyebabkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Argumentasinya adalah bahwa kekuasaan CEO memperbesar kemampuan manajerial untuk menghasilkan keuntungan individu dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham dan berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan seharusnya mengelola asetnya dengan efisien, mengurangi pengeluaran yang tidak perlu, dan memaksimalkan keuntungan. Jika perusahaan memprioritaskan kepentingan pemegang saham, maka perusahaan dapat memberikan keuntungan maksimum sesuai harapan pemangku kepentingan (Hamidlal & Harymawan, 2021).

Sebagian penelitian empiris tentang faktor-faktor yang menentukan risiko *crash* harga saham menggunakan kerangka teoretis keagenan Jin dan Myers (2006), yang berpendapat bahwa asimetri informasi antara pihak internal sebuah perusahaan dan pemangku kepentingan eksternalnya dapat meningkatkan kemungkinan risiko *crash* harga saham. Asimetri informasi memungkinkan manajemen menyimpan berita buruk dalam jangka waktu lama demi memaksimalkan kompensasi, menjaga posisi mereka, serta mengurangi kekhawatiran akan tuntutan hukum yang timbul dari pengungkapan berita buruk (Kothari *et al.*, 2009). Akumulasi berita buruk yang muncul di pasar membuat nilai saham terus merosot dan menyebabkan *crash* harga saham (Saidu, 2019).

Kendati demikian, juga terdapat penelitian yang menyelidiki kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham menggunakan sudut pandang teori kekuatan manajerial misalnya, Oanh *et al.*, (2023); Shahab *et al.*, (2020); Zou *et al.*, (2021). Teori kekuatan manajerial yang dikembangkan Bebchuk *et al.*, (2002); Bebchuk dan Fried (2004), menjelaskan bahwa CEO memiliki kekuasaan atas dewan perusahaan dalam proses pengaturan kompensasi mereka, yang dapat menjelaskan masalah keagenan dalam perusahaan dengan lebih baik. Kekuatan manajerial memungkinkan CEO untuk memiliki paket kompensasi yang lebih tinggi, yang biasanya tidak terkait dengan kinerja perusahaan, dan akibatnya terjadi ekstraksi atau penyalahgunaan sumber daya perusahaan. Praktik tata kelola yang melekat dalam proses penetapan kompensasi cenderung menyembunyikan informasi penting tentang harga saham hingga titik kritis, di mana informasi itu harus dirilis dan pada akhirnya menyebabkan harga saham perusahaan *crash*.

Meskipun meningkatnya permintaan untuk menguji dan mengintegrasikan teori-teori baru (Chen *et al.*, 2011; Zehnder *et al.*, 2017), argumen penelitian seperti yang dilakukan oleh Al Mamun *et al.*, (2020); Ryu dan Chae (2021); Waqas dan Siddiqui (2021); Hunjra *et al.*, (2020), telah didasarkan terutama pada teori keagenan yang teruji secara luas. Oleh karena itu, dalam konteks pengaruh kekuasaan formal CEO yang diukur melalui kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural terhadap risiko *crash* harga saham, teori keagenan tetap menjadi pilihan yang lebih relevan. Relevansi teori keagenan lebih jelas karena teori ini berfokus pada bagaimana konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dapat

memengaruhi keputusan-keputusan yang berisiko yang dapat menyebabkan *crash* harga saham.

2.1.2 Teori Eselon Atas

Teori Eselon Atas (*Upper Echelon Theory*) yang diperkenalkan oleh Hambrick dan Mason (1984) mengemukakan bahwa karakteristik individu dari manajemen puncak berpengaruh terhadap pilihan strategi yang mereka ambil, yang pada gilirannya berdampak pada kinerja perusahaan. Dasar dari teori eselon atas terletak pada teori perilaku organisasi yang menunjukkan bahwa keputusan yang diambil oleh manajemen puncak tidak selalu didasarkan pada motif rasional, melainkan juga dipengaruhi oleh keterbatasan sifat-sifat mereka (Ismail *et al.*, 2022). Oleh karena itu, faktor-faktor perilaku seperti tujuan yang bertentangan, tingkat aspirasi, dan rasionalitas terbatas harus dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan strategis oleh eksekutif puncak, yang berkontribusi pada kinerja perusahaan. Penelitian empiris mengenai teori eselon atas dimulai pada tahun 1984, dengan studi Hambrick dan Mason sebagai penelitian pertama yang mengaitkan hasil organisasi dengan teori mengenai pengaruh dasar kognitif dalam suatu organisasi (Ismail *et al.*, 2022).

Menurut Hambrick (2007), inti teori eselon atas terdiri dari dua elemen yang saling berhubungan: (1) para eksekutif mengambil tindakan berdasarkan interpretasi pribadi mereka terhadap situasi strategis yang dihadapi, dan (2) interpretasi tersebut dipengaruhi oleh pengalaman, nilai, dan kepribadian masing-masing eksekutif. Konsep teori eselon atas merekomendasikan (a) untuk menganalisis keseluruhan tim manajemen puncak, dan (b) untuk menggunakan

proksi struktural dan demografis dalam mengukur atau menyimpulkan nilai dan persepsi dasar yang memengaruhi pengambilan keputusan para eksekutif (Hambrick & Mason, 1984).

Kepemimpinan perusahaan merupakan upaya yang kompleks dan kolektif oleh banyak orang di posisi puncak yaitu, eselon atas dalam perusahaan. Perhatian pada tim manajemen puncak dibandingkan CEO tunggal dapat memberikan penjelasan yang lebih kuat, namun Hambrick (2007) menunjukkan teori eselon atas tidak harus melibatkan seluruh anggota tim manajemen puncak, tetapi dapat efektif jika diterapkan pada satu individu CEO saja. Hal ini karena CEO bukan hanya sebagai bagian tim manajemen puncak, tetapi juga sangat memengaruhi dan membentuk tindakan tim manajemen puncak serta pengambilan keputusan strategis. Teori eselon atas menawarkan lensa yang kuat dan berhasil digunakan dalam menjelaskan pengaruh eksekutif pada berbagai hasil bisnis di tingkat perusahaan (Talaular, 2020).

Secara teoretis, teori eselon atas menunjukkan bahwa manajer puncak, terutama CEO memainkan peran penting dalam seleksi dan implementasi keputusan strategis yang kemudian memengaruhi kinerja atau pertumbuhan perusahaan (Hambrick & Mason, 1984). Teori eselon atas menyatakan bahwa manajemen puncak perusahaan merupakan komponen integral dalam proses manajemen strategis, dan hasil finansial dan nonfinansial ditentukan oleh kualitas dan atribut manajemen puncak (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007). Secara khusus, CEO memiliki kesempatan untuk memilih strategi yang optimal dan terbaik guna menciptakan pertumbuhan berkelanjutan bagi perusahaan

(Shahab *et al.*, 2020).

Seperti yang dikemukakan oleh Hambrick dan Mason (1984), teori ini menyatakan bahwa pilihan strategis perusahaan mengungkapkan nilai, basis kognitif, dan persepsi tim manajemen puncak. Nilai dan wawasan tidak dapat diamati secara langsung, melainkan diukur melalui berbagai indikator demografis seperti usia, pendidikan, latar belakang fungsional, dan lain-lain (Asuquo & Amede, 2018). Teori eselon atas juga memberikan penjelasan mengenai pandangan kekuasaan CEO dalam hubungannya dengan hasil perusahaan (Saidu, 2019). Teori ini menjelaskan bahwa CEO bersama tim manajemen puncak bertanggung jawab atas rencana strategis organisasi. Tim manajemen puncak sebagai anggota eselon atas perusahaan melihat dan menafsirkan strategi menggunakan pengalaman, kepribadian, dan nilai-nilai mereka.

Chief Executive Officer yang memiliki kemampuan manajerial tinggi memiliki pengetahuan yang lebih mendalam tentang perusahaan dan industri, serta memiliki kemampuan yang lebih besar untuk memproses informasi sehingga dapat membuat prediksi yang lebih akurat (Aldoseri & Albaz, 2023). Mereka juga cenderung meningkatkan kualitas lingkungan informasi perusahaan dan mengurangi penyimpanan berita buruk, yang dapat berkontribusi mengurangi kemungkinan risiko *crash* pasar saham (Kazemi & Ghaemi, 2016). Kemampuan manajerial CEO memiliki peran penting dalam mengurangi risiko *crash* harga saham melalui pengurangan penyimpanan berita buruk, yang dibuktikan oleh beberapa indikator seperti peningkatan transparansi, manajemen laba yang rendah, rendahnya opasitas pelaporan keuangan, diluar peran kemampuan manajerial CEO

dalam mengurangi biaya keagenan dan mengurangi heterogenitas opini atau keyakinan investor (Aldoseri & Albaz, 2023).

Berdasarkan pemaparan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa CEO memiliki pengaruh yang besar terhadap bentuk dan nasib perusahaan (Hambrick, 2007). Teori eselon atas memberikan alasan yang meyakinkan tentang mengapa karakteristik CEO dapat membentuk dan memengaruhi bagaimana keputusan perusahaan disiapkan dan dibuat, karena berbagai macam sifat dan perilaku CEO dapat membentuk pengambilan keputusan strategis dan memengaruhi hasil organisasi (Talaulicar, 2020). *Chief Executive Officer* memang memiliki lebih banyak keleluasaan dalam beberapa situasi daripada di situasi lain (Hambrick, 2007), tetapi secara umum CEO memengaruhi hasil organisasi. *Chief Executive Officer* berperan penting dalam pengambilan keputusan karena memengaruhi pilihan strategis perusahaan dan pada akhirnya berdampak pada kinerja dan kemampuannya untuk mengatasi risiko potensial seperti risiko *crash* harga saham (Aldoseri & Albaz, 2023; Demerjian *et al.*, 2013).

Teori eselon atas dalam penelitian ini melengkapi pandangan teori keagenan tentang dampak kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Teori keagenan mengasumsikan bahwa CEO bertindak sebagai agen yang cenderung mengeksploitasi asimetri informasi untuk memaksimalkan kepentingan pribadi. Mereka menyembunyikan berita buruk dari pasar, dan pada akhirnya saat berita tersebut dirilis menyebabkan pasar merespon negatif, sehingga harga saham mengalami *crash* dan pemegang saham dapat mengalami kerugian. Namun, teori ini kurang mampu menjelaskan kompleksitas kekuasaan CEO yang lebih luas.

Kekuasaan informal seperti kekuasaan prestise dan keahlian, tidak hanya berhubungan dengan konflik kepentingan, tetapi juga dengan citra dan pengaruh sosial yang dimiliki CEO. Teori keagenan tidak cukup menyoroti faktor-faktor ini, karena lebih fokus pada konflik kepentingan agen dan prinsipal.

Sementara itu, teori eselon atas memperhitungkan bahwa CEO tidak hanya memengaruhi perusahaan melalui keputusan-keputusan rasional dan finansial, tetapi juga melalui kekuasaan sosial dan reputasi mereka yang kuat di luar perusahaan. *Chief Executive Officer* dengan kekuasaan prestise memiliki pengaruh lebih besar dalam membentuk persepsi pasar, yang pada gilirannya memengaruhi harga dan risiko *crash* harga saham. Kekuasaan CEO di luar aspek teknis dan finansial, dalam hal ini diperhitungkan secara lebih menyeluruh oleh teori eselon atas (Hambrick & Mason, 1984).

Pertimbangan terhadap faktor-faktor eksternal, sosial, dan dinamika kompleks yang memengaruhi pengambilan keputusan CEO, teori eselon atas memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dan relevan dalam menganalisis hubungan antara kekuasaan CEO yang terdiri dari kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham. Teori ini lebih mampu menggambarkan peran pengaruh sosial, reputasi, pengalaman, serta keputusan strategis yang diambil oleh eselon atas dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Oleh karena itu teori ini tepat untuk menjelaskan fenomena yang terjadi, melengkapi teori keagenan yang lebih terbatas pada hubungan internal antara prinsipal dan agen.

2.1.3 Teori Stakeholder

Teori *stakeholder* menekankan pentingnya hubungan antara perusahaan dan para pemangku kepentingan (Reimsbach *et al.*, 2018). Teori ini berkaitan dengan cara organisasi mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan. Pemangku kepentingan dianggap memiliki pengaruh terhadap kesejahteraan perusahaan, sehingga perusahaan yang mampu mengelola sumber daya dan memperhitungkan kebutuhan pemangku kepentingan cenderung lebih baik daripada perusahaan yang tidak melakukannya. Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan bukan hanya beroperasi untuk kepentingan dirinya sendiri tetapi juga harus memberikan manfaat bagi semua pemangku kepentingan, termasuk pemegang saham, kreditor, konsumen, pemasok pemerintah, masyarakat, analis, dan pihak lainnya (Ioannou & Serafeim, 2015).

Semua pemangku kepentingan berhak untuk memperoleh informasi lengkap tentang kegiatan perusahaan yang berdampak terhadap mereka. Awalnya, hanya pemegang saham yang dianggap pemangku kepentingan perusahaan, sesuai dengan argumen Joseph (2012) yang menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemiliknya. Definisi pemangku kepentingan kemudian diperluas untuk mencakup lebih banyak kelompok, termasuk pihak yang memiliki kepentingan tertentu dan regulator (García-Benau *et al.*, 2013).

Pemangku kepentingan adalah semua pihak baik internal maupun eksternal yang memiliki hubungan saling terpengaruh dengan perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Pemangku kepentingan terdiri dari pemerintah,

perusahaan pesaing, masyarakat sekitar, lingkungan internasional, lembaga di luar perusahaan, badan lingkungan hidup, pekerja di lingkungan perusahaan, pemasok, dan kelompok minoritas yang keberadaannya signifikan bagi perusahaan (Theyel & Hofmann, 2012).

Pemegang saham, kreditor, konsumen, pemasok, pemerintah, masyarakat, analis, dan pihak lain merupakan kelompok pemangku kepentingan yang menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam mengungkap atau menutupi informasi di dalam laporan perusahaan tersebut (Jiao, 2010). Tujuan utama dari teori *stakeholder* adalah untuk membantu manajemen perusahaan meningkatkan penciptaan nilai sebagai dampak dari aktivitas-aktivitas yang dilakukan dan minimalisasi kerugian bagi pemangku kepentingan (Wong & Millington, 2014). Landasan teori ini menegaskan bahwa keberhasilan bisnis tidak lagi hanya diukur dari angka keuntungan finansial yang diraih, tetapi juga kemampuannya dalam menyeimbangkan berbagai kebutuhan pemangku kepentingan. Sejalan dengan prinsip tersebut, tanggung jawab perusahaan tidak hanya terbatas pada kepentingan pemegang saham semata, namun telah bergeser ke ranah yang lebih luas yakni dimensi sosial kemasyarakatan yang dikenal sebagai CSR.

Teori *stakeholder* mampu memperluas cara pandang dalam pengelolaan perusahaan dan menjelaskan interaksi antara perusahaan dengan pemangku kepentingan. Menurut asumsi dasar teori *stakeholder*, perusahaan tidak dapat terpisah dari lingkungan sosial sekitarnya (Dhaliwal *et al.*, 2011). Perusahaan perlu menjaga hubungan baik dengan pemangku kepentingan dan mengintegrasikannya

dalam kebijakan serta proses pengambilan keputusan, agar dapat mendukung pencapaian tujuan perusahaan, yaitu keberlanjutan usaha dan jaminan *going concern*.

Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa manajer perusahaan memiliki banyak hubungan yang harus diperhatikan dengan para pemangku kepentingan. Menurut Freeman (1984), teori ini menekankan pentingnya kelompok pemangku kepentingan dalam pertimbangan organisasi. Teori *stakeholder* fokus pada praktik manajerial, menggambarkan bagaimana para manajer bekerja dalam konteks ini. Teori ini berfokus pada dua pertanyaan utama. Pertama, mempertanyakan sebenarnya tujuan perusahaan. Manajemen didorong untuk menyampaikan nilai dan aspirasi yang mereka ciptakan serta menjelaskan apa yang dapat mereka berikan kepada para pemangku kepentingan. Hal ini juga mendorong perusahaan untuk terus berkembang dan mencapai kinerja yang baik, yang ditentukan oleh tujuan perusahaan serta ukuran keuangan di pasar. Kedua, teori ini mempertanyakan kewajiban manajemen terhadap pemangku kepentingan. Bagian ini menekankan pentingnya cara manajemen menjalankan bisnis, terutama terkait jenis hubungan yang diperlukan dengan para pemangku kepentingan untuk mencapai tujuan bersama.

Sehubungan dengan kekhawatiran dan harapan pemangku kepentingan, menurut teori *stakeholder* (Freeman, 1984), pengungkapan CSR dapat membantu menghindari tindakan yang dapat menyebabkan pemangku kepentingan mengganggu tujuan organisasi (Thuy *et al.*, 2021). Oleh karena itu, penelitian ini memanfaatkan teori *stakeholder* untuk mengkonseptualisasikan hubungan ini

karena penerapan dan kekayaannya. Meskipun teori *stakeholder* telah banyak dikritik, teori ini tetap menjadi landasan dalam memahami hubungan bisnis dan pemangku kepentingan dan merupakan kerangka teoretis yang paling umum digunakan untuk mengevaluasi CSR (Cantrell *et al.*, 2015). Pengaruh teori *stakeholder* dalam mengelola isu-isu keberlanjutan telah banyak diteliti dalam penelitian terdahulu misalnya, Dogl dan Behnam (2014); Freeman dan Dmytriye (2017); Garvare dan Johansson (2010); Gul *et al.*, (2020); Jones dan Wicks (1999); dan Matakanye *et al.*, (2021). Etika teori *stakeholder* sebagai penengah tidak dapat diabaikan jika perusahaan ingin mempertahankan lisensi sosial untuk beroperasi (Matakanye *et al.*, 2021).

Pengungkapan CSR mencerminkan apa yang telah dilakukan perusahaan dalam hal aktivitas CSR. Efek positif pengungkapan CSR terhadap kinerja keuangan dianggap muncul dari perusahaan yang secara aktif menciptakan kesan kerja yang baik dengan mengungkapkan informasi CSR yang memenuhi atau melampaui harapan pemangku kepentingan (Brooks & Oikonomou, 2018). Teori *stakeholder* mengharuskan manajer untuk merancang dan melaksanakan mekanisme yang dapat memenuhi kebutuhan komunitas tertentu, yaitu para pemangku kepentingan. Perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial diharapkan transparan dan memiliki aktivitas penimbunan berita buruk yang rendah dalam mengungkapkan informasi keuangan, sehingga mengurangi kemungkinan risiko *crash* harga saham. Sebaliknya jika CSR hanya digunakan perusahaan untuk menyembunyikan kesalahannya dan mengalihkan perhatian pemegang saham, maka CSR dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham (Bilal *et al.*, 2021).

2.1.4 Perbandingan dan Integrasi Teori

Penelitian ini menggunakan pendekatan multi-teori dengan mengintegrasikan teori keagenan, teori eselon atas, dan teori *stakeholder* untuk memberikan pemahaman yang komprehensif mengenai determinan risiko *crash* harga saham. Integrasi ini didasarkan pada argumen bahwa kekuasaan CEO bersifat multidimensi sehingga perlu dijelaskan dari berbagai sudut pandang teori. Perbandingan yang menunjukkan kelebihan dan kelemahan serta peran spesifik masing-masing teori dalam membangun model penelitian ini, disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 2.1
Perbandingan dan Peran Teori dalam Model Penelitian

Teori	Kelebihan	Kelemahan	Peran teori
Teori Keagenan	Kuat dalam menjelaskan potensi konflik kepentingan antara agen dan prinsipal	Terbatas menjelaskan kompleksitas kekuasaan CEO yang lebih luas seperti karakter dan kompetensi individu, karena terfokus pada hubungan agen dan prinsipal	Menjelaskan pengaruh kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) sebagai pemicu penimbunan berita buruk yang memperbesar risiko <i>crash</i> harga saham
Teori Eselon Atas	Kuat dalam menjelaskan bagaimana kekuatan sosial dan kualitas personal pemimpin seperti pendidikan, pengalaman, reputasi, dan nilai-nilai menjadi penentu arah kebijakan perusahaan	Kurang mempertimbangkan bahwa CEO juga bekerja di bawah tekanan struktur dan aturan formal yang bisa membatasi pengaruh kapasitas pribadinya	Menjelaskan bagaimana kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) mendorong kinerja dan kemampuan mengelola risiko sehingga menurunkan risiko <i>crash</i> harga saham

Tabel 2.1 Lanjutan

Teori	Kelebihan	Kelemahan	Peran teori
Teori <i>Stakeholder</i>	Menekankan pentingnya transparansi informasi dan tanggung jawab kepada seluruh pemangku kepentingan	Terbatas menjelaskan sumber dan legitimasi yang melekat pada individu di dalam perusahaan	Menjelaskan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi yang menyelaraskan penggunaan kekuasaan oleh CEO terhadap risiko <i>crash</i> harga saham

Sumber: Elaborasi peneliti berdasarkan literatur teori (2025)

Berdasarkan tabel 2.1, penelitian ini berpendapat bahwa ketiga teori tersebut memiliki keterkaitan fungsional yang saling melengkapi dalam menjelaskan risiko *crash* harga saham. Teori keagenan dan teori eselon atas saling melengkapi dalam membedah dimensi kekuasaan CEO secara komprehensif. Teori keagenan memberikan dasar untuk menangkap sisi gelap kekuasaan CEO, di mana peningkatan kekuasaan formal menciptakan asimetri informasi yang meningkatkan risiko *crash* harga saham.

Sebaliknya, teori eselon atas digunakan untuk menangkap sisi terang kekuasaan CEO, di mana kekuasaan informal seperti kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian justru menjadi insentif bagi CEO untuk berperilaku jujur demi menjaga reputasi pribadi dan perusahaan sehingga menurunkan risiko *crash* harga saham. Perbedaan arah pengaruh ini menunjukkan bahwa kekuasaan formal dan informal memiliki mekanisme kerja yang kontradiktif dalam memengaruhi risiko *crash* harga saham. Keberadaan dua kekuatan yang saling bertolak belakang ini memerlukan sebuah instrumen penyeimbang agar kepentingan manajerial tetap selaras dengan nilai-nilai transparansi.

Berangkat dari kebutuhan akan mekanisme penyeimbang tersebut, kehadiran teori *stakeholder* melalui pengungkapan CSR kemudian menjadi jembatan etis dalam model ini. Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa pengungkapan CSR bukan sekadar pemenuhan kewajiban melainkan berfungsi sebagai pengendali atas berbagai sumber kekuasaan yang dimiliki CEO. Komitmen terhadap kebutuhan semua pemangku kepentingan memungkinkan pengaruh kekuasaan formal yang berpotensi memicu terjadinya *crash* harga saham dapat dimitigasi, sedangkan kekuasaan informal yang bersifat positif dapat dioptimalkan dalam rangka mewujudkan transparansi informasi perusahaan. Integrasi ketiga teori tersebut menawarkan model komprehensif dalam menjelaskan fenomena risiko *crash* harga saham melalui penyelarasan aspek struktur organisasi yang bersifat formal, kualitas individu yang bersifat informal, dan tanggung jawab sosial yang berlandaskan nilai etika.

2.2 Perkembangan Pasar Saham di Indonesia

Perkembangan pasar saham di Indonesia telah melalui beberapa fase yang signifikan. Pasar modal Indonesia telah ada sebelum Indonesia merdeka dan kini berkembang menjadi pasar yang sangat dinamis dan kompleks. Berdasarkan informasi dari BEI (www.idx.co.id) terdapat beberapa penjelasan terkait perkembangan pasar saham di Indonesia. Pasar saham di Indonesia telah mengalami pertumbuhan kinerja yang baik, terlihat dari peningkatan indeks harga saham. Kendati demikian, pasar modal Indonesia juga sangat rentan terhadap kondisi makroekonomi dan volatilitas aliran dana yang bersifat jangka pendek.

Oleh karena itu, edukasi dan sosialisasi serta implementasi tata kelola perusahaan dan etika bisnis sangat penting untuk meningkatkan daya tahan pasar.

Pasar modal Indonesia dapat meningkatkan kapasitas produksi perusahaan dengan adanya tambahan modal yang diperoleh dari pasar modal, sehingga dapat meningkatkan produktivitas perusahaan dan memperkuat daya tahan pasar. Pasar modal dapat mendorong muncul dan berkembangnya industri lain yang berdampak pada terciptanya lapangan kerja baru yang berkontribusi pada pengembangan perekonomian Indonesia. Selain itu, pasar modal Indonesia juga berkontribusi pada peningkatan pendapatan negara melalui pajak yang dikenakan pada dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham.

Pasar modal telah hadir di Indonesia sejak jaman kolonial Belanda tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Artinya, pasar modal Indonesia memiliki sejarah yang panjang dan telah berkembang menjadi pasar yang sangat dinamis. Pasar saham Indonesia telah menunjukkan keuntungan yang cukup tinggi dibandingkan dengan instrumen lain, bahkan dapat mencapai ratusan persen dalam beberapa bulan. Meskipun demikian, pasar modal juga telah mengalami penurunan yang signifikan sejak awal tahun 2020 pada era pandemi, menunjukkan bahwa bisnis saham tidak selalu soal laba. Data statistik menunjukkan peningkatan jumlah investor pasar modal yang signifikan, menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia masih sangat populer dan memiliki potensi untuk tumbuh. Pasar modal Indonesia sepanjang tahun 2023 telah bertumbuh secara positif, tercermin dari IHSG pada 28 Desember 2023.

Perjalanan panjang perkembangan pasar saham di Indonesia juga tidak terlepas dari berbagai faktor yang memengaruhinya (Sipayung, 2023; Suwandi & Syarifudin, 2023; Usman, 2022). Faktor makroekonomi dan kebijakan politik menentukan tingkat risiko sebuah instrumen khususnya di pasar modal Indonesia. Selanjutnya, sektor industri berpengaruh dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dan aktivitas di pasar modal Indonesia. Selain itu, kinerja keuangan perusahaan, seperti laba dapat memengaruhi harga saham. Faktor makroekonomi global, seperti tren ekonomi dan suku bunga juga memengaruhi kinerja perusahaan dan harga saham, misalnya permintaan agregat dalam perekonomian berkontribusi pada kemampuan perusahaan untuk meningkatkan laba.

Faktor lokal seperti fluktuasi nilai tukar rupiah juga memengaruhi harga saham. Penguatan dan pelemahan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing dapat memengaruhi harga saham, serta isu ekonomi yang terjadi di dunia terutama di Amerika memiliki juga berpengaruh terhadap kondisi pasar modal di Indonesia. Isu global seperti harga minyak dunia, harga emas dunia, serta suku bunga juga berpengaruh, misalnya kenaikan harga minyak mentah dunia dapat memberikan peningkatan laba terutama pada sektor energi. Terakhir, kondisi pasar modal, di mana pasar modal Indonesia juga dipengaruhi oleh kondisi pasar modal lainnya, seperti integrasi pasar modal antar negara, yang dapat menciptakan efek domino, yaitu perubahan yang terjadi pada pasar modal suatu negara mampu memengaruhi pasar modal negara lainnya.

Selain itu, sebelum memutuskan berinvestasi di pasar saham Indonesia, terdapat berbagai risiko yang perlu diperhatikan. Risiko makroekonomi, misalnya

dapat muncul dari fluktuasi harga komoditas global dan kondisi perekonomian negara-negara mitra dagang utama yang dapat berdampak pada stabilitas ekonomi Indonesia dan kinerja pasar saham (Saputra *et al.*, 2023). Selain itu, ketidakstabilan politik dan perubahan peraturan juga menjadi faktor penting yang dapat menyebabkan ketidakpastian dan volatilitas di pasar sehingga menyulitkan investor untuk mengambil keputusan yang tepat (Gutierrez, 2016).

Perubahan peraturan perundang-undangan juga berpotensi memengaruhi lingkungan investasi dan profitabilitas perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, karena meningkatkan ketidakpastian dan volatilitas pasar, yang harus dihadapi investor (Gutierrez, 2016). Selain itu, pasar saham Indonesia dikenal dengan volatilitas tinggi yang dapat memperbesar risiko bagi investor domestik dan menurunkan minat investasi (Hamonangan *et al.*, 2024).

Permasalahan lain yang dihadapi adalah likuiditas pasar yang rendah dan perbedaan ukuran perusahaan yang menyulitkan proses perdagangan dan meningkatkan biaya transaksi bagi investor (Husodo *et al.*, 2018). Terakhir, bagi investor yang mengikuti prinsip keuangan Islam, kepatuhan terhadap hukum syariah menjadi aspek penting mengingat banyaknya saham syariah di Indonesia. Kinerja saham syariah sering kali berbeda dengan saham non-syariah sehingga pemahaman akan perbedaan ini sangat krusial dalam menentukan pilihan investasi (Li *et al.*, 2023).

2.3 Determinan Risiko *Crash* Harga Saham dalam Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu telah mengidentifikasi determinan risiko *crash* harga saham perusahaan terkait atribut CEO dan pengungkapan non-keuangan. Secara umum, risiko *crash* harga saham muncul akibat akumulasi berita buruk yang sengaja ditahan manajemen dalam jangka waktu tertentu, sehingga saat berita ini terungkap bersamaan, terjadi penurunan harga saham yang tajam. Determinan risiko *crash* harga saham dalam penelitian terdahulu disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 2.2
Determinan Risiko *Crash* Harga Saham Berdasarkan Atribut Eksekutif Manajerial/CEO dan Pengungkapan Perusahaan

No	Variabel Independen	Hasil Penelitian
1	Kekuasaan CEO	- Kekuasaan CEO berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Al Mamun <i>et al.</i> , 2020; Shahab <i>et al.</i> , 2020).
2	Dualitas CEO	- Dualitas CEO berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Le <i>et al.</i>, 2022; Oanh <i>et al.</i>, 2023). - Dualitas CEO berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Hunjra <i>et al.</i>, 2020; Kalia, 2024). - Dualitas CEO tidak berpengaruh terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Yeung & Lento, 2018).
3	Masa jabatan CEO	- Masa Jabatan CEO berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Al Mamun <i>et al.</i>, 2020; Cui <i>et al.</i>, 2019; Le <i>et al.</i>, 2022). - Masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Kalia, 2024; Zarei <i>et al.</i>, 2018).
4	Sentralitas CEO	- Sentralitas CEO berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Krishnamurti <i>et al.</i> , 2021).
5	CEO Berwajah Maskulin	- CEO berwajah maskulin berpengaruh positif terhadap risiko

No	Variabel Independen	Hasil Penelitian
		<i>crash</i> harga saham (Soeprajitno <i>et al.</i> , 2024).
6	Direktur independen	- Direktur independen tidak berpengaruh terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Wu <i>et al.</i> , 2020; Yeung & Lento, 2018).
7	Modal Sosial internal (eksternal) Dewan	- Modal sosial internal (eksternal) dewan berpengaruh positif (negatif) terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Jebran <i>et al.</i> , 2022).
8	Gender direktur keuangan	- Gender direktur keuangan berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham, (Jodinesa & Chalid, 2023).
9	Keberagaman gender Dewan Direksi	- Keberagaman gender Dewan Direksi berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Jodinesa & Chalid, 2023).
10	Jumlah Dewan Direksi	- Jumlah Dewan Direksi berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Jodinesa & Chalid, 2023).
11	Kepemilikan Manajerial	- Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Haghighi & Gerayli, 2020; Hunjra <i>et al.</i> , 2020; Waqas & Siddiqui, 2021). - Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Andreou <i>et al.</i> , 2016; Oanh <i>et al.</i> , 2023; Park & Song, 2018; Rahimzadeh <i>et al.</i> , 2022; Ryu & Chae, 2021).
12	Kepercayaan diri manajerial berlebih	- Kepercayaan diri manajerial berlebih berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Q. Liang <i>et al.</i> , 2020).
13	Kemampuan Manajerial	- Kemampuan manajerial berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Cui <i>et al.</i> , 2019; Habib & Hasan, 2017; Liu & Lei, 2021). - Kemampuan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Aldoseri & Albaz, 2023; Park & Jung, 2017).

Tabel 2.2 Lanjutan

No	Variabel Independen	Hasil Penelitian
		- Kemampuan manajerial tidak berpengaruh terhadap risiko <i>crash</i> harga (Hamidi <i>et al.</i> , 2025).
14	Religiusitas Manajer	- Religiusitas manajer berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Callen & Fang, 2015; Zoeram <i>et al.</i> , 2022).
15	Manajemen Laba	- Manajemen laba berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Fatima <i>et al.</i> , 2020; Haider <i>et al.</i> , 2022; Haseeb <i>et al.</i> , 2020). - Manajemen laba berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Neifar & Utz, 2019).
16	Pengungkapan CSR	- Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Soeprajitno <i>et al.</i> , 2023) - Pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Bilal <i>et al.</i> , 2021; Cao <i>et al.</i> , 2023; Dai <i>et al.</i> , 2019; Dumitrescu & Zakriya, 2021; Hao <i>et al.</i> , 2018; Hunjra <i>et al.</i> , 2020; Kim <i>et al.</i> , 2014; Lee, 2016; Thuy <i>et al.</i> , 2021; Wu & Hu, 2019; Yang <i>et al.</i> , 2023).
17	Kualitas pelaporan keberlanjutan	- Kualitas pelaporan keberlanjutan berpengaruh negatif risiko <i>crash</i> harga saham (Harmadji <i>et al.</i> , 2020).
18	Pengungkapan <i>Environmental Social and Governance (ESG)</i>	- Pengungkapan ESG berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Jeandry & Nurdin, 2023).

Sumber: Dihimpun oleh peneliti dari penelitian terdahulu (2025)

Berdasarkan tabel 2.2, terdapat berbagai determinan risiko *crash* harga saham berdasarkan atribut eksekutif manajerial CEO, dan pengungkapan non-keuangan yang menunjukkan pengaruh beragam dan inkonsistensi hasil penelitian. Hal ini disebabkan oleh berbagai faktor seperti penggunaan landasan teori, proksi, metode, dan tujuan penelitian yang berbeda. Variabel terkait perilaku eksekutif manajerial terutama CEO, menjadi perhatian dalam penelitian ini karena memiliki

peran strategis dalam pengambilan keputusan perusahaan. Posisi CEO sebagai manajemen puncak yang berkuasa dapat mengambil keputusan yang menguntungkan atau merugikan perusahaan. Selain itu, temuan menarik dari penelitian terdahulu terkait variabel pengungkapan CSR yang konsisten menunjukkan pengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. Temuan tersebut bermakna bahwa pengungkapan CSR menjadi variabel mitigasi yang penting dalam mengendalikan risiko *crash* harga saham akibat kekuasaan CEO. Oleh karena itu, penelitian ini fokus pada dinamika kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR sebagai faktor penting yang memengaruhi risiko *crash* harga saham secara spesifik.

Sementara itu, penelitian terkait risiko *crash* harga saham di Indonesia masih sangat terbatas, padahal masalah ini penting untuk dipahami karena memiliki implikasi yang besar bagi seluruh pemangku kepentingan dan pasar saham Indonesia. Risiko *crash* harga saham yang mencerminkan potensi penurunan harga saham yang tajam dan mendadak mengindikasikan adanya masalah dalam kinerja perusahaan, kurangnya transparansi dalam pelaporan keuangan, atau asimetri informasi di pasar (Moradi *et al.*, 2021). Determinan risiko ini sangat penting untuk dipahami demi meningkatkan transparansi, pengambilan keputusan investasi yang lebih baik, dan pengembangan kebijakan pengawasan pasar yang efektif.

Sejumlah penelitian telah mengidentifikasi determinan risiko *crash* harga saham di Indonesia, terutama berkaitan dengan atribut manajerial dan pengungkapan CSR. Beberapa faktor yang berkontribusi terhadap risiko *crash* harga saham di Indonesia, misalnya kemampuan CEO (Hamidi *et al.*, 2025) dan pengungkapan non-keuangan seperti pengungkapan CSR (Soeprajitno *et al.*, 2023),

pelaporan keberlanjutan (Harmadji et al., 2020), maupun pengungkapan ESG (Jeandry & Nurdin, 2023).

Minimnya kajian empiris terkait risiko *crash* harga saham di Indonesia menunjukkan adanya kebutuhan mendesak untuk melakukan penelitian yang lebih mendalam guna mengisi celah penelitian. Selama ini, penelitian terdahulu umumnya hanya berfokus pada pengaruh langsung dari kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham secara terpisah.

Belum terdapat penelitian yang menginvestigasi secara khusus bagaimana interaksi antara kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR dalam memengaruhi risiko *crash* harga saham, yang selanjutnya akan dikaji secara eksplisit dalam penelitian ini. Kajian ini menjadi penting karena pengungkapan CSR diposisikan sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang diharapkan mampu memitigasi perilaku oportunistik yang muncul akibat kekuasaan CEO. Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi bagi pengembangan tata kelola perusahaan, manajemen risiko, dan praktik pelaporan perusahaan yang lebih baik di Indonesia. selain itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi kebijakan bagi regulator dalam merumuskan standar pengungkapan CSR yang lebih transparan guna menjaga stabilitas pasar modal dari guncangan harga yang ekstrem.

2.4 Keterbatasan Penelitian Terdahulu dan Eksplorasi Penelitian Lanjutan

Berdasarkan tinjauan determinan risiko *crash* harga saham, ditemukan beberapa keterbatasan diantaranya: pertama, sebagian besar penelitian didasarkan pada teori keagenan, terutama untuk menjelaskan atribut variabel tata kelola perusahaan (Waqas & Siddiqui, 2021; Haghighi & Gerayli, 2020; Hunjra *et al.*, 2020; Chen & Zhang, 2016). Penelitian ini menggunakan perspektif teori eselon atas untuk melengkapi teori keagenan dengan menyoroti karakteristik pribadi dan latar belakang CEO selaku manajemen puncak. Teori ini menegaskan bahwa keputusan dan kinerja perusahaan mencerminkan nilai, persepsi dan pengalaman hidup para eksekutif puncak, seperti pendidikan, keahlian, maupun status sosial CEO. Variabel pendukung teori eselon atas adalah kekuasaan informal CEO meliputi kekuasaan struktural dan kekuasaan keahlian).

Kedua, penelitian terdahulu menunjukkan bahwa CEO terkait dengan risiko *crash* harga saham, namun belum meneliti sumber kekuasaan CEO yang menyebabkan terjadinya risiko *crash* harga saham. Jika diamati lebih lanjut, kebanyakan penelitian lebih terfokus pada dimensi kekuasaan formal CEO sementara kekuasaan informal CEO terabaikan. Penelitian ini bermaksud mengkaji kekuasaan CEO berdasarkan sumber kekuasaan formal dan informal untuk mendapatkan gambaran yang komprehensif terkait dampak kekuasaan CEO. Penelitian ini mengandaikan kekuasaan formal CEO yang terdiri dari kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural dapat meningkatkan risiko *crash* harga

saham karena kekuasaan tersebut berdasarkan teori keagenan berpotensi memperbesar konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan.

Kekuasaan formal memungkinkan CEO melakukan tindakan berisiko tinggi atau menyembunyikan berita buruk serta mengurangi efektivitas pengawasan, yang meningkatkan kemungkinan terjadinya *crash* harga saham akibat akumulasi berita buruk. Sebaliknya, kekuasaan informal CEO yang terdiri dari kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian justru dapat memberikan dampak yang berlawanan karena berdasarkan teori eselon atas, kekuasaan yang bersumber dari karakteristik dan latar belakang memungkinkan CEO mengambil keputusan yang lebih bijaksana dan adaptif terhadap dinamika lingkungan bisnis. Kekuasaan informal meningkatkan kualitas pengambilan keputusan strategis dan mendorong perilaku transparan yang dapat mengarah pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah.

Ketiga, penelitian terdahulu telah mengkaji pengaruh langsung pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham dan umumnya menunjukkan pengaruh negatif, seperti yang ditunjukkan oleh penelitian Bilal *et al.*, (2021); Cao *et al.*, (2023); Dai *et al.*, (2019); Dumitrescu dan Zakriya (2021); Hao *et al.*, (2018); Hunjra *et al.*, (2020); Lee (2016); Thuy *et al.*, (2021); Wu dan Hu (2019); Yang *et al.*, (2023). Konsistensi temuan tersebut menyiratkan bahwa pengungkapan CSR berfungsi sebagai sinyal transparansi yang mampu menekan penimbunan berita buruk. Kekuatan CSR dalam memitigasi risiko dapat bertindak sebagai instrumen yang memvalidasi integritas kekuasaan CEO sehingga otoritas yang dimiliki pemimpin tersebut dipandang lebih kredibel oleh pemangku kepentingan dalam memitigasi risiko *crash* harga saham.

Meski demikian, belum ada penelitian yang secara spesifik mengkaji interaksi kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham. Kesenjangan penelitian ini menjadi krusial untuk dieksplorasi karena pengungkapan CSR dapat berfungsi sebagai mekanisme perlindungan moral yang memperkuat efektivitas keputusan CEO dalam menjaga stabilitas harga saham. Upaya integrasi kedua elemen tersebut bertujuan mengisi kekosongan literatur dengan menguji apakah komitmen sosial perusahaan mampu menjadi katalis bagi kekuasaan CEO dalam menciptakan lingkungan informasi yang lebih transparan sehingga mampu memperkecil risiko *crash* harga saham.

Penelitian ini berargumen bahwa pengungkapan CSR dapat memoderasi pengaruh kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham berdasarkan teori *stakeholder*. Argumen ini didasarkan pada kemampuan pengungkapan CSR dalam meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan kepada berbagai pemangku kepentingan. Selain itu, pengungkapan CSR dapat menurunkan asimetri informasi sehingga membatasi ruang bagi kekuasaan CEO. Langkah ini juga membangun hubungan positif dengan pemangku kepentingan dan memperkuat kepercayaan investor. Pendekatan moderasi ini menunjukkan bahwa pengungkapan CSR berguna sebagai penyeimbang kekuasaan CEO. Interaksi positif keduanya diharapkan memperbaiki tata kelola perusahaan sehingga risiko *crash* harga saham dapat diminimalisasi.

Terakhir, penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh Oanh *et al.*, (2023); Ryu dan Chae (2021); Hamidi *et al.*, (2025); Winedar dan Harymawan (2023) memiliki keterbatasan sampel karena hanya mengkaji pada sektor tertentu

dan belum mencakup beragam sektor perusahaan. Sampel yang kurang memperhatikan variasi sektor perusahaan menjadi kurang representatif karena tidak mencerminkan keragaman karakteristik perusahaan secara menyeluruh. Berbeda dengan penelitian terdahulu, penelitian ini menyelidiki seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI untuk menangkap variasi penting dalam konteks pasar modal Indonesia. Pemilihan sektor non-keuangan didasarkan pada sistem klasifikasi *IDX Industrial Classification* (IDX-IC) yang mengelompokkan emiten berdasarkan eksposur risiko dan karakteristik operasional yang serupa. Penggunaan klasifikasi ini mendasari eliminasi perusahaan sektor keuangan yang memiliki struktur laporan keuangan serta regulasi yang berbeda, sehingga variasi risiko *crash* harga saham yang ditemukan dapat mencerminkan dinamika sektor non-keuangan di Indonesia.

Selain itu, penelitian ini secara eksplisit membedakan antara perusahaan kategori *high profile* dan *low profile* untuk menguji apakah terdapat perbedaan signifikan variabel penelitian pada kedua kelompok perusahaan tersebut. Penentuan kategori ini merujuk pada penelitian terdahulu seperti Matakanye *et al.*, (2021); Sarwar dan Saleem (2021); Wijaya *et al.*, (2022) yang menekankan bahwa klasifikasi profil perusahaan lebih akurat jika ditinjau dari jenis industrinya daripada sekadar pengelompokan sektor secara luas.

Penelitian ini dalam konteks Indonesia, melakukan pengelompokan yang diselaraskan dengan penggunaan struktur empat tingkat dalam IDX-IC untuk memfasilitasi identifikasi yang lebih presisi, mengingat dalam satu sektor yang sama kemungkinan terdapat berada pada industri dengan tingkat sensitivitas publik

yang berbeda. Sebagai contoh, pada sektor perindustrian (C), industri yang berkaitan dengan alat berat atau manufaktur besar dikategorikan sebagai perusahaan *high profile*, misalnya emiten AMIN, APII, INTA, UNTR, dan seterusnya. Sementara itu, industri jasa profesional di bawah sektor yang sama dapat dikategorikan sebagai perusahaan *low profile*, misalnya emiten ASGR, INDX, JTPE, LION, dan seterusnya. Pendekatan berbasis jenis industri ini memastikan bahwa analisis mengenai peran kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR dilakukan dalam konteks tekanan eksternal yang relevan dengan karakteristik operasional spesifik perusahaan.

2.5 Return dan Risiko dalam Saham

Return dan risiko adalah dua konsep mendasar dalam dunia keuangan, khususnya dalam berinvestasi saham. Saham merupakan salah satu instrumen pasar modal yang paling menarik bagi investor karena menawarkan *return* yang menarik (Nurhayati *et al.*, 2021). Saham dapat dipahami sebagai bukti bahwa seseorang atau suatu badan usaha telah menyertakan modal dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Penyertaan modal tersebut memberikan hak kepada pihak yang bersangkutan atas pendapatan perusahaan, klaim terhadap aset perusahaan, serta hak untuk berpartisipasi dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (<https://www.idx.co.id/id/produk/saham/>). Tujuan investor berinvestasi adalah untuk memaksimalkan pendapatan *return* saham (Budiarso & Pontoh, 2019), dan *return* saham merupakan manfaat yang diperoleh investor dari kebijakan investasi yang bersifat jangka pendek atau panjang (Brigham & Ehrhardt, 2017).

Investor umumnya mengharapkan tingkat *return* saham yang positif. Secara empiris, standar pengembalian investasi minimum adalah 15% (Botchkarev, 2015; Sha *et al.*, 2020). *Return* saham merupakan pengembalian investasi dari investor dalam bentuk laba yang dapat direalisasikan di masa depan (Brigham & Ehrhardt, 2017; Scott, 2015). Laba atas investasi merupakan hak investor atas pendapatan perusahaan yang dapat berupa pembagian keuntungan atau keuntungan yang ditanamkan kembali pada perusahaan. Investor adalah pihak yang menyediakan dana pembiayaan operasional perusahaan untuk tujuan investasi dan mendapatkan laba atas investasinya setelah mempertimbangkan tingkat *return* yang diharapkan dan risiko investasi (Subramanyam, 2014).

Investor dapat mempertimbangkan beberapa jenis *return* saat menilai kinerja (Che, 2018; Suhadak *et al.*, 2019). Pertama, *return* nominal, yang mencerminkan perubahan bersih nilai investasi selama periode tertentu tidak termasuk pajak atau biaya yang dikeluarkan serta arus kas yang diterima sebagai hasil investasi. Selanjutnya, *total return* yang memperhitungkan pajak dan biaya yang dibayarkan untuk investasi serta arus kas yang diterima melalui investasi, sehingga memberikan gambaran kinerja investasi yang lebih komprehensif. *Return riil* juga penting diperhatikan karena mempertimbangkan dampak inflasi terhadap *return* investasi, sehingga memberikan informasi lebih akurat mengenai daya beli dari waktu ke waktu. Selain itu, hasil, yang merujuk pada arus kas yang dihasilkan oleh suatu aset, seperti dividen atau bunga, terakhir, tingkat *return*, yang menunjukkan persentase perubahan nilai suatu investasi dalam periode tertentu, yang sering digunakan untuk membandingkan kinerja berbagai investasi.

Return saham dapat dikategorikan ke dalam jenis yang berbeda berdasarkan jangka waktu pengukurannya (Barro & Ursúa, 2017; Bollen *et al.*, 2011) yang terdiri atas *return* jangka pendek, *return* jangka panjang, dan *return* abnormal. *Return* jangka pendek merupakan pengembalian yang diukur selama periode hari, minggu, atau bulan dan dipengaruhi oleh fluktuasi pasar jangka pendek dan berita peristiwa. Selanjutnya, *return* jangka panjang merupakan pengembalian yang diukur selama periode beberapa tahun atau dekade dan dipengaruhi oleh faktor jangka panjang seperti pertumbuhan ekonomi dan kinerja perusahaan. Terakhir, *return* abnormal merupakan *return* yang berbeda secara signifikan dari *return* yang diharapkan berdasarkan kondisi pasar dan digunakan untuk menganalisis dampak peristiwa tertentu terhadap harga saham.

Sementara itu, risiko saham didefinisikan sebagai kemungkinan terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan, yang mengakibatkan kerugian (Brigham & Houston, 2013). Definisi ini sering dikaitkan dengan citra negatif, yang menyiratkan bahwa risiko pada dasarnya buruk. sementara itu, Damodaran (2012) menawarkan perspektif berbeda, yang mendefinisikan risiko sebagai kemungkinan bahwa laba investasi yang diterima berbeda dari laba yang diharapkan. Definisi ini mencakup kemungkinan tingkat *return* yang lebih rendah atau lebih tinggi dari perkiraan, sehingga menyoroti sifat ganda risiko baik sebagai bahaya maupun peluang.

Risiko dalam konteks investasi terkait erat dengan konsep *return*. Hubungan antara *return* dan risiko merupakan prinsip dasar di bidang keuangan yang dikenal dengan istilah *risk-return trade off* (Chen, 2020). Prinsip ini merupakan

pengorbanan antara risiko dan *return*, yang menyoroti hubungan potensi *return* dan risiko yang terlibat dalam suatu investasi, menekankan bahwa potensi *return* yang lebih tinggi umumnya disertai dengan tingkat risiko yang lebih tinggi. Investor yang bersedia mengambil risiko lebih besar berpotensi memperoleh *return* yang lebih tinggi namun juga menghadapi kemungkinan kerugian yang lebih besar.

Penelitian telah mengidentifikasi berbagai jenis risiko investasi yang dihadapi investor yang dapat berdampak terhadap kinerja investasi dan kesejahteraan finansial investor. Menurut Raharja *et al.*, (2021) dan Suhartini *et al.*, (2023), terdapat beberapa jenis risiko investasi yang umum disebutkan dalam literatur. Risiko bisnis misalnya, mengacu pada ketidakpastian terkait operasi dan kinerja keuangan perusahaan yang dapat dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar, persaingan, dan regulasi. Selain itu, risiko pasar atau sistemik, berhubungan dengan potensi kerugian akibat perubahan kondisi pasar seperti fluktuasi harga saham, suku bunga, atau nilai tukar mata uang yang dapat memengaruhi beberapa investasi secara bersamaan.

Risiko gagal bayar juga menjadi perhatian terutama dalam konteks obligasi di mana ada kemungkinan peminjam atau penerbit sekuritas gagal memenuhi kewajiban utangnya. Investor yang memiliki aset dalam mata uang asing perlu mempertimbangkan risiko nilai tukar yang dapat menyebabkan kerugian akibat perubahan nilai mata uang tersebut. Risiko inflasi juga patut diperhatikan, karena dapat mengurangi nilai investasi seiring dengan kenaikan harga barang dan jasa. Selain itu, perubahan suku bunga dapat memengaruhi nilai surat berharga berpendapatan tetap seperti obligasi sehingga menjadi risiko yang signifikan bagi

investor yang memiliki sekuritas jenis ini. Terakhir risiko likuiditas, yaitu kemungkinan kesulitan dalam menjual suatu investasi tanpa mengalami kerugian besar terutama untuk investasi yang tidak mudah diperdagangkan atau memiliki likuiditas rendah.

2.6 Risiko *Crash* Harga Saham

Konsep risiko *crash* harga saham pertama kali diusulkan oleh Romer (1993) yang menyatakan bahwa *crash* harga saham berasal dari berita buruk yang sering disembunyikan selama awal berdirinya perusahaan, dan setelah berita tersebut akhirnya diungkapkan, harga saham mengalami penurunan yang cukup besar (Wu *et al.*, 2022). Kondisi risiko *crash* harga saham didefinisikan sebagai hal yang berkaitan dengan kemiringan negatif dalam distribusi *return* masing-masing saham (Callen & Fang, 2015; Kim *et al.*, 2014), sehingga mempunyai implikasi penting bagi teori portofolio serta model penetapan harga aset (Kim & Zhang, 2016).

Crash harga saham merupakan perubahan besar yang bersifat negatif, yang disebabkan oleh asimetri dan perubahan *return* pasar yang signifikan. Artinya, perubahan harga saham yang sangat besar tampak lebih menurun dan lebih sedikit naik (Zarei *et al.*, 2018). *Crash* harga saham merupakan fenomena epidemi di pasar, di mana fenomena ini tidak hanya terjadi pada satu saham saja, namun semua jenis saham yang ada di pasar (Chen *et al.*, 2001). Hutton *et al.*, (2009) menyatakan bahwa *crash* harga saham biasanya menandakan perubahan buruk yang mengubah persediaan modal perusahaan menjadi harga yang lebih rendah, di mana perubahan tersebut menurunkan *return* saham dan meningkatkan risiko portofolio.

Crash risk, momen ketiga dari *return* saham yang menunjukkan

kemiringan negatif, berbeda dari ukuran lain seperti rata-rata *return* (momen pertama) dan varians *return* saham (momen kedua). Momen-momen yang lebih tinggi relevan untuk sekuritas individual bergerak bersama dengan portofolio pasar agregat, dan momen distribusi *return* yang lebih tinggi dihargai di pasar (Conrad *et al.*, 2013). Sejumlah pendekatan telah digunakan untuk mengukur kemiringan negatif dalam penelitian risiko *crash* harga saham, dan sebagian besar penelitian menghubungkan perkiraan ini dengan berbagai variabel penjelas untuk mengidentifikasi faktor-faktor penentu potensial risiko *crash* harga saham (Habib *et al.*, 2018). Investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi untuk saham-saham dengan kemiringan yang lebih negatif, yang menyiratkan bahwa kemiringan distribusi *return* saham adalah faktor risiko yang harus dibayar (Conrad *et al.*, 2013; Harvey & Siddique, 2000).

Hong dan Stein (2003) mengungkapkan bahwa perubahan besar yang terjadi di pasar setelah perang dunia, terutama keruntuhan pasar pada bulan Oktober 1987, tidak terjadi oleh pengungkapan peristiwa penting, sehingga sulit menjelaskan variasi harga saham hanya berdasarkan informasi tentang peristiwa tertentu. Selain itu, gejolak pasar saham juga menunjukkan pentingnya risiko *crash* bagi investor. Investor ritel cenderung berinvestasi pada sejumlah kecil perusahaan (Barber & Odean, 2013), dan *crash* harga saham perusahaan-perusahaan dalam portofolionya dapat sangat merugikan kekayaan pribadi mereka (Habib *et al.*, 2018). Oleh karena itu, memahami dampak yang dirasakan investor terhadap risiko *crash* harga saham berpotensi memberikan kontribusi yang berarti terhadap perlindungan nilai pemegang saham.

Penelitian mengenai risiko *crash* harga saham telah meningkat sejak krisis keuangan tahun 2008 dan dalam beberapa dekade terakhir menjadi semakin penting bagi regulator, akademisi, dan investor (Zarei *et al.*, 2018). Investor dan regulator lebih peduli terhadap jenis risiko tertentu dan krisis ini memberikan alasan yang kuat untuk melakukan penyelidikan ekstra terhadap isu-isu utama yang berkaitan dengan risiko *crash* harga saham. Sejauh ini, sebagian besar penelitian berfokus pada tata kelola perusahaan (Andreou *et al.*, 2016), kualitas pelaporan keuangan (Francis *et al.*, 2016; Kim & Zhang, 2016), gaya manajemen dan kompensasi (Kim *et al.*, 2016), dan lembaga informal seperti agama (Callen & Fang, 2015; Li & Cai, 2016; Zoeram *et al.*, 2022).

Penelitian mengungkapkan bahwa *crash* harga saham cenderung lebih serius terjadi pada perusahaan yang memiliki risiko keagenan lebih luas (Al Mamun *et al.*, 2020; Kim & Zhang, 2016). Perusahaan seperti itu memberikan kesempatan bagi manajerial memanfaatkan asimetri informasi untuk menyembunyikan berita buruk, misalnya melalui praktik akrual diskresioner yang tidak transparan untuk mengoptimalkan laba sekaligus mengelola potensi pendapatan secara efisien (Kothari *et al.*, 2009). Selain itu manajer juga dapat menawarkan investasi yang terkait dengan sikap pasar tanpa terlalu memikirkan dampak jangka panjang dari keputusan tersebut untuk memaksimalkan imbalan yang mereka terima dalam bentuk kompensasi berbasis saham. Oleh karena itu, manajer memiliki banyak peluang untuk menghindari tanggung jawab mereka terhadap pemegang saham utama tanpa adanya pengawasan ketat (Yeung & Lento, 2018).

Sejumlah penelitian menginterpretasikan penyebab utama *crash* harga saham melalui kerangka teori keagenan. Risiko *crash* dalam konteks ini didasarkan pada argumen yang menyatakan bahwa para manajer eksekutif terutama CEO, yang memiliki kepentingan pribadi seperti kontrak kompensasi dan posisi kerja, memiliki dorongan yang kuat untuk menyembunyikan berita buruk dari investor (Ball, 2009), sehingga berita buruk menumpuk (Habib *et al.*, 2018). Jika CEO berhasil menahan berita buruk agar tidak sampai ke pasar saham, maka distribusi *return* saham akan menjadi asimetris (Hutton *et al.*, 2009; Kothari *et al.*, 2009). Akumulasi berita buruk yang sangat tinggi dan melewati ambang batas membuat CEO tidak lagi dapat menahan diri dan akhirnya mengungkapkan semua berita tersebut sekaligus ke pasar, sehingga memicu terjadinya *crash* harga saham (Hutton *et al.*, 2009; Jin & Myers, 2006).

Penelitian mengungkap dua isu utama yang meningkatkan potensi risiko *crash* harga saham (Kim *et al.*, 2016), yaitu operasi manajemen dan sistem akuntansi. Isu pertama menjelaskan bahwa manajemen berupaya menyesatkan investor dengan menggunakan manajemen laba. Mereka berupaya keras untuk menunjukkan bahwa pendapatan perusahaan lebih tinggi dari nilai sebenarnya, sehingga menimbulkan optimisme investor terhadap pendapatan rutin perusahaan. kondisi ini mendorong harga saham perusahaan, yang pada akhirnya mengakibatkan fenomena gelembung harga. Tindakan afirmatif lainnya adalah upaya manajemen selalu menyembunyikan berita buruk hingga mencapai tingkat tertentu dan kemudian diungkapkan secara tiba-tiba yang menyebabkan anjloknya harga saham secara signifikan. Isu kedua adalah sistem akuntansi yang berperan

penting dalam mengelola perilaku tersebut. Sistem akuntansi yang baik memberikan kontrol yang membatasi ruang bagi manajemen untuk manipulasi berita buruk. Sistem ini membantu transparansi dan keakuratan pelaporan keuangan, sehingga mengurangi kemungkinan penyembunyian berita buruk yang menjadi pemicu *crash* harga saham yang merugikan investor dan pasar.

Garg *et al.*, (2022), di sisi lain mengungkapkan bahwa penghindaran pajak dapat memfasilitasi manajer untuk terlibat dalam perilaku oportunistik dan akumulasi berita buruk, sehingga meningkatkan risiko *crash* harga saham. Kualitas manajerial dapat melemahkan hubungan antara aktivitas penghindaran pajak dan risiko *crash* harga saham, yang menunjukkan bahwa perusahaan penghindaran pajak dengan tim manajemen yang lebih cakap cenderung tidak mengalami risiko *crash* harga saham. Manajer berkualitas tinggi dapat mengurangi asimetri informasi perusahaan dan menyajikan informasi yang lebih akurat dan tepat waktu kepada pihak luar, sehingga mengurangi kemungkinan risiko *crash* harga saham.

Pencegahan risiko *crash* harga saham ini menjadi sangat krusial mengingat bahwa konsekuensi *crash* harga saham sangat merugikan, terutama bagi para investor. Jika terjadi, investor akan mengalami kerugian finansial yang signifikan, mengakibatkan hilangnya kepercayaan terhadap pasar, hingga memengaruhi kesejahteraan finansial mereka secara keseluruhan (Carline *et al.*, 2023; Chen & Chen, 2024; Zhang & Ding, 2023). Selain itu, dampak *crash* harga saham juga tidak hanya dirasakan oleh investor individu, namun juga dapat berkontribusi terhadap ketidakstabilan pasar dan berdampak pada perekonomian yang lebih luas (Carline *et al.*, 2023; Chen & Chen, 2024).

Dampak risiko *crash* harga saham dapat dimitigasi dengan beberapa cara, bagi investor dapat mengambil langkah-langkah seperti diversifikasi portofolio, memantau keuangan perusahaan dengan cermat, dan mewaspadaai potensi tanda-tanda peringatan *crash* harga saham. Badan regulator dan mekanisme tata kelola perusahaan, di sisi lain dapat memainkan peran penting dalam mengurangi risiko *crash* harga saham dengan mendorong transparansi dan akuntabilitas dalam pelaporan keuangan perusahaan (Moradi *et al.*, 2021; Zhang & Ding, 2023).

2.7 Peraturan Jabatan CEO di Indonesia

Peraturan terhadap CEO di Indonesia terdapat dalam Undang-undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) yang mengatur tentang Perseroan Terbatas di Indonesia seperti struktur dan fungsi organisasi perusahaan, termasuk Direksi dan Dewan Komisaris. Jabatan CEO dalam konteks perusahaan di Indonesia biasanya dikenal sebagai Direktur Utama atau Presiden Direktur yang merupakan pemimpin tertinggi dari suatu perusahaan. Direktur Utama atau CEO bertanggung jawab atas pengurusan operasional dan strategis perusahaan. *Chief Executive Officer* Indonesia dapat berasal dari kalangan BUMN, swasta nasional, dan multinasional.

Peraturan yang berlaku terhadap Direktur utama atau CEO perusahaan di Indonesia juga diterangkan melalui peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 33/PJOK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik. Peraturan tersebut mengatur tentang struktur dan fungsi organisasi perusahaan, termasuk Direksi dan Dewan Komisaris serta tanggung jawab mereka. Peraturan ini diterbitkan pada tahun 2014 dan diundangkan dalam Lembaran

Negara Republik Indonesia Nomor 375 pada tanggal 8 Desember 2014. Peraturan ini berlaku sejak tanggal diundangkan dan menggantikan Peraturan Nomor IX.I.6 yang sebelumnya berlaku.

Peraturan tersebut menguraikan tanggung jawab dan tugas Dewan Direksi dan Dewan Komisaris perusahaan publik, yang bertujuan untuk meningkatkan penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik oleh perusahaan publik. Peraturan ini mengatur bahwa direksi dan Dewan Komisaris emiten atau perusahaan publik memiliki tanggung jawab yang berbeda dalam pengurusan perusahaan. Direksi memiliki kewenangan untuk mengurus operasional perusahaan, sedangkan Dewan Komisaris memiliki kewenangan untuk mengawasi dan memberikan nasihat kepada direksi. Peraturan ini juga mengatur tentang pengangkatan, pemberhentian, dan penggantian anggota direksi, serta pengawasan terhadap kinerja emiten atau perusahaan publik. Selain itu, juga mengatur tentang pertanggungjawaban kepengurusan direksi dan pengawasan Dewan Komisaris melalui RUPS tahunan dan RUPS lainnya.

Peraturan ini menyebutkan bahwa seorang anggota direksi/direktur utama diperbolehkan maksimal 1 (satu) emiten atau perusahaan yang terkait. Kebebasan CEO dibatasi untuk memiliki kepentingan di berbagai perusahaan, sehingga mengurangi kemungkinan konflik kepentingan dan meningkatkan transparansi dalam pengambilan keputusan perusahaan. Perusahaan juga harus memenuhi kewajiban dalam penerapan tata kelola perusahaan, yang mengacu pada ketentuan undang-undang dan peraturan yang berlaku. Selain itu, perusahaan di Indonesia

harus memiliki Dewan Direksi, yang berada di posisi tertinggi dalam struktur perusahaan, dan memiliki kewajiban untuk mengatur kegiatan perusahaan.

2.8 Struktur Dewan dengan Sistem Satu Tingkat dan Dua Tingkat

Struktur dewan dalam tata kelola perusahaan yang umum dianut oleh negara-negara di dunia terbagi menjadi dua model (Pellegrini *et al.*, 2016). Model pertama disebut sistem satu tingkat atau sistem kesatuan (*one-tier board system*). Model ini juga dikenal sebagai model *outsider* atau model Anglo-Saxon, diadopsi di negara-negara yang menganut hukum umum, seperti Amerika Serikat, Inggris, dan Kanada (Sanjaya & Setiawan, 2023). Model ini memberdayakan Dewan Direksi sebagai pengawas dan pelaksana untuk operasi perusahaan (Khan *et al.*, 2020; Tjahjadi *et al.*, 2021). Model kedua disebut model dua tingkat (*two-tier board system*), disebut juga model *insider* atau model Eropa Kontinental. Model ini berlaku di negara-negara yang menganut hukum perdata/hukum tertulis (Jouber, 2021). Model ini umumnya diterapkan di negara-negara seperti Perancis, Jerman (Sanjaya & Setiawan, 2023), termasuk Indonesia.

Indonesia menganut sistem dewan dua tingkat di mana perusahaan memiliki dua badan yang terpisah secara administratif, yaitu Dewan Komisaris dan Dewan Direksi (Arifah *et al.*, 2023; Tjahjadi *et al.*, 2021). Anggota direksi diangkat dan diberhentikan melalui RUPS yang diangkat untuk masa jabatan tertentu dan dapat diangkat kembali setelah masa jabatan berakhir. Satu periode masa jabatan anggota direksi maksimal adalah lima tahun atau sampai dengan penutupan RUPS tahunan pada akhir periode masa jabatan tersebut. Selain itu, perusahaan wajib menyelenggarakan RUPS untuk melakukan penggantian anggota direksi yang

tidak memenuhi persyaratan (OJK, 2014).

Dewan Direksi bertugas menjalankan dan bertanggung jawab atas pengelolaan perusahaan untuk kepentingan perusahaan sesuai dengan maksud dan tujuan perusahaan yang ditetapkan dalam anggaran dasar. Sementara itu, Dewan Komisaris bertugas melakukan pengawasan dan bertanggung jawab terhadap kebijakan pengelolaan, jalannya pengelolaan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha, dan memberi nasihat kepada direksi. Dewan Direksi dan Dewan Komisaris wajib menyusun pedoman yang mengikat setiap anggota direksi dan Dewan Komisaris. Kondisi ini menuntut pertanggungjawaban Dewan Direksi dan Dewan Komisaris kepada pemegang saham.

Pemisahan peran antara Dewan Komisaris dan Dewan Direksi dalam sistem dua tingkat akan meningkatkan kualitas pengawasan dan transparansi dalam pengambilan keputusan (Pellegrini *et al.*, 2016). Dewan Komisaris bertanggung jawab untuk mengawasi dan memberi nasihat kepada Dewan Direksi mengenai strategi dan proses pengambilan keputusan. Dewan Direksi bertanggung jawab penuh atas kinerja keberlanjutan karena mereka menentukan aturan dan pengambilan keputusan dalam perusahaan (Díaz-Fernández *et al.*, 2020; Naciti, 2019). Sistem dua tingkat memisahkan secara jelas antara manajemen dan kontrol, dengan Dewan Direksi sebagai pengelola dan Dewan Komisaris sebagai pengawas (Velte, 2020b). Model dualitas CEO (dualitas sebagai anggota manajemen dan dewan pengawas) tidak diperbolehkan dalam sistem dua tingkat, sehingga hal ini tidak dapat terjadi (Jouber, 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

Sejumlah penelitian terkait dualitas CEO telah dilakukan di negara yang menerapkan sistem satu tingkat dan sistem dua tingkat, sebagai berikut:

Tabel 2.3
Dualitas CEO dalam Sistem Dewan Satu Tingkat dan Dua Tingkat
di Berbagai Negara

No	Struktur Dewan yang dibahas (Negara)	Proksi Dualitas CEO	Temuan/Fokus Utama
1	Sistem satu tingkat (India)	Variabel biner bernilai 1 ketika peran ketua Dewan Direksi dan CEO dipegang oleh orang yang sama dan 0 jika sebaliknya	Dualitas CEO berpengaruh negatif terhadap risiko <i>crash</i> harga saham (Kalia, 2024)
2	Sistem satu tingkat (Vietnam)	Variabel biner sama dengan 1 ketika CEO memegang posisi ketua secara bersamaan, dan 0 sebaliknya	Dualitas CEO meningkatkan risiko <i>crash</i> harga saham (Oanh <i>et al.</i> , 2023)
3	Sistem satu tingkat (Amerika Serikat)	Nilai 1 jika CEO adalah ketua sekaligus presiden dan 0 sebaliknya	Dualitas CEO meningkatkan risiko <i>crash</i> harga saham (Al Mamun <i>et al.</i> , 2020)
4	Sistem satu tingkat (India & Pakistan)	Variabel biner dan menggunakan 1 ketika ketua dan CEO di perusahaan besar adalah orang yang sama, atau 0 jika sebaliknya	Dualitas CEO mengurangi risiko <i>crash</i> harga saham (Hunjra <i>et al.</i> , 2020)
5	Sistem dua tingkat (Indonesia)	Variabel biner dengan nilai 1 jika CEO menjabat sebagai direktur atau komisaris di 1 anak perusahaan dan 0 sebaliknya	Pengaruh negatif dualitas CEO dan catatan kaki laporan keuangan (Roiston & Harymawan, 2022)
6	Sistem satu Tingkat ataupun Model latin (Portugal)	Dualitas CEO diukur sebagai variabel indikator yang nilainya 1 jika CEO dan ketua Dewan Direksi adalah orang yang sama dan 0 jika tidak.	Dualitas CEO menurunkan kualitas laba (Alves, 2023)

No	Struktur Dewan yang dibahas (Negara)	Proksi Dualitas CEO	Temuan/Fokus Utama
7	Sistem dua tingkat (Indonesia)	Menggunakan skala likert dengan empat kategori untuk menentukan kriteria dualitas CEO, yaitu: Jika tidak ada hubungan antara Dewan Komisaris dan Dewan Direksi (2 orang yang berbeda) = 1 Jika ada hubungan afiliasi antara Dewan Komisaris yang menjadi pimpinan direksi = 2 Jika komisaris dan direktur merupakan dua orang yang berbeda tetapi memiliki hubungan kekerabatan = 3 Jika komisaris utama dan direktur utama merupakan orang yang sama (1 orang yang sama) = 4	Dualitas CEO berpengaruh negatif terhadap ROA dan ROE (Firdiansjahc <i>et al.</i> , 2020)
8	Sistem satu tingkat (Thailand)	Mencakup perusahaan di mana CEO memiliki hubungan kekerabatan dengan ketua dewan.	Perusahaan dengan dualitas CEO lebih cenderung terlibat dalam REM. Namun, perusahaan yang dikendalikan keluarga dengan dualitas CEO kurang terlibat dalam REM dalam mengejar kinerja perusahaan (Kitiwong <i>et al.</i> , 2025)
9	Sistem satu tingkat (Tunisia)	Variabel biner dengan 1 nilai 1 jika CEO juga merupakan ketua dan 0 jika tidak.	Dualitas CEO membuat manajemen puncak menjadi lebih kuat, sehingga mereka dapat mengelola laba untuk melaporkan laba positif dan mempertahankan kinerja (Oussii & Klibi, 2023)

Tabel 2.3 Lanjutan

No	Struktur Dewan yang dibahas (Negara)	Proksi Dualitas CEO	Temuan/Fokus Utama
10	Sistem satu tingkat (Prancis, Yunani, Irlandia, Luksemburg, Norwegia, Portugal, Spanyol, Swiss, dan Inggris)	Variabel biner yang bernilai 1 jika perusahaan memiliki CEO dan ketua pada posisi yang sama dan bernilai 0 jika tidak.	Dualitas CEO memoderasi hubungan antara komite tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan di Eropa secara positif (Bel-Oms & Grau, 2025)

Sumber: Diolah peneliti berdasarkan penelitian terdahulu (2025)

Tabel 2.3 menunjukkan penelitian tentang dualitas CEO dengan fokus dan temuan yang beragam, tergantung pada sistem tata kelola perusahaan dan konteks negara. Meskipun hasil penelusuran tidak secara eksplisit menyebutkan negara-negara dengan sistem satu tingkat atau dua tingkat dalam penelitian dualitas CEO, beberapa penelitian menyinggung karakteristik yang relevan. Mayoritas penelitian terkait dualitas CEO telah dilakukan di negara yang menerapkan sistem satu tingkat, karena dalam sistem ini tidak memisahkan peran pengawasan dan manajemen sehingga dualitas CEO sangat mungkin terjadi.

Dualitas CEO dalam sistem satu tingkat didefinisikan dengan struktur kepemimpinan di mana CEO juga memegang peran sebagai Ketua (Yu, 2023). Kekuasaan yang terpusat pada satu individu dapat meningkatkan risiko karena mereka dapat bertindak demi kepentingannya sendiri yang merugikan perusahaan (Jensen, 1996). Perspektif teori keagenan menunjukkan bahwa dualitas CEO melemahkan kemampuan dewan untuk memberikan pengawasan yang efektif, sehingga berpotensi menyebabkan dampak negatif pada kinerja perusahaan (Hsu *et al.*, 2021; Wijethilake & Ekanayake, 2020). Dualitas CEO dapat bertindak demi

keuntungan pribadi daripada kepentingan pemegang saham, yang dapat meningkatkan asimetri informasi dan masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976), mengekang kinerja perusahaan (Mubeen *et al.*, 2020), hingga meningkatkan risiko *crash* harga saham (Al Mamun *et al.*, 2020; Le *et al.*, 2022; Oanh *et al.*, 2023).

Sementara itu, penelitian dualitas CEO dalam sistem dua tingkat, seperti Indonesia masih sangat terbatas, di mana pemisahan Dewan Komisaris dan Direksi diamanatkan, sehingga dualitas CEO dalam bentuk rangkap jabatan dalam perusahaan tidak diperbolehkan. Dualitas CEO dalam sistem ini lebih dikaitkan dengan adanya hubungan kekerabatan antara direktur utama dan Dewan Komisaris (Firdiansjahc *et al.*, 2020) ataupun rangkap jabatan di anak perusahaan (Roiston & Harymawan, 2022).

Berdasarkan pemaparan terkait dualitas CEO di negara dengan sistem satu tingkat dan dua tingkat, penelitian ini berpendapat bahwa dualitas CEO dalam konteks Indonesia yang menerapkan sistem dua tingkat, tidak dapat terjadi di perusahaan yang sama. Namun demikian dualitas terjadi ketika CEO memiliki rangkap jabatan di antara perusahaan induk dan anak perusahaan. Pendapat ini didukung oleh Roiston dan Harymawan (2022) yang memberikan pandangan baru terkait dualitas CEO di Indonesia sebagai Negara yang menganut sistem dua tingkat.

Dualitas CEO dimaknai ketika CEO memiliki jabatan rangkap sebagai anggota Dewan Direksi atau Komisaris di perusahaan induk dan anak perusahaan. Dualitas CEO diyakini memiliki sisi positif dalam menyelaraskan tujuan

perusahaan induk dan anak perusahaan, namun hal itu belum menjawab seberapa terbukanya CEO, mengingat tingginya skandal keuangan di antara CEO Indonesia. Praktik jabatan rangkap CEO di anak perusahaan berpotensi membawa dampak buruk dan tren negatif (Roiston & Harymawan, 2022). Jabatan rangkap di Indonesia sering kali disalahgunakan dalam tindakan korupsi, kolusi, atau nepotisme dari seorang pemimpin.

Undang-undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/PJOK.04/2014 mengatur tentang jabatan rangkap di perusahaan publik dan perusahaan publik lainnya, yang menyatakan bahwa anggota Direksi dapat merangkap jabatan paling banyak pada satu perusahaan publik lain. Kendati demikian, peraturan tersebut belum mengatur secara eksplisit terkait jabatan rangkap antara perusahaan induk dengan anak perusahaan. Oleh karena itu, penting untuk melengkapi peraturan tersebut untuk menghindari *moral hazard* CEO dalam memperkaya diri sendiri dan mengabaikan kepentingan orang banyak.

Lebih lanjut, dualitas CEO ditemukan meningkatkan konflik kepentingan dan memancing perilaku oportunistik dari CEO untuk mengutamakan kepentingan pribadi sehingga melemahkan independensi CEO. Kinerja CEO tidak optimal karena harus memegang tanggung jawab atas kedua perusahaan secara bersamaan. Penelitian ini memasukkan dualitas CEO sebagai ukuran kekuasaan struktural CEO, yang didefinisikan dengan jabatan rangkap CEO di anak perusahaan sebagai direksi atau komisaris (Roiston & Harymawan, 2022), di Indonesia sebagai negara yang menganut sistem dua tingkat.

Penelitian ini berpendapat bahwa dualitas CEO di anak perusahaan dapat memperbesar risiko *crash* harga saham, karena dapat meningkatkan dan memancing perilaku oportunistik CEO untuk mengutamakan kepentingan pribadi (Roiston & Harymawan, 2022). Melalui konsentrasi kekuasaan yang tinggi, CEO memiliki ruang yang lebih luas untuk menyembunyikan kabar buruk dari pasar. Akumulasi berita buruk yang tidak lagi dapat ditutupi dan terlepas ke publik secara bersamaan menyebabkan harga saham mengalami guncangan yang signifikan secara mendadak.

Kondisi tersebut menjadi sangat relevan dalam konteks Indonesia, di mana karakteristik tata kelola perusahaan cenderung bersifat sentralistik dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Meskipun Indonesia menganut sistem dewan dua tingkat, pengaruh personal pemimpin terutama CEO sering kali melampaui batas-batas formal pengawasan sehingga penggunaan kekuasaan CEO menjadi faktor krusial dalam menentukan kebijakan strategis, kualitas informasi, maupun hasil perusahaan. Berdasarkan fenomena tersebut, penelitian ini membedah kekuasaan CEO melalui dua sumber utama yang terdiri dari empat dimensi spesifik. Pertama adalah kekuasaan formal CEO yang meliputi kekuasaan kepemilikan CEO dan kekuasaan struktural CEO. Kedua adalah kekuasaan informal CEO yang meliputi kekuasaan prestise CEO dan kekuasaan keahlian CEO.

2.9 Kekuasaan CEO

2.9.1 Definisi Kekuasaan CEO

Kekuasaan didefinisikan sebagai kemampuan untuk mencapai tujuan dengan cara yang diinginkan seseorang (Salancik & Pfeffer, 1977), meyakinkan

orang lain meskipun ada penolakan (Finkelstein, 1992), dan kemampuan untuk mengendalikan sumber daya baik milik sendiri maupun orang lain tanpa adanya intervensi sosial atau memberikan hukuman (Anderson & Berdahl, 2002; Galinsky *et al.*, 2003). Kekuasaan merupakan alat yang dapat dimanfaatkan untuk memengaruhi orang lain agar melakukan atau meyakini sesuatu yang tidak akan mereka lakukan tanpa adanya pengaruh tersebut (Walls & Berrone, 2017).

Berkaitan dengan kekuasaan di dewan perusahaan, teori eselon atas (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984), menekankan pentingnya karakter dan tindakan dari manajemen puncak perusahaan, yaitu eselon atas, dan di antara variabel eselon atas, kekuasaan CEO telah menjadi bidang penelitian yang populer dengan minat praktis yang cukup besar (Daily & Johnson, 1997). Kekuasaan CEO mengacu pada kemampuan CEO untuk memengaruhi orang-orang di dalam perusahaan (Yukl, 2006), atau kemampuan CEO untuk mengatasi penolakan, mengarahkan keinginan mereka kepada orang lain, dan secara konsisten memengaruhi keputusan penting perusahaan (Finkelstein, 1992). *Chief Executive Officer* memperoleh sumber kekuasaan dari posisi pekerjaannya (Daily & Johnson, 1997; Norburn, 1989), yang memungkinkannya untuk mengimplementasikan keputusan sesuai dengan preferensi pribadi (Brockmann *et al.*, 2004; Haynes & Hillman, 2010).

Sementara itu, Finkelstein (1992) mengidentifikasi empat sumber kekuasaan dalam organisasi yaitu kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian. Kekuasaan yang diberikan oleh eselon atas membantu menetapkan arah perubahan strategis dalam tiga cara: (1)

mengendalikan sumber daya yang langka untuk meredakan perlawanan dan memengaruhi perilaku; (2) menerapkan prosedur dan/atau rutinitas politik untuk mencegah bawahan mengambil keputusan yang bertentangan dengan keputusan koalisi dominan dan (3) membentuk persepsi, kognisi, dan preferensi anggota organisasi, untuk menerima status quo atau mengikuti perubahan yang dipikirkan oleh kelompok dominan (Hardy, 1996). Penggunaan kekuasaan di satu sisi, memengaruhi interaksi individu dengan konteks, sehingga memengaruhi efek, kognisi, dan kecenderungan perilaku mereka (Galinsky *et al.*, 2003; Magee & Galinsky, 2008).

Penggunaan kekuasaan, di sisi lain juga mempersulit pemegang kekuasaan untuk mengambil perspektif orang-orang yang bekerja dengan mereka karena hal itu melindungi mereka dari sudut pandang lain (Galinsky *et al.*, 2003). CEO yang memperoleh sumber kekuasaan tambahan, meningkatkan kemampuannya untuk bertindak tegas dan tanpa harus berkompromi dengan pemangku kepentingan lainnya (Haynes & Hillman, 2010). Eksekutif yang berkuasa secara sistematis berbeda dari mereka yang tidak berkuasa (Haynes & Hillman, 2010), sehingga kekuasaan CEO dapat memainkan peran penting dalam keberhasilan implementasi dan realisasi postur strategis perusahaan (Combs *et al.*, 2007).

Meskipun diyakini bahwa CEO adalah anggota perusahaan yang paling berkuasa (Daily & Johnson, 1997), kenyataannya pada saat yang sama terdapat beberapa pesaing untuk mendapatkan kekuasaan di perusahaan. *Chief Executive Officer* mungkin ditantang pesaing dalam perusahaan dan diawasi dengan ketat oleh eksekutif lain (Combs *et al.*, 2007). Eksekutif yang berkuasa adalah mereka yang

mampu memengaruhi keputusan penting dalam perusahaannya meskipun ada pertentangan dari eksekutif lain (Adams *et al.*, 2005).

Kekuasaan CEO dapat digunakan untuk berbagai tujuan, salah satunya untuk mengelola dan mengarahkan perusahaan secara efektif, namun kekuasaan juga dapat digunakan untuk memberikan pengaruh dan kendali yang tidak seimbang terhadap perusahaan. Hal ini menyoroti pentingnya kesadaran akan sifat kekuasaan CEO dan perlunya menggunakannya secara bijaksana untuk mencapai tujuan perusahaan yang efektif dan berkelanjutan (Zou *et al.*, 2021).

2.9.2 Peran Penting Kekuasaan CEO

Kekuasaan CEO telah menarik perhatian para peneliti dari berbagai bidang seperti ekonomi, keuangan, manajemen, dan psikologi sosial (Sheikh, 2018). Posisi CEO dianggap sebagai sumber kekuatan (Hamori & Kakarika, 2009), perancang utama strategi inovasi dalam perusahaan (Berger *et al.*, 2008), serta pemimpin dalam menciptakan nilai dan kekayaan bagi pemangku kepentingan (Papadakis, 2006). Perusahaan dituntut untuk menciptakan nilai dan pada akhirnya meningkatkan kekayaan pemegang saham, yang berkaitan dengan kinerja perusahaan yang baik. Para eksekutif perusahaan dan khususnya CEO sebagai pemimpin perusahaan memiliki peran yang sangat penting, karena keberhasilan dan kegagalan perusahaan tergantung pada pengambilan keputusan para eksekutif (Sheikh, 2018).

Chief Executive Officer memiliki peran penting dalam kinerja tim karena mereka adalah pemimpin kunci yang mengarahkan perusahaan mencapai tujuan. Peran CEO sebagai pembuat kebijakan memengaruhi kinerja perusahaan melalui

kekuasaan yang mereka miliki. *Chief Executive Officer* dapat menciptakan kondisi yang memungkinkan perusahaan tumbuh pesat atau mengalami kebangkrutan dengan menggunakan sumber daya, tergantung bagaimana kekuasaan dijalankan dengan benar dan pemanfaatan sumber daya secara efisien (Walls & Berrone, 2017).

Selain itu, CEO mempunyai kekuasaan untuk memengaruhi keputusan investasi investor yang mempunyai potensi tinggi (Certo *et al.*, 2007). *Chief Executive Officer* dapat memberikan dampak terhadap perusahaan dengan keputusan yang telah diambil (Hamidlal & Harymawan, 2021). Kelompok yang memiliki perusahaan berpendapat bahwa ketika manajer memimpin suatu perusahaan, maka ada kecenderungan manajer akan bekerja untuk mencapai target yang telah ditetapkan perusahaan (Saidu, 2019). *Chief Executive Officer* bertanggung jawab untuk menetapkan tujuan perusahaan, membuat strategi, memantau, dan mengambil keputusan yang berdampak pada jalannya perusahaan (Daft, 2010). Mereka juga mempunyai wewenang untuk menginspirasi orang-orang di sekitarnya untuk mencapai visi dan misinya (Hambrick & Mason, 1984).

Chief Executive Officer telah terbukti secara langsung membentuk berbagai hasil perusahaan dengan cara yang penting (Sariol & Abebe, 2017). Variasi dalam hasil perusahaan adalah akibat dari pilihan strategis yang dibuat oleh para eksekutif dengan berbagai pengalaman karir, pelatihan dan jaringan (Finkelstein *et al.*, 2009). CEO menempati posisi yang memiliki pengaruh unik terhadap proses dan hasil perusahaan, yang pada gilirannya menentukan kemungkinan keberhasilan perusahaan (Combs *et al.*, 2007). Berdasarkan penjelasan tersebut, diketahui bahwa

peran CEO dalam perusahaan sangat besar, salah satunya adalah mengambil keputusan yang akan dijalankan oleh perusahaan, di mana CEO memiliki keleluasaan yang besar dalam pilihan strategis dan pengambilan keputusan selanjutnya karena kekuasaan mereka.

2.9.3 Tugas dan Tanggung Jawab CEO Berkuasa

Chief Executive Officer dianggap sebagai salah satu orang paling berpengaruh dalam manajemen perusahaan, karena memiliki kekuasaan untuk membuat berbagai keputusan penting sekaligus penghubung antara bagian dalam (perusahaan) dan bagian luar (masyarakat, ekonomi, teknologi, pasar, dan pelanggan). Selain itu, CEO digambarkan sebagai satu-satunya orang di perusahaan yang dapat melihat kejadian di luar perusahaan (Asuquo & Amede, 2018).

Sosok CEO adalah kepala tim manajemen eksekutif dari perusahaan dan bertanggung jawab mengendalikan urusan perusahaan dan merupakan anggota penting dari Dewan Direksi perusahaan serta dipandang sebagai titik tumpu tata kelola perusahaan (Barclift, 2011). Selain itu, CEO yang berkuasa dapat memanipulasi mekanisme tata kelola perusahaan yang membatasi tindakan mereka dengan menggunakan kekuasaan manajerial (Johnson & Yi, 2015). Mereka adalah orang yang sering dimintai pertanggungjawaban atas keberhasilan atau kegagalan perusahaan. Komponen tugas utamanya meliputi perumusan strategi dan arah perusahaan; pemodelan dan perumusan budaya, nilai, dan perilaku perusahaan; memimpin tim eksekutif senior; dan mengalokasikan modal untuk prioritas perusahaan (Robbins, 2012).

Salah satu tugas utama CEO adalah menetapkan strategi dan visi perusahaan. Meskipun tim manajemen puncak dapat membantu mengembangkan strategi, CEO lah yang pada akhirnya menetapkan arah. Arah yang ditetapkan CEO mencakup berbagai bidang, seperti pasar mana yang akan dimasuki, jenis produk yang akan ditawarkan perusahaan, cara perusahaan membedakan diri dari pesaing, dan bagaimana mempersiapkan perusahaan untuk masa depan (Asuquo & Amede, 2018).

Chief Executive Officer juga diharapkan untuk memodelkan dan merumuskan budaya, nilai, dan perilaku perusahaan. Budaya perusahaan akan menentukan mutu orang-orang yang bekerja di perusahaan tersebut. Perusahaan dengan lingkungan kerja yang buruk cenderung kehilangan orang-orang yang berkinerja tinggi, sedangkan lingkungan kerja yang baik dapat menarik dan mempertahankan yang terbaik. Budaya perusahaan dapat dibentuk dengan berbagai cara dan CEO yang menentukan coraknya. Nilai-nilai menjelaskan bagaimana cara perusahaan mencapai tujuannya, karena nilai-nilai tersebut menunjukkan perilaku yang dianggap baik. CEO juga lah yang menyampaikan nilai-nilai tersebut melalui tindakan atau reaksinya terhadap orang lain (Robbins, 2012).

Tanggung jawab CEO berikutnya adalah membangun dan memimpin tim eksekutif senior (Asuquo & Amede, 2018). *Chief Executive Officer* adalah seorang pemimpin dan bertanggung jawab untuk memimpin, dan dalam kasus tertentu, merekrut dan memberhentikan anggota tim manajemen senior yang mengelola keseluruhan perusahaan. Terakhir, CEO bertugas untuk mengalokasikan sumber daya modal sesuai dengan prioritas perusahaan, mendanai proyek-proyek yang

mendukung strategi, mengelola modal perusahaan, dan pengambilan keputusannya yang menentukan nasib perusahaan.

2.9.4 Sumber Kekuasaan CEO

Kekuasaan dapat diperoleh baik dari posisi hierarki formal maupun hubungan pribadi informal (Lewellyn & Muller-Kahle, 2012). Kekuasaan formal mencirikan peran yang ditentukan secara sosial dan impersonal sedangkan kekuasaan informal adalah ciri hubungan pribadi, berkaitan dengan karakteristik pribadi. Meskipun kedua jenis kekuasaan ini mungkin berkorelasi, keduanya berasal dari sumber kekuasaan yang berbeda. Perbedaan sumber ini memberikan dampak yang tidak sama terhadap pengambilan keputusan dan interaksi CEO dengan anggota tim manajemen puncak lainnya (Deore *et al.*, 2023).

Finkelstein (1992); Daily dan Johnson (1997) mengusulkan empat dimensi kekuasaan CEO yaitu kekuasaan struktural, kekuasaan kepemilikan, kekuasaan keahlian, dan kekuasaan prestise. Kekuasaan struktural berkaitan dengan posisi formal CEO dalam struktur organisasi dan otoritas yang dimiliki di dalam perusahaan, yang memberikan pengaruh besar berdasarkan kedudukannya di hierarki. Sementara itu, kekuasaan kepemilikan muncul ketika CEO memiliki saham perusahaan, yang memungkinkan mereka bertindak atas nama manajemen dan pemegang saham (Ting, 2013), sehingga memiliki kontrol lebih dalam pengambilan keputusan strategis. Kekuasaan prestise berasal dari reputasi CEO di pasar dan kedudukan sosial dalam lingkungan perusahaan, yang membentuk persepsi orang lain terhadap dirinya. Terakhir, kekuasaan keahlian diberikan kepada CEO yang mampu mengelola ketidakpastian dan tantangan perusahaan di

lingkungan eksternal melalui pengalaman dan keahlian yang relevan (Hamori & Koyuncu, 2015). Keempat jenis kekuasaan CEO tersebut berperan penting dalam memengaruhi berbagai keputusan strategis yang berdampak berbeda pada kinerja perusahaan (Sariol & Abebe, 2017).

2.9.4.1 Kekuasaan Formal CEO

CEO memiliki kekuasaan formal dan otoritas yang sah karena posisi mereka dalam perusahaan. Kekuasaan formal berasal dari kekuasaan legitimasi, penghargaan, dan koersif (Zou *et al.*, 2021). Kekuasaan yang diperoleh melalui saluran formal cenderung bersifat impersonal. Artinya bahwa kekuasaan tersebut dihasilkan dari kemampuan untuk memberi penghargaan atau memengaruhi orang lain, berdasarkan peran yang telah ditentukan secara sosial, yang diperoleh melalui posisi formal dan hierarki perusahaan (Peiró & Meliá, 2003; Singh, 2009). Melalui kekuasaan formal, CEO dapat mengendalikan aliran dan distribusi sumber daya tertentu secara *top-down* (Peiró & Meliá, 2003). Kekuasaan seperti itu menjadi norma sosial dalam perusahaan, di mana karyawan mengakui keunggulan CEO, memberi mereka hak untuk menentukan perilaku, dan mengarahkan tindakan perusahaan (Daily & Johnson, 1997; Norburn, 1989).

Meskipun CEO mendapatkan kekuasaan formal secara otomatis karena posisinya, tingkat pengaruh sosial formal yang dimiliki CEO dapat berbeda (Walls & Berrone, 2017). Perbedaan tersebut terjadi karena CEO juga bertanggung jawab terhadap manajer puncak lainnya. Meskipun CEO merupakan anggota tim manajemen puncak yang paling dominan, tidak ada CEO yang memiliki kekuasaan penuh atas jajaran eksekutif (Smith *et al.*, 2006). Kekuasaan itu bersifat relatif,

karena sumber kekuasaan berasal dari hubungan antara dua individu (French & Raven, 1959). Oleh karena itu, tingkat kekuasaan formal yang dimiliki seorang CEO dalam perusahaan bergantung pada pengaruh relatifnya terhadap tim manajemen puncak. Distribusi kekuasaan yang tidak merata memungkinkan beberapa anggota kunci untuk mengelola sumber daya penting dan mengarahkan anggota lainnya (Smith *et al.*, 2006). Tim manajemen puncak menunjukkan bahwa untuk memanfaatkan pengetahuan dari anggotanya, mereka harus bekerja sama dan berfungsi lebih sebagai tim, sehingga tepat untuk mendefinisikan tim manajemen puncak sebagai tim eksekutif yang dibentuk oleh perusahaan (Jukka, 2021).

2.9.4.1.1 Kekuasaan Kepemilikan CEO

Komponen pertama dari kekuasaan CEO adalah kepemilikan CEO. Saham yang dimiliki CEO di perusahaan yang dipimpinnya merupakan suatu bentuk kekuasaan yang disebut dengan kekuasaan kepemilikan (Hamidlal & Harymawan, 2021; Han *et al.*, 2016; Sheikh, 2019). Mengenai kepemilikan CEO, beberapa peneliti berpendapat bahwa CEO yang memiliki saham dalam jumlah signifikan di perusahaan cenderung memiliki pengaruh lebih besar dibandingkan CEO yang tidak memiliki saham (Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992; Lewellyn & Fainshmidt, 2017; Lisic *et al.*, 2016). Kepemilikan saham yang signifikan memberikan CEO hak suara yang memungkinkan mereka memengaruhi keputusan strategis dan bernegosiasi dengan Dewan Direksi (Brookman & Thistle, 2009; Daily & Johnson, 1997; Lewellyn & Fainshmidt, 2017). Berdasarkan pendapat tersebut, dapat disimpulkan bahwa semakin banyak saham yang dimiliki oleh CEO,

semakin besar pula kemampuannya untuk memengaruhi arah dan keputusan yang berdampak pada kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Kepemilikan saham CEO yang lebih besar mengurangi pengaruh Dewan Direksi dan memungkinkan CEO untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, sehingga meningkatkan kekuasaan CEO (Finkelstein, 1992). Kekuasaan kepemilikan juga dicapai jika CEO merupakan pendiri atau terkait dengan keluarga pendiri. Status keluarga pendiri meningkatkan kekuasaan CEO karena CEO menikmati hubungan yang berpengaruh dengan Dewan Direksi dan memiliki kepemilikan saham yang lebih tinggi. Namun kepemilikan saham CEO non-pendiri juga mewakili insentif yang diberikan untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham dan untuk mengurangi masalah keagenan (Sheikh, 2019).

Banyaknya tantangan yang dihadapi menunjukkan bahwa hanya CEO yang mempunyai kekuasaan yang dapat dengan mudah mengubah strategi menjadi tindakan, mengelola proses secara efisien, dan meningkatkan laba untuk menciptakan perusahaan jangka panjang dan meningkatkan nilai perusahaan (Ulrich, 1998). Kekuasaan kepemilikan merupakan bentuk kekuasaan formal yang dapat berdampak langsung pada proses pengambilan keputusan CEO. Kekuatan CEO dapat ditunjukkan dari seberapa besar dampak keputusan yang diambilnya terhadap perusahaan. Jika CEO memiliki saham dalam perusahaan, maka kepentingan CEO akan sama dengan pemilik modal lainnya. Semakin besar jumlah saham yang dimiliki CEO pada perusahaan tersebut, maka semakin besar pula kekuasaan yang dimiliki CEO tersebut pada perusahaan yang dipimpinnya. *Chief Executive Officer* akan berusaha mengambil keputusan yang dapat meningkatkan

nilai perusahaan dan meningkatkan kekayaan pemegang saham termasuk dirinya sendiri (Hamidlal & Harymawan, 2021).

2.9.4.1.2 Kekuasaan Struktural CEO

Kekuasaan struktural seorang CEO berasal dari posisinya dalam hierarki organisasi (Brass & Burkhardt, 1993; Daily & Johnson, 1997), dan merupakan jenis kekuasaan yang paling kuat terkait dengan persepsi kekuasaan CEO (Finkelstein, 1992). *Chief Executive Officer* yang juga merupakan ketua Dewan Direksi mempunyai kemampuan untuk memberikan pengaruh yang lebih besar kepada anggota dewan yang bertanggung jawab menetapkan targetnya. Kekuasaan struktural disebut sebagai kekuasaan yang sah, yang diperoleh dari jabatan seseorang dalam organisasi. Dualitas CEO-Ketua dan kepemilikan CEO diperoleh secara formal dalam struktur tata kelola dan terkait dengan otoritas hierarkis (Deore *et al.*, 2023).

Posisi CEO dengan kekuasaan struktural lebih besar lebih terlindungi dari konflik internal dan tekanan untuk menyatukan berbagai kelompok yang bersaing dalam organisasi (Combs *et al.*, 2007; Finkelstein & D'Aveni, 1994). Kekuasaan struktural juga memungkinkan CEO untuk mengumpulkan sumber daya guna mengurangi persepsi akan permintaan yang tinggi (Sirén *et al.*, 2018). Secara umum, kekuasaan meningkatkan motivasi CEO untuk bertindak, memastikan mereka terlibat dalam tugas-tugas utama dan fokus pada pekerjaan yang diperlukan.

Selain itu, kekuasaan struktural CEO juga membantu mengurangi dampak negatif depersonalisasi kinerja CEO, yang ditunjukkan oleh kesenjangan kognitif dan kurangnya partisipasi dalam interaksi dengan orang lain (Maslach *et al.*, 2001).

Semakin besar kekuasaan struktural yang dimiliki CEO mengarahkan mereka untuk menggunakan energinya secara lebih efisien dalam interaksi penting. Hal ini memperkecil kemungkinan untuk terisolasi dari orang lain, sehingga kekuasaan struktural mengurangi dampak negatif depersonalisasi.

Kemampuan untuk memengaruhi proses strategis yang muncul seiring dengan meningkatnya kekuasaan struktural, membuat seseorang merasa lebih kuat dan memberikan kesempatan untuk mempersonalisasi hubungan (Wiersema & Zhang, 2011). Selain itu, CEO yang berkuasa lebih sukses dalam menyampaikan preferensi pribadinya melalui hasil bisnis yang signifikan (Finkelstein *et al.*, 2009; Zhu & Chen, 2015). Preferensi CEO yang berhasil memengaruhi keputusan besar memperkecil kemungkinan mereka mengalami depersonalisasi terkait pekerjaan. Oleh karena itu, kekuasaan struktural kemungkinan besar akan mengurangi dampak buruk depersonalisasi CEO (Sirén *et al.*, 2018).

Terkait dengan dampak mitigasi dari berkurangnya prestasi pribadi atau efektivitas profesional, kekuasaan struktural sangat penting dalam mengelola ketidakpastian untuk melaksanakan harapan (Finkelstein, 1992). Kekuasaan memungkinkan CEO untuk memengaruhi pemangku kepentingan (Hambrick & Finkelstein, 1987), sehingga memperbaiki kekurangan dari berkurangnya pencapaian pribadi dengan memungkinkan CEO melakukan lebih sedikit upaya untuk memulai perubahan strategis dan meningkatkan kinerja perusahaan (Haynes & Hillman, 2010). Selain itu, kekuasaan struktural CEO sangat penting dalam respons strategis yang cepat (Combs *et al.*, 2007). Integrasi dan pemanfaatan sumber daya dengan segera memperbaiki penurunan prestasi dan produktivitas

CEO dalam situasi kelelahan, sehingga menghasilkan kesesuaian yang lebih baik antara strategi dan lingkungan dan akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan (Sirén *et al.*, 2018).

Kinerja perusahaan mencakup kemampuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan dengan demikian meningkatkan nilai perusahaan (Sarhan *et al.*, 2019). Namun, krisis keuangan, keruntuhan ekonomi, dan jatuhnya perusahaan-perusahaan besar telah mengakibatkan investor perusahaan tersebut menderita kerugian besar (Martín & Herrero, 2018). Hal ini menjadikan tata kelola perusahaan menjadi pusat perhatian, terutama mengenai fungsi dewan dalam menjaga kekayaan pemilik modal. Teori keagenan menekankan memiliki Dewan Direksi yang dapat memantau dan mengendalikan manajemen, mendisiplinkan manajer, dan meratifikasi serta menyetujui keputusan penting yang meningkatkan nilai perusahaan (Katti & Raithatha, 2018). Namun, ketidakefektifan dewan sebagian besar dikaitkan dengan kekuasaan struktural yang diberikan kepada CEO (Harjoto *et al.*, 2015).

Selain itu, seorang CEO yang juga mengetuai Dewan Direksi mungkin mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap Dewan Direksi. Dua perspektif berbeda diidentifikasi oleh Haniffa dan Cooke (2002) mengenai isu dualitas. Jika dua orang yang terpisah menjalankan dua peran terpisah yaitu CEO dan ketua, pengawasan dan keseimbangan manajemen kinerja akan ditingkatkan. Namun, pemisahan kedua peran ini tidak selalu diperlukan dan banyak perusahaan yang dikelola dengan baik dan menunjukkan pemantauan dewan yang efektif ketika peran-peran ini digabungkan. Perusahaan yang di dalamnya terdapat CEO

mempunyai peran ganda, maka CEO mempunyai kekuasaan lebih besar yang memungkinkannya mengambil keputusan tanpa mempertimbangkan kepentingan pemangku kepentingan. Hal ini juga dapat mengakibatkan berkurangnya perhatian dan keterlibatan dalam kegiatan sosial atau komunitas sehingga memengaruhi pengungkapan terkait.

2.9.4.2 Kekuasaan Informal CEO

Kekuasaan informal berasal dari basis kekuasaan rujukan dan ahli. Kekuasaan informal berasal dari hubungan pribadi yang dibangun di dalam atau di luar organisasi, reputasi bergengsi, keahlian dan keterampilan penting (Zou *et al.*, 2021). Kekuasaan yang diberikan melalui saluran informal didasarkan pada karakteristik pribadi individu seperti kompetensi (Peiró & Meliá, 2003; Singh, 2009). Manajer dengan kekuasaan informal mendapatkan kerja sama dari orang lain karena mereka memiliki kompetensi untuk memahami permasalahan yang dihadapi, pengalaman untuk menerapkan proses yang diperlukan, dan mengurangi kompleksitas dan ambiguitas yang terkait dengan permasalahan tersebut (Lines, 2007; Walls & Berrone, 2017). Oleh karena itu, manajer yang memiliki kekuasaan informal cenderung melakukan tindakan yang memperjelas pengetahuan mereka kepada orang lain sehingga mendorong partisipasi dari pihak lain (Lines, 2007).

2.9.4.2.1 Kekuasaan Prestise CEO

Prestise didefinisikan sebagai kualitas yang berkaitan dengan kemampuan manajer untuk menyerap ketidakpastian dari lingkungan institusional (Haleblian & Finkelstein, 1993). Hal ini mencakup rasa hormat dan kekaguman yang diberikan kepada seorang CEO sebagai hasil dari pencapaian dan kualitas yang mereka

rasakan. Eksekutif CEO dianggap memiliki kekuasaan prestise ketika dianggap sebagai anggota elit manajerial (Daily *et al.*, 1999). Kekuasaan prestise berasal dari status dan pengaruh CEO yang mencakup organisasi, koneksi sosial, dan jaringan (Finkelstein, 1992). Kekuasaan prestise diberikan kepada CEO yang diperoleh melalui reputasi mereka dalam lingkungan institusional dan koneksi di luar perusahaan (D'Aveni, 1990).

Prestise CEO meningkatkan kekuasaan baik melalui hubungan luar yang mungkin memberikan informasi berharga dan melalui saran dari kualifikasi yang luar biasa dan kekuasaan pertemanan yang kuat (Finkelstein, 1992). *Chief Executive Officer* dengan kekuatan prestise juga dapat memberikan dukungan kepada perusahaan berdasarkan informasi dari luar, untuk mengatasi ketidakpastian lingkungan mereka (Wu *et al.*, 2011). Demikian pula, kekuatan prestise dipandang memiliki dukungan moderat kepada CEO dan tim manajemen puncak dalam tindakan cepat untuk mengatasi tantangan organisasi pada saat kritis (Zainal & Muhamad, 2014).

Sementara itu, D'Aveni dan Kesner (1993) menggambarkan prestise sebagai hubungan antar organisasi dan afiliasi antar pribadi yang menunjukkan status tinggi. Prestise yang tinggi dapat tercermin dari keanggotaan dewan di luar perusahaan, ukuran jaringan, dan jabatan profesional (Boivie *et al.*, 2012). Para CEO dengan koneksi kuat mendapatkan akses yang lebih baik terhadap sumber daya langka, informasi berkualitas tinggi, serta saran dari rekanan di jaringan manajerial elit mereka (Chen *et al.*, 2008; Flickinger *et al.*, 2016). Koneksi ini menempatkan mereka pada posisi menguntungkan dalam bernegosiasi kompensasi

(Deore *et al.*, 2023). Anggota dewan juga lebih cenderung memberi jalan kepada CEO bergengsi karena mereka menganggap CEO tersebut memiliki status sosial yang lebih tinggi (Kanter, 2017).

Finkelstein (1992) mengidentifikasi empat komponen kekuasaan prestise. Komponen pertama menggunakan semua dewan yang diduduki direktur pada periode tersebut. Jumlah dewan yang diduduki direktur menunjukkan kekuatan prestise anggota tim manajemen puncak. Komponen kedua adalah jumlah dewan nirlaba yang menjabat direktur yang merupakan indikator kuat dari layanan kekuasaan direktur kepada masyarakat merupakan aspek penting dari keanggotaan manajer elit. Komponen ketiga adalah rata-rata peringkat saham seluruh perusahaan dimana direktur menjabat sebagai anggota dewan. Komponen terakhir kekuasaan prestise adalah pendidikan elite, mencerminkan kualifikasi akademis dari institusi yang meningkatkan legitimasi dan pengaruh eksekutif.

2.9.4.2.2 Kekuasaan Keahlian CEO

Komponen selanjutnya dari kekuasaan CEO adalah kekuasaan keahlian. Keahlian diartikan sebagai kemampuan menghadapi ketergantungan terhadap lingkungan (Finkelstein, 1992). Keahlian adalah keterampilan khusus yang diperoleh sebagai hasil pengetahuan atau pengalaman kerja kognitif yang diperoleh seiring berjalannya waktu (Wu *et al.*, 2011). Kekuasaan keahlian merupakan bagian dari kekuasaan informal seorang CEO (Singh, 2009), yang dihasilkan dari pengetahuan, pengalaman, atau akses yang lebih unggul terhadap informasi dalam organisasi dan dalam kaitannya dengan lingkungan eksternal (Larcker & Tayan, 2012). *Chief Executive Officer* dengan keahlian yang relevan mungkin memiliki

pengaruh yang signifikan terhadap pilihan strategis tertentu dan sering dimintai nasihatnya. Namun, jika keahlian seorang CEO berada di area yang penting bagi organisasi, ia akan relatif lebih berkuasa. Hal ini mungkin terjadi karena organisasi bergantung pada pengetahuan keahlian yang dimiliki oleh CEO tersebut (Asuquo & Amede, 2018).

Pentingnya pengetahuan, keahlian, dan kemampuan bagi kekuasaan informal CEO muncul karena pengalaman berfungsi sebagai mekanisme penyaringan kognitif utama dalam cara pengambil keputusan memproses informasi kontekstual (Hambrick, 2007). *Chief Executive Officer* yang memiliki keahlian tertentu mampu mendeteksi pola, memperhatikan peristiwa, memanfaatkan peristiwa masa lalu untuk memprediksi apa yang mungkin terjadi di masa depan, dan mendeteksi tidak adanya isyarat yang memungkinkan mereka memanfaatkan peluang yang tidak terduga. Sebaliknya, tanpa keahlian, kemampuan CEO untuk memecahkan masalah dan mempertimbangkan pendekatan alternatif akan berkurang (Walls & Berrone, 2017).

Kekuasaan keahlian berasal dari sumber daya manusia CEO. *Chief Executive Officer* memperoleh kekuasaan keahlian ketika mereka dianggap ahli dalam mengelola perusahaannya (Sheikh, 2019), yang didasarkan pada pengetahuan dan pengalaman di bidang yang relevan dan sesuai dengan perusahaan untuk memperoleh akses terkait informasi perusahaan (Hamidlal & Harymawan, 2021). *Chief Executive Officer* yang mempunyai pengalaman lebih banyak dapat membantu perusahaan dalam memperoleh dan memberikan informasi (Sheikh, 2019). Pengetahuan dan pengalaman inilah yang menjadi sumber kekuatan bagi

CEO untuk mendapatkan kepercayaan sehingga mempunyai keyakinan untuk mendapatkan nasehat dari CEO (Sudana & Aristina, 2017).

2.10 Tanggung Jawab Sosial Perusahaan / Pengungkapan CSR

2.10.1 Definisi dan Konsep Pengungkapan CSR

Tanggung jawab sosial perusahaan selanjutnya dalam penelitian ini disebut pengungkapan CSR, menuntut perusahaan untuk terlibat dalam memberikan kontribusi terhadap perbaikan lingkungan dan masyarakat. *Corporate Social Responsibility* didefinisikan sebagai aktivitas dan kebijakan perusahaan yang menilai, mengelola dan mengatur tanggung jawab perusahaan serta dampaknya terhadap masyarakat dan lingkungan (Christensen *et al.*, 2021). Konsep CSR mulai populer di era 1960-an, ketika perusahaan menunjukkan tanggung jawab terhadap masyarakat luas sebagai salah satu pemangku kepentingannya (Hunjra *et al.*, 2020). Tujuan CSR seringkali untuk meningkatkan kesejahteraan sosial dan membuat aktivitas perusahaan lebih berkelanjutan. Pelaksanaan CSR menyiratkan bahwa perusahaan mengejar tujuan yang lebih luas daripada memaksimalkan nilai pasarnya, mencoba untuk memenuhi kebutuhan dan harapan dari berbagai pemangku kepentingan (Christensen *et al.*, 2021). Perusahaan mungkin mengorbankan keuntungan (Bénabou & Tirole, 2010; Roberts, 1992), meskipun tidak adanya maksimalisasi keuntungan atau nilai pemegang saham bukanlah ciri yang diperlukan dalam pengungkapan CSR (Kitzmueller & Shimshack, 2012).

Aktivitas CSR melampaui kepatuhan terhadap kewajiban hukum, peraturan dan kontraktual, serta menyoroti sifat sukarelanya (Liang & Renneboog, 2017; McWilliams & Siegel, 2001). Praktik CSR melibatkan tindakan sosial seperti

melindungi keamanan lingkungan, perlindungan terhadap polusi, dan memberikan kesempatan kerja kepada masyarakat setempat. Praktik CSR terutama berkaitan dengan memaksimalkan kesejahteraan sosial dan keberlanjutan perusahaan dengan manajemen aktif untuk memastikan tanggung jawab bagi pemangku kepentingan (Mallouh & Tahtamouni, 2018). Perusahaan telah mengubah struktur dan fitur departemennya untuk mengelola kewajiban sosial perusahaan secara lebih efektif dan untuk memastikan bahwa upaya perusahaan terfokus ke arah yang benar sambil terlibat dengan masyarakat yang lebih luas dan komunitas lokal (Hunjra *et al.*, 2020).

Penggabungan praktik CSR ke dalam aktivitas bisnis dan pengambilan keputusan perusahaan mengarah pada daya saing, memberikan peluang bisnis di pasar baru, dan pada akhirnya membantu memastikan keberlanjutan perusahaan (Hunjra *et al.*, 2020). Oleh karena itu, perusahaan fokus pada peningkatan nilai ekonomi, memenuhi tanggung jawab mereka, dan memberikan kontribusi kepada masyarakat melalui sistem tata kelola yang efektif. Perusahaan dengan tanggung jawab sosial lebih menikmati prospek moral masyarakat dengan menunjukkan perilaku sosial yang lebih baik. Selain itu, CSR telah memperoleh kepentingan strategis dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, karena perusahaan dengan tanggung jawab sosial yang lebih banyak mengarah pada transparansi yang lebih tinggi dalam standar pelaporan keuangan dan standar etika (Lee, 2016).

Namun, terdapat masalah yang perlu ditangani seperti bagaimana praktik CSR meningkatkan atau menurunkan kekayaan pemegang saham, meningkatkan transparansi informasi, membantu mengurangi volatilitas harga saham, dan

melindungi kepentingan investor. Perusahaan dengan tanggung jawab sosial mengungkapkan lebih banyak hasil keuangan dan lebih sedikit terlibat dalam manajemen laba dan berita buruk (Kim *et al.*, 2012; Schuler & Cording, 2006). Seiring dengan hasil keuangan, pemangku kepentingan juga memperhatikan hasil sosial dari perusahaan (Darus *et al.*, 2014). Transparansi yang tercipta melalui pelaporan sosial dan keuangan ini berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang memitigasi potensi penumpukan berita buruk di dalam perusahaan.

Berita buruk yang terakumulasi tanpa diungkapkan ke publik akan memicu risiko *crash* harga saham saat berita tersebut akhirnya terungkap ke pasar. Risiko *crash* ini secara spesifik memperhitungkan pergerakan saham pada sisi ekstrem negatif (Hunjra *et al.*, 2020). Akibatnya, investor cenderung mengharapkan *return* yang lebih tinggi pada saham dengan *skewness* atau kemiringan yang lebih negatif, mengingat fakta bahwa kemiringan tersebut merupakan faktor risiko harga yang menentukan stabilitas portofolio mereka (Conrad *et al.*, 2013; Harvey & Siddique, 2000). Jin dan Myers (2006) menyatakan bahwa risiko *crash* harga saham terkait dengan adanya asimetri informasi karena manajer atau orang dalam memiliki kontrol lebih dan dapat menyembunyikan informasi dari pemegang saham eksternal.

Secara teoretis, CSR merupakan aspek penting yang memengaruhi nilai keterbukaan informasi perusahaan serta kemungkinan risiko *crash* harga saham (Dai *et al.*, 2019). Perusahaan yang melibatkan diri dalam aktivitas tanggung jawab sosial relatif lebih transparan dalam pengungkapan laporan keuangannya. Relevan dengan pandangan bahwa perusahaan menilai peningkatan pengungkapan

informasi keuangan sebagai bentuk perilaku yang bertanggung jawab terhadap masyarakat dengan penerapan CSR. Perusahaan seperti ini lebih cenderung menunjukkan transparansi yang tinggi dan jarang menyembunyikan berita buruk dari pemegang saham mereka, sehingga kurang rentan terhadap risiko *crash* harga saham (Gelb & Strawser, 2001).

2.10.2 Jenis Pengungkapan CSR

Pengungkapan CSR secara garis besar dapat dikategorikan menjadi dua jenis, yaitu pengungkapan mandatori (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan mandatori merujuk pada pengungkapan yang diwajibkan oleh regulator melalui instrumen hukum tertentu. Kewajiban ini secara tegas diatur melalui Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, khususnya pada Pasal 74 yang mewajibkan perusahaan di bidang sumber daya alam untuk melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Regulasi ini kemudian diperkuat oleh Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2012 serta aturan spesifik dari OJK, seperti POJK Nomor 47 tahun 2012 yang memberikan kepastian hukum bahwa laporan pelaksanaan tanggung jawab sosial lingkungan wajib dimuat dalam laporan tahunan dan dipertanggungjawabkan kepada RUPS.

Transformasi signifikan terjadi ketika OJK menerbitkan POJK Nomor 51/POJK.03/2017. Aturan ini memperluas cakupan kewajiban dengan mengharuskan lembaga jasa keuangan dan perusahaan publik untuk menyusun laporan keberlanjutan secara mandiri atau sebagai bagian tak terpisahkan dari laporan tahunan. Memasuki fase penguatan teknis, OJK menerbitkan Surat Edaran

Otoritas Jasa Keuangan (SEOJK) Nomor 16/SEOJK.04/2021 yang memberikan pedoman detail mengenai format pengungkapan. Dalam aturan ini, perusahaan tidak lagi hanya melaporkan kegiatan seremonial tetapi diwajibkan mengungkap kinerja dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang lebih terukur, termasuk data penggunaan energi dan keberagaman tenaga kerja. Ketaatan terhadap aspek mandatori ini bertujuan untuk menciptakan standar minimum akuntabilitas agar perusahaan tidak mengabaikan dampak eksternalitas dari operasi bisnis mereka.

Sementara itu, pengungkapan sukarela merupakan inisiatif strategis manajemen menyajikan informasi di luar persyaratan hukum yang berlaku dan dapat digunakan untuk membangun citra positif, meningkatkan nilai perusahaan di mata investor, serta menunjukkan komitmen terhadap isu keberlanjutan global. Informasi ini sering kali mencakup rincian lebih mendalam mengenai kebijakan internal, kode etik, hingga kontribusi spesifik perusahaan terhadap pembangunan berkelanjutan. Keputusan untuk melakukan pengungkapan sukarela sering kali didorong oleh keinginan manajemen untuk mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Melalui penyediaan data yang lebih transparan, perusahaan dapat memberikan sinyal positif kepada pasar modal mengenai efisiensi operasional dan manajemen risiko jangka panjang. Upaya ini secara tidak langsung bertujuan untuk membangun reputasi yang kuat dan meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya dapat berdampak pada penurunan biaya modal perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, perbedaan mendasar antara kedua jenis pengungkapan ini terletak pada motivasi dan kedalaman informasi yang disajikan.

Pengungkapan mandatori cenderung bersifat normatif dan mengikuti format baku yang ditentukan oleh otoritas untuk menjamin kepatuhan administratif. Sebaliknya, pengungkapan sukarela menjadi sarana bagi perusahaan untuk membedakan diri dari kompetitor dengan menonjolkan keunggulan tata kelola dan kepedulian sosial yang tinggi. Integrasi antara kewajiban hukum dan insiatif sukarela ini membentuk profil transparansi perusahaan yang komprehensif. Perusahaan yang mampu melampaui standar minimum pengungkapan mandatori dianggap memiliki komitmen moral yang lebih tinggi terhadap keberlangsungan lingkungan dan kesejahteraan masyarakat luas.

2.10.3 Standar dan Indikator Pengungkapan CSR

Standar pelaporan CSR mengatur cara melaporkan dan mengungkapkan informasi tersebut (Christensen *et al.*, 2021). Perusahaan dapat memasukkan informasi CSR dalam laporan tahunan atau menyediakan laporan CSR terpisah yang disebut sebagai laporan keberlanjutan. Pengungkapan CSR atau bagian yang relevan dalam laporan tahunan berisi berbagai informasi kualitatif dan kuantitatif tidak selalu berupa informasi moneter. Dimensi penting dari pengungkapan dan standar CSR adalah ruang lingkupnya, baik dalam hal luasnya informasi yang diungkapkan maupun audiens yang dituju.

Pengukuran luas dan indikator pengungkapan CSR secara objektif memerlukan standar yang diakui secara internasional. Peran khusus dalam hal ini diberikan kepada alat yang dikembangkan oleh *Global Reporting Initiative* (GRI) – Sebuah organisasi internasional independen yang didirikan pada tahun 1997 (Michalczuk & Konarzewska, 2020). Sejak berdirinya GRI, lima versi pedoman

untuk pelaporan keberlanjutan telah diterbitkan. Evolusi standar pelaporan ini dimulai dengan peluncuran pedoman pertama (G1) pada tahun 2000 yang menjadi tonggak awal kerangka pelaporan keberlanjutan sistematis. Pembaruan berkelanjutan kemudian dilakukan melalui versi G2 (2002) dan G3 (2006) untuk menyempurnakan indikator yang ada. Peluncuran pedoman G4 pada tahun 2013 membawa perubahan besar dengan memperkenalkan konsep materialitas sebagai fokus utama pelaporan. Perusahaan melalui standar G4 diwajibkan untuk memprioritaskan laporan pada aspek-aspek yang memiliki dampak signifikan bagi bisnis dan pemangku kepentingan, sehingga laporan menjadi lebih relevan dan tidak terlalu luas.

Transisi fundamental terjadi pada tahun 2016 ketika GRI beralih dari format pedoman (*guidelines*) menjadi standar pelaporan global yang bersifat modular, yang dikenal sebagai *GRI Standards 2016*. Struktur modular ini terdiri dari standar universal terkait pengungkapan umum (seri 100), dan standar topik spesifik yang mencakup dimensi ekonomi (seri 200), lingkungan (seri 300), dan sosial (seri 400). Keunggulan format ini terletak pada fleksibilitas pembaruan, di mana *Global Standards Board* (GSSB) dapat merevisi satu standar topik tertentu tanpa harus merombak keseluruhan kerangka kerja pelaporan.

Penyempurnaan terbaru diwujudkan melalui peluncuran *GRI Universal Standards 2021* yang mulai berlaku efektif bagi laporan yang diterbitkan sejak 1 Januari 2023. Standar versi 2021 ini mereformasi struktur standar universal menjadi tiga bagian utama, yaitu GRI 1 (*Foundation*), GRI 2 (*General Disclosure*), dan GRI 3 (*Material Topics*). Perubahan signifikan pada versi ini terletak pada penajaman

definisi materialitas yang kini lebih difokuskan pada dampak nyata perusahaan terhadap manusia dan hak asasi manusia. Standar GRI 2021 mengharuskan perusahaan untuk mengintegrasikan proses uji tuntas (*due diligence*) dalam mengidentifikasi topik material, sehpengehaningga pengungkapan CSR tidak hanya bersifat administratif namun juga mencerminkan tanggung jawab operasional yang mendalam.

Global Reporting Initiative menjadi standar yang paling banyak digunakan sebagai kerangka pelaporan keberlanjutan. Indikator dalam GRI menyediakan kerangka kerja sistematis yang mencakup berbagai dimensi, mulai dari dampak ekonomi, lingkungan hingga sosial. Standar GRI memungkinkan tingkat pengungkapan suatu proses perusahaan dikuantifikasi melalui indeks pengungkapan, sehingga mempermudah proses perbandingan antar perusahaan (Róžańska, 2015). Standar ini juga dicirikan oleh tingkat fleksibilitas yang tinggi, yang berarti dapat digunakan oleh organisasi mana pun terlepas dari status hukum, profil bisnis, atau ukurannya.

Meskipun peraturan ini tidak memaksa perusahaan untuk menggunakan bentuk laporan yang wajib, peraturan ini menetapkan secara tepat apa yang harus dilaporkan dan bagaimana cara melakukannya. Peraturan ini mendefinisikan aturan pelaporan yang berisi deskripsi hasil yang harus diupayakan perusahaan dalam proses pelaporan dampak ekonomi, sosial, dan lingkungan dari aktivitas mereka (Michalczuk & Konarzewska, 2020). Penyusunan laporan berdasarkan kerangka kerja GRI memungkinkan untuk menunjukkan dampak proyek yang telah selesai pada masing-masing kelompok pemangku kepentingan, dan sebagai hasilnya,

untuk memilih dan mengungkapkan hal-hal yang paling signifikan terkait hal ini (Anam, 2013).

Perlu ditekankan bahwa kerangka kerja GRI merupakan salah satu alat paling canggih di bidang pelaporan CSR. Penyusunan laporan sesuai dengan kerangka kerja GRI meningkatkan kredibilitas dan kegunaannya (O'Dwyer & Owen, 2005), sekaligus memfasilitasi terciptanya standar akuntabilitas yang lebih tinggi dalam praktik bisnis modern. Hal ini dikarenakan GRI menyediakan standar global yang memungkinkan komparabilitas kinerja keberlanjutan antarperusahaan secara objektif. Perkembangan standar ini mencerminkan tuntutan pemangku kepentingan yang terus meningkat terhadap transparansi dampak organisasi bagi ekonomi, lingkungan, dan masyarakat.

Namun demikian, meskipun terdapat versi terbaru GRI, yakni *GRI Universal Standards 2021*, pengungkapan CSR dalam penelitian ini secara spesifik merujuk pada Standar GRI 2016 sebagai dasar perhitungan indeks pengungkapan CSR. Keputusan penggunaan standar GRI 2016 didasarkan pada periode pengamatan penelitian yang mencakup tahun 2018 hingga 2022. Rentang waktu tersebut bertepatan dengan masa transisi di mana sebagian indikator dan indeks dalam Standar GRI 2016 baru mulai diberlakukan secara efektif oleh perusahaan pada tahun 2018 (GRI, 2016). Penggunaan versi ini menjamin konsistensi data selama periode pengamatan, mengingat mayoritas sampel perusahaan yang diteliti masih mengadopsi kerangka kerja yang sama dalam penyusunan pelaporan CSR sepanjang periode tersebut.

Selain variabel independen dan moderasi yang telah diuraikan, penelitian ini juga menyertakan beberapa variabel kontrol untuk memastikan bahwa hubungan antara kekuasaan CEO, pengungkapan CSR, dan risiko *crash* harga saham tidak bias oleh faktor internal lainnya. Variabel kontrol penelitian ini terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO. Ukuran perusahaan menjadi variabel kontrol karena perusahaan berskala besar biasanya memiliki mekanisme pengawasan internal yang lebih kompleks sehingga mampu membatasi dominasi kekuasaan CEO dalam menyembunyikan berita buruk.

Selain itu, profitabilitas diperhitungkan sebagai kontrol guna memastikan bahwa rendahnya risiko *crash* harga saham benar-benar merupakan hasil dari transparansi informasi, bukan sekadar dampak dari kuatnya kinerja perusahaan. Terakhir, usia CEO juga disertakan sebagai kontrol untuk mengisolasi pengaruh kematangan individu, di mana CEO senior lebih cenderung memiliki preferensi risiko yang berbeda dibandingkan CEO muda dalam menggunakan kekuasaannya. Penggabungan variabel-variabel tersebut diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih objektif mengenai bagaimana pengungkapan CSR memoderasi dampak kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

2.11 Klasifikasi Perusahaan *High profile* dan *Low Profile*

Perusahaan *high profile* didefinisikan sebagai perusahaan yang memiliki tingkat risiko politik tinggi, visibilitas konsumen yang tinggi atau persaingan ekstrem yang terkonsentrasi. Industri yang termasuk dalam klasifikasi ini meliputi minyak bumi, kimia, kehutanan dan kertas, ekstraktif dan pertambangan, energi dan bahan bakar, pertanian, transportasi, serta tembakau (Sarwar & Saleem, 2021).

Sementara itu, Perusahaan *low profile* didefinisikan sebagai industri yang tidak banyak mendapat perhatian publik karena kesalahan atau kegagalan dalam aspek proses produksi atau produknya. Industri yang termasuk dalam klasifikasi ini adalah keuangan dan bank, hotel, kesehatan, perawatan pribadi, bangunan dan properti, pengecer, tekstil dan pakaian jadi, perlengkapan medis dan produk rumah tangga (Sarwar & Saleem, 2021).

Perusahaan *high profile* memiliki tingkat risiko operasional dan dampak sosial yang signifikan sehingga mendapat perhatian publik yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan *low profile* menerima perhatian publik yang lebih rendah terhadap kesalahan atau kegagalan dalam operasionalnya karena tidak merusak lingkungan dan menciptakan polusi sebesar industri *high profile* (Matakanye *et al.*, 2021). Sarwar dan Saleem (2021) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di industri *high profile* tidak selalu lebih menguntungkan daripada perusahaan di industri *low profile*. Temuan tersebut didukung oleh fakta bahwa tidak ada kesamaan antarsektor dalam aspek sosial, ekonomi, lingkungan, waktu yang dihabiskan, dan sumber daya yang dialokasikan untuk operasi CSR (Griffin & Mahon, 1997). Oleh karena itu, kebutuhan perusahaan di industri tertentu untuk mengimplementasikan praktik ESG lebih mendesak dibandingkan yang lain, sehingga termotivasi lebih kuat untuk mendokumentasikan dan melaporkan kinerjanya (Matakanye *et al.*, 2021).

Wijaya *et al.*, (2022) menambahkan bahwa perusahaan yang bergerak di sektor yang rentan terhadap lingkungan misalnya pertambangan, membutuhkan citra dan reputasi di mata masyarakat untuk dukungan positif terhadap perusahaan.

Namun, stigma yang melekat pada perusahaan pertambangan sebagai industri yang menyebabkan kerusakan lingkungan akibat operasional, mengakibatkan minimnya dukungan dari pemangku kepentingan. Oleh karena itu, pembangunan citra perusahaan memerlukan waktu yang panjang, dan keberhasilannya sangat bergantung pada kapabilitas internal dan tingkat transparansi perusahaan dalam menjalankan praktik bisnis yang bertanggung jawab.

2.12 Hipotesis Penelitian

Penelitian ini didasarkan pada teori keagenan, teori eselon atas, dan teori *stakeholder* untuk menjelaskan pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham dengan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi. Hipotesis yang diusulkan dalam penelitian ini sebagai berikut.

2.12.1 Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko Crash Harga

Saham

Kekuasaan kepemilikan merupakan bentuk kekuasaan formal yang dapat berdampak langsung pada proses pengambilan keputusan CEO (Hamidlal & Harymawan, 2021), yang penting baik secara teori maupun praktik (Onali *et al.*, 2016). Selain itu, kekuasaan CEO merupakan faktor penentu dalam hubungan agen dan prinsipal (Saidu, 2019), yang memengaruhi kebijakan perusahaan atau keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen. *Chief Executive Officer* yang memiliki saham dalam jumlah besar juga memiliki kekuasaan untuk memengaruhi hampir seluruh kegiatan perusahaan, berperan sebagai pengelola sekaligus pemegang otoritas utama (Mio *et al.*, 2016). Hal ini memungkinkan CEO untuk

memengaruhi pemilihan anggota dewan, memberi mereka keunggulan dibandingkan anggota lain.

Selain itu, CEO juga dapat memengaruhi penentuan remunerasi, melindungi diri dari pemecatan, dan mendominasi sebagian besar keputusan Dewan (Zhang *et al.*, 2016). Sumber kekuasaan CEO yang lain terkait dengan kepemilikan adalah ketika pendiri atau anggota keluarga pendiri juga menjabat sebagai CEO perusahaan. CEO yang merupakan pendiri atau kerabat pendiri cenderung memiliki pengaruh yang besar dalam organisasi (Daily *et al.*, 1999). *Chief Executive Officer* dengan status pendiri memiliki kemampuan kewirausahaan untuk memajukan perusahaan, dengan terlibat secara mendalam dalam pengaturan struktur organisasi, budaya, dan strategi (Baron *et al.*, 1999). Peran CEO pendiri memiliki perbedaan kinerja yang signifikan dalam mencapai tujuan dan sasaran organisasi dibandingkan CEO non-pendiri (Abebe & Alvarado, 2013).

Mengacu pada teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), terdapat dua efek yang kontras dari kepemilikan manajerial terhadap biaya keagenan, yaitu konvergensi kepentingan dan efek *entrenchment* (Shan *et al.*, 2021). Efek konvergensi kepentingan menunjukkan bahwa ketika CEO memiliki kepentingan kepemilikan yang lebih besar di perusahaan, mereka memiliki insentif yang lebih kuat untuk menyelaraskan tindakan mereka dengan kepentingan pemegang saham eksternal (Lennox, 2005; Shan *et al.*, 2021).

Biaya keagenan berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial, yang menyiratkan bahwa semakin banyak saham yang dimiliki oleh CEO, semakin selaras kepentingan mereka dengan pemegang saham, sehingga

memotivasi mereka untuk mengungkapkan lebih banyak informasi kepada pemegang saham (He *et al.*, 2022; Taurigana & Chithambo, 2015). Kepemilikan saham ini berfungsi sebagai insentif yang menghalangi CEO bertindak untuk kepentingan pribadi mereka yang merugikan pemegang saham (Florackis & Ozkan, 2009).

Sebaliknya, perspektif efek *entrenchment* menunjukkan bahwa setelah mencapai tingkat kepemilikan saham tertentu, efek *entrenchment* akan lebih kuat daripada efek penyelarasan (Kim & Lu, 2011). Konflik keagenan pada titik ini menjadi lebih serius (Elyasiani & Zhang, 2015). Kepemilikan yang lebih besar memberi CEO lebih banyak peluang untuk memperkuat diri sendiri dan mengakibatkan ruang lingkup yang lebih besar untuk terlibat dalam perilaku oportunistik (Lennox, 2005; Morck *et al.*, 1988). Hal ini menyiratkan bahwa dengan kepemilikan yang besar CEO lebih mudah mengejar kepentingan pribadi (Majid *et al.*, 2023), yang dalam banyak kasus tidak sesuai dengan pemegang saham lainnya (Tien *et al.*, 2013).

Sejumlah penelitian telah mengeksplorasi pengaruh kepemilikan saham CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian Haghighi & Gerayli (2020); Hunjra *et al.*, (2020), menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga saham. Kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa manajer cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi yang pada akhirnya memengaruhi risiko *crash* harga saham secara positif. Selain itu, Waqas & Siddiqui (2021) menemukan bahwa kepemilikan manajerial meningkatkan risiko *crash* harga saham perusahaan sebagai moderator. Manajer sering kali menyembunyikan

berita buruk untuk mengontrol risiko kerugian sementara, tetapi ketika informasi tersebut akhirnya terungkap di pasar, maka harga saham terus turun dan terjadi *crash* harga saham.

Sementara itu, penelitian Rahimzadeh *et al.*, (2022) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. Kehadiran manajer perusahaan di antara para pemegang saham telah mengurangi insentif untuk memanipulasi harga saham, dan dengan demikian mengurangi risiko *crash* harga saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian Park dan Song (2018); Ryu dan Chae (2021), yang menunjukkan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. Kepentingan pemegang saham dan manajer bertepatan dengan meningkatnya kepemilikan manajerial yang mengarah ke biaya keagenan yang lebih rendah dan pengurangan informasi asimetris di dalam dan di luar perusahaan.

Chief Executive Officer yang bertepatan sebagai pemegang saham dan manajemen, membuat keputusan bisnis dengan rasa kepemilikan dan cenderung menunda pengungkapan informasi. Kepemilikan saham yang relatif lebih tinggi, membuat CEO lebih suka mengungkapkan informasi yang positif, baik secara kuantitatif maupun kualitatif kepada publik untuk membangun citra perusahaan yang lebih baik dan mempertahankan reputasi mereka untuk jangka panjang. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial meningkat untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga dapat meringankan masalah keagenan di antara mereka, membantu menyelesaikan

asimetri informasi dan mencegah berita buruk ditahan, yang pada akhirnya menurunkan risiko *crash* harga saham di masa depan (Park & Song, 2018).

Perspektif teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mencapai titik di mana CEO memiliki kekuasaan yang terlalu dominan (*entrenchment effect*). Kondisi ini menyebabkan mekanisme kontrol internal menjadi tidak efektif karena CEO memiliki kendali signifikan atas keputusan strategis dan pelaporan keuangan perusahaan. Meskipun CEO juga merupakan pemilik saham, mereka memiliki motivasi keagenan untuk melindungi kepentingan pribadi seperti status, kompensasi, dan nilai portofolio dengan cara menyembunyikan kinerja buruk perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) masalah keagenan tetap muncul karena agen tidak akan menanggung seluruh biaya dari tindakan menyimpang yang mereka lakukan, namun tetap dapat menikmati seluruh manfaat dari kekuasaan tersebut. Dengan demikian, peningkatan kepemilikan oleh CEO yang terlalu dominan justru menjadi bumerang yang meningkatkan risiko *crash* harga saham. Atas dasar pemikiran tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Kekuasaan kepemilikan CEO berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan

2.12.2 Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Kekuasaan struktural CEO didasarkan pada jabatan atau posisi formalnya di perusahaan (Daily & Johnson, 1997). Kekuasaan ini berasal dari CEO yang memiliki otoritas yang sah atas orang lain karena sifat dari posisi tersebut

(Finkelstein, 1992). Jabatan, kompensasi, dan jumlah manajer dengan otoritas lebih tinggi menentukan kekuatan struktur kekuasaan yang dimiliki CEO atau anggota Dewan. Sebagaimana diakui oleh Finkelstein (1992), kekuasaan struktural CEO dianggap sebagai salah satu sumber kekuasaan yang paling dominan dan berpengaruh. Aspek dari kekuasaan struktural yang mendapat perhatian dalam penelitian terdahulu adalah dualitas CEO (Kalia, 2024). Ranah tata kelola perusahaan menempatkan dualitas CEO sebagai variabel klasik yang sering diteliti secara empiris, terutama dalam sistem satu tingkat (Velte, 2020a).

Dualitas CEO dapat mewakili kekuasaan formal CEO karena individu ini menjabat sebagai CEO sekaligus ketua Dewan Direksi (Wijethilake & Ekanayake, 2020). Perspektif teori keagenan menyatakan bahwa struktur dualitas ini sebagai representasi kekuasaan formal CEO yang lebih besar, namun di sisi lain berpotensi mengurangi efektivitas pengawasan oleh Dewan Direksi. Sebaliknya, pemisahan peran CEO dan ketua Dewan Direksi diasosiasikan dengan pengawasan yang lebih kuat dan kontrol yang lebih seimbang (Krause *et al.*, 2014). Implikasi dualitas CEO menurut teori keagenan adalah pemberdayaan dan kendali yang signifikan bagi CEO yang pada gilirannya dapat melemahkan peran Dewan Direksi (Salehi *et al.*, 2021).

Perusahaan dengan dualitas CEO cenderung menghadapi risiko yang lebih tinggi karena CEO memiliki kekuasaan manajerial yang lebih besar untuk mengendalikan pengungkapan berita buruk (Le *et al.*, 2022). Oleh karena itu, struktur kepemimpinan ganda dipandang sebagai indikasi struktur tata kelola yang buruk (Naseem *et al.*, 2019), sedangkan pemisahan CEO-ketua dewan memperkuat

peran pengawasan dewan (Finkelstein *et al.*, 2009; Krause *et al.*, 2014). Srinidhi dan Liao (2020) menemukan bahwa dualitas meningkatkan insentif manajerial, yang pada gilirannya menyebabkan peningkatan risiko *crash* harga saham di antara perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Amerika Serikat. Demikian pula, Le *et al.*, (2022) mendokumentasikan bahwa dualitas CEO secara positif terkait dengan risiko *crash* harga saham karena memperbesar insentif manajerial, dan kemampuan untuk memanipulasi laporan keuangan, dan menyembunyikan berita buruk dari investor luar.

Penelitian Oanh *et al.*, (2023) menunjukkan bahwa dualitas CEO berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga saham di Vietnam. Dualitas CEO dalam bisnis keluarga memiliki risiko *crash* 60% lebih tinggi daripada perusahaan tanpa dualitas CEO dalam bisnis keluarga. Temuan ini kuat sebelum dan sesudah memberlakukan Undang-undang Perusahaan di Vietnam. Penelitian Hunjra *et al.* (2020) memberikan perspektif berbeda bahwa dualitas CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. *Chief Executive Officer* yang memiliki lebih banyak kekuasaan cenderung ingin berbagi lebih banyak informasi orang dalam dengan dewan, untuk kepentingan perusahaan. Hal ini menyiratkan bahwa CEO yang pada saat yang sama menjadi ketua dewan berusaha menghindari pengawasan pemegang saham dengan mengungkapkan informasi sebagai perilaku ikatan. Yeung dan Lento (2018) justru menunjukkan bahwa dualitas CEO tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham.

Berdasarkan teori keagenan dan temuan terdahulu, penelitian ini menyoroti pengaruh positif dualitas CEO terhadap risiko *crash* harga saham dalam konteks

Indonesia. Dualitas CEO dalam konteks ini berbeda dengan negara yang menerapkan sistem satu tingkat, di mana tidak terdapat pemisahan peran pengawasan dan pengelola dalam struktur tata kelola perusahaan, dan dualitas CEO merupakan hal yang biasa terjadi. Oleh karena itu, pengukuran dualitas CEO yang umum digunakan negara dengan sistem satu tingkat tidak dapat diterapkan begitu saja dalam konteks Indonesia, mengingat di Indonesia menerapkan sistem dua tingkat dalam struktur tata kelola perusahaan.

Sistem dua tingkat memiliki dua badan yang terpisah yang satu untuk pengelolaan (Dewan Direksi) dan yang lainnya untuk pengawasan (Dewan Komisaris). Dualitas CEO dalam penelitian ini mengacu pada jabatan rangkap yang dimiliki CEO sebagai anggota direksi atau komisaris pada anak perusahaan (Roiston & Harymawan, 2022). Berbeda dengan Roiston dan Harymawan (2022) yang mengukur dualitas CEO dengan jabatan rangkap CEO sebagai direksi atau komisaris pada satu anak perusahaan, penelitian ini mengambil dualitas CEO dengan jabatan rangkap CEO pada semua anak perusahaan.

Memiliki jabatan sebagai komisaris di anak perusahaan mengharuskan CEO untuk mengawasi dan memberikan rekomendasi yang objektif. Namun, jabatan CEO di perusahaan induk menyebabkan mereka cenderung mengambil keputusan yang lebih menguntungkan perusahaan induk dan bertentangan dengan kepentingan anak perusahaan. Hal ini menyebabkan penurunan kualitas pengawasan karena tidak ada pemisahan yang jelas antara fungsi pengelolaan dan pengawasan.

Selain itu, CEO yang memiliki kontrol hampir penuh dapat menutup-nutupi masalah internal seperti penurunan kinerja, kerugian keuangan, atau masalah

hukum yang seharusnya diungkapkan ke pasar. Hal ini dilakukan untuk menjaga stabilitas harga saham atau reputasi perusahaan dalam jangka pendek. Kekuasaan struktural yang besar dapat mendorong CEO untuk menyembunyikan berita buruk atau mengabaikan sinyal pasar yang merugikan demi menjaga citra perusahaan dan posisinya. Tindakan ini menyebabkan akumulasi berita buruk yang ketika akhirnya terungkap menyebabkan pasar bereaksi negatif sehingga harga saham mengalami *crash*.

Dalam kerangka teori keagenan, efektivitas pengawasan sangat bergantung pada independensi dewan terhadap manajemen. Namun, kekuasaan struktural yang tinggi menciptakan ketimpangan kekuasaan yang memperburuk masalah keagenan. Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa pemisahan antara pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen dan pengendalian keputusan yang dilakukan oleh pengawas sangat penting untuk meminimalkan biaya keagenan. Secara teoretis, ketika CEO memiliki kekuasaan struktural dominan seperti dualitas CEO maka menyebabkan pengawasan Dewan Komisaris menjadi lemah.

Hal ini memberikan ruang bagi CEO untuk memanipulasi arus informasi yang mengalir kepada pemegang saham. Tanpa adanya pengawasan yang independen, CEO lebih leluasa untuk mengejar strategi yang berisiko atau menutupi kerugian operasional dalam jangka panjang. Kondisi ini menciptakan risiko sistematis internal yang menurut Jin dan Myers (2006), merupakan pemicu utama terjadinya *crash* harga saham secara mendadak saat batas penahanan berita buruk telah terlampaui. Berdasarkan logika tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Kekuasaan struktural CEO berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga

saham perusahaan

2.12.3 Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Prestise didefinisikan sebagai kualitas yang berkaitan dengan kemampuan menghadapi ketidakpastian yang ada di lingkungan perusahaan (Haleblian & Finkelstein, 1993). Hal ini mencakup rasa hormat dan kekaguman yang diberikan kepada seorang CEO berdasarkan pencapaian dan kualitas yang mereka tunjukkan (Saidu, 2019). Kekuasaan prestise CEO merupakan kekuatan yang dimiliki CEO, yang tercermin dari persepsi positif orang lain terhadap CEO tersebut (Yahaya, 2022). *Chief Executive Officer* dengan kekuatan prestise dapat menarik dukungan dari luar perusahaan untuk mengatasi ketidakpastian yang dihadapi (Wu *et al.*, 2011). Selain itu, kekuasaan prestise juga dipandang memberikan dukungan kepada CEO dan tim manajemen puncak dalam mengambil tindakan cepat untuk mengatasi tantangan perusahaan pada saat kritis (Zainal & Muhamad, 2014).

Perspektif teori eselon atas (Hambrick & Mason, 1984), menyatakan bahwa hasil organisasi seperti pilihan strategis dapat diprediksi dari latar belakang manajerial. Teori ini dapat meramalkan masa depan suatu organisasi melalui pengelola organisasinya. Hasil dari strategi yang baik dan efektif dapat dilihat sebagai cerminan dari nilai-nilai dan basis-basis kognitif yang memiliki hubungan dengan organisasi (Hambrick & Mason, 1984). Para manajer puncak merupakan pengambil keputusan utama dalam suatu organisasi, sehingga keputusan-keputusan yang diambil memiliki dampak yang besar dan langsung terhadap organisasi (Yahaya, 2022).

Teori eselon atas berfokus pada bagaimana keputusan-keputusan yang diambil oleh individu-individu yang berada di puncak hirarki perusahaan, terutama CEO, dapat memengaruhi hasil organisasi, termasuk kinerja saham perusahaan. Kekuasaan prestise CEO dalam konteks ini berperan besar karena pengaruh informal yang dimilikinya, yang terbentuk melalui pengalaman, reputasi, dan status sosial dalam industri. Secara keseluruhan, peran dan karakteristik para eksekutif sangat terkait dengan hasil organisasi karena mereka memiliki tanggung jawab terhadap perusahaan.

Karakteristik penting ini diperkuat pendidikan elit atau pendidikan formal yang lebih tinggi, yang merupakan hal umum dalam dunia bisnis terutama bagi eselon atas perusahaan (Fang *et al.*, 2020). Argumen ini mendukung teori eselon atas yang berfokus pada karakteristik pemimpin puncak yang dinilai dari beberapa dimensi seperti latar belakang pendidikan dan pengalaman sebelumnya (Hambrick & Mason, 1984). Pendidikan tidak hanya berasal dari hal-hal yang telah dipelajari tetapi juga dari kemampuan intelektual setiap individu (Papadimitri *et al.*, 2020). Tingkat pendidikan yang lebih tinggi akan meningkatkan kemampuan tim untuk menemukan solusi atas masalah yang kompleks. Oleh karena itu, latar belakang pendidikan pemimpin akan memengaruhi kinerja perusahaan yang kemudian berdampak pada risiko *crash* harga saham.

Prestise CEO digambarkan sebagai reputasi yang diperoleh CEO sebagai eksekutif puncak. Prestise CEO dan reputasi perusahaan sangat berhubungan, di mana CEO dengan prestise tinggi dapat mengangkat reputasi perusahaan. Hubungan ini dijelaskan dengan dua aliran pemikiran. Pertama adalah hipotesis

kontrak efisien yang menyatakan bahwa CEO dengan reputasi tinggi cenderung mengambil keputusan yang sejalan dengan kepentingan terbaik perusahaan. Sisi lainnya, hipotesis ekstraksi sewa menyatakan bahwa CEO yang bereputasi sangat menekankan pada peningkatan karir pribadi dan melakukan berbagai upaya untuk meningkatkan citra mereka sendiri dibandingkan reputasi perusahaan. Analisis dan peneliti lebih mengarahkan perhatian pada dampak positif dari CEO yang bereputasi baik dibandingkan bagian lainnya (Fetscherin, 2015).

Menurut Yahaya (2022), reputasi yang baik dapat diperoleh dari latar belakang pendidikan dan hubungan dengan pihak eksternal seperti pemerintah, politik, dan orang-orang berpengaruh lainnya. *Chief Executive Officer* memiliki koneksi yang memungkinkan mereka memperoleh akses terhadap informasi yang bermanfaat dalam pengambilan keputusan bagi perusahaan. *Chief Executive Officer* yang memiliki latar belakang pendidikan yang baik memiliki kualifikasi dalam mengelola perusahaan. Reputasi yang dimiliki CEO dapat dilihat dari penghargaan yang diperolehnya selama menjadi CEO. Semakin banyak penghargaan yang diperoleh CEO, maka semakin baik pula reputasi yang diperolehnya dan semakin mudah pula proses pengambilan keputusan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Prestise CEO juga disebut ikatan sosial CEO, di mana kekuatan prestise menunjukkan reputasi CEO di lingkungan kelembagaan dan di antara para pemangku kepentingan, yang memengaruhi persepsi orang lain tentang pengaruh mereka (Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992). Modal sosial eksternal diasumsikan membawa sumber daya dan informasi berharga yang dibutuhkan oleh

perusahaan dengan biaya rendah, yang sangat penting untuk meningkatkan hasil keuangan (Barroso-Castro *et al.*, 2016; Kim & Cannella, 2008).

Membangun jaringan sosial merupakan bagian dari sifat manusia. Anggota dewan cenderung membangun sosial internal (hubungan dan ikatan antara direktur di dalam dewan), dan modal sosial eksternal (hubungan jaringan antara direktur dan pemangku kepentingan luar) (Kim & Cannella, 2008). Hal ini dikonfirmasi oleh Jebran *et al.*, (2022), yang menunjukkan bahwa modal sosial eksternal dewan berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. Modal sosial eksternal dewan yang tinggi mengurangi penyembunyian berita buruk, karena jaringan sosial eksternal memfasilitasi norma-norma kooperatif. Situasi ini membuat manajer menghadapi pengawasan yang lebih ketat dari pemangku kepentingan, yang dapat mendorong pengungkapan berita buruk secara tepat waktu, sehingga mengurangi risiko *crash* di masa depan.

Sejumlah penelitian terdahulu telah melakukan penelitian mengenai kekuasaan prestise. Deore *et al.*, (2023) mendokumentasikan bahwa CEO yang memiliki kekuatan prestise, walaupun mampu mendapatkan keuntungan lebih banyak, mempunyai insentif yang sebanding untuk memberi sinyal melalui peningkatan target. *Chief Executive Officer* dengan kekuatan prestise menerima pembaruan target yang lebih tinggi, di mana penerimaan target yang lebih tinggi ini dianggap sebagai sinyal positif bagi jaringan eksternal CEO. Fang *et al.*, (2020) mendokumentasikan kekuatan prestise CEO, yang diukur berdasarkan gelar pendidikan, secara signifikan meningkatkan profitabilitas bank secara keseluruhan. Yahaya (2022) mendokumentasikan kekuasaan prestise yang diukur dengan

perolehan penghargaan CEO memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan karena kekuasaan prestise membuat CEO memiliki kompetensi tinggi yang diakui oleh pihak lain sehingga CEO dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Hamidlal dan Harymawan (2021) menunjukkan kekuasaan prestise meningkatkan nilai perusahaan. Kekuasaan prestise merupakan kekuatan CEO yang berasal dari persepsi positif yang dimiliki karena reputasinya, yang diukur berdasarkan penghargaan yang didapatkannya selama menjadi CEO. Sementara itu, Zou *et al.*, (2021) melaporkan temuan yang berbeda, bahwa kekuasaan prestise tidak signifikan secara statistik, alasannya adalah modal sosial eksternal yang dibawa oleh prestise CEO kurang efektif dalam manajemen risiko.

Fang *et al.*, (2024) menemukan bahwa perusahaan dengan CEO yang berpengalaman dalam bidang akuntansi berpengaruh positif terhadap risiko *crash* harga saham. Chie yang berpengalaman dalam bidang akuntansi dapat dengan mudah memanipulasi kinerja perusahaan, yang meningkatkan kemungkinan risiko *crash* harga saham. Liang *et al.*, (2020) menemukan bahwa perusahaan dengan CEO atau ketua dewan yang terlalu percaya diri dengan proksi gelar master atau lebih tinggi lebih mungkin mengalami risiko *crash* harga saham di masa mendatang.

Berdasarkan tinjauan terhadap penelitian terdahulu, belum terdapat penelitian yang menyelidiki secara eksplisit bagaimana dampak kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengeksplorasi hubungan tersebut berdasarkan teori eselon atas, yang menyatakan

bahwa eksekutif tingkat atas khususnya CEO, memiliki pengaruh besar terhadap keputusan strategis perusahaan. CEO yang memiliki prestise tinggi cenderung dilihat sebagai figur yang kompeten dan dapat dipercaya untuk memimpin perusahaan melewati ketidakpastian (Hambrick & Mason, 1984).

Kekuasaan prestise CEO dapat mengurangi risiko *crash* harga saham dengan cara yang sejalan dengan prinsip teori eselon atas, yaitu bahwa individu yang berada di puncak organisasi, dengan pengalaman dan reputasi mereka dapat memengaruhi arah perusahaan dan stabilitas pasar secara keseluruhan. *Chief Executive Officer* yang memiliki kekuasaan prestise memiliki kapasitas lebih besar untuk memengaruhi persepsi pasar. Kekuasaan ini memungkinkan CEO untuk mengelola respon pasar terhadap berita buruk secara lebih efektif. Kepercayaan investor terhadap CEO berprestise menyebabkan pengungkapan informasi yang dilakukan oleh CEO tersebut dianggap lebih kredibel dan diterima oleh pasar. Keterbukaan CEO dalam mengidentifikasi masalah dan mengungkapkan potensi risiko dapat meminimalkan ketidakpercayaan, sehingga mencegah reaksi pasar yang irasional.

Tingkat pendidikan CEO menjadi indikator kekuasaan prestise yang penting karena pendidikan sering dihubungkan dengan kemampuan intelektual dan kemampuan analitis yang lebih kuat, yang meningkatkan persepsi pasar terhadap kompetensi CEO dalam mengambil keputusan strategis (Finkelstein & Hambrick, 1996). Latar belakang pendidikan ini memungkinkan CEO untuk menggabungkan pengetahuan teoretis dengan pengalaman praktis mereka dalam membuat keputusan yang mengarah pada stabilitas jangka panjang.

Chief Executive Officer yang memiliki kekuasaan prestise melalui pendidikan lanjutan cenderung memiliki integritas profesional yang tinggi dan keinginan untuk mempertahankan reputasi mereka. Integritas tersebut terwujud dalam cara mengelola pengungkapan informasi perusahaan. Dalam konteks ini, CEO dengan pendidikan yang tinggi diasumsikan lebih memahami bahwa pengungkapan berita buruk secara tepat waktu dapat memperkuat kepercayaan dan mengurangi risiko pasar bereaksi secara berlebihan saat informasi tersebut akhirnya terungkap.

Argumentasi ini sejalan dengan teori eselon atas yang dikembangkan oleh Hambrick dan Mason (1984). Teori ini memposisikan bahwa keputusan strategis dan hasil akhir organisasi merupakan cerminan dari nilai-nilai, latar belakang, dan karakteristik pemimpin puncak. Karakteristik seperti latar belakang pendidikan tidak hanya sekadar formalitas melainkan membentuk filter kognitif yang menentukan bagaimana seorang CEO memproses informasi kompleks dan mengambil risiko. Keterkaitan teori ini dengan risiko *crash* harga saham semakin kuat ketika karakteristik tersebut bermuara pada kekuasaan prestise. *Executive Chief Officer* yang memiliki prestise tinggi melalui latar belakang pendidikan tinggi memiliki kecenderungan yang lebih untuk menjaga reputasi profesional. Mereka menyadari bahwa tindakan menyembunyikan berita buruk hanya akan memberikan keuntungan semu jangka pendek, namun berisiko menghancurkan kredibilitas secara permanen jika informasi tersebut terpublikasi secara luas di masa depan.

Oleh karena itu, kekuasaan prestise berfungsi sebagai jangkar moral dan profesional yang mendorong transparansi. Kredibilitas akademik yang kuat

membuat CEO merasa lebih aman untuk mengungkapkan kegagalan secara jujur daripada melakukan manipulasi laporan yang dapat memicu *crash* harga saham secara mendadak. Ketiadaan akumulasi berita buruk yang terpendam maka potensi terjadinya guncangan harga saham yang ekstrem dapat diminimalisir. Berdasarkan penalaran tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Kekuasaan prestise CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan

2.12.4 Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Keahlian diartikan sebagai kemampuan seseorang untuk mengatasi ketergantungan pada lingkungan (Finkelstein, 1992). Keahlian merupakan keterampilan spesifik yang diperoleh melalui pengetahuan atau pengalaman kerja kognitif yang diperoleh seiring berjalannya waktu (Wu *et al.*, 2011). *Chief Executive Officer* yang telah menjabat dalam waktu yang lama memiliki lebih banyak pengalaman praktis dalam mengelola perusahaan. Keahlian mereka berkembang seiring waktu melalui pengalaman langsung dalam menghadapi beragam tantangan, dari ketidakpastian ekonomi hingga masalah internal perusahaan.

Pengalaman ini berperan penting dalam pengembangan kompetensi CEO, terutama dalam pengambilan keputusan strategis terkait manajemen risiko, pengelolaan keuangan, pengembangan strategi pasar, hingga resolusi krisis. Selain itu, CEO yang memiliki keahlian fungsional yang memadai akan lebih efektif dalam memenuhi regulasi lingkungan dan merespons situasi darurat (Hambrick,

1981). Diversifikasi pengalaman fungsional pada CEO mendukung kemampuan membangun relasi, baik secara internal maupun eksternal (Daily & Johnson, 1997).

Perspektif teori eselon atas (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984), menegaskan bahwa karakteristik individu CEO memainkan peran penting dalam membentuk keputusan strategis yang mengarah pada pertumbuhan perusahaan jangka panjang dan peningkatan kinerja keuangan (Ezeani *et al.*, 2024). Perusahaan dengan tim manajemen puncak yang telah memperoleh kompetensi dan keterampilan tolak ukur lebih mampu memberikan hasil positif baik dalam hal keuangan maupun non-keuangan. Oleh karena itu, atribut khas manajer puncak akan menjadi krusial dalam penerapan peraturan lingkungan lembaga, sehingga perusahaan dapat memperoleh legitimasi dan mengamankan akses ke sumber daya keuangan maupun non-keuangan (Shahab *et al.*, 2018).

Teori eselon atas memberikan lensa untuk memahami bagaimana kekuasaan keahlian yang dicerminkan oleh masa jabatan, dapat mengurangi risiko *crash* harga saham melalui mekanisme pengurangan penimbunan berita buruk. *Chief Executive Officer* dengan masa jabatan yang lebih lama diasumsikan telah mengumpulkan pemahaman mendalam tentang perusahaan, industri, dan lanskap persaingan. Kekuasaan keahlian ini memungkinkan mereka untuk lebih efektif dalam memantau operasi internal, mengidentifikasi potensi masalah sejak dini, dan membuat keputusan yang lebih tepat tentang kapan dan bagaimana mengungkapkan berita buruk kepada pasar.

Chief Executive Officer dengan kekuasaan keahlian cenderung membangun budaya komunikasi yang lebih terbuka dan transparan, mengurangi insentif bagi

manajer untuk menyembunyikan berita buruk. *Chief Executive Officer* yang menghindari penimbunan berita buruk, telah mengurangi risiko akumulasi berita buruk yang dapat menyebabkan respon negatif besar bagi investor, yang pada akhirnya mengurangi kemungkinan terjadinya *crash* harga saham. Masa jabatan CEO telah diidentifikasi sebagai faktor yang memengaruhi perilaku manajerial (Hambrick & Mason, 1984), namun terdapat sedikit bukti mengenai apakah masa jabatan CEO memengaruhi risiko *crash* harga saham, padahal aspek ini penting dikaji karena masa jabatan CEO menandakan kredibilitas bagi investor di pasar (Ali *et al.*, 2022).

Masa jabatan CEO adalah lamanya waktu yang dihabiskan dalam peran CEO di perusahaan, dan masa jabatan yang lebih panjang melambangkan kekuatan CEO (Barkema & Pennings, 1998). *Chief Executive Officer* yang lebih muda pada masa jabatan awal kemungkinan akan berada di bawah tekanan pasar untuk membuktikan relevansi mereka (Gibbons & Murphy, 1992). Selain itu, CEO yang lebih muda dengan masa jabatan yang lebih pendek lebih mungkin digantikan jika kinerjanya negatif, sedangkan CEO yang lebih tua dengan masa jabatan yang lebih panjang memungkinkan mereka untuk menghindari pengawasan dewan (Dikolli *et al.*, 2014).

Masa jabatan CEO memberikan insentif kepada mereka untuk memaksimalkan nilai perusahaan, dan memungkinkan CEO untuk membangun reputasi yang lebih tinggi, mengarah pada pengabdian yang lebih besar kepada perusahaan (Ali *et al.*, 2022; Sitthipongpanich & Polsiri, 2015). Kendati demikian, CEO yang bertahan dan menjabat dalam waktu yang lama cenderung merasa terlalu

aman dalam posisinya (Fujianti, 2018). Oleh karena itu, memiliki CEO dengan masa jabatan yang lebih lama dapat menyebabkan kinerja perusahaan yang lebih buruk.

Sementara itu, CEO baru dapat membawa perubahan baru yang dapat membuat perusahaan lebih kompetitif, sehingga berkinerja lebih baik (Shen & Cannella, 2002). *Chief Executive Officer* dengan masa jabatan pendek memiliki kekuasaan yang lebih kecil dan kurang memiliki pengetahuan tentang perusahaan dan lingkungan kerja, sehingga mereka lebih memilih investasi yang kurang berisiko (Mezghanni, 2010). Kendati demikian, CEO dengan masa jabatan pendek juga dapat bersikap agresif dalam kebijakan investasi, karena ingin membangun reputasi pribadi dalam waktu singkat dengan beberapa proyek investasi besar (Ali *et al.*, 2022).

Teori eselon atas menegaskan bahwa ketika seorang CEO bekerja di suatu perusahaan untuk jangka waktu yang lama, ia cenderung memiliki kemampuan dan keterampilan yang tinggi. *Chief Executive Officer* dengan masa jabatan yang lebih lama dianggap telah mengalami proses pembelajaran yang lebih lama dan lebih mampu mengambil alih proses pengambilan keputusan. Akibatnya, masa jabatan CEO dikaitkan secara positif dengan nilai perusahaan (Hamidlal & Harymawan, 2021). *Chief Executive Officer* yang menjabat lama dapat lebih efektif membuka potensi pertumbuhan perusahaan berdasarkan keterampilan dan bakat yang dipelajari melalui pengalaman. Mempertahankan nilai pasar untuk saham bernilai tinggi dan meningkatkan nilai pasar untuk saham bernilai rendah merupakan tugas yang menantang bagi CEO yang sangat dihargai (Potharla, 2020).

Selain itu, CEO dengan masa jabatan yang lebih lama cenderung tidak mempertaruhkan karier mereka untuk mengejar keuntungan pribadi (Gibbons & Murphy, 1992; Kasnik & Lev, 1995), namun lebih cenderung menyesuaikan diri dengan praktik umum industri, yang menghambat terciptanya keunggulan kompetitif (Finkelstein & Hambrick, 1990). Mereka mungkin juga membuat keputusan strategis dengan menggunakan asumsi yang sudah ketinggalan zaman (Schwenk, 1993).

Jumlah tahun CEO menjabat sebagai CEO telah digunakan sebagai ukuran masa jabatan CEO, yang mencerminkan kekuasaan yang sah. Masa jabatan CEO perusahaan diukur sebagai jumlah tahun CEO bekerja di perusahaan, yang mencerminkan kemampuan CEO untuk memengaruhi orang lain di perusahaan dan memobilisasi sumber daya (Walls & Berrone, 2017). Masa jabatan CEO membawa implikasi signifikan terhadap kinerja perusahaan (Hambrick & Fukutomi, 1991). Hasil ekonomi yang terkait dengan masa jabatan dapat bervariasi, menghasilkan konsekuensi positif atau negatif bagi perusahaan (Wu *et al.*, 2005).

Berfokus pada konteks risiko *crash* harga saham, penelitian Al Mamun *et al.*, (2020); Cui *et al.*, (2019) menunjukkan dampak positif masa jabatan terhadap risiko *crash* harga saham. Hal ini beralasan karena CEO yang telah menjabat lebih lama cenderung mengakar dalam perspektif mereka terhadap perusahaan, sehingga membuat mereka kurang mampu beradaptasi terhadap perubahan lingkungan eksternal. Le *et al.*, (2022) melaporkan bahwa perusahaan dengan CEO yang memiliki masa jabatan lebih lama lebih besar kemungkinan mengalami risiko *crash* harga saham. Pendapat tentang kekuasaan manajerial ini didukung oleh fakta bahwa

kesenjangan gaji yang besar antara CEO dan eksekutif senior lainnya menunjukkan semakin kuatnya posisi CEO dengan masa jabatan yang lebih lama.

Sementara itu, penelitian Kalia (2024) mendokumentasikan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham, yang berarti semakin lama masa jabatan CEO semakin rendah risiko *crash* harga saham. Zarei *et al.*, (2018) menemukan bahwa masa jabatan CEO memiliki hubungan terbalik dengan risiko *crash* harga saham, di mana masa jabatan CEO yang lebih lama memberikan kekuatan pengambilan keputusan yang lebih besar. Selain itu, keberhasilan CEO dalam mengimplementasikan rencana awal dapat membuatnya enggan untuk melakukan perubahan besar, sehingga mereka cenderung mengikuti pola manajemen yang stabil. Masa jabatan CEO yang lama dapat menyebabkan penghindaran risiko di mana dalam situasi ini CEO menghindari untuk mengungkapkan berita buruk untuk mencegah terjadinya *crash* harga saham.

Penelitian terdahulu telah melaporkan temuan beragam terkait pengaruh kekuasaan keahlian CEO yang diproksikan dengan masa jabatan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Teori eselon atas memberikan kerangka logika untuk memahami perbedaan temuan tersebut melalui perspektif karakteristik manajerial. Teori ini menyatakan bahwa keputusan strategis dan kualitas informasi perusahaan merupakan cerminan dari pengalaman serta kapasitas kognitif pemimpinnya, di mana masa jabatan bertindak sebagai manifestasi dari kekuasaan keahlian CEO. Penelitian ini berpendapat bahwa lamanya masa jabatan akan meningkatkan insentif dan memungkinkan CEO memperoleh pemahaman yang lebih mendalam tentang perusahaan untuk menghasilkan pilihan strategis yang lebih baik.

Keahlian yang terakumulasi seiring waktu membantu CEO memitigasi risiko operasional dan memberikan rasa aman terhadap posisi mereka di perusahaan. *Chief Executive Officer* yang memiliki tingkat keahlian tinggi cenderung memiliki insentif yang lebih rendah untuk melakukan tindakan oportunistik demi melindungi citra jangka pendek. Hal ini mendorong mereka untuk menghindari penimbunan berita buruk dan bersikap lebih transparan kepada pemangku kepentingan, yang pada akhirnya berdampak pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah. Berdasarkan premis teori eselon atas tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Kekuasaan keahlian CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan

2.12.5 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Teori *stakeholder* memandang perusahaan sebagai entitas yang memikul tanggung jawab moral untuk menjaga keseimbangan informasi bagi seluruh pihak. Kekuasaan kepemilikan yang terkonsentrasi pada CEO sering kali mengganggu keseimbangan ini karena memberikan kendali absolut bagi CEO untuk mengarahkan kebijakan perusahaan sesuai kepentingan pribadinya. *Chief Executive Officer* dengan kepemilikan saham yang besar memiliki insentif kuat untuk menunda pengungkapan berita buruk demi menjaga nilai portofolio dan reputasi mereka di hadapan publik. Mereka bahkan cenderung mengungkapkan informasi dengan cara yang bias, seperti menyembunyikan berita buruk namun segera menyampaikan kabar baik (Kothari *et al.*, 2009).

Akumulasi berita buruk yang disembunyikan secara sengaja menciptakan tekanan yang pada titik tertentu tidak lagi dapat dibendung, sehingga menciptakan ledakan berita buruk yang mengakibatkan *crash* harga saham. Upaya mitigasi terhadap dampak buruk kekuasaan CEO dapat dilakukan pengungkapan CSR. Teori *stakeholder* mendukung peran CSR terhadap kinerja perusahaan (Freeman, 1984), serta mendukung peran moderasi CSR karena tata kelola internal perusahaan menggunakan cara yang efektif untuk menjaga kepentingan pemangku kepentingan dengan bantuan CSR (Jo & Harjoto, 2011). Kebijakan CSR memberikan tekanan pada tata kelola internal perusahaan untuk mencapai kinerja dan citra perusahaan yang positif di pasar. Oleh karena itu, tata kelola perusahaan internal selalu mencari cara untuk meningkatkan laba dan CSR dianggap sebagai sarana untuk meningkatkan citra perusahaan yang pada gilirannya juga dapat meningkatkan laba (Jizi & Nehme, 2018).

Lebih lanjut, pengungkapan CSR berfungsi sebagai mekanisme pengawasan mandiri yang menuntut transparansi lebih luas dibandingkan sekadar pelaporan keuangan standar. Perusahaan yang mengadopsi komitmen sosial tinggi cenderung memiliki budaya etis yang lebih kuat, sehingga membatasi perilaku oportunistik CEO meskipun yang bersangkutan memiliki kekuasaan kepemilikan yang dominan. Kepedulian terhadap pemangku kepentingan memegang peranan penting dalam praktik tata kelola perusahaan, dan praktik CSR menjamin kepentingan seluruh pemangku kepentingan (Brown & Forster, 2013). Perusahaan dengan kebijakan CSR yang mampu meningkatkan kepercayaan pemangku

kepentingan pada akhirnya akan menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih tinggi (Adams, 2002).

Sejalan dengan temuan Hao *et al.*, (2018) dan Hunjra *et al.*, (2020), yang menemukan pengaruh negatif pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham, memperkuat argumen bahwa pengungkapan CSR berfungsi sebagai instrumen yang efektif memitigasi risiko tersebut. Pemegang saham biasanya berasumsi bahwa perusahaan optimis terlibat dalam aktivitas CSR (Freeman & Hasnaoui, 2011), menunjukkan komitmen terhadap nilai-nilai etika dan komitmen jangka panjang. Komitmen tersebut memaksa CEO untuk bersikap lebih jujur dalam melaporkan kondisi perusahaan, yang secara langsung mengurangi risiko terjadinya gelembung informasi yang merugikan.

Perspektif teori *stakeholder* memandang pengungkapan CSR sebagai mekanisme kendali eksternal yang membatasi perilaku menyimpang akibat kekuasaan kepemilikan CEO. Pengungkapan CSR yang komprehensif dapat memperkecil ruang bagi CEO untuk manipulasi informasi karena adanya tuntutan akuntabilitas dari semua pemangku kepentingan. Hal ini pada akhirnya akan mengurangi akumulasi berita buruk yang berpotensi memicu *crash* harga saham. Meskipun terdapat sejumlah penelitian yang menguji pengaruh kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, namun menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Perbedaan temuan menandakan kemungkinan adanya variabel lain yang diperlukan guna memberikan pemahaman yang lebih utuh mengenai pengaruh tersebut, sehingga peran pemoderasi menjadi penting dalam model penelitian ini.

Oleh karena itu, penelitian ini berupaya mengisi celah literatur dengan menempatkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi. Langkah ini didasari pada argumen bahwa CSR dapat berfungsi sebagai mekanisme tata kelola yang efektif bagi kekuasaan kepemilikan CEO guna menekan potensi risiko di pasar modal. Berdasarkan argumen tersebut, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H3a: Pengungkapan CSR berperan sebagai pemoderasi yang memperlemah pengaruh kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham

2.12.6 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Kekuasaan struktural CEO yang diperoleh dari posisi ganda atau dualitas CEO sebagai anggota direksi atau komisaris pada perusahaan anak menciptakan dominasi kuat dalam hierarki pengambilan keputusan. Teori *stakeholder* menggarisbawahi kekuasaan struktural yang berpusat pada satu individu melalui dualitas CEO menciptakan tertutupnya akses informasi yang meningkatkan asimetri antara manajemen dan publik. Kekuasaan ini juga melemahkan sistem pengawasan internal sehingga meningkatkan risiko *crash* harga saham akibat berita buruk yang tersembunyi. Perusahaan yang sedang dilanda asimetri informasi, ketika merilis berita buruk dapat memberikan dampak yang lebih parah pada harga saham. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi termotivasi untuk menimbun berita buruk (Cui *et al.*, 2018).

Pengungkapan CSR dalam hal ini berfungsi sebagai sarana komunikasi yang mendorong transparansi yang lebih tinggi, yang efektif menyeimbangkan dominasi struktural CEO. Meningkatnya transparansi membuat kemampuan CEO

untuk menyembunyikan berita buruk menjadi berkurang, sehingga risiko *crash* harga saham dapat diminimalisir. Hal ini mendukung argumen bahwa CSR menjadi solusi antara CEO dan pemegang saham dalam berbagai aspek (Wang & Chen, 2017). Penyelarasan kepentingan ini menjadikan pengungkapan CSR memiliki implikasi strategis terhadap perlindungan nilai investasi, terutama dalam mereduksi risiko *crash* harga saham.

Meskipun terdapat potensi konflik kepentingan antara CEO dan pemegang saham, CEO yang berkuasa dapat membawa perusahaan pada kesuksesan finansial (Papadakis, 2006), dan memaksimalkan kebutuhan pemangku kepentingan (Fang *et al.*, 2020). Sinergi tersebut dapat dicapai dengan pengungkapan CSR, yang berfungsi sebagai instrumen krusial dalam memitigasi asimetri informasi dalam mengurangi risiko *crash* harga saham (Cao *et al.*, 2023). Eksekutif puncak seperti CEO sangat terlibat dalam merencanakan strategi perusahaan yang berkaitan dengan CSR, dan ini dapat menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Sejalan dengan upaya manajerial untuk memaksimalkan keuntungan jangka panjang, CEO dapat memanfaatkan CSR guna memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan serta menjaga kepercayaan publik (Godos-Díez *et al.*, 2011; Shah *et al.*, 2021).

Fokus manajerial ini selaras dengan tren organisasi saat ini, di mana perusahaan semakin menyadari tanggung jawab sosial dan lebih termotivasi untuk mengintegrasikan aspek CSR ke dalam operasional bisnis mereka (Mark-Herbert & Schantz, 2007). Alasan perusahaan mengungkapkan informasi CSR beragam (Pucheta-Martínez & Gallego-álvarez, 2021). Beberapa alasan tersebut antara lain

adalah untuk membangun citra yang bertanggung jawab di mata pemangku kepentingan (Campbell, 2007), dan berkontribusi pada kesejahteraan masyarakat (Javeed & Lefen, 2019).

Selain itu, perusahaan berharap akan imbalan dalam bentuk profitabilitas jangka panjang, yang berpotensi memungkinkan mereka untuk meningkatkan kapasitas dalam merekrut, meyakinkan pemegang saham tentang risiko non-finansial, mengurangi asimetri informasi, atau meningkatkan pengambilan keputusan pemangku kepentingan (Du *et al.*, 2010). Alasan lain untuk mengungkapkan informasi CSR adalah perasaan berkewajiban karena berbagai jenis tekanan institusional, bahwa perusahaan sebagai bagian dari sistem institusi yang lebih besar terikat oleh harapan dan norma yang berlaku (Campbell, 2007).

Sejauh ini, belum terdapat bukti empiris yang secara eksplisit menguji interaksi kekuasaan kepemilikan CEO dan pengungkapan CSR dalam memengaruhi risiko *crash* harga saham. Kendati demikian, secara teoritis dapat dirumuskan bahwa keterbukaan informasi dengan CSR diyakini mampu menjadi fungsi kontrol yang menekan kecenderungan penyalahgunaan kekuasaan struktural CEO dalam menyembunyikan risiko pasar. Berdasarkan argumen tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut.

H3b: pengungkapan CSR berperan sebagai pemoderasi yang memperlemah pengaruh kekuasaan struktural CEO terhadap risiko *crash* harga saham

2.12.7 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Kekuasaan prestise CEO tercermin dari latar belakang tingkat pendidikan yang merupakan representasi dari kualitas intelektual, kapasitas kognitif, dan status sosial di mata publik. *Chief Executive Officer* dengan tingkat pendidikan yang tinggi memiliki cakrawala berpikir lebih luas, ketajaman analisis risiko, serta kesadaran yang lebih besar akan pentingnya menjaga reputasi profesional mereka. Pencapaian akademis yang tinggi mendorong CEO untuk menerapkan standar tata kelola yang lebih baik guna menghindari kegagalan manajerial yang dapat merusak nama baik intelektualnya. Hal ini sejalan dengan teori eselon atas, di mana latar belakang pendidikan CEO menentukan kualitas keputusan strategis. *Chief Executive Officer* yang terdidik lebih mampu mengelola kompleksitas perusahaan secara transparan, sehingga mengurangi kecenderungan penimbunan berita buruk menjadi pemicu utama *crash* harga saham.

Dampak positif dari kekuasaan prestise ini akan semakin kuat bagi perusahaan dengan pengungkapan CSR. Berinvestasi dalam aktivitas CSR dapat membantu perusahaan meningkatkan reputasi dan hubungan mereka dengan pemangku kepentingan (Tang *et al.*, 2021). Berdasarkan perspektif teori *stakeholder*, kekuasaan prestise yang dimiliki CEO dapat menjadi aset bagi perusahaan untuk mendapatkan kepercayaan publik. *Chief Executive Officer* dengan prestise tinggi memiliki kepentingan yang selaras dengan pemangku kepentingan untuk menjaga keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang guna mempertahankan status sosial mereka.

Pengungkapan CSR dalam hal ini berperan sebagai instrumen yang memperkuat niat baik tersebut. Praktik ini memungkinkan CEO dengan kekuasaan prestise dapat mengomunikasikan nilai-nilai etis secara lebih formal dan terstruktur. Praktik CSR mengacu pada aktivitas bisnis perusahaan dari sudut pandang etika dan keseimbangan antara profitabilitas dan kesejahteraan masyarakat (Freeman & Hasnaoui, 2011; Tarrow, 2017). Melalui pendekatan ini, perusahaan menetapkan standar akuntabilitas bisnis secara internal dan eksternal yang memperkuat posisi finansial perusahaan (Chen & Hung-Baesecke, 2014).

Selain memperkuat posisi finansial, Praktik CSR mampu meningkatkan nilai sekaligus mengurangi risiko perusahaan dengan membangun hubungan harmonis yang melindungi seluruh pemangku kepentingan secara setara (Jo & Harjoto, 2011). Pemangku kepentingan dalam hal ini dapat diklasifikasikan menjadi dua kategori, yaitu kelompok yang berinvestasi atau pemegang saham, dan kelompok yang tidak berinvestasi mencakup lingkungan, komunitas lokal, karyawan, pelanggan, dan pemasok (Cao *et al.*, 2023). Oleh karena itu, pengungkapan CSR ditekankan sebagai faktor penting yang memengaruhi risiko *crash* harga saham, karena membantu meningkatkan informasi lingkungan dan akses keuangan bagi perusahaan, serta mengurangi dampak negatif asimetri informasi (Cheng *et al.*, 2014; Lu *et al.*, 2015).

Penelitian Dumitrescu dan Zakriya (2021) menunjukkan pengaruh diferensial inisiatif CSR yang menargetkan berbagai kelompok pemangku kepentingan terhadap risiko *crash* harga saham. Pengaruh mitigasi dimensi CSR sosial terhadap risiko *crash* harga saham cenderung bersifat kausal. Penimbunan

berita buruk manajerial dan *crash* saham sangat ditentukan oleh dimensi CSR sosial, dan efek ini sebagian besar terlihat pada perusahaan yang *undervalued*.

Meskipun terdapat landasan teoretis kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham, namun bukti empiris yang menguji interaksinya dengan pengungkapan CSR masih sangat terbatas. Penelitian ini mengandaikan bahwa sinergi antara prestise CEO yang kuat dan keterbukaan informasi dengan pengungkapan CSR akan menciptakan tingkat transparansi yang memadai, sehingga menutup celah bagi terjadinya akumulasi berita buruk dan secara signifikan menurunkan risiko *crash* harga saham. Berdasarkan argumentasi tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut.

H3c: Pengungkapan CSR berperan sebagai pemoderasi yang memperkuat pengaruh negatif kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham

2.12.8 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Kekuasaan keahlian CEO sering kali tercermin dari masa jabatan, di mana semakin lama seorang CEO memimpin semakin mendalam pula pemahaman terkait struktur biaya, dinamika pasar, dan kompleksitas operasional perusahaan. *Chief Executive Officer* dengan masa jabatan yang lama memiliki kurva pembelajaran yang matang sehingga lebih kompeten dalam mengidentifikasi risiko strategis dan mengambil keputusan manajerial yang akurat untuk menghindari kegagalan organisasi. Berdasarkan teori eselon atas, akumulasi pengalaman selama masa jabatan membentuk keahlian spesifik yang memungkinkan CEO untuk mengelola perusahaan dengan lebih stabil dan transparan. Kapabilitas yang terasah seiring

waktu, memberikan kemampuan CEO mengelola arus informasi dengan lebih baik dan memitigasi praktik penimbunan berita buruk yang menjadi pemicu utama *crash* harga saham.

Penelitian terdahulu telah menunjukkan bahwa CSR memiliki pengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham, misalnya Wu dan Hu (2019); Yang *et al.*, (2023). Temuan tersebut mencerminkan komitmen moral perusahaan yang aktif dalam CSR. Perusahaan yang terlibat secara aktif dalam CSR melayani kebutuhan pemangku kepentingan, mempromosikan transparansi informasi bagi perusahaan, menghindari diri praktik menyembunyikan berita buruk, dengan demikian mengarah pada tingkat risiko *crash* harga saham yang rendah. Javeed dan Lefen (2019) mengonfirmasi bahwa CSR berfungsi sebagai kontrol eksternal untuk tata kelola internal perusahaan seperti kekuasaan CEO.

Sementara itu, Dai *et al.*, (2019) justru menemukan bahwa terdapat pengaruh nonlinier berbentuk U terbalik pengungkapan informasi CSR terhadap risiko *crash* harga saham. Artinya, ketika tingkat pengungkapan informasi CSR meningkat, pengungkapan informasi CSR pertama-tama memperburuk dan kemudian mengurangi risiko *crash* harga saham. Jika tingkat pengungkapan informasi CSR rendah, CSR lebih banyak digunakan sebagai alat kepentingan pribadi manajemen, yang merusak transparansi informasi dan meningkatkan risiko *crash* harga saham. Sebaliknya, jika pengungkapan informasi CSR meningkat mencapai tingkat tertentu dan selaras dengan strategi pembangunan berkelanjutan jangka panjang, asimetri informasi antara perusahaan dan investor eksternal

berkurang. Hal ini membuat harga saham mendekati nilai intrinsik perusahaan dan mengurangi risiko *crash* harga saham.

Teori *stakeholder* memandang bahwa kekuasaan keahlian CEO merupakan sumber daya berharga yang harus digunakan untuk menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingan. Kekuasaan keahlian CEO yang diperoleh dari masa jabatan memiliki kapasitas untuk mengelola risiko perusahaan. *Chief Executive Officer* dengan masa jabatan yang panjang cenderung memiliki orientasi jangka panjang karena ingin menjaga *legacy* dan keberlanjutan perusahaan yang telah dipimpin selama bertahun-tahun. Kekuasaan keahlian yang diperoleh dari pengalaman ini memungkinkan CEO untuk mengidentifikasi risiko operasional lebih dini sebelum risiko tersebut memicu *crash* harga saham.

Pengungkapan CSR dalam hal ini berperan sebagai instrumen yang memperkuat efektivitas dari kekuasaan keahlian CEO. Adanya platform CSR, CEO dengan kekuasaan keahliannya dapat mendemonstrasikan bagaimana strategi perusahaan selaras dengan CSR, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar. Kolaborasi antara kekuasaan keahlian CEO dan pengungkapan CSR memastikan bahwa informasi dikelola dan diungkapkan secara akurat, yang pada akhirnya berdampak pada penurunan risiko *crash* harga saham.

Lebih lanjut, berdasarkan perspektif teori *stakeholder*, penelitian ini mengandaikan pengungkapan CSR memperkuat pengaruh masa jabatan CEO terhadap penurunan risiko *crash* harga saham dengan menciptakan reputasi organisasi yang kokoh di mata pemangku kepentingan. Masa jabatan yang panjang memberikan CEO kapasitas kepemimpinan yang kuat untuk arah kebijakan

perusahaan, ketika kapasitas ini diintegrasikan dengan pengungkapan CSR, perusahaan menunjukkan komitmennya untuk tidak menyembunyikan berita buruk dari para pemangku kepentingan. Hal ini menciptakan lingkungan di mana transparansi menjadi budaya organisasi, sehingga ekspektasi pemangku kepentingan terhadap informasi yang jujur terpenuhi.

Pengungkapan CSR akan mempercepat dampak baik dari kekuasaan keahlian CEO dalam menciptakan ekosistem informasi yang sehat, yang secara efektif menurunkan risiko *crash* harga saham. Namun, berdasarkan penelusuran peneliti, belum terdapat penelitian yang secara eksplisit bagaimana dimensi kekuasaan keahlian CEO berinteraksi dengan pengungkapan CSR dalam memitigasi risiko *crash* harga saham. Adanya landasan teoretis yang kuat namun minim bukti empiris membuka peluang melakukan penyelidikan lebih lanjut, sehingga penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H3d: Pengungkapan CSR berperan sebagai pemoderasi yang memperkuat pengaruh kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

2.13 Model Penelitian

Pasar saham Indonesia selama periode tahun 2018-2022 mengalami berbagai gejolak yang mengakibatkan permasalahan serius bagi investor dan pelaku pasar terkait *crash* harga saham. Data IHSG mencatat beberapa kali penurunan signifikan terutama pada tahun 2018 dan tahun 2020, yang menunjukkan bahwa IHSG mengalami tekanan. Kondisi ini diperparah oleh pandemi Covid-19 di awal tahun 2020, menyebabkan ketidakpastian global dan domestik, hingga turut melemahkan IHSG sampai 14,5% dalam sepekan.

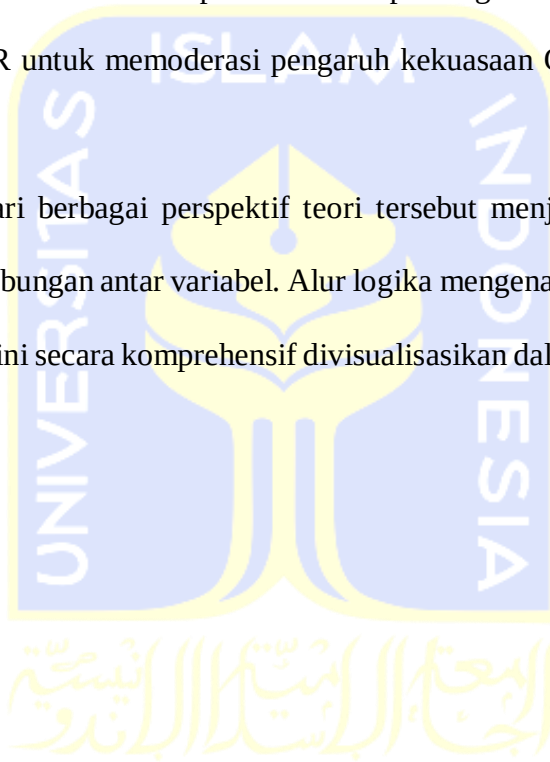
Selain itu, laporan berbagai kasus pada perusahaan di Indonesia menyoroti praktik manajemen yang kurang transparan, yang merupakan cerminan buruknya kinerja CEO. Penimbunan berita buruk oleh CEO memperbesar asimetri informasi dan menimbulkan ketidakpastian bagi investor karena tidak memiliki gambaran yang lengkap tentang risiko yang sebenarnya dihadapi perusahaan. Akumulasi berita buruk ini ketika akhirnya terungkap, dapat memicu kepanikan investor dan memperbesar risiko *crash* harga saham.

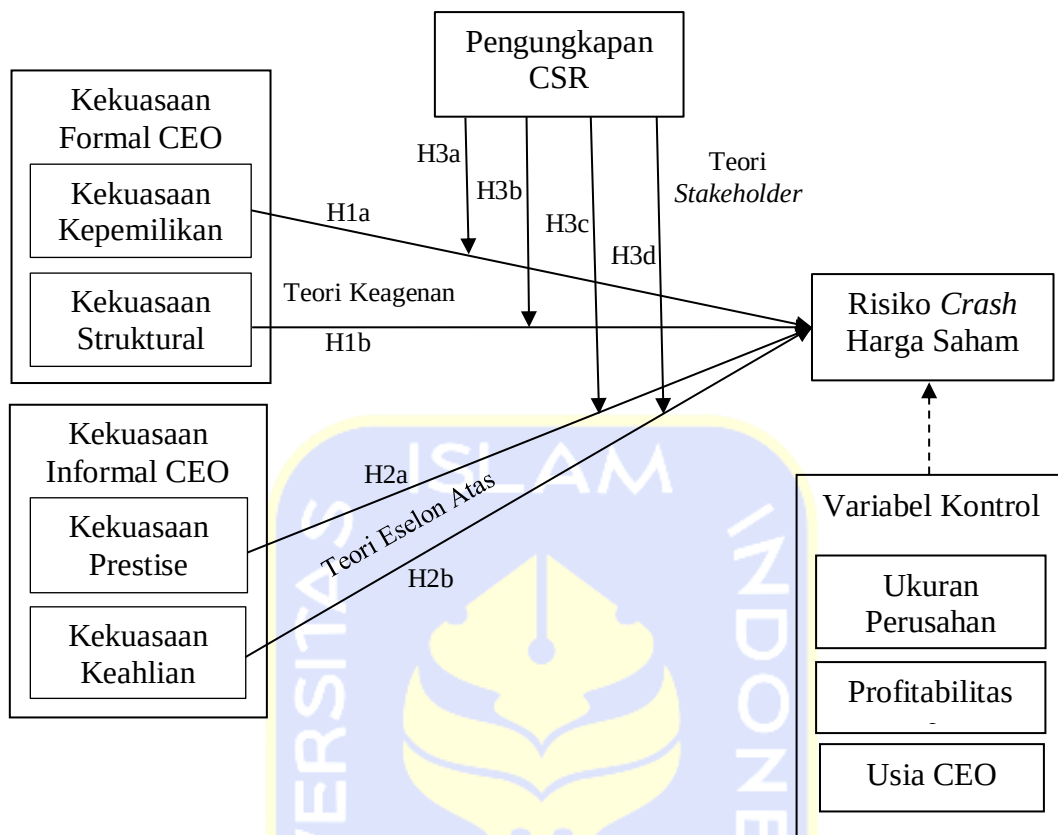
Sisi lain, pengungkapan CSR berperan penting dalam meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan. Pengungkapan CSR membantu perusahaan membangun kepercayaan dengan berbagai pemangku kepentingan melalui pengungkapan non-keuangan. Pengungkapan CSR memitigasi moral hazard dari praktik pengelolaan informasi yang tidak transparan, sehingga mempertahankan stabilitas harga saham.

Penelitian ini bertujuan mengkaji pengaruh kekuasaan CEO berdasarkan dua dimensi, yaitu kekuasaan formal dan kekuasaan informal terhadap risiko *crash* harga saham. Kekuasaan formal CEO meliputi kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural, sementara kekuasaan informal meliputi kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian. Lebih lanjut, penelitian ini mempertimbangkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi dalam pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian ini juga menyertakan variabel kontrol yang termasuk ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO. Objek penelitian adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2018-2022.

Penelitian ini berlandaskan pada tiga teori utama yaitu: pertama teori keagenan yang menyoroti bagaimana konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham akibat dominasi kekuasaan CEO. Kedua, teori eselon atas yang menyoroti pengaruh karakteristik dan reputasi CEO dalam menentukan keputusan rasional yang mengarah pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah. Ketiga, teori *stakeholder* yang menyoroti pentingnya transparansi dan akuntabilitas kepada seluruh pemangku kepentingan melalui pengungkapan CSR untuk memoderasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

Integrasi dari berbagai perspektif teori tersebut menjadi landasan dalam memetakan arah hubungan antar variabel. Alur logika mengenai keterkaitan seluruh variabel penelitian ini secara komprehensif divisualisasikan dalam model penelitian berikut:





Sumber: Elaborasi Penulis (2025)

Berdasarkan gambar 2.1 model penelitian, pengaruh antar variabel dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh langsung (*direct effect*) kekuasaan formal CEO; melalui sudut pandang teori keagenan, panah dari kekuasaan formal CEO yang terdiri dari kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural menuju risiko *crash* harga saham diprediksi berpengaruh positif. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar kekuasaan kepemilikan dan struktural CEO maka risiko *crash* harga saham semakin tinggi.

2. Pengaruh langsung (*direct effect*) kekuasaan informal CEO; melalui perspektif teori eselon atas, panah dari kekuasaan informal CEO yang terdiri dari kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian menuju risiko *crash* harga saham diprediksi berpengaruh negatif. Hal ini menggambarkan bahwa semakin besar kekuasaan prestise dan keahlian CEO maka risiko *crash* harga saham semakin rendah.
3. Pengaruh moderasi (*moderating effect*); melalui teori *stakeholder*, garis pengungkapan CSR yang memotong jalur pengaruh kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham diprediksi memiliki pengaruh moderasi. Pengungkapan CSR diharapkan mampu memperlemah dampak buruk dari kekuasaan formal CEO dan memperkuat dampak baik dari kekuasaan informal CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
4. Variabel kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas dan usia CEO disertakan sebagai variabel kontrol untuk mengisolasi pengaruh murni dari kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Penambahan variabel kontrol ini bertujuan supaya hasil penelitian tetap konsisten dan akurat dengan mempertimbangkan aspek skala bisnis, kinerja fundamental, serta faktor demografi pemimpin yang berpotensi memengaruhi risiko *crash* harga saham secara independen.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-eksplanatif. Desain ini dipilih untuk menguji pengaruh variabel independen, yaitu kekuasaan formal CEO (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) dan kekuasaan informal CEO (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian) terhadap variabel dependen risiko *crash* harga saham dengan variabel moderasi pengungkapan CSR. Desain ini memungkinkan peneliti untuk mengumpulkan data numerik dalam jumlah besar, menganalisis hubungan statistik yang kompleks, dan menggeneralisasi temuan pada populasi yang lebih luas.

Fokus utama penelitian adalah mengidentifikasi seberapa jauh perubahan pada variabel independen dapat menjelaskan variasi pada variabel dependen dengan melibatkan peran variabel moderasi. Untuk mencapai tujuan ini, penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui metode dokumentasi dan studi pustaka, di mana peneliti mengunduh dan mencatat informasi yang relevan dari situs-situs web resmi seperti BEI dan basis data keuangan lainnya yang membentuk data panel. Metode analisis yang diterapkan adalah analisis regresi moderasi data panel dengan teknik estimasi CEM yang diolah dengan perangkat lunak STATA16.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di BEI tahun 2022 yang berjumlah 825 perusahaan dengan periode pengamatan 5 tahun, yaitu tahun 2018-2022. Penelitian ini mengkaji semua

perusahaan publik non-keuangan dan mengecualikan sektor keuangan, karena sektor ini memiliki karakteristik yang berbeda. Pendekatan ini sejalan dengan penelitian terdahulu seperti Harmadji *et al.*, (2020); Jeandry dan Nurdin (2023); Roiston dan Harymawan (2022). Alasan memilih perusahaan non-keuangan sebagai objek penelitian adalah karena perusahaan sektor non-keuangan memiliki regulasi yang berlaku relatif lebih longgar dibandingkan sektor keuangan, di mana sektor keuangan diatur oleh OJK terutama terkait dengan likuiditas dan cadangan modal.

Sektor keuangan lebih fokus pada stabilitas sistem keuangan dan perlindungan konsumen, dengan pengawasan yang lebih ketat terhadap praktik bisnis dan manajemen risiko. Sementara itu, regulasi pada sektor non-keuangan lebih berorientasi pada aspek operasional dan kepatuhan terhadap standar industri, dengan pengawasan yang tidak seintensif sektor keuangan. Keterbatasan regulasi ini memberikan ruang bagi perusahaan untuk beroperasi lebih fleksibel dalam hal pengambilan keputusan dan pengungkapan informasi. Hal ini memberikan peluang untuk mengeksplorasi bagaimana kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR berdampak pada risiko *crash* harga saham.

Selain itu, fenomena *crash* harga saham pada sektor ini sering kali berkaitan dengan isu manajerial, pengelolaan informasi, maupun reputasi perusahaan. Penelitian terdahulu telah mengidentifikasi beberapa faktor yang berkontribusi terhadap risiko *crash* harga saham di Indonesia, termasuk penghindaran pajak dan kapabilitas CEO (Winedar & Harymawan, 2023), strategi bisnis (Jeandry & Nurdin, 2023), strategi pelaporan keberlanjutan (Harmadji *et al.*, 2020), praktik manajemen

laba (Wijoyo & Firmansyah, 2021), dan pengungkapan CSR (Soeprajitno *et al.*, 2023). Pemilihan sektor non-keuangan dianggap relevan sebagai sampel dalam penelitian risiko *crash* harga saham di Indonesia berdasarkan alasan tersebut. Sektor ini menawarkan dinamika yang berbeda, sehingga diharapkan dapat memberikan wawasan bagaimana interaksi kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR memengaruhi risiko *crash* harga saham.

Sementara itu, alasan pemilihan periode penelitian pada tahun 2018-2022 mengacu pada peraturan OJK No. 29/PJOK.04/2016 tanggal 29 Juli 2016 tentang Laporan Tahunan Emiten atau perusahaan publik, yang menyatakan bahwa Perseroan sebagai perusahaan publik wajib menyusun laporan tahunan dimana di dalamnya terdapat pembahasan mengenai tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan meliputi kebijakan, jenis program, dan biaya yang dikeluarkan, antara lain terkait aspek lingkungan hidup, praktik ketenagakerjaan, kesehatan dan keselamatan kerja, pengembangan sosial dan kemasyarakatan, dan tanggung jawab produk.

Selain itu, pemilihan periode penelitian ini juga didasarkan pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 60/POJK.04/2015 tentang keterbukaan informasi pemegang saham tertentu, diikuti Peraturan OJK No. 11/PJOK.04/2017 tentang Laporan Kepemilikan atau setiap Perubahan Kepemilikan Perusahaan Terbuka, bahwa setiap anggota Dewan Komisaris dan Direksi diwajibkan untuk menyampaikan informasi kepada perseroan mengenai kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya atas saham perseroan, untuk selanjutnya dilaporkan perseroan kepada OJK.

Berdasarkan alasan tersebut, peneliti memperkirakan pada tahun 2018 perusahaan seharusnya sudah melaksanakan instruksi yang tertuang dalam POJK, terkait kebijakan pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan serta pengungkapan informasi kepemilikan saham Dewan Direksi dalam laporan tahunan. Data perusahaan yang diperlukan untuk penelitian diharapkan telah tersedia dalam periode penelitian tahun 2018-2022, sehingga dapat memberikan gambaran terbaru tentang kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham.

Teknik pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik memilih sampel berdasarkan pertimbangan tertentu agar data lebih representatif. Penelitian ini menggunakan data panel tidak seimbang (*unbalanced panel data*), yang berarti jumlah pengamatan setiap perusahaan tidak harus sama sepanjang periode karena eliminasi dilakukan per tahun berdasarkan ketersediaan data variabel yang dibutuhkan. Keputusan menggunakan data panel tidak seimbang ini didasarkan pada beberapa pertimbangan: pertama, untuk mempertahankan jumlah data pengamatan semaksimal mungkin, sehingga perusahaan yang memiliki data tidak berurutan dalam periode pengamatan tetap dipertahankan sebagai sampel. Kedua, bertujuan meningkatkan representasi sampel terhadap populasi yang diteliti, karena tidak membatasi sampel hanya pada perusahaan yang memiliki kelengkapan data secara penuh dan berurutan.

Keputusan tersebut mengarahkan pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang sesuai dengan maksud dan tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode tahun 2018-2022
2. Menerbitkan laporan tahunan periode tahun 2018-2022
3. Memiliki data pengungkapan CSR periode tahun 2018-2022
4. Mempublikasikan data harga saham periode tahun 2018-2022
5. Memiliki anak perusahaan

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka sampel penelitian ini terdiri dari perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022, dengan rincian berikut:

Tabel 3.1
Sampel Penelitian

Keterangan	2018	2019	2020	2021	2022	Jumlah Pengamatan
Perusahaan non-keuangan tahun 2022 x tahun pengamatan						$717 \times 5 = 3.585$
Perusahaan dengan data tidak lengkap	(414)	(384)	(392)	(379)	(388)	(1.957)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian	303	333	325	338	329	1.628
Total pengamatan						1.628

Sumber: Data penelitian diolah (2025)

Berdasarkan hasil penyaringan data sampel seperti yang disajikan dalam tabel 3.1, maka diperoleh hasil akhir sebanyak 1.628 pengamatan dari tahun 2018-2022. Selanjutnya, penelitian ini membuat rincian distribusi sampel berdasarkan sektor dan tahun pengamatan per tahun. Pengelompokan sektor merujuk pada IDX-IC guna memperoleh gambaran industri yang lebih spesifik dibandingkan

klasifikasi sebelumnya sesuai standar terkini BEI. Rincian ini dilakukan untuk memberikan transparansi mengenai struktur data panel tidak seimbang dan fluktuasi jumlah pengamatan yang diakibatkan proses seleksi data sepanjang periode pengamatan. Rincian distribusi sampel disajikan lebih lanjut dalam tabel berikut.

Tabel 3.2
Distribusi Sampel Penelitian Berdasarkan Sektor dan Tahun

No	Sektor	Tahun					Total Sampel	Persentase Total
		2018	2019	2020	2021	2022		
1	(A) Energi	38	43	41	46	44	212	13%
2	(B) Barang baku	49	49	46	49	48	241	15%
3	(C) Perindustrian	26	28	29	29	27	139	9%
4	(D) Barang konsumen non-primer	49	55	56	58	57	275	17%
5	(E) Barang konsumen primer	48	53	53	53	53	260	16%
6	(F) Kesehatan	11	12	13	13	14	63	4%
7	(H) Properti dan real estat	37	42	41	38	40	198	12%
8	(I) Teknologi	4	6	6	7	7	30	2%
9	(J) Infrastruktur	30	33	31	34	29	157	10%
10	(K) Transportasi dan logistik	11	12	9	11	10	53	3%
Total		303	333	325	338	329	1.628	100%

Sumber: Data BEI, diolah peneliti (2025)

Tabel 3.2 memberikan gambaran mengenai karakteristik dan keterwakilan sampel dalam 10 sektor non-keuangan perusahaan di Indonesia. Meskipun terdapat variasi jumlah sampel di antara sektor, keseluruhan sampel menunjukkan cakupan yang komprehensif dan terwakili secara memadai di setiap sektor. Kehadiran semua sektor diharapkan merefleksikan dan menghasilkan temuan yang relevan bagi seluruh sektor non-keuangan.

3.3 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dikumpulkan dari berbagai sumber. Data terkait risiko *crash* harga saham menggunakan informasi harga saham perusahaan, diakses dari situs web *yahoo finance* yaitu <https://www.finance.yahoo.com>, yang menyediakan data harga saham secara *real-time* dan historis. Selanjutnya, proses perhitungan risiko *crash* harga saham dilakukan secara mandiri berdasarkan rumus yang telah tersedia menggunakan perangkat lunak *microsoft excel*.

Data terkait kekuasaan CEO (kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise, dan kekuasaan keahlian), data pengungkapan CSR, serta kontrol usia CEO dikumpulkan dari laporan tahunan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI, yang diakses melalui situs web BEI yaitu <https://www.idx.co.id>, maupun situs web resmi dari masing-masing perusahaan. Sementara itu, data variabel kontrol profitabilitas dan ukuran perusahaan diperoleh dari basis data *Osiris*.

3.4 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

3.4.1 Risiko *Crash* Harga Saham

Risiko *crash* harga saham dalam penelitian ini didefinisikan sebagai risiko terjadinya penurunan harga saham suatu perusahaan secara tajam, yang mencerminkan risiko yang dihadapi investor terkait dengan potensi kerugian besar pada nilai investasinya. Penelitian ini mengacu pada Cao *et al.*, (2023); Fang *et al.*, (2024); Harmadji *et al.*, (2020); Hunjra *et al.*, (2020), Kalia (2024); Kim *et al.*, (2016); Thuy *et al.*, (2021); Yang *et al.*, (2023) dalam mengukur risiko *crash* harga

saham. Pengukuran risiko *crash* harga saham menggunakan *Down-to-up volatility* (DUVOL) untuk menghitung pergerakan harga saham berdasarkan perubahan dari penurunan (*down*) ke kenaikan (*up*) atas kemungkinan terjadinya *crash* harga saham. Perhitungan didasarkan pada hasil mingguan perusahaan selama tahun fiskal yang diperkirakan sebagai residu dari model pasar, untuk memastikan bahwa ukuran risiko *crash* harga saham mencerminkan faktor spesifik perusahaan dari pergerakan pasar yang luas (Harmadji *et al.*, 2018).

Return mingguan masing-masing perusahaan dibedakan menjadi dua kelompok, yaitu *up week* ketika *return* berada di atas rata-rata tahunan dan *down-week* ketika *return* berada di bawah rata-rata tahunan. Alasan menggunakan DUVOL karena tidak melibatkan momen ketiga (*skewness*), sehingga tidak terpengaruh dengan *return* mingguan yang ekstrem. *Down-to-up volatility* didefinisikan sebagai logaritma natural rasio deviasi standar *return* mingguan spesifik perusahaan dari perusahaan j pada tahun t (Cao *et al.*, 2023; Fang *et al.*, 2024; Hunjra *et al.*, 2020; Kalia, 2024; Thuy *et al.*, 2021; Yang *et al.*, 2023). *Down-to-up volatility* dihitung dengan logaritma natural rasio deviasi standar *return* mingguan perusahaan di bawah rata-rata tahunan dengan deviasi standar *return* mingguan perusahaan di atas rata-rata tahunan. Nilai yang lebih besar dikaitkan dengan risiko *crash* harga saham perusahaan yang lebih tinggi dan sebaliknya.

$$DUVOL_{j,t} = \log \left\{ \frac{(n_u - 1) \Sigma_{Down} W_{j,t}^2}{(n_d - 1) \Sigma_{Up} W_{j,t}^2} \right\} \text{-----} (3.1)$$

Keterangan:

DUVOL = *Down-to-up volatility* kemungkinan terjadinya *crash* harga saham

n_u = Jumlah *up weeks* dalam tahun t

n_d = Jumlah *down weeks* dalam tahun t

W = *Return* mingguan perusahaan j pada tahun t

$\Sigma_{Down} W_{j,t}$ = Jumlah *return* mingguan *down weeks* perusahaan j pada tahun t

$\Sigma_{Up} W_{j,t}$ = Jumlah *return* mingguan *up weeks* perusahaan j pada tahun t

3.4.2 Kekuasaan Kepemilikan CEO

Kekuasaan kepemilikan CEO diwakili oleh kepemilikan saham CEO (OWN). Kepemilikan saham CEO didefinisikan sebagai *dummy* 1 jika CEO memiliki saham perusahaan dan 0 jika tidak (Fang *et al.*, 2024; Hemdan *et al.*, 2021; Jia *et al.*, 2022; Lu *et al.*, 2021; Oanh *et al.*, 2023; Roiston & Harymawan, 2022; Shahab, *et al.*, 2020; Sheikh, 2019; Shui *et al.*, 2022; Velte, 2020b; Zou *et al.*, 2021).

3.4.3 Kekuasaan Struktural CEO

Kekuasaan struktural diproksikan dengan dualitas CEO. *Chief Executive Officer* dengan beberapa jabatan sering dikaitkan dengan struktur dewan dalam sistem satu tingkat (*one tier-system*). Sementara itu, dualitas CEO dalam struktur dewan sistem dua tingkat (*two tier-system*) terjadi ketika seorang CEO memiliki jabatan ganda sebagai anggota direksi atau komisaris di anak perusahaan (Roiston & Harymawan, 2022). Dualitas CEO (DUAL) dalam penelitian ini didefinisikan

dengan variabel *dummy*, nilai 1 jika CEO menjabat sebagai anggota direksi atau komisaris di anak perusahaan dan 0 sebaliknya (Abels & Martelli, 2013; Roiston & Harymawan, 2022).

3.4.4 Kekuasaan Prestise CEO

Kekuasaan prestise CEO dalam penelitian ini diproksikan oleh pendidikan formal yang lebih tinggi atau pendidikan elit. Ukuran ini tepat karena kemampuan untuk menggunakan pengaruh dapat berasal dari prestise pendidikan (D'Aveni, 1990), terutama pada eselon atas dalam lingkungan bisnis, tempat pendidikan elit merupakan hal yang umum (Fang *et al.*, 2020). Penelitian ini menggunakan ukuran kekuasaan prestise apakah seorang CEO memiliki setidaknya gelar master. Pendidikan CEO (PRES) didefinisikan dengan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika CEO memiliki gelar master atau lebih tinggi, dan 0 jika tidak (Asimakopoulous & Yan, 2019; Fang *et al.*, 2020; Gounopoulous *et al.*, 2021; Liang *et al.*, 2020; Saleh *et al.*, 2022; Ting, 2021).

3.4.5 Kekuasaan Keahlian CEO

Kekuasaan keahlian diukur dengan masa jabatan CEO. Masa jabatan berfungsi sebagai proksi untuk kekuasaan CEO yang termasuk dalam dimensi yang mewakili keahlian CEO (Kalia, 2024). Masa jabatan CEO (EXPR) dalam penelitian ini didefinisikan sebagai jumlah tahun CEO menjabat sebagai CEO berdasarkan akte / keputusan RUPS perusahaan (Chiu *et al.*, 2022; Fang *et al.*, 2020; Harper *et al.*, 2020; Hemdan *et al.*, 2021; Kalia, 2024; Majid *et al.*, 2023; Rashid *et al.*, 2020; Zou *et al.*, 2021).

3.4.6 Pengungkapan CSR

Pengungkapan CSR dalam penelitian ini didefinisikan sebagai praktik pengungkapan skor total pengungkapan mengenai pengungkapan umum, dampak ekonomi, lingkungan, dan sosial yang diukur berdasarkan kriteria dalam Standar GRI 2016 yang terdiri dari 144 indikator pengungkapan. Perhitungan tingkat pengungkapan ini dilakukan dengan metode analisis isi (*content analysis*) menggunakan bantuan perangkat lunak NVivo (Agustina *et al.*, 2025; Selvalakshmi *et al.*, 2023; Sugiarti, 2020).

Dalam operasionalisasinya menggunakan Nvivo16, penelitian ini menyusun struktur *Nodes* yang merepresentasikan setiap poin indikator dalam Standar GRI 2016, mulai dari pengungkapan umum (seri 100), dimensi ekonomi (seri 200), dimensi lingkungan (seri 300), hingga dimensi sosial (seri 400). Proses *coding* dilakukan dengan mengimpor dokumen laporan tahunan atau laporan keberlanjutan ke dalam Nvivo16, kemudian melakukan klasifikasi teks ke dalam *nodes* yang telah disusun. Penggunaan Nvivo16 bertujuan untuk meningkatkan transparansi dan reliabilitas proses kodifikasi, sehingga setiap skor yang diberikan memiliki basis bukti berupa kutipan teks atau data dari dokumen perusahaan yang tersimpan secara digital dalam sistem. Selanjutnya juga digunakan fitur *Text Search Query* untuk melacak kata kunci teknis terkait indikator GRI, misalnya untuk menilai indikator GRI 305-1 (Emisi), digunakan kata kunci “Emisi”, “CO2”, atau “Gas Rumah Kaca”. Jika ditemukan kalimat misalnya “Perusahaan menghasilkan emisi GRK sebesar 1.500ton CO2e”, maka teks tersebut disorot, kemudian di *drag and drop* ke dalam *Node* GRI 305-1.

Teks yang telah masuk ke dalam *Node* tersebut secara otomatis menandakan pemberian skor 1 bagi perusahaan tersebut pada indikator terkait. Setelah proses kodifikasi selesai, dilanjutkan dengan mengeksport *Node Summary Report* ke *Microsoft Excel*. Jika suatu *Node* menunjukkan *Reference* lebih dari nol artinya diungkapkan perusahaan, maka dihitung sebagai skor 1, dan jika nol artinya tidak diungkapkan perusahaan, maka dihitung sebagai skor 0.

Skor pengungkapan CSR kemudian dihitung dengan rasio jumlah indikator diungkapkan perusahaan terhadap total indikator pengungkapan menurut Standar GRI 2016 (Cao *et al.*, 2023; Hunjra *et al.*, 2020; Martínez-Ferrero *et al.*, 2018; Pucheta-Martínez & Gallego-álvarez, 2021; Rashid *et al.*, 2020). Secara matematis, tingkat pengungkapan CSR dihitung dengan rumus berikut:

$$CSRDI_j = \frac{\sum X_{ij}}{n_j} \quad (3.3)$$

Keterangan:

$CSRDI_j$ = Indeks pengungkapan CSR perusahaan j

$\sum X_{ij}$ = Skor *dummy* 1 jika indikator diungkapkan, dan 0 jika tidak

n_j = Total indikator menurut Standar GRI 2016

Nilai yang lebih tinggi menunjukkan upaya yang lebih baik dari perusahaan untuk memenuhi standar GRI (Cao *et al.*, 2023).

3.4.7 Variabel Kontrol

Penelitian ini memiliki variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO. Ukuran perusahaan (SIZE) didefinisikan sebagai logaritma natural dari total aset (Aldoseri & Albaz, 2023; Cao *et al.*, 2023; Chen *et*

et al., 2021; Javeed & Lefen, 2019; Oanh *et al.*, 2023; Thuy *et al.*, 2021; Yang *et al.*, 2023). Profitabilitas menggunakan *Return on Asset* (ROA) didefinisikan sebagai rasio laba bersih setelah pajak terhadap total asset (Aldoseri & Albaz, 2023; Chen *et al.*, 2021; Thuy *et al.*, 2021; Yang *et al.*, 2023). Usia CEO didefinisikan sebagai selisih antara tahun penelitian dengan tahun lahir CEO (Ali *et al.*, 2022; Fang *et al.*, 2024).

Berdasarkan pemaparan deskripsi variabel secara mendalam, poin-poin utama dari definisi operasional diringkas dalam tabel berikut.

Tabel 3.3
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Proksi	Definisi Operasional	Referensi
Variabel Dependen			
Risiko <i>crash</i> harga saham	<i>Down to up</i> <i>volatility</i> (DUVOL)	Logaritma natural rasio deviasi standar <i>return</i> mingguan spesifik perusahaan di bawah rata-rata tahunan terhadap deviasi standar <i>return</i> mingguan di atas rata-rata tahunan	Cao <i>et al.</i> ,(2023); Fang <i>et al.</i> , (2024); Hunjra <i>et al.</i> ,(2020); Kalia (2024); Thuy <i>et al.</i> , (2021); Yang <i>et al.</i> , (2023)
Variabel Independen			
Kekuasaan kepemilikan CEO	Kepemilikan Saham CEO (OWN)	Variabel <i>dummy</i> 1 jika CEO memiliki saham perusahaan dan 0 jika tidak	Fang <i>et al.</i> , (2024); Hemdan <i>et al.</i> ,(2021); Jia <i>et al.</i> , (2022); Lu <i>et al.</i> , (2021); Oanh <i>et al.</i> , (2023); Shahab, <i>et al.</i> , (2020); Shui <i>et al.</i> , (2022); Velte (2020b); Zou <i>et al.</i> , (2021)
Kekuasaan struktural CEO	Dualitas CEO (DUAL)	Variabel <i>dummy</i> bernilai 1 jika CEO menjabat sebagai	Abels & Martelli (2013); Roiston dan Harymawan, (2022).

Variabel	Proksi	Definisi Operasional	Referensi
		direktur atau komisaris pada anak perusahaan, dan 0 jika tidak	
Kekuasaan Prestise CEO	Latar belakang pendidikan CEO (PRES)	Variabel <i>dummy</i> bernilai 1 jika CEO memiliki gelar master atau lebih tinggi, dan 0 jika tidak	Asimakopoulous & Yan (2019); Fang <i>et al.</i> ,(2020); Gounopoulous <i>et al.</i> , (2021); Liang <i>et al.</i> ,(2020); Saleh <i>et al.</i> , (2022); Ting,(2021)
Kekuasaan Keahlian CEO	Masa jabatan CEO (EXPR)	Jumlah tahun CEO menjabat berdasarkan akte / keputusan RUPS perusahaan	Chiu <i>et al.</i> , (2022); Fang <i>et al.</i> , (2020); Harper <i>et al.</i> , (2020); Hemdan <i>et al.</i> , (2021); Kalia (2024); Majid <i>et al.</i> , (2023); Rashid <i>et al.</i> , (2020); Zou <i>et al.</i> , (2021)
Variabel Moderasi			
Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	Pengungkapan CSR (CSR D)	Rasio jumlah item diungkapkan perusahaan terhadap total item pengungkapan dalam indeks Standar GRI 2016	Cao <i>et al.</i> , (2023); Hunjra <i>et al.</i> ,(2020); Ferrero <i>et al.</i> ,(2018); Pucheta-Martínez dan Gallego-álvarez (2021); Rashid <i>et al.</i> , (2020)
Variabel Kontrol			
Ukuran Perusahaan	Ukuran Perusahaan (SIZE)	Logaritma natural dari total aset	Aldoseri dan Albaz (2023); Cao <i>et al.</i> , (2023); Chen <i>et al.</i> ,(2021); Javeed dan Lefen (2019); Oanh <i>et al.</i> , (2023); Thuy <i>et al.</i> , (2021); Yang <i>et al.</i> , (2023)

Tabel 3.3 Lanjutan

Variabel	Proksi	Definisi Operasional	Referensi
Profitabilitas	<i>Return on Asset (ROA)</i>	Rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aset	Aldoseri dan Albaz (2023); Chen <i>et al.</i> , (2021); Thuy <i>et al.</i> , (2021); Yang <i>et al.</i> , (2023)
Usia CEO	Usia CEO (CAGE)	Selisih antara tahun penelitian dengan tahun lahir CEO	Ali <i>et al.</i> , (2022); Fang <i>et al.</i> , (2024)

Sumber: Berbagai literatur yang diolah peneliti (2025)

3.5 Metode Analisis Data

Analisis data penelitian ini meliputi tahapan yang dimulai dari pengumpulan data, dilanjutkan dengan pengolahan data menggunakan perangkat lunak STATA16. Data penelitian ini termasuk kategori data panel. Data panel merupakan kombinasi antara data *cross section*, dalam hal ini objek penelitian yang terdiri dari 1.628 pengamatan perusahaan non-keuangan, dan data *time series* yaitu jangka waktu penelitian dalam periode 2018-2022. Langkah-langkah analisis uji data panel yang diolah menggunakan perangkat lunak STATA16 meliputi tahapan berikut.

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui karakteristik data yang digunakan dalam penelitian, mencakup nilai maksimum, nilai minimum, median, nilai rata-rata (*mean*), dan nilai standar deviasi.

3.5.2 Metode Estimasi Data Panel

Metode estimasi seperti *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Common Effect Model* (REM) digunakan dalam analisis regresi data panel digunakan untuk menjelaskan hubungan antar variabel. Tujuan penggunaan

ketiga metode ini adalah untuk memilih metode estimasi yang paling tepat dan efisien berdasarkan karakteristik data panel yang digunakan, sehingga menghasilkan model regresi yang akurat dalam analisis data.

3.5.2.1 Common Effect Model (CEM)

Metode estimasi *Common Effect Model* (CEM) atau biasa juga disebut *Pooled Least Squares* (PLS) adalah teknik statistik yang digunakan untuk memperkirakan parameter dalam model regresi linier. Metode ini menggabungkan data panel (*cross-section* dan *time series*) menjadi satu kesatuan tanpa membedakan variasi antar individu atau waktu. Tujuan dari metode ini adalah untuk meminimalkan jumlah kuadrat dari perbedaan antara nilai yang teramati dan nilai yang diprediksi oleh model, sehingga menghasilkan garis regresi yang paling sesuai. *Common effect model* diterapkan dalam analisis regresi untuk mengestimasi hubungan antara satu atau lebih variabel independen dengan variabel dependen. Model ini mengasumsikan bahwa hubungan antar variabel bersifat linier terhadap parameter, yang berarti hubungan tersebut dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan linier.

3.5.2.2 Fixed Effect Model (FEM)

Metode estimasi *fixed effect model* (FEM) mengasumsikan adanya perbedaan *intersep*, dimana *intersep* hanya bervariasi terhadap individu sedangkan terhadap waktu adalah konstan. Selain itu, pendekatan ini menganggap bahwa *slope* antara individu dan waktu adalah konstan. Artinya, bahwa setiap individu memiliki konstanta yang tetap untuk berbagai periode atau waktu, serta *slope* yang tetap untuk setiap waktu yang dikenal dengan efek tetap. Model ini mengakomodasi

karakteristik unik yang tetap pada setiap unit yang tidak berubah sepanjang waktu dan dapat memengaruhi variabel dependen. Pendekatan ini memungkinkan mengontrol heterogenitas antar individu yang mungkin disebabkan oleh berbagai faktor yang berbeda, sehingga bias akibat variabel yang tidak teramati dapat diminimalkan.

3.5.2.3 *Random Effect Model (REM)*

Metode estimasi *Random Effect Model (REM)* merupakan suatu metode yang memperkirakan kemungkinan dari variabel gangguan yang berkaitan satu sama lain. Variabel gangguan ini terbagi menjadi dua, yakni variabel gangguan secara keseluruhan yang mencakup data yang digabung dari *time series* dan *cross-section*, serta variabel gangguan yang bersifat individual. Efek unik tiap individu dalam model ini dianggap sebagai variabel acak yang tidak berkorelasi dengan variabel independen dalam model. Pendekatan ini memungkinkan penghematan derajat kebebasan dan estimasi parameter yang lebih efisien dibandingkan FEM.

3.5.3 Pemilihan Metode Estimasi Data Panel

Pemilihan metode estimasi antara CEM, FEM, dan REM dilakukan dengan uji Chow, uji Hausman, dan uji *Lagrange Multiplier* untuk menentukan model mana yang paling sesuai digunakan dalam penelitian ini.

3.5.3.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model yang paling tepat untuk regresi data panel adalah CEM atau FEM. Pengujian ini menggunakan hipotesis sebagai berikut:

H0: CEM terpilih, sehingga dilanjutkan dengan Uji LM

Ha: FEM terpilih, sehingga dilanjutkan dengan Uji Hausman.

Keputusan pada Uji Chow didasarkan pada nilai probabilitas dari *F-test* atau *Chi-squared*. Jika nilai probabilitas $> 0,05$, maka terima H0 dan tolak Ha, sehingga model terpilih adalah CEM. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka tolak H0 dan terima Ha, sehingga model terpilih adalah FEM. Apabila model yang terpilih adalah CEM, maka langkah selanjutnya melakukan uji LM untuk menentukan CEM atau REM yang paling sesuai. Apabila model yang terpilih adalah FEM, langkah selanjutnya melakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah model yang sesuai adalah FEM atau REM.

3.5.3.2 Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* (uji LM) digunakan untuk menentukan metode estimasi antara CEM atau REM. Uji ini dikembangkan oleh Breusch-Pagan dan didasarkan pada nilai residual dari regresi *Ordinary Least Squares* (OLS) yang merepresentasikan CEM. Hipotesis untuk uji LM, sebagai berikut:

H0: CEM terpilih

Ha: REM terpilih

Pengambilan keputusan untuk uji LM adalah dengan melihat nilai probabilitas. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka tolak H0 dan terima Ha, sehingga

model yang dipilih adalah REM. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $> 0,05$, maka terima H_0 dan tolak H_a , sehingga model yang dipilih adalah CEM.

3.5.3.3 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan apakah FEM atau REM yang lebih sesuai digunakan. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai statistik dengan nilai kritis *Chi-Squared* yang dihitung berdasarkan jumlah variabel independen dalam model. Hipotesis dalam pengujian ini adalah:

H_0 : REM terpilih

H_a : FEM terpilih

Keputusan pada uji Hausman memperhatikan nilai probabilitas dari distribusi *chi*-kuadrat. Jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka tolak H_0 dan terima H_a , sehingga model yang dipilih adalah FEM. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka terima H_0 dan tolak H_a , sehingga model yang dipilih adalah REM.

3.5.4 Uji Asumsi Klasik

3.5.4.1 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dibutuhkan dalam analisis regresi untuk mengetahui apakah terjadi hubungan antara variabel independen lainnya atau kondisi multikolinearitas. Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *pwcorr* (*partial correlation* antar variabel selain variabel dependen). Jika *pwcorr* $< 0,8$ maka artinya bebas multikolinearitas.

3.5.4.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah suatu pengujian yang bertujuan untuk menilai adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi linear. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan uji Breusch-Pagan. Jika nilai probabilitas > 0,05, artinya tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model penelitian.

3.5.5 Analisis Regresi Data Panel

Analisis Regresi data panel menggabungkan antara *time series* dan *cross section*, yang dalam penelitian ini diolah dengan perangkat lunak STATA16. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

Persamaan 1:

$$\text{DUVOL} = \beta_0 + \beta_1 \text{OWN} + \beta_2 \text{DUAL} - \beta_3 \text{PRES} - \beta_4 \text{EXPR} + \beta_5 \text{SIZE} - \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{CAGE} + \epsilon$$

Persamaan 2:

$$\text{DUVOL} = \beta_0 + \beta_1 \text{OWN} + \beta_2 \text{DUAL} - \beta_3 \text{PRES} - \beta_4 \text{EXPR} - \beta_5 (\text{OWN} * \text{CSR}) - \beta_6 (\text{DUAL} * \text{CSR}) - \beta_7 (\text{PRES} * \text{CSR}) - \beta_8 (\text{EXPR} * \text{CSR}) + \beta_9 \text{SIZE} - \beta_{10} \text{ROA} + \beta_{11} \text{CAGE} + \epsilon$$

Berdasarkan model persamaan 1 dan 2, penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda dan analisis regresi moderasi (*Moderated Regression Analysis/MRA*). Analisis regresi linear berganda merupakan teknis analisis yang digunakan untuk menganalisis pengaruh langsung beberapa variabel independen terhadap satu variabel dependen. Sementara itu, MRA merupakan teknik analisis

yang digunakan untuk mengidentifikasi apakah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dipengaruhi atau dimodifikasi oleh variabel moderasi. Variabel moderasi adalah variabel yang memengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen. Analisis ini digunakan untuk memahami bagaimana faktor-faktor lain dapat memperkuat atau mengurangi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Kriteria penerimaan hipotesis dalam MRA dilakukan dengan menguji signifikansi koefisien regresi, khususnya koefisien interaksi yang menunjukkan adanya efek moderasi. Uji signifikansi koefisien interaksi dimulai dengan merumuskan dua hipotesis berikut:

H₀: Koefisien interaksi tidak signifikan, yang berarti variabel moderasi tidak memengaruhi hubungan antara variabel independen dan dependen.

H_a: Koefisien interaksi signifikan, yang berarti variabel moderasi memengaruhi hubungan antara variabel independen dan dependen.

Uji ini dilakukan dengan memeriksa nilai probabilitas untuk koefisien interaksi, jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka hipotesis alternatif terdukung yang berarti ada efek moderasi. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka hipotesis nol terdukung yang berarti tidak ada efek moderasi. Jika efek moderasi ditemukan, dimana koefisien interaksi signifikan maka dilanjutkan dengan menginterpretasikan bagaimana variabel moderasi memengaruhi kekuatan atau arah hubungan antara variabel independen dan dependen. Koefisien interaksi positif menunjukkan bahwa semakin tinggi level variabel moderasi, semakin kuat hubungan antara variabel independen dan dependen. Koefisien interaksi negatif

menjelaskan bahwa semakin tinggi level variabel moderasi, semakin lemah hubungan antara variabel independen dan dependen.

3.5.6 Uji Kelayakan Model

3.5.6.1 Uji t Statistik (Uji Individual)

Uji t digunakan untuk mengetahui dan menguji sejauh mana variabel independen secara individual menjelaskan variabel dependen. Tingkat signifikansi pada pengujian ini sebesar 0,05 dengan melihat nilai probabilitas (t) pada masing-masing variabel dalam output hasil analisis regresi. Jika probabilitas t lebih kecil dari 0,05 maka disimpulkan bahwa terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Kriteria pengujian yang digunakan adalah nilai probabilitas dari masing-masing variabel independen yang disajikan dalam tabel hasil analisis regresi. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 terdukung dan H_a tidak terdukung. Sebaliknya, jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 tidak terdukung dan H_a terdukung.

3.5.6.2 Uji F Statistik (Uji Keseluruhan)

Uji F merupakan metode statistik yang digunakan untuk mengetahui apakah secara keseluruhan variabel independen memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen dalam model. Uji ini berguna untuk menilai sejauh mana model regresi layak secara keseluruhan dan untuk mengetahui apakah model tersebut dapat diterapkan dalam proses prediksi. Langkah-langkah dalam melakukan uji F dimulai dengan merumuskan dua hipotesis, sebagai berikut:

H_0 : Variabel independen secara keseluruhan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen

Ha: Setidaknya terdapat satu variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen secara keseluruhan

Uji F dalam penelitian dapat dilihat dari nilai *F test* yang tercantum dalam tabel hasil analisis regresi. Kriteria pengambilan keputusan adalah berdasarkan nilai signifikansi. Jika nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 tidak terdukung. Jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 terdukung.

3.5.6.3 Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi (*R-squared*) merupakan pengujian untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi ini berada di antara nol dan satu. Semakin tinggi nilai *R-squared*, maka semakin baik pula variabel independen dalam menjelaskan variabel dependennya. Jika nilai *R-squared* mendekati angka 1, maka kemampuan variabel-variabel dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen atau dengan kata lain variabel independen berpengaruh sempurna terhadap variabel dependen. Jika nilai *R-squared* mendekati angka 0, maka kemampuan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian cukup sedikit atau terbatasnya informasi yang diperlukan dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen, atau dapat dikatakan bahwa kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen terbatas.

3.5.7 Uji Kekokohan

Uji kekokohan atau *robustness test* merupakan proses pengujian yang dilakukan untuk memverifikasi konsistensi dan ketahanan hasil penelitian dengan tujuan bahwa model penelitian tetap valid dan tidak bias meskipun menggunakan indikator atau ukuran yang berbeda. Uji kekokohan dalam penelitian ini dilakukan dengan mengganti proksi utama variabel risiko *crash* harga saham, yaitu *down up to volatility* (DUVOL) dengan proksi alternatif, *negative conditional skewness* (NCSKEW). *Negative conditional skewness* didefinisikan sebagai kemiringan negatif dari distribusi *return* saham dan menangkap asimetri dalam risiko *crash* harga saham (Kim *et al.*, 2014).

Alasan menggunakan NCSKEW adalah untuk mengetahui *return* mingguan saham yang berpotensi mengalami penurunan secara tajam. Langkah awal perhitungan NCSKEW dilakukan dengan menghitung nilai residual dari regresi antara *return* mingguan spesifik perusahaan terhadap *return* mingguan pasar. Model regresi yang digunakan sebagai berikut.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,t-2} + \beta_{2,i} r_{m,t-1} + \beta_{3,i} r_{m,t} + \beta_{4,i} r_{m,t+1} + \beta_{5,i} r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$r_{i,t}$: *return* saham spesifik perusahaan i dalam minggu t

$r_{m,t}$: *return* pasar IHSG dalam minggu t

$\varepsilon_{i,t}$: residual regresi yang mewakili *return* spesifik perusahaan setelah menghilangkan pengaruh pasar

Setelah memperoleh nilai residual regresi ($\varepsilon_{i,t}$) dari model pasar, selanjutnya melakukan estimasi *return* mingguan spesifik perusahaan yang ditransformasikan

dengan logaritma natural dari satu ditambah dengan residual *return* ($w_{i,t} = 1 + \varepsilon_{i,t}$). *Negative conditional skewness* diperoleh dengan menghitung rasio negatif momen ketiga *return* mingguan terhadap deviasi standar *return* mingguan pangkat tiga (J. Chen *et al.*, 2001). Semakin tinggi nilai NCSKEW (dengan tanda negatif), menandakan potensi risiko *crash* harga saham yang lebih besar (Kalia, 2024).

$$NCSKEW_{j,t} = - \frac{[n(n-1)\frac{3}{2}\Sigma W_{j,t}^3]}{(n-1)(n-2)(\Sigma W_{j,t}^2)^{\frac{3}{2}}} \dots\dots\dots (3.3)$$

Keterangan:

NCSKEW = Kemiringan negatif pada *return* perusahaan j selama 1 tahun fiskal t

n = Jumlah *return* mingguan selama 1 tahun t

w = *Return* mingguan perusahaan j pada tahun t

Berdasarkan penggantian proksi utama dengan proksi alternatif, maka model regresi yang digunakan untuk uji kekokohan sebagai berikut:

Persamaan 3:

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1 OWN + \beta_2 DUAL - \beta_3 PRES - \beta_4 EXPR - \beta_5 (OWN*CSR) - \beta_6 (DUAL*CSR) - \beta_7 (PRES*CSR) - \beta_8 (EXPR*CSR) + \beta_9 SIZE - \beta_{10} ROA + \beta_{11} CAGE + \epsilon$$

3.5.8 Analisis Tambahan: Uji Beda

Uji beda merupakan teknik statistik yang digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan antara dua kelompok data atau lebih. Uji beda dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan terkait risiko *crash* harga saham, kekuasaan CEO, pengungkapan CSR, serta kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO. Penelitian ini mengidentifikasi

perbedaan dampak berdasarkan kategori *high profile* dan *low profile*, terutama didasarkan pada jenis industri. Penekanan pada jenis industri menjadi penting karena dalam satu sektor yang sama menurut klasifikasi IDX-IC, dapat ditemukan karakteristik operasional yang berbeda secara signifikan.

Kategori *high profile* mencakup industri seperti pertambangan, minyak dan gas yang melekat sebagai industri yang menyebabkan kerusakan lingkungan akibat operasionalnya (Wijaya *et al.*, 2022). Sebaliknya kategori *low profile* mencakup industri yang memiliki rantai pasok dengan dampak lingkungan yang lebih terdistribusi. Contoh industri yang termasuk dalam kategori ini antara lain tekstil dan pakaian jadi, properti, dan kesehatan (Sarwar & Saleem, 2021). Informasi mengenai klasifikasi sampel perusahaan kategori *high profile* dan *low profile* disajikan secara rinci dalam tabel berikut.

Tabel 3.4
Klasifikasi Sampel Perusahaan *High Profile* dan *Low Profile* Periode Tahun 2018-2022 Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri

No	Sektor	Jenis Industri	<i>High profile</i>	<i>Low Profile</i>	Total Sampel
1	(A) Energi	Batu bara	118	-	118
		Logam dan mineral	66	-	66
		Minyak dan gas	58	-	58
		Pendukung minyak, gas, dan batu bara	41	-	41
2	(B) Barang baku	Barang kimia	88	-	88
		Material konstruksi	23	-	23
		Perhutanan dan kertas	18	-	18
		Wadah dan kemasan	41	-	41
3	(C) Perindustrian	Mesin dan komponen perindustrian	28	-	28
		Perusahaan holding multi-sektor	16	-	16
		Jasa komersial	-	24	24
		Jasa profesional	-	9	9

No	Sektor	Jenis Industri	High profile	Low Profile	Total Sampel
		Produk dan perlengkapan bangunan	-	33	33
		Perdagangan aneka barang perindustrian	-	5	5
4	(D) Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	30	-	30
		Barang rumah tangga	-	20	20
		Distributor barang konsumen	-	2	2
		Hiburan dan film	-	7	7
		Media (penerbitan, penyiaran, periklanan)	-	48	48
		Pakaian dan barang mewah	-	45	45
		Pariwisata dan rekreasi	-	77	77
		Ritel khusus (barang rumah tangga, elektronik, otomotif, pakaian dan tekstil)	-	45	45
		Ritel otomatis	-	5	5
5	(E) Barang konsumen primer	Makanan olahan	70	-	70
		Minuman keras	10	-	10
		Minuman ringan	9	-	9
		Produk makanan pertanian	88	-	88
		Rokok	10	-	10
		Produk perawatan tubuh	-	19	19
		Perdagangan ritel barang primer	-	52	52
6	(F) Kesehatan	Farmasi dan penyedia jasa kesehatan	-	63	63
7	(H) Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	-	198	198
8	(I) Teknologi	Jasa dan konsultan TI	-	10	10
		Aplikasi dan jasa internet	-	8	8
		Peralatan jaringan	-	5	5
		Perangkat lunak dan jasa TI	-	7	7
9	(J) Infrastruktur	Kelistrikan	24	-	24
		Konstruksi bangunan	55	-	55
		Infrastruktur transportasi	29	-	29
		Telekomunikasi (kabel, nirkabel, terintegrasi)	61	-	61
		Utilitas listrik	10	-	10
10	(K) Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	26	-	26
		Maskapai penerbangan	11	-	11

Tabel 3.4 Lanjutan

No	Sektor	Jenis Industri	<i>High profile</i>	<i>Low Profile</i>	Total Sampel
		Pengangkutan penumpang darat	16	-	16
		Total	946	682	1.628

Sumber: Data BEI, diolah peneliti (2025)

Berdasarkan tabel 3.4, terdapat 946 sampel kategori *high profile* seperti industri barang kimia, batu bara, infrastruktur, dan seterusnya. Sementara itu, terdapat 682 sampel kategori *low profile* seperti barang rumah tangga, pengelola dan pengembang real estat, dan seterusnya. Data rinci terkait sektor dan jenis industri masing-masing kelompok perusahaan dapat dibaca pada lampiran 7 dan 8 halaman 342-355. Selanjutnya, data tersebut akan dibandingkan melalui uji beda untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan variabel diantara kategori *high profile* dan *low profile*. Uji ini juga memberikan pemahaman tentang bagaimana interaksi kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR dan risiko *crash* harga saham bervariasi pada masing-masing kategori. Hasil uji beda dapat memberikan wawasan lebih spesifik untuk merumuskan kebijakan tata kelola perusahaan yang tepat. Hal ini memungkinkan pengelolaan risiko *crash* harga saham dapat dilakukan lebih efektif sesuai dengan kebutuhan dan tekanan yang berbeda antara perusahaan *high profile* dan *low profile*.

Uji beda dilakukan menggunakan uji t independen atau *independen t-test* karena data kedua kelompok data bersifat independen satu sama lain. Keputusan pengujian uji beda menetapkan hipotesis nol dan alternatif dengan tingkat signifikansi 0,05 dengan kriteria berikut.

Jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak, artinya ada perbedaan yang signifikan

Jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima, artinya tidak ada perbedaan yang signifikan.



BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Deskripsi variabel dalam statistik deskriptif meliputi nilai maksimum, minimum, *mean*, dan standar deviasi dari satu variabel dependen, yaitu risiko *crash* harga saham dan empat variabel independen, yaitu kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise, dan kekuasaan keahlian. Analisis deskriptif terhadap data penelitian dengan menggunakan data sekunder periode tahun 2018-2022 dengan jumlah pengamatan sebanyak 1.628 perusahaan yang terdaftar di BEI disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Dummy = Frekuensi	Rata-rata	Std. Deviasi
DUVOL	-3,625	3,148	-	-0,389	0,613
OWN	-	-	0 = 1.013	0,378	0,485
			1 = 615		
DUAL	-	-	0 = 713	0,562	0,496
			1 = 915		
PRES	-	-	0 = 976	0,400	0,490
			1 = 652		
EXPR	0	49	-	2,965	5,769
CSRD	0,125	0,956	-	0,501	0,141
SIZE	15,534	26,747	-	22,032	1,680
ROA	-6,156	0,717	-	0,018	0,266
CAGE	26	83	-	55,254	9,293
Keterangan: DUVOL= Risiko <i>Crash</i> Harga Saham, OWN= Kekuasaan Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR, SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= <i>Return on Asset</i> , CAGE= Usia CEO					

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan tabel 4.1 statistik deskriptif, variabel risiko *crash* harga saham (DUVOL) menunjukkan profil data yang cukup bervariasi. Nilai minimum sebesar -3,625 dan nilai maksimum sebesar 3,148 mengindikasikan adanya perbedaan volatilitas yang signifikan antar perusahaan dalam sampel penelitian. Hal ini mencerminkan adanya variasi dalam tingkat penimbunan berita buruk dan reaksi pasar terhadap rilis berita tersebut. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar -0,389 menunjukkan bahwa secara umum distribusi *return* saham perusahaan cenderung condong ke arah negatif namun sebagian besar perusahaan masih berada dalam tingkat volatilitas yang terkendali selama periode pengamatan. Selain itu, nilai standar deviasi sebesar 0,613 yang lebih besar daripada nilai mutlak rata-ratanya menunjukkan adanya dispersi data yang cukup lebar antar perusahaan.

Variabel kekuasaan kepemilikan CEO (OWN) menggunakan variabel *dummy* untuk menunjukkan status kepemilikan saham CEO. Frekuensi kemunculan nilai 0 (CEO tidak memiliki saham) tercatat sebanyak 615 observasi, sedangkan frekuensi kemunculan nilai 1 (CEO memiliki saham) tercatat sebanyak 1.013 observasi. Distribusi ini menghasilkan rata-rata sebesar 0,378 yang menunjukkan bahwa secara proporsional, kepemilikan saham oleh CEO ditemukan pada 37,8% dari total sampel penelitian. Sementara itu, nilai standar deviasi sebesar 0,485 mengonfirmasi adanya variasi yang cukup seimbang antara kedua kategori status kepemilikan tersebut.

Variabel kekuasaan struktural CEO (DUAL) menggunakan variabel *dummy* yang menunjukkan status dualitas CEO pada anak perusahaan. Frekuensi kemunculan nilai 0 (tidak terdapat dualitas) tercatat sebanyak 713 observasi,

sedangkan nilai 1 (terdapat dualitas) tercatat sebanyak 915 observasi. Hal ini menghasilkan nilai rata-rata sebesar 0,562 yang menunjukkan bahwa secara proporsional terdapat 56,2% perusahaan dalam sampel yang memiliki struktur kekuasaan dualitas. Selanjutnya nilai standar deviasi sebesar 0,496 mencerminkan variasi sebaran data yang cukup beragam dalam kekuasaan struktural.

Variabel kekuasaan prestise CEO (PRES) menggunakan variabel *dummy* yang menunjukkan tingkat pendidikan CEO. Frekuensi kemunculan nilai 0 (CEO bukan lulusan magister) tercatat sebanyak 976 observasi, sedangkan nilai 1 (CEO minimal lulusan magister) tercatat sebanyak 652 observasi. Hal ini menghasilkan nilai rata-rata sebesar 0,400 yang menunjukkan bahwa secara proporsional terdapat 40% CEO dalam sampel penelitian memiliki kualifikasi pendidikan tinggi pada jenjang magister ke atas. Nilai standar deviasi sebesar 0,490 mencerminkan adanya variasi sebaran yang cukup merata di antara dua kategori.

Variabel kekuasaan keahlian CEO (EXPR) yang diproksikan dengan masa jabatan CEO menunjukkan rentang yang sangat lebar dengan nilai minimum 0 tahun dan maksimum 49 tahun. Nilai minimum 0 tahun merepresentasikan CEO yang baru diangkat pada tahun berjalan, sebagaimana terlihat pada emiten ABMM, ACES, ACST, ADMG, ADRO, dan seterusnya. Sementara itu, nilai maksimum 49 tahun merepresentasikan CEO dengan masa jabatan yang sangat panjang, terjadi pada perusahaan di mana CEO merupakan pendiri dan pemilik perusahaan sebagaimana terlihat pada emiten JECC. Nilai rata-rata sebesar 2,965 mencerminkan karakteristik umum perusahaan di Indonesia di mana masa jabatan CEO cenderung relevan dengan siklus pengangkatan CEO yang umumnya

berlangsung selama tiga hingga lima tahun dalam satu periode. Sementara itu, nilai standar deviasi sebesar 5,769 yang lebih besar dari nilai rata-ratanya menunjukkan tingkat dispersi data yang tinggi. Hal ini menunjukkan adanya variasi pengalaman yang signifikan antara CEO profesional dengan CEO yang memiliki ikatan jangka panjang sebagai pendiri perusahaan.

Variabel pengungkapan CSR (CSRSD) menunjukkan nilai minimum sebesar 0,125 dan nilai maksimum sebesar 0,956 yang mengindikasikan adanya perbedaan tingkat transparansi pengungkapan CSR yang cukup lebar di antara perusahaan sampel. Rendahnya nilai minimum (0,123) menunjukkan bahwa masih terdapat perusahaan yang hanya mengungkapkan informasi CSR secara terbatas atau sekadar memenuhi kewajiban normatif minimal. Sebaliknya tingginya nilai maksimum (0,956) mencerminkan perusahaan yang sangat progresif dan transparan dalam melaporkan CSR, bahkan hampir memenuhi seluruh indikator standar pengungkapan.

Nilai rata-rata sebesar 0,501 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan dalam penelitian ini telah mengungkapkan sekitar 50% dari total indikator pengungkapan CSR berdasarkan standar GRI 2016. Sementara itu, nilai standar deviasi sebesar 0,141 mencerminkan bahwa mayoritas perusahaan memiliki tingkat pengungkapan CSR yang cenderung stabil dan mengelompok di sekitar nilai rata-rata yang menggambarkan konsistensi pengungkapan di sebagian besar perusahaan sampel.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) yang diproksikan dengan logaritma natural total aset menunjukkan nilai minimum sebesar 15, 534 dan nilai maksimum

sebesar 26,747. Rentang ini menunjukkan bahwa sampel penelitian mencakup berbagai skala perusahaan mulai dari perusahaan dengan aset relatif kecil hingga perusahaan berskala besar yang memiliki sumber daya aset yang luas. Nilai rata-rata sebesar 22,032 menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan sampel berada pada kategori perusahaan menengah hingga besar. Nilai rata-rata yang jauh lebih tinggi dari nilai minimum (15,534) memberikan gambaran bahwa sampel penelitian ini cenderung didominasi oleh perusahaan yang sudah mapan (*established*).

Variabel profitabilitas (ROA) menunjukkan rentang kinerja keuangan yang cukup kontras dengan nilai minimum sebesar -6,156 dan nilai maksimum sebesar 0,717. Nilai minimum yang negatif mengindikasikan bahwa terdapat perusahaan dalam sampel yang mengalami kerugian signifikan pada tahun pengamatan yang dialami oleh emiten GLOB. Sementara itu, nilai maksimum menunjukkan adanya perusahaan dengan tingkat efisiensi aset yang sangat tinggi dalam menghasilkan laba yang diraih oleh emiten DIVA pada tahun 2021. Nilai rata-rata sebesar 0,018 menunjukkan bahwa secara keseluruhan, perusahaan mampu mempertahankan profitabilitas meskipun relatif kecil. Sementara itu, nilai standar deviasi sebesar 0,266 yang lebih besar dari nilai rata-ratanya mencerminkan adanya variasi kinerja keuangan yang sangat tinggi antar perusahaan.

Variabel usia CEO (CAGE) menunjukkan rentang usia yang sangat lebar dengan nilai minimum 26 tahun dan nilai maksimum 83 tahun. Keberadaan nilai minimum 26 tahun mengindikasikan adanya suksesi kepemimpinan kepada figur muda atau keterlibatan generasi penerus dalam manajemen sebagaimana terlihat pada emiten SOTS. Sementara itu nilai maksimum 83 tahun menunjukkan adanya

CEO senior yang sekaligus merupakan pendiri atau figur kunci perusahaan, yang dimiliki oleh emiten JECC. Nilai rata-rata sebesar 55,245 mencerminkan bahwa kepemimpinan oleh CEO pada perusahaan secara umum berada pada usia matang dan produktif yaitu sekitar 55 tahun. Nilai standar deviasi sebesar 9,293 menunjukkan adanya variasi usia yang cukup signifikan sekaligus menggambarkan keberagaman latar belakang pengalaman berdasarkan demografi usia di dalam jajaran direksi perusahaan.

4.2 Penentuan Metode Estimasi

Penentuan metode estimasi seperti *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Common Effect Model* (REM) digunakan dalam analisis regresi data panel untuk mendapatkan model yang tepat dalam menjelaskan hubungan antar variabel. Tujuan penggunaan ketiga metode ini adalah untuk memilih metode estimasi yang paling tepat dan efisien berdasarkan karakteristik data panel yang digunakan, sehingga menghasilkan model regresi yang akurat dalam analisis data. Pemilihan model dilakukan dengan uji Chow, uji Hausman, dan uji LM untuk menentukan apakah CEM, FEM, atau REM yang paling sesuai. Hasil uji pemilihan model dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 4.2
Hasil Uji Pemilihan Model

Model	Uji Chow (Prob.)	Uji Hausman (Prob.)	Uji LM (Prob.)	Keterangan
CEM ↔ FEM	0,7174	-	-	CEM
CEM ↔ REM	-	-	0,1817	CEM
FEM ↔ REM	-	Tidak dilakukan	-	-
Keterangan: CEM= <i>Common Effect Model</i> , FEM= <i>Fixed Effect Model</i> , REM= <i>Random Effect Model</i>				

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan tabel 4.2, hasil uji Chow yang digunakan untuk memilih antara model CEM atau FEM menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0,7174 > 0,05$, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga model terpilih adalah CEM. Selanjutnya penentuan model antara CEM atau REM dilakukan dengan uji LM Breusch-Pagan menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0,1817 > 0,05$, maka H_0 diterima dan H_0 ditolak, sehingga model terpilih adalah CEM. Berdasarkan hasil kedua pengujian, disimpulkan bahwa CEM adalah model yang paling sesuai untuk penelitian ini. Oleh karena itu, uji Hausman yang biasanya dilakukan untuk memilih FEM atau REM menjadi tidak perlu dilakukan karena uji Chow dan uji LM secara tegas menunjukkan bahwa CEM yang paling sesuai. Pendekatan ini memperkuat keputusan pemilihan model yang efisien dan sesuai dengan karakteristik data panel yang digunakan dalam penelitian ini.

4.3 Pengujian Asumsi Klasik

4.3.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dalam penelitian ini dilihat dari matriks korelasi yang menjelaskan seberapa kuat dan arah hubungan linier antara beberapa variabel secara bersamaan. Matriks ini berisi koefisien korelasi yang nilainya berkisar dari -1 (hubungan negatif sempurna) hingga 1 (hubungan positif sempurna), dengan 0 berarti tidak ada korelasi. Nilai korelasi antar variabel independen digambarkan oleh matriks berikut.

	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA
OWN	1,000						
DUAL	0,116	1,000					
PRES	-0,027	0,070	1,000				
EXPR	0,151	-0,018	-0,096	1,000			
CSRD	-0,004	0,066	0,143	-0,048	1,000		
SIZE	0,012	0,187	0,161	-0,027	0,450	1,000	
ROA	0,041	-0,018	0,026	0,014	0,078	0,227	1,000
CAGE	0,038	0,061	-0,060	0,189	0,038	0,111	0,018
	CAGE						
CAGE	1,000						

Keterangan:

OWN= Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR, SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= Return on Asset, CAGE= Usia CEO

Gambar 4.1
Matrik Korelasi

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Gambar 4.1 menunjukkan nilai korelasi antar variabel yang cukup rendah, yaitu berada di bawah 0,8. Hal ini berarti hanya sedikit atau hampir tidak ada hubungan linier antar variabel independen sehingga tidak terjadi multikolinearitas dalam model. Selain itu, gejala multikolinearitas dalam penelitian ini juga diukur dengan indikator lain, yang dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai VIF menunjukkan seberapa kuat hubungan antar variabel independen dalam sebuah model regresi. Jika nilai $VIF > 10$, maka terindikasi adanya multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.3
Uji Multikolinearitas dengan VIF

Variabel	VIF	1/VIF
OWN	1,04	0,960
DUAL	1,06	0,942
PRES	1,06	0,947
EXPR	1,10	0,908
CSRD	1,28	0,779
OWN*CSRD	1,03	0,970
DUAL*CSRD	1,02	0,976
PRES*CSRD	1,04	0,959
EXPR*CSRD	1,07	0,939
SIZE	1,41	0,709
ROA	1,07	0,936
CAGE	1,07	0,938
Keterangan: OWN= Kekuasaan Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR, SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= Return on Asset, CAGE= Usia CEO		

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan tabel 4.3 hasil pengujian multikolinearitas, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen karena memiliki nilai VIF < 10.

4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji Breusch-Pagan, yang dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Hasil uji berupa statistik *chi-squared* digunakan untuk menentukan apakah ada hubungan yang signifikan antara varians residual dan variabel independen. Hasil pengujiannya disajikan sebagai berikut.

Tabel 4.4
Uji Heteroskedastisitas

Uji Breusch Pagan	Nilai
Prob. > chi2	0,147

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan hasil uji Breusch-Pagan dalam tabel 4.4 diketahui nilai probabilitas sebesar $0,147 > 0,05$ yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi dan telah memenuhi asumsi homoskedastisitas.

4.4 Regresi dengan *Common Effect Model*

4.4.1 Hasil Uji Regresi Dasar

Hasil uji regresi dasar memberikan gambaran pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu kekuasaan CEO termasuk kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise, dan kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham. Hasil uji regresi dasar disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.5
Hasil Uji Regresi Dasar

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Prob.	Keterangan
C	0,110	0,423	0,26	0,794	-
OWN → DUVOL	0,170	0,062	2,75	0,006	Terdukung
DUAL → DUVOL	0,123	0,061	2,01	0,044	Terdukung
PRES → DUVOL	-0,219	0,061	-3,58	0,000	Terdukung
EXPR → DUVOL	-0,021	0,005	-3,94	0,000	Terdukung
SIZE → DUVOL	-0,010	0,019	-0,55	0,584	Tidak berpengaruh
ROA → DUVOL	0,071	0,114	0,63	0,531	Tidak berpengaruh
CAGE → DUVOL	0,003	0,003	0,83	0,406	Tidak berpengaruh
Keterangan: C= Konstanta, DUVOL= Risiko <i>Crash</i> Harga Saham, OWN= Kekuasaan Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= <i>Return on Asset</i> , CAGE= Usia CEO					

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan hasil analisis regresi dalam tabel 4.5, diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DUVOL} = 0,110 + 0,170 \text{ OWN} + 0,123 \text{ DUAL} - 0,219 \text{ PRES} - 0,021 \text{ EXPR} - 0,010 \text{ SIZE} + 0,071 \text{ ROA} + 0,003 \text{ CAGE} + \epsilon$$

4.4.2 Hasil Uji Regresi Moderasi

Hasil uji regresi moderasi memberikan gambaran peran variabel pemoderasi dalam pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah pengungkapan CSR menjadi pemoderasi untuk kekuasaan CEO termasuk kekuasaan kepemilikan, kekuasaan struktural, kekuasaan prestise, dan kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham. Hasil uji regresi moderasi disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.6
Hasil Uji Regresi Moderasi

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Prob.	Keterangan
C	0,153	0,431	0,36	0,722	-
OWN → DUVOL	0,169	0,062	2,74	0,006	Terdukung
DUAL → DUVOL	0,122	0,061	2,00	0,046	Terdukung
PRES → DUVOL	-0,222	0,061	-3,62	0,000	Terdukung
EXPR → DUVOL	-0,021	0,005	-3,94	0,000	Terdukung
OWN*CSRD → DUVOL	-1,335	0,436	-3,06	0,002	Terdukung
DUAL*CSRD → DUVOL	-0,911	0,425	-2,15	0,032	Terdukung
PRES*CSRD → DUVOL	-0,309	0,429	-0,72	0,471	Tidak terdukung
EXPR*CSRD → DUVOL	0,024	0,040	0,60	0,546	Tidak terdukung
SIZE → DUVOL	-0,007	0,021	-0,32	0,750	Tidak berpengaruh
ROA → DUVOL	0,079	0,114	0,70	0,487	Tidak berpengaruh
CAGE → DUVOL	0,002	0,003	-0,72	0,470	Tidak berpengaruh

Tabel 4.6 Lanjutan

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Prob.	Keterangan
Keterangan: C= Konstanta, DUVOL= Risiko <i>Crash</i> Harga Saham, OWN= Kekuasaan Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= <i>Return on Asset</i> , CAGE= Usia CEO					

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan hasil analisis regresi dalam tabel 4.6, maka persamaan regresinya adalah:

$$\begin{aligned} \text{DUVOL} = & 0,153 + 0,169 \text{ OWN} + 0,122 \text{ DUAL} - 0,222 \text{ PRES} - 0,021 \text{ EXPR} - \\ & 1,335 \text{ OWN} * \text{CSRD} - 0,911 \text{ DUAL} * \text{CSRD} - 0,309 \text{ PRES} * \text{CSRD} + 0,024 \\ & \text{EXPR} * \text{CSRD} - 0,007 \text{ SIZE} - 0,079 \text{ ROA} + 0,002 \text{ CAGE} + \epsilon \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil pengujian regresi dasar dalam tabel 4.5 dan regresi moderasi dalam tabel 4.6, serta persamaan regresi 1 dan 2, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Kekuasaan kepemilikan (OWN) berpengaruh positif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien 0,170 dan nilai probabilitas $0,006 < 0,05$ serta nilai koefisien 0,169 dan nilai probabilitas $0,006 < 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 1a yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, terdapat pengaruh positif kekuasaan kepemilikan terhadap risiko *crash* harga saham didukung secara empiris.
2. Kekuasaan Struktural (DUAL) berpengaruh positif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien 0,123 dan nilai probabilitas 0,044 serta nilai koefisien 0,122 dan nilai probabilitas $0,046 < 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 1b yang diusulkan dalam

penelitian ini yaitu, terdapat pengaruh positif kekuasaan struktural terhadap risiko *crash* harga saham terdukung secara empiris.

3. Kekuasaan Prestise (PRES) berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien negatif -0,219 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$ serta nilai koefisien -0,122 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 2a yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, terdapat pengaruh negatif kekuasaan prestise terhadap risiko *crash* harga saham terdukung secara empiris.
4. Kekuasaan Keahlian (EXPR) berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien -0,021 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$ serta nilai koefisien -0,021 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 2b yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, terdapat pengaruh negatif kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham terdukung secara empiris.
5. Pengungkapan CSR (CSRSD) berperan sebagai pemoderasi yang melemahkan pengaruh kekuasaan kepemilikan (OWN) terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien negatif signifikan (-1,335, nilai probabilitas $0,002 < 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 3a yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan kepemilikan terhadap risiko *crash* harga saham terdukung secara empiris.
6. Pengungkapan CSR (CSRSD) signifikan sebagai pemoderasi yang melemahkan pengaruh kekuasaan struktural (DUAL) terhadap risiko *crash*

harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien -0,911 dan nilai probabilitas $0,032 < 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis H3b yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan struktural terhadap risiko *crash* harga saham terdukung secara empiris.

7. Pengungkapan CSR (CSRSD) tidak signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan prestise (PRES) terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai probabilitas $0,471 > 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 3c yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan prestise terhadap risiko *crash* harga saham tidak terdukung secara empiris.
8. Pengungkapan CSR (CSRSD) tidak signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian (EXPR) terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai probabilitas $0,546 > 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis 3d yang diusulkan dalam penelitian ini yaitu, pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham tidak terdukung secara empiris.
9. Variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien regresi -0,007 dan nilai probabilitas $0,750 > 0,05$. Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL), dengan nilai koefisien 0,079 dan nilai probabilitas $0,487 > 0,05$. Usia CEO

(CAGE) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien 0,002 dan nilai probabilitas $0,470 > 0,05$.

4.5 Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model atau *goodness of fit* bertujuan untuk menguji apakah model penelitian yang diusulkan layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antar variabel. Uji ini bertujuan memastikan bahwa model yang dibentuk sesuai dengan data observasi dan mampu menjelaskan fenomena yang diteliti. Uji kelayakan model dalam penelitian ini dilakukan dengan uji t, uji F, dan koefisien determinasi (*R-squared*). Uji t atau uji individual digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Variabel independen dianggap berpengaruh signifikan jika nilai probabilitas uji t kurang dari 0,05. Hasil pengujian dalam tabel 4.5 dan 4.6 menunjukkan bahwa sebagian besar hipotesis yang diajukan terdukung secara statistik.

Sementara itu, Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi secara keseluruhan layak dan variabel independen secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikansi uji F kurang dari 0,05, maka model dianggap fit dan layak digunakan. Selanjutnya, koefisien determinasi (*R-squared*) digunakan untuk mengukur seberapa besar variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model dengan nilai berkisar antara 0 sampai 1. Hasil uji kelayakan model dari uji F dan koefisien determinasi dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 4.7
Uji Kelayakan Model

Statistik	Nilai	Keterangan
Uji F	0,000	Nilai prob uji $F < 0,05$
Koefisien Determinasi (<i>R-squared</i>)	0,033	3,3%

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Tabel 4.7 uji kelayakan model menunjukkan nilai probabilitas uji F sebesar $0,000 < 0,05$ yang signifikan secara statistik sehingga model penelitian ini layak digunakan. Hal ini berarti bahwa secara keseluruhan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel independen. Hasil ini juga sejalan dengan uji individu (uji t), yang menunjukkan bahwa enam dari delapan hipotesis yang diajukan terbukti signifikan, sehingga memperkuat validitas uji F. Selanjutnya, nilai koefisien determinasi *R-squared* adalah sebesar 0,033, yang menunjukkan bahwa 3,3% variasi variabel dependen dijelaskan oleh variabel independen dalam model, sementara 96,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar model ini.

Nilai *R-squared* sebesar 3,3% yang relatif rendah mencerminkan kompleksitas fenomena yang diteliti, terutama dalam bidang keuangan. Penelitian ini memiliki variabilitas data yang tinggi karena memiliki jenis data beragam, seperti data nominal dan data rasio. Data nominal dari variabel *dummy* dengan nilai 0 dan 1, menggambarkan kondisi keberadaan atau tidaknya suatu karakteristik, sedangkan data rasio mengukur nilai dalam skala kontinu dan memiliki angka nol absolut. Hal ini menyebabkan rentang dan sebaran nilai menjadi sangat luas antar pengamatan. Meski demikian, hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan tidak terjadi heterogenitas, yang berarti bahwa pengaruh kekuasaan CEO dan

pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham relatif konsisten di seluruh sampel.

Selain itu, uji kekokohan mendukung keandalan temuan utama meskipun data memiliki karakteristik pengukuran yang beragam. Jadi, meskipun variabilitas data tinggi, konsistensi terhadap hasil penelitian tetap terjaga sehingga interpretasinya dapat dilakukan dengan percaya diri. Selain itu, risiko *crash* harga saham dipengaruhi oleh banyak faktor yang tidak semuanya dapat dimasukkan dalam model. Oleh karena itu, variabel independen yang terfokus pada kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terbatas menjelaskan sebagian kecil dari variasi variabel dependen risiko *crash* harga saham, sehingga nilai *R-squared* menjadi rendah. Meski demikian, hasil pengujian membuktikan pengaruh signifikan baik secara individu (uji t) maupun keseluruhan (uji F) yang valid berdasarkan data sehingga model penelitian ini layak.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa kebermaknaan dan tolak ukur keberhasilan model utamanya terfokus pada signifikansi variabel independen, kekuatan hubungan secara parsial maupun simultan, serta implikasi teoretis dan praktis dari hasil. Nilai *R-squared* rendah merupakan hal umum dan diterima secara wajar, sebagaimana ditemukan dalam berbagai penelitian terdahulu seperti Bonareri *et al.*, (2023); Fang *et al.*,(2024); Wang *et al.*, (2020); dan Waqas & Siddiqui (2021). Meskipun nilai *R-squared* rendah, penelitian ini tetap memberikan kontribusi signifikan dengan mengungkap hubungan krusial antar variabel, memperkuat teori, serta membuka pandangan baru dalam regulasi dan praktik bisnis di Indonesia. Temuan ini memberikan pondasi penting sebagai

langkah awal yang dapat ditingkatkan melalui penelitian lanjutan dengan mengkaji faktor relevan lainnya secara mendalam guna memperkuat spesifikasi model dan pengayaan analisis.

4.6 Uji Kekokohan

Uji kekokohan atau *robustness test* merupakan prosedur yang dilakukan untuk menguji konsistensi dan validitas hasil penelitian ketika ada perubahan model, pengukuran variabel, maupun data sehingga meningkatkan kepercayaan terhadap kesimpulan penelitian. Penelitian ini melakukan uji kekokohan dengan mengganti proksi variabel independen risiko *crash* harga saham dari *down up to volatility* (DUVOL) menjadi *negative conditional skewness* (NCSKEW). *Down to up volatility* mengukur risiko *crash* dengan membandingkan volatilitas *return* saham pada minggu turun dan minggu naik sehingga fokus pada rasio variasi antara periode harga turun dan naik.

Sementara itu, NCSKEW mengukur risiko *crash* berdasarkan kemiringan negatif dari distribusi *return* saham, yang mempertimbangkan ketidaksimetrian distribusi *return* dan dinamika fluktuasi saham secara lebih komprehensif. Penggunaan NCSKEW dalam uji kekokohan untuk memastikan bahwa hasil penelitian tetap konsisten dan valid, tidak hanya berdasarkan variasi volatilitas, tetapi juga dengan memperhitungkan karakteristik distribusi *return* saham secara menyeluruh. Hasil uji kekokohan disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.8
Hasil Regresi Uji Kekokohan

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Prob.	Keterangan
C	-0,627	0,449	-1,40	0,163	-
OWN → NCSKEW	0,379	0,064	5,93	0,000	Terdukung
DUAL → NCSKEW	0,156	0,063	2,47	0,014	Terdukung
PRES → NCSKEW	-0,264	0,064	-4,15	0,000	Terdukung
EXPR → NCSKEW	-0,021	0,005	-4,18	0,000	Terdukung
OWN*CSRD → NCSKEW	-1,097	0,448	-2,45	0,015	Terdukung
DUAL*CSRD → NCSKEW	-1,030	0,439	-2,35	0,019	Terdukung
PRES*CSRD → NCSKEW	0,407	0,441	0,95	0,356	Tidak terdukung
EXPR*CSRD → NCSKEW	-0,115	0,390	-2,95	0,003	Terdukung
SIZE → NCSKEW	0,025	0,022	1,17	0,243	Tidak berpengaruh
ROA → NCSKEW	-0,174	0,118	0,87	0,141	Tidak berpengaruh
CAGE → NCSKEW	0,003	0,003	-0,81	0,386	Tidak berpengaruh
Keterangan: C= Konstanta, NCSKEW= Risiko <i>Crash</i> Harga Saham, OWN= Kepemilikan saham, DUAL= Dualitas CEO, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= <i>Return on Asset</i> , CAGE= Usia CEO					

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan hasil analisis regresi uji kekokohan dalam tabel 4.9, diperoleh persamaan regresi berikut:

Persamaan 3:

$$\begin{aligned}
 \text{NCSKEW} = & -0,627 + 0,379 \text{ OWN} + 0,156 \text{ DUAL} - 0,264 \text{ PRES} - 0,021 \text{ EXPR} - \\
 & 1,097 \text{ OWN*CSRD} - 1,030 \text{ DUAL*CSRD} + 0,407 \text{ PRES*CSRD} - \\
 & 0,115 \text{ EXPR*CSRD} + 0,025 \text{ SIZE} - 0,174 \text{ ROA} + 0,003 \text{ CAGE} + \epsilon
 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil regresi uji kekokohan dalam tabel 4.9, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Kekuasaan kepemilikan CEO (OWN) berpengaruh positif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien 0,379 dan nilai probabilitas $0,006 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 1a yang menyatakan terdapat pengaruh positif kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
2. Kekuasaan struktural CEO (DUAL) berpengaruh positif signifikan terhadap terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien 0,156 dan nilai probabilitas $0,014 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 1b yang menyatakan terdapat pengaruh positif kekuasaan struktural CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
3. Kekuasaan prestise (PRES) berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien -0,264 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 2a yang menyatakan terdapat pengaruh negatif kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
4. Kekuasaan keahlian (EXPR) berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien -0,021 dan nilai probabilitas $0,000 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 2b yang menyatakan terdapat pengaruh negatif kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

5. Pengungkapan CSR (CSRSD) signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan kepemilikan (OWN) terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW), dengan nilai koefisien -1,097 dan nilai probabilitas $0,015 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 3a yang menyatakan pengungkapan CSR memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
6. Pengungkapan CSR (CSRSD) signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan struktural (DUAL) terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW), dengan nilai koefisien -1,030 dan nilai probabilitas $0,019 < 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama penelitian dan mendukung hipotesis 3b yang menyatakan pengungkapan CSR memoderasi secara negatif pengaruh kekuasaan struktural CEO terhadap risiko *crash* harga saham.
7. Pengungkapan CSR (CSRSD) tidak signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan prestise CEO (PRES) terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien 0,407 dan nilai probabilitas $0,356 > 0,05$. Hasil ini konsisten dengan temuan utama, sehingga hipotesis 3c yang menyatakan pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan prestise terhadap risiko *crash* harga saham tidak terdukung secara empiris.
8. Pengungkapan CSR (CSRSD) signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian (PRES) terhadap risiko *crash* harga saham (NCSKEW) dengan nilai koefisien -0,114 dan nilai probabilitas $0,003 < 0,05$. Hasil ini tidak sejalan dengan temuan utama yang menunjukkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga

saham memiliki koefisien positif tidak signifikan. Perbedaan hasil ini terjadi karena perbedaan sifat dan sensitivitas pengukuran DUVOL dan NCSKEW. Perbedaan utama DUVOL dan NCSKEW adalah bahwa DUVOL mengukur volatilitas penurunan dan kenaikan harga saham, sedangkan NCSKEW mengukur kemiringan negatif dari *return* saham. Hasil pengujian utama yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa model dengan proksi DUVOL kurang efektif menangkap pengaruh tersebut dalam data yang digunakan. Ketidakefektifan DUVOL menunjukkan keterbatasan dalam menangkap karakteristik risiko *crash* yang asimetris dan ekstrim yang dibawa oleh interaksi kekuasaan keahlian CEO dan pengungkapan CSR. Sebaliknya, proksi alternatif NCSKEW pada uji kekokohan, yang menilai kemiringan distribusi *return* lebih efektif menangkap risiko *crash* harga saham yang ekstrim. Secara teoretis, pengungkapan CSR membantu meningkatkan transparansi dan mendukung kapabilitas CEO di mana efek sebenarnya lebih terlihat pada kemiringan negatif (NCSKEW) daripada volatilitas mingguan (DUVOL). Pengujian kekokohan dengan mengganti proksi variabel risiko *crash* harga saham dilakukan untuk menguatkan argumentasi bahwa hasil tidak hanya bergantung pada satu proksi. Hasil yang berbeda menunjukkan bahwa model lebih sensitif terhadap salah satu proksi, yang dipengaruhi oleh karakteristik dari kedua proksi tersebut. Meskipun hasil pengujian utama tidak mendukung hipotesis, hasil uji kekokohan memberikan bukti yang memperkuat keberadaan pengaruh pengungkapan CSR dalam pengaruh kekuasaan keahlian terhadap risiko

crash harga saham. Kendati demikian, terdukung atau tidaknya hipotesis tetap didasarkan pada temuan utama. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis 3d yang menyatakan pengungkapan CSR memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham tidak terdukung secara empiris.

9. Variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien regresi 0,025 dan nilai probabilitas $0,243 > 0,05$. Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien -0,174 dan nilai probabilitas $0,141 > 0,05$. Usia CEO (CAGE) tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (DUVOL) dengan nilai koefisien 0,003 dan nilai probabilitas $0,386 > 0,05$.

4.7 Analisis Tambahan: Uji Beda

Penelitian ini melakukan analisis tambahan dengan uji beda untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan antara perusahaan *high profile* dan *low profile* terkait variabel penelitian. Perusahaan *high profile* dan *low profile* terutama dibedakan berdasarkan sektor industri dan tingkat sensitivitas operasinya terhadap lingkungan. Perusahaan *high profile* biasanya mendapatkan perhatian lebih besar dari publik, sehingga kemungkinan pengungkapan CSR pada perusahaan tersebut cenderung lebih diperhatikan dan memiliki peran penting dalam membentuk persepsi risiko pasar saham. Contoh sektor industri *high profile* adalah minyak dan pertambangan, kimia, hutan, kertas, agribisnis, tembakau, makanan dan minuman, kesehatan, transportasi, dan pariwisata. Sebaliknya, perusahaan *low profile* mendapat sorotan publik yang lebih rendah, seperti

bangunan, keuangan dan perbankan, pemasok alat medis, properti ritel, tekstil, dan produk rumah tangga. Industri ini kemungkinan menunjukkan dinamika yang berbeda dengan *high profile* terkait pengungkapan CSR. Hasil uji beda antara perusahaan *high profile* dan *low profile* disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4.9
Uji Beda Perusahaan *High Profile* dan *Low Profile* Berdasarkan
Sektor dan Jenis Industri

Variabel	Perusahaan <i>High profile</i>		Perusahaan <i>Low Profile</i>		Prob. Uji Beda	Keterangan
	Observasi	Mean	Observasi	Mean		
DUVOL	946	-0,407	682	-0,364	0,158	Tidak terdapat perbedaan
OWN	946	0,406	682	0,337	0,048	Terdapat perbedaan
DUAL	946	0,544	682	0,586	0,091	Tidak terdapat perbedaan
PRES	946	0,384	682	0,424	0,104	Tidak terdapat perbedaan
EXPR	946	3,141	682	3,334	0,626	Tidak terdapat perbedaan
CSRD	946	0,518	682	0,477	0,000	Terdapat perbedaan
SIZE	946	22,273	682	21,698	0,000	Terdapat perbedaan
ROA	946	0,037	682	-0,011	0,000	Terdapat perbedaan
CAGE	946	55,382	682	55,092	0,535	Tidak terdapat perbedaan
Keterangan: DUVOL= Risiko <i>Crash</i> Harga Saham, OWN=Kekuasaan Kepemilikan, DUAL= Kekuasaan Struktural, PRES= Kekuasaan Prestise, EXPR= Kekuasaan Keahlian, CSRD= Pengungkapan CSR, SIZE= Ukuran Perusahaan, ROA= Profitabilitas, CAGE= Usia CEO						

Sumber: Hasil pengolahan data (2025)

Berdasarkan hasil uji beda dalam tabel 4.9, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Risiko *crash* harga saham (DUVOL) memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,158 > 0,05$, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan risiko *crash* harga saham antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Hasil ini menunjukkan bahwa kedua kategori perusahaan memiliki karakteristik serupa dalam risiko pasar. Meskipun perusahaan tergolong *high profile* dan

low profile, keduanya mengalami risiko *crash* harga saham yang relatif serupa tanpa dipengaruhi jenis industrinya. Jenis industri tidak memiliki perbedaan yang berarti dalam tata kelola dan manajemen risiko yang berperan dalam mengelola risiko sehingga risiko *crash* harga saham yang dihadapi juga relatif sama.

2. Kekuasaan formal CEO yang pertama, yaitu kekuasaan kepemilikan (OWN) memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,048 < 0,05$, yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan kekuasaan kepemilikan antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Hasil pengujian menunjukkan rata-rata kepemilikan saham CEO pada perusahaan *high profile* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *low profile*. Hal ini mencerminkan adanya konsentrasi perusahaan yang lebih kuat pada perusahaan *high profile* sebagai bentuk respon terhadap kompleksitas perusahaan. Perusahaan *high profile* memiliki reputasi yang besar karena terus menjadi sorotan pemangku kepentingan. Oleh karena itu, kepemilikan saham yang besar memberikan kekuasaan sekaligus tanggung jawab personal kepada CEO untuk memastikan perusahaan tetap patuh pada norma sosial dan lingkungan demi menjaga nilai investasinya. Sementara itu, perusahaan *low profile* cenderung memiliki struktur kepemilikan yang lebih tersebar. Perusahaan *low profile* tidak menghadapi tekanan publik seintens perusahaan *high profile*, mereka dapat mengadopsi model kepemimpinan yang lebih kolektif dan distribusi kekuasaan yang lebih merata.

3. Kekuasaan formal CEO yang kedua, yaitu kekuasaan struktural (DUAL), memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,091 > 0,05$, sehingga disimpulkan tidak terdapat perbedaan signifikan kekuasaan struktural antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Kekuasaan struktural yang tercermin dari dualitas CEO masih diadopsi secara luas di antara kedua kategori perusahaan meskipun sering dinilai memberikan efek kurang baik terhadap objektivitas pengawasan. Kesamaan ini menunjukkan adanya kelemahan struktural yang bersifat sistemik, di mana kedua kategori perusahaan masih terjebak dalam budaya kepemimpinan yang sentralistik demi mengejar efisiensi pengambilan keputusan. Dengan demikian, tidak adanya perbedaan ini menunjukkan bahwa perusahaan *high profile* maupun *low profile* sama-sama menghadapi tantangan dalam pemisahan fungsi pengelolaan dan pengawasan secara tegas.
4. Kekuasaan formal CEO yang kedua, yaitu kekuasaan struktural (DUAL), memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,091 > 0,05$, sehingga disimpulkan tidak terdapat perbedaan signifikan kekuasaan struktural antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Kekuasaan struktural yang tercermin dari dualitas CEO masih diadopsi secara luas di antara kedua kategori perusahaan meskipun sering dinilai memberikan efek kurang baik terhadap objektivitas pengawasan. Kesamaan ini menunjukkan adanya kelemahan struktural yang bersifat sistemik, di mana kedua kategori perusahaan masih terjebak dalam budaya kepemimpinan yang sentralistik demi mengejar efisiensi pengambilan keputusan. Dengan demikian, tidak adanya

perbedaan ini menunjukkan bahwa perusahaan *high profile* maupun *low profile* sama-sama menghadapi tantangan dalam pemisahan fungsi pengelolaan dan pengawasan secara tegas.

5. Kekuasaan informal CEO yang pertama yaitu, kekuasaan prestise (PRES) menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0,104 > 0,05$ yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan kekuasaan prestise yang signifikan antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Kekuasaan prestise berkaitan dengan bagaimana CEO dipandang oleh pemangku kepentingan internal dan eksternal berdasarkan atribut pribadi yang menunjukkan keunggulan dan kredibilitas, salah satunya melalui latar belakang pendidikan. Posisi CEO di perusahaan *high profile* maupun *low profile* memiliki tingkat pendidikan yang relatif seragam karena kualifikasi pendidikan yang dibutuhkan untuk posisi CEO sudah memenuhi standar tertentu yang hampir sama di berbagai sektor perusahaan. *Chief Executive Officer* dari perusahaan *high profile* maupun *low profile* berasal dari latar belakang pendidikan yang beragam seperti bidang ekonomi, teknik, hukum, atau lainnya, namun tidak terdapat perbedaan yang mencolok dalam tingkat pendidikan formal.
6. Kekuasaan informal CEO yang kedua yaitu, kekuasaan keahlian (EXPR) memperoleh nilai probabilitas $0,626 > 0,05$ yang berarti tidak terdapat perbedaan kekuasaan keahlian yang signifikan antara *high profile* dan *low profile*. Kekuasaan keahlian CEO lebih banyak dipengaruhi oleh pengalaman, kemampuan, dan hubungan personal CEO dengan pemangku

kepentingan yang bersifat individual dan tidak selalu terkait dengan jenis perusahaan. Ketiadaan perbedaan ini mencerminkan adanya profesionalisme kepemimpinan yang merata, di mana kedua kelompok perusahaan memandang keahlian CEO sebagai aset krusial yang setara kepentingannya dalam mencapai tujuan perusahaan. Selain itu, standarisasi keahlian CEO yang tercermin dari masa jabatan juga dapat dipengaruhi oleh praktik umum di pasar modal yang cenderung memiliki ekspektasi durasi kepemimpinan tertentu untuk menjamin regenerasi organisasi yang sehat. Kondisi ini menyebabkan profil industri tidak menjadi faktor pembeda yang dominan dalam menentukan berapa lama seorang CEO memegang kendali perusahaan.

7. Pengungkapan CSR (CSR D) memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga disimpulkan terdapat perbedaan pengungkapan CSR yang signifikan antara *high* dan *low profile*. Nilai rata-rata pengungkapan dari perusahaan *high profile* sebesar 0,518, dan rata-rata dari *low profile* sebesar 0,477. Perusahaan *high profile* seperti sektor pertambangan, kimia, dan energi memiliki kedekatan yang tinggi dengan eksploitasi sumber daya alam dan risiko lingkungan, sehingga berada di bawah pengawasan publik yang ketat. Pengungkapan CSR yang lebih luas digunakan sebagai instrumen strategis untuk memitigasi risiko yang dapat mengancam keberlangsungan bisnis mereka. Sementara itu, perusahaan *low profile* beroperasi di industri dengan dampak lingkungan yang relatif rendah dan tekanan publik yang lebih moderat, sehingga tidak memiliki urgensi yang sama besar dalam

pengungkapan CSR. Perbedaan tingkat pengungkapan ini mencerminkan respon adaptif masing-masing kelompok perusahaan terhadap tuntutan transparansi dan profil risiko yang melekat pada karakteristik industrinya.

8. Variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (ROA), dan usia CEO (CAGE) masing-masing memperoleh nilai probabilitas uji beda yang bervariasi. Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural total aset memperoleh nilai probabilitas sebesar $0,000 > 0,05$ yang berarti terdapat perbedaan signifikan ukuran perusahaan *high profile* dan *low profile* dalam sampel penelitian ini. Rata-rata ukuran perusahaan *high profile* lebih besar dibandingkan perusahaan *low profile* yang bermakna bahwa perusahaan *high profile* cenderung lebih besar dalam skala aset. Profitabilitas yang diproksikan dengan ROA memperoleh nilai probabilitas sebesar 0,004 yang berarti terdapat perbedaan antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Perusahaan *high profile* memiliki skala ekonomi yang lebih besar dibandingkan *low profile*, seperti yang dibuktikan dalam uji beda ukuran perusahaan, sehingga juga berpengaruh pada pendapatan dan laba perusahaan. Perusahaan *high profile* memiliki rata-rata profitabilitas sebesar 0,037 atau 3,7% yang menunjukkan bahwa perusahaan *profitable* dan efisien dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Sebaliknya, perusahaan *low profile* memiliki rata-rata profitabilitas sebesar -0,010 atau -1,0% yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi merugi. Aset yang dimiliki perusahaan tidak mampu menghasilkan laba, melainkan berkontribusi pada kerugian yang

menandakan bahwa perusahaan menghadapi kesulitan finansial. Terakhir, usia CEO memperoleh nilai probabilitas sebesar 0,535 yang berarti tidak terdapat perbedaan usia CEO pada perusahaan *high profile* dan *low profile*. Rata-rata usia CEO pada kedua kelompok perusahaan adalah sekitar 55 tahun, yang menandakan perusahaan cenderung memilih atau mempertahankan CEO yang berada pada usia matang. Usia 55 tahun dianggap sebagai titik optimal di mana energi dan visi diseimbangkan dengan kebijaksanaan dan rekam jejak teruji.

4.8 Pembahasan

Bagian ini membahas jawaban atas pertanyaan penelitian dan hasil hipotesis berdasarkan pengujian yang sudah dilakukan. Pembahasan akan menafsirkan hasil statistik dengan merujuk pada kerangka teoretis dan literatur yang relevan, membandingkan temuan penelitian ini dengan penelitian terdahulu, serta mendiskusikan implikasinya.

4.8.1 Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 1a menunjukkan bahwa kepemilikan saham CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham. Hasil penelitian ini mengonfirmasi pandangan teori keagenan yang menyatakan bahwa persentase yang lebih tinggi dari CEO menyiratkan nilai perusahaan yang lebih tinggi, karena tujuan manajemen dan pemegang saham lainnya sangat selaras (Jensen & Meckling, 1976). Namun, Jensen dan Meckling (1976) juga menggunakan teori keagenan untuk menyatakan bahwa CEO dengan kepemilikan yang tinggi cenderung mengubah pendapatan

untuk keuntungan pribadi jangka pendek dengan mengorbankan pemegang saham lainnya. Pemegang saham cenderung menganggap bahwa kepentingan CEO selaras dengan kepentingan mereka ketika CEO menjadi pemegang saham dengan mengakuisisi saham ekuitas.

Eksekutif manajer yang memiliki lebih banyak saham memiliki lebih banyak kontrol pada perusahaan. Akibatnya, mereka memiliki kesempatan lebih besar untuk mengambil perilaku oportunistik demi keuntungan mereka sendiri, termasuk mengorbankan nilai perusahaan (Haghighi & Gerayli, 2020; Morck *et al.*, 1988). Kepemilikan manajerial yang tinggi memotivasi manajer untuk menyembunyikan berita buruk dan menyesatkan investor untuk menaikkan harga saham saat ini dengan mengorbankan nilai perusahaan jangka panjang. Penyembunyian berita buruk seperti itu dapat menyebabkan penilaian berlebihan yang parah dan memicu terjadinya *crash* harga saham (Haghighi, 2020).

Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian Haghighi dan Gerayli (2020); Hunjra *et al.* (2020); Haider dan Fang (2018), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan secara signifikan dan positif dengan risiko *crash* harga saham perusahaan. Kekuasaan seorang CEO yang besar membuat terbatasnya kontrol perusahaan terhadap CEO tersebut (Haider & Fang, 2018). Kepemilikan manajerial yang lebih besar memotivasi manajer untuk menyembunyikan berita buruk dan menyesatkan investor untuk menaikkan harga saham saat ini dengan mengorbankan nilai perusahaan jangka panjang. Namun, jika berita buruk terakumulasi ke tingkat ambang kritis, akan menjadi terlalu mahal atau tidak mungkin untuk terus ditahan. Ketika titik kritis tiba, para manajer harus

menyerah dan semua berita buruk tiba-tiba muncul publik, mengakibatkan *crash* harga saham (Haghighi & Gerayli, 2020; Oanh *et al.*, 2023).

Pada banyak situasi, CEO memiliki akses lebih besar terhadap informasi internal dibandingkan dengan pemegang saham. *Chief Executive Officer* yang tidak transparan dalam mengungkapkan informasi penting, maka menciptakan asimetri informasi yang dapat merugikan pemegang saham. Pemegang saham yang tidak memiliki akses ke informasi yang relevan dapat membuat keputusan investasi berdasarkan asumsi atau data yang tidak lengkap. Jika mereka mengandalkan informasi publik yang mungkin tidak mencerminkan keadaan sebenarnya, mereka berisiko mengambil keputusan yang merugikan.

Berita buruk yang disembunyikan seperti penurunan pendapatan, masalah hukum, ataupun kegagalan proyek, yang akhirnya terungkap dapat menyebabkan pasar bereaksi negatif. Investor yang sebelumnya tidak menyadari masalah tersebut menjadi panik dan menjual saham mereka secara massal, menyebabkan penurunan harga saham yang tajam. Hal ini menciptakan *crash* harga saham di pasar dan dapat merusak reputasi perusahaan. Ketidakmampuan manajemen dalam menjaga transparansi ini pada akhirnya menciptakan krisis kepercayaan yang membutuhkan waktu lama untuk dipulihkan.

Dalam konteks perusahaan yang terdaftar di BEI, terdapat CEO yang memiliki saham pada perusahaan di mana mereka menjabat. Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata CEO yang memiliki saham perusahaan adalah sebesar 37%, yang menunjukkan bahwa sebagian besar CEO tidak memiliki saham pada perusahaan yang mereka pimpin. Kendati demikian, CEO pada

sebagian perusahaan juga menjadi kelompok pemegang saham pengendali yang memegang kontrol mayoritas saham, menggambarkan pengaruh manajerial dan strategis yang kuat. Sisi lain, beberapa CEO pada perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebar cenderung memiliki saham lebih kecil atau tidak memiliki saham sama sekali. Situasi ini membuka dua pandangan kritis. Pertama, kepemilikan saham CEO memberikan mereka insentif yang kuat untuk mengarahkan perusahaan menuju kinerja maksimal dan menjaga nilai saham, karena kepentingan pribadi CEO terkait langsung dengan keberhasilan perusahaan dan harga saham.

Namun, fakta bahwa hanya sebagian kecil CEO yang memiliki saham menunjukkan sejauh mana motivasi tersebut berlaku secara luas pada perusahaan di Indonesia. Kepemilikan saham yang tinggi memperkuat kekuasaan CEO yang dapat menimbulkan risiko *entrenchment*. Risiko ini menunjukkan bahwa CEO dengan kepemilikan tinggi meningkatkan biaya keagenan dengan membuat keputusan yang memprioritaskan kepentingan pribadi, seperti mempertahankan posisi atau mengontrol arah strategis perusahaan di atas kepentingan pemegang saham minoritas atau pemangku kepentingan lainnya (Fama & Jensen, 1983). Kondisi ini berisiko memperdalam kesenjangan dan mengurangi akuntabilitas dalam tata kelola perusahaan. Dalam kasus ini, kekuasaan kepemilikan CEO meningkatkan perilaku oportunistik CEO, menyebabkan tingkat risiko *crash* menjadi tinggi.

Kedua, ketidakhadiran kepemilikan saham bagi mayoritas CEO dapat menjadi risiko tata kelola. *Chief Executive Officer* yang tanpa kepemilikan di perusahaan kemungkinan kurang memiliki '*skin in the game*', yang berarti motivasi mereka untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak sepenuhnya terinternalisasi. Hal ini mengurangi keselarasan antara kepentingan pribadi dan pemegang saham, sehingga pengambilan risiko yang tidak diawasi ketat dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham. Keberadaan 37% CEO sebagai pemegang saham perusahaan menandakan bahwa terdapat sebagian kecil dari pimpinan yang secara pribadi bertaruh pada perusahaan, sementara sebagian besar lainnya lebih berperan sebagai manajer eksekutif profesional tanpa insentif kepemilikan.

Hasil uji beda kekuasaan kepemilikan CEO pada perusahaan *high profile* dan *low profile* menunjukkan adanya perbedaan, dengan rata-rata pada perusahaan *high profile* sebesar 40% dan pada perusahaan *low profile* sebesar 34%. Nilai rata-rata yang berbeda ini memberikan gambaran mengenai dinamika struktur kepemilikan pada kedua kelompok perusahaan tersebut. Kekuasaan kepemilikan yang lebih tinggi pada *high profile* mencerminkan konsentrasi saham yang lebih besar di tangan CEO, yang memungkinkan pengaruh yang lebih dominan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini dapat dipahami melalui karakteristik perusahaan *high profile* yang umumnya menghadapi tingkat pengawasan publik yang lebih tinggi sehingga diperlukan penguatan kontrol internal yang efektif. Konsentrasi kepemilikan menjadi mekanisme untuk menjamin kestabilan tata kelola perusahaan sekaligus meminimalkan risiko pengambilalihan kendali oleh pihak luar.

Kendati demikian, tingkat konsentrasi kekuasaan kepemilikan CEO yang tinggi ini dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham melalui beberapa mekanisme. Konsentrasi ini memungkinkan pengambilan keputusan yang terlalu dominan di tangan CEO, yang mendorong mereka menyembunyikan berita buruk atau melakukan praktik manajerial oportunistik demi melindungi posisinya. Informasi tersembunyi yang akhirnya terungkap menyebabkan reaksi pasar menjadi sangat ekstrem, hingga akhirnya menyebabkan *crash* harga saham. Selain itu, dominasi kekuasaan kepemilikan CEO dapat mengurangi transparansi dan akuntabilitas, karena mekanisme pengendalian internal yang terhambat. Jika manajemen tidak diawasi secara memadai, perilaku yang tidak proporsional dapat memicu ketidakpastian pasar yang memperbesar risiko *crash* harga saham.

Sebaliknya, perusahaan *low profile* menunjukkan tingkat kekuasaan kepemilikan CEO yang lebih rendah atau lebih tersebar di antara berbagai pemegang saham. Struktur kepemilikan yang lebih terfragmentasi ini mencerminkan karakteristik perusahaan dengan eksposur pasar yang relatif lebih kecil, yang menimbulkan tantangan dalam pengambilan keputusan dan pengendalian internal. Sisi positifnya, kondisi ini memberi kesempatan pemegang saham minoritas untuk keterlibatan yang lebih besar, sehingga berpotensi meningkatkan akuntabilitas dan transparansi tata kelola.

Namun, kekurangan konsentrasi kepemilikan juga dapat menyebabkan lemahnya pengaruh pemilik utama dalam menegakkan kebijakan perusahaan. Ketidakpastian pengambilan keputusan yang lebih kompleks dan potensi konflik kepentingan yang lebih besar di antara pemegang saham lebih rentan terjadi.

Pengawasan internal yang lemah dapat meningkatkan risiko crash terutama dalam situasi tekanan dan ketidakpastian eksternal.

Perbedaan struktur kekuasaan kepemilikan antara kedua kelompok perusahaan ini menyiratkan perlunya merancang strategi perusahaan sesuai karakteristik profil masing-masing. Perusahaan *high profile* harus memastikan bahwa kekuasaan yang tinggi tidak menimbulkan eksese dominasi dan risiko konflik kepentingan, dengan memperkuat mekanisme pengawasan dan perlindungan pemegang saham minoritas. Sementara itu, perusahaan *low profile* perlu mengembangkan mekanisme koordinasi yang efektif untuk mengatasi tantangan pengambilan keputusan di tengah kepemilikan yang lebih tersebar guna menjaga stabilitas perusahaan. Secara keseluruhan, struktur kekuasaan kepemilikan yang berbeda pada kedua kelompok perusahaan memengaruhi sensitivitas dan kesiapan perusahaan dalam menghadapi tekanan pasar, serta risiko terjadinya *crash* harga saham.

Kesimpulannya, temuan penelitian ini terkait dengan munculnya perilaku oportunistik CEO ketika kontrol manajerial semakin terkonsentrasi, sehingga pengambilan keputusan tidak selalu selaras dengan kepentingan seluruh pemangku kepentingan termasuk pemegang saham minoritas. Situasi ini kerap diperburuk oleh keterbatasan pengawasan dari Dewan Komisaris dan tantangan transparansi informasi di pasar modal Indonesia, yang selanjutnya meningkatkan ketidakpastian di mata investor dan berdampak pada stabilitas harga saham. Oleh karena itu, penguatan fungsi pengawasan independen dan penegakan prinsip tata kelola perusahaan menjadi krusial untuk memitigasi dominasi CEO tersebut.

Temuan ini memiliki sejumlah implikasi praktis bagi tata kelola perusahaan di Indonesia. Bagi perusahaan, konsentrasi kepemilikan yang tinggi menuntut kehati-hatian dalam pengelolaan mekanisme kontrol internal dan perlindungan hak pemegang saham minoritas. Kesimbangan ini harus dijaga untuk menekan risiko konflik kepentingan dan praktik ekspropriasi yang merugikan pemegang saham lainnya. Oleh karena itu, penerapan struktur pengawasan yang lebih ketat dari Dewan Komisaris independen penting dilakukan. Implikasi bagi investor berkaitan dengan pengambilan keputusan investasi. Investor disarankan lebih cermat dalam menelaah tingkat konsentrasi kepemilikan terutama pada perusahaan *high profile*, karena berpengaruh pada dinamika pengambilan keputusan dan potensi konflik kepentingan perusahaan. Bagi regulator dan otoritas pasar modal, hasil ini dapat menjadi pertimbangan dalam penguatan kebijakan perlindungan pemegang saham minoritas dan penguatan standar tata kelola perusahaan yang adaptif sesuai karakteristik profil perusahaan.

4.8.2 Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 1b menunjukkan bahwa kekuasaan struktural CEO meningkatkan risiko *crash* harga saham. Kekuasaan struktural yang diproksikan dengan dualitas CEO, seperti yang dikemukakan oleh Adams *et al.*, (2005), bahwa CEO dengan kekuatan pengambilan keputusan yang substansial cenderung terlalu optimis. Dualitas CEO dapat memperkuat harga diri seorang

CEO, sehingga mengarah pada rasa terlalu percaya diri yang kuat dalam pengambilan keputusan (Liang *et al.*, 2020).

Sementara itu, Haniffa dan Cooke (2002) mengidentifikasi dua perspektif berbeda mengenai isu dualitas dalam sistem dewan satu tingkat. Jika dua orang yang terpisah menjalankan dua peran terpisah yaitu CEO dan ketua direksi, pengawasan dan keseimbangan manajemen kinerja akan ditingkatkan. Namun, pemisahan kedua peran ini tidak selalu diperlukan dan banyak perusahaan yang dikelola dengan baik serta menunjukkan pemantauan dewan yang efektif ketika peran-peran ini digabungkan. Dualitas CEO memberikan mereka kekuasaan yang lebih besar, memungkinkan pengambilan keputusan yang tidak mempertimbangkan kepentingan pemangku kepentingan. Hal ini juga dapat mengakibatkan berkurangnya perhatian dan keterlibatan dalam kegiatan sosial atau komunitas sehingga memengaruhi pengungkapan terkait.

Hasil penelitian ini mengonfirmasi teori keagenan yang menekankan pentingnya pemisahan peran untuk mencegah penyalahgunaan kekuasaan dan memastikan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dualitas CEO dapat memperburuk konflik kepentingan dan mengurangi efektivitas pengawasan yang memperbesar risiko *crash* harga saham. Kondisi ini menciptakan lingkungan yang rentan bagi pemegang saham minoritas, karena konsentrasi kekuasaan pada satu individu sering kali mengabaikan transparansi yang menjadi hak fundamental investor.

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian terdahulu misalnya, Oanh *et al.*, (2023); Le *et al.*, (2022), yang menunjukkan pengaruh positif dualitas CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Temuan Oanh *et al.*, (2023) menunjukkan bahwa bisnis keluarga dengan dualitas CEO memiliki risiko *crash* harga saham 60% lebih tinggi dibandingkan perusahaan tanpa dualitas CEO. Dualitas CEO memungkinkan CEO memiliki otoritas yang lebih tinggi dan memotivasi CEO membuat keputusan bisnis yang lebih berisiko. Pengaruh positif ini disebabkan karena dualitas CEO memperbesar insentif manajerial, kemampuan untuk memanipulasi laporan keuangan dan menyembunyikan berita buruk dari investor.

Secara khusus, perusahaan di Indonesia menganut sistem dewan dua tingkat yang memisahkan peran direksi dan komisaris, sehingga dualitas CEO dalam perusahaan tidak terjadi seperti sistem dewan dua tingkat. Dualitas CEO dalam konteks ini didefinisikan dengan jabatan rangkap CEO pada perusahaan induk dan anak perusahaan. Direktur Utama atau CEO pada perusahaan induk sering kali juga merangkap sebagai anggota direksi atau bahkan Dewan Komisaris di anak perusahaan. Kondisi ini menciptakan konsentrasi kekuasaan yang besar pada satu individu, sehingga fungsi pengawasan yang seharusnya independen menjadi kurang optimal.

Jabatan CEO di perusahaan induk yang juga memiliki posisi formal di anak perusahaan, dapat berisiko pada pengambilan keputusan yang tidak diawasi secara objektif, yang dapat mengarah pada buruknya keputusan manajerial dan merugikan perusahaan. Adanya rangkap jabatan ini juga memungkinkan terjadinya tumpang tindih kewenangan dan potensi konflik kepentingan, di mana CEO dapat

mengalami dilema antara kepentingan induk dan anak perusahaan. Terlebih lagi, hubungan kekerabatan dan ikatan personal dalam struktur kepemimpinan perusahaan seringkali memperlemah fungsi pengawasan independen.

Hasil statistik deskriptif untuk kekuasaan struktural yang diproksikan dengan dualitas CEO menunjukkan bahwa sebesar 56% CEO di perusahaan induk memiliki jabatan rangkap sebagai anggota Dewan Komisaris maupun Direksi pada anak perusahaan. Hal ini mencerminkan bahwa praktik dualitas CEO umum terjadi di Indonesia, karena terdapat lebih dari separuh CEO memiliki jabatan rangkap di anak perusahaan. Dualitas CEO kemungkinan dapat memperkuat koordinasi dan integrasi kepemimpinan dalam grup perusahaan dan mempercepat proses pengambilan keputusan.

Namun, dari sisi tata kelola, teori keagenan memandang dualitas CEO secara kritis karena dapat memperburuk masalah keagenan dalam perusahaan. Ketika CEO memegang jabatan rangkap sebagai eksekutif dan sekaligus anggota Dewan Komisaris di anak perusahaan, maka terjadi konsentrasi kekuasaan yang berpotensi mengurangi efektifitas fungsi pengawasan yang seharusnya dilakukan oleh Dewan Komisaris. Kondisi ini menimbulkan risiko kurangnya kontrol dan pengawasan terhadap keputusan manajerial CEO, sehingga memungkinkan terjadinya tindakan oportunistik yang tidak sejalan dengan pemangku kepentingan. Akibatnya, konflik kepentingan meningkat dan pengelolaan risiko menjadi kurang terkendali.

Selain itu, perusahaan dengan dualitas CEO cenderung menunda pengungkapan berita buruk dari anak perusahaan untuk melindungi reputasi grup

secara keseluruhan, sehingga terjadi penimbunan berita buruk yang memperbesar asimetri informasi antara manajemen dan investor. Berita buruk yang akhirnya terungkap secara tiba-tiba, menyebabkan pasar bereaksi dengan penurunan harga saham yang tajam atau *crash*. Lebih jauh, konsentrasi kekuasaan ini memungkinkan CEO mengambil keputusan yang menguntungkan perusahaan induk atau dirinya sendiri, namun dapat merugikan anak perusahaan dan pemegang saham minoritas. Seorang CEO yang juga menjabat di anak perusahaan dapat memiliki kepentingan yang berbeda dari pemegang saham, sehingga keputusan yang diambil untuk kepentingan anak perusahaan dapat merugikan perusahaan induk, dan sebaliknya.

Kondisi ini dapat menciptakan ketidakpastian di pasar, membuat investor khawatir akan potensi penyalahgunaan kekuasaan dan konflik kepentingan, sehingga menurunkan kepercayaan mereka dan harga saham. Perusahaan induk dapat mengalihkan aset dari anak perusahaan yang hampir bangkrut kepada anak perusahaan lain tanpa memberi tahu kreditur yang berhubungan dengan anak perusahaan tersebut. Tindakan ini dapat dianggap sebagai perbuatan melawan hukum karena mengabaikan hak-hak kreditur dan dapat merugikan posisi keuangan anak perusahaan yang terlibat.

Kasus *tunneling* yang terjadi di PT Adaro Energy Tbk pada tahun 2019 merupakan salah satu contoh di mana induk perusahaan menjual batubara kepada afiliasi (*Coltrade Service International*) di bawah harga pasar. Hal ini memungkinkan PT Adaro Energy untuk mengalihkan keuntungan dan menghindari pajak, yang merugikan pemegang saham dan pihak ketiga, serta menimbulkan kerugian bagi anak perusahaan. Perusahaan induk memiliki hak untuk menerima

dividen dari laba anak perusahaan. Jika induk perusahaan memutuskan untuk mengambil sebagian besar laba anak perusahaan sebagai dividen tanpa mempertimbangkan kebutuhan modal anak perusahaan untuk operasional. Praktik ini menyebabkan ketidakstabilan finansial pada anak perusahaan dan merugikan pemegang saham minoritas dengan mengurangi laba yang dapat dikenakan pajak dan dibagikan sebagai dividen.

Hasil uji beda menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan kekuasaan struktural, yang dalam konteks ini diproksikan dengan dualitas CEO pada perusahaan *high profile* dan *low profile*. Hasil ini berarti bahwa dualitas CEO pada kedua kelompok perusahaan memiliki sifat yang relatif seragam. Keseragaman ini bersumber dari kenyataan bahwa praktik tata kelola di Indonesia didorong oleh tekanan regulasi dan normatif yang universal bagi seluruh perusahaan non-keuangan sehingga membatasi variasi dalam dualitas CEO. Regulasi dan standar tata kelola menciptakan prinsip dasar kepatuhan yang membuat kedua kelompok perusahaan memiliki struktur dewan yang tidak jauh berbeda. Oleh karena itu, dualitas CEO merupakan indikator kekuasaan struktural yang memiliki fungsi dan peran yang dinilai konsisten oleh pemangku kepentingan, tidak peduli seberapa besar perusahaan disorot media. Lebih lanjut, dualitas CEO terdistribusi secara merata di kedua kelompok perusahaan, tanpa membedakan perusahaan yang lebih tersorot atau tidak. Hasil ini menegaskan bahwa dualitas CEO merupakan bentuk kekuasaan struktural yang secara inheren membawa risiko *crash* harga saham bagi semua perusahaan terlepas dari profil perusahaan tersebut.

Implikasi hasil uji regresi maupun uji beda terkait kekuasaan struktural bersifat substansial bagi ekosistem pasar modal. Bagi investor penting untuk menyadari bahwa risiko *crash* harga saham yang diakibatkan oleh kekuasaan struktural bersifat universal dan tidak terbatas pada profil perusahaan. Dualitas CEO tanpa regulasi yang jelas menciptakan potensi konflik kepentingan berlapis. Investor harus meningkatkan kewaspadaan terhadap benturan kepentingan struktural pada hubungan induk dan anak perusahaan, dan kemungkinan ekstraksi sumber daya atau transaksi tidak wajar antara induk dan anak perusahaan yang mungkin luput dari pengawasan objektif.

Bagi perusahaan terlepas dari perusahaan *high profile* atau *low profile*, hasil ini memberikan gambaran bahwa dualitas CEO membawa risiko sistematis yang dapat menghancurkan nilai perusahaan. Penelitian ini mendorong perusahaan untuk secara sukarela memisahkan peran pengawas dan manajemen antar grup perusahaan secara internal, guna memitigasi konflik kepentingan dan meningkatkan kepercayaan publik. Terakhir, bagi regulator, terungkapnya dualitas CEO yang seragam pada kedua kelompok perusahaan, menegaskan perlunya regulasi yang membatasi rangkap jabatan CEO untuk meminimalisir konflik kepentingan. Regulasi juga diperlukan untuk memastikan bahwa pengawasan terhadap anak perusahaan dilakukan secara objektif, sehingga menekan risiko *crash* harga saham yang timbul dari konflik dalam grup perusahaan.

4.8.3 Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 2a menunjukkan bahwa kekuasaan prestise CEO yang diukur dengan tingkat pendidikan CEO memiliki pengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. Hasil ini juga didukung dengan uji kekokohan yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut stabil dan tidak sensitif terhadap perubahan dalam spesifikasi pengukuran yang memberikan validitas pada temuan ini. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi teori eselon atas yang dikemukakan oleh Hambrick dan Mason (1984), yang menyatakan bahwa karakteristik personal CEO yang dapat diukur atau diamati secara langsung dan objektif seperti tingkat pendidikan, sangat memengaruhi persepsi, pengambilan keputusan, dan arah strategis perusahaan.

Teori eselon atas menekankan bahwa CEO yang berpendidikan tinggi tidak hanya memiliki keahlian teknis, tetapi juga kemampuan untuk menjalin hubungan sosial dan mempertimbangkan dampak bisnis secara luas, termasuk aspek lingkungan dan sosial masyarakat. Gelar pendidikan merupakan faktor penting yang memengaruhi sentralitas dalam jaringan alumni, dan di saat yang sama, gelar tersebut juga sangat berkaitan dengan kemampuan individu CEO (Liu, 2022). Eksekutif yang memenuhi syarat dengan sertifikat akademis seperti master atau doktor merupakan variabel yang penting dalam perusahaan dan telah dikaitkan dengan banyak faktor seperti kinerja perusahaan, keputusan penelitian dan pengembangan, dan pelaporan keuangan (Saleh *et al.*, 2022).

Pendidikan berkaitan dengan banyak karakteristik manajerial yang kemudian membentuk hasil perusahaan seperti strategi, keunggulan kompetitif,

respons terhadap tantangan lingkungan, kinerja keuangan masa lalu dan masa depan dalam menetapkan pemeringkatan perusahaan (Papadimitri *et al.*, 2020). Pendidikan berfungsi sebagai bentuk modal manusia yang menandakan berbagai karakteristik manajerial seperti kemampuan kognitif, kemampuan pemecahan masalah yang kemudian tercermin dalam keputusan strategis, keunggulan kompetitif, dan kinerja.

Kemampuan ini mendukung pengelolaan perusahaan yang lebih transparan dan akuntabel, sehingga risiko terjadinya *crash* harga saham menjadi lebih rendah karena berita buruk tidak disembunyikan secara berlebihan. Se jauh pendidikan tinggi dapat dikaitkan dengan kemampuan kognitif yang lebih tinggi dan pengambilan keputusan yang lebih baik, dapat dikatakan bahwa pendidikan juga berkaitan dengan ekspektasi masa depan yang tidak tercermin secara memadai dalam kinerja keuangan masa lalu.

Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu seperti Deore *et al.*, (2023), yang mendokumentasikan bahwa CEO dengan kekuatan prestise menerima pembaruan target yang lebih tinggi, di mana penerimaan target yang lebih tinggi ini dianggap sebagai sinyal positif bagi jaringan eksternal CEO. Fang *et al.*, (2020) mendokumentasikan kekuatan prestise CEO, yang diukur berdasarkan gelar pendidikan, secara signifikan meningkatkan profitabilitas bank secara keseluruhan. Yahaya (2022); Hamidlal dan Harymawan (2021) mendokumentasikan kekuasaan prestise meningkatkan nilai perusahaan, karena kekuasaan prestise membuat CEO memiliki kompetensi tinggi yang diakui oleh pihak lain sehingga CEO dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil statistik deskriptif menunjukkan sebanyak 40% CEO dalam perusahaan sampel memiliki latar belakang pendidikan magister atau lebih, yang mengonfirmasi bahwa modal intelektual menjadi kualifikasi substansial dan dicari dalam pasar eksekutif puncak Indonesia. Mayoritas CEO perusahaan publik memiliki latar belakang pendidikan yang relatif tinggi, yaitu lulusan sarjana hingga program pascasarjana, baik dari institusi di dalam negeri maupun di luar negeri.

Eksekutif dengan pendidikan yang lebih tinggi memiliki kemampuan intelektual lebih baik, mampu mengimplementasikan praktik manajemen dan strategi pengelolaan risiko yang kompleks, serta lebih terbuka terhadap inovasi dan adaptasi teknologi yang memperkuat daya tahan perusahaan terhadap gangguan eksternal. Pada akhirnya, pendidikan yang tinggi mengarah pada kecenderungan untuk menerapkan tata kelola perusahaan yang lebih baik dan transparan sesuai dengan standar OJK, yang mendukung pengelolaan risiko di pasar modal. Hal ini penting mengingat pasar modal Indonesia berupaya terus menarik investasi domestik dan asing dengan menjaga stabilitas dan prediktabilitas.

Pengujian tambahan dengan uji beda menunjukkan tidak terdapat perbedaan kekuasaan prestise antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Penolakan terhadap hipotesis diferensiasi ini menyiratkan bahwa dorongan untuk merekrut CEO berpendidikan tinggi tidak didominasi oleh profil perusahaan, melainkan oleh kebutuhan internal perusahaan akan kualitas kepemimpinan yang dapat menjamin stabilitas dan kinerja fungsional. Manfaat dari kemampuan kognitif dan analitis superior yang dibawa oleh CEO berpendidikan tinggi dalam mengurangi risiko

crash harga saham, dinilai sama pentingnya sehingga menjadikannya kualifikasi minimum fungsional tanpa mengacu pada profil perusahaan.

Temuan ini memiliki implikasi multi-dimensi bagi investor, perusahaan, dan regulator. Investor perlu mempertimbangkan prestise CEO sebagai variabel non-keuangan yang krusial bukan sekedar atribut personal, yang berfungsi sebagai sinyal kredibel untuk stabilitas harga saham jangka panjang dan pengurangan risiko *crash* harga saham. Implikasi bagi perusahaan adalah menjadikan kekuasaan prestise CEO sebagai aset tata kelola yang strategis dan tidak hanya sebatas rekrutmen. Peningkatan prioritas pemilihan CEO yang memiliki latar belakang pendidikan memadai diperlukan untuk mengurangi risiko dan meningkatkan kualitas tata kelola perusahaan. Selain itu, peningkatan mutu pendidikan bagi CEO akan berkontribusi pada stabilitas harga saham, yang kemudian mendukung terciptanya iklim investasi yang sehat. Oleh karena itu semua perusahaan, tanpa memandang profil mereka, harus mengintegrasikan pengelolaan dan pemeliharaan prestise CEO sebagai komponen kunci dalam strategi mitigasi risiko. Terakhir, bagi regulator pasar modal perlu memberikan dukungan terhadap pengembangan kapasitas eksekutif, seperti pendidikan lanjutan untuk meningkatkan kesiapan manajerial CEO yang sejalan dengan kompleksitas pasar.

4.8.4 Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 2b menunjukkan bahwa kekuasaan keahlian CEO yang diproksikan dengan masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham. *Chief Executive Officer* membutuhkan waktu untuk

membangun kekuatan dan mengendalikan perusahaan (Chen & Zheng, 2014). Pada tahap awal masa jabatan, CEO belum menguasai pengetahuan spesifik tentang budaya perusahaan dan hubungan personal di dalam perusahaan. Tanpa masa jabatan yang cukup lama, seorang CEO tidak dapat mengendalikan perusahaan (Liu, 2022). Selain itu, Dewan Direksi dan hubungan antar Dewan Direksi berperan penting dalam mengendalikan risiko *crash* harga saham (Jebran *et al.*, 2022). Artinya, Dewan Direksi mendukung kekuatan yang stabil di dalam perusahaan. Eksekutif yang memiliki keunggulan informasi dalam jaringan di luar perusahaan, juga akan berperilaku lebih hati-hati dan tidak menyembunyikan berita buruk.

Kekuasaan keahlian CEO yang tercermin dari masa jabatan yang lebih panjang, cenderung membuat keputusan yang lebih matang dan rasional dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Pengaruh negatif kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham dapat dijelaskan berdasarkan teori eselon atas (Hambrick & Mason, 1984). Teori ini menekankan bahwa karakteristik dan pengalaman CEO sangat memengaruhi cara mereka menginterpretasi informasi, mengambil keputusan, dan mengelola risiko. Keputusan yang diambil CEO dapat berdampak signifikan terhadap hasil perusahaan karena CEO bertanggung jawab atas keseluruhan manajemen, yang secara langsung memengaruhi hasil perusahaan.

Masa jabatan CEO yang lebih lama mencerminkan peningkatan pengalaman, pengetahuan, dan keahlian dalam memimpin perusahaan, sehingga memungkinkan CEO membuat keputusan yang lebih tepat dan rasional dalam menghadapi risiko bisnis. Eksekutif dengan masa jabatan panjang biasanya memiliki pemahaman mendalam tentang kondisi internal perusahaan dan

lingkungan eksternal, yang memungkinkan mereka mengantisipasi potensi risiko serta mengelola sumber daya perusahaan secara efektif.

Hal ini mengurangi kemungkinan keputusan yang dapat memicu *crash* harga saham, karena CEO cenderung fokus pada kinerja jangka panjang serta menjaga reputasi perusahaan dan diri mereka sendiri. Masa jabatan yang panjang juga memberikan kekuasaan keahlian lebih besar kepada CEO, termasuk kemampuan mengakses informasi penting, membangun hubungan dengan pemangku kepentingan, dan mengembangkan strategi berkelanjutan yang mendukung stabilitas harga saham dan meminimalkan risiko keputusan impulsif.

Selain itu, masa jabatan CEO berkontribusi positif terhadap profitabilitas dan stabilitas perusahaan, yang juga berperan dalam menurunkan risiko *crash* harga saham. Secara keseluruhan, teori eselon atas memandang CEO dengan masa jabatan lebih lama memiliki keahlian dan kekuasaan yang lebih besar dalam mengambil keputusan strategis yang bijaksana dan berorientasi jangka panjang, sehingga menurunkan risiko keputusan yang merugikan pasar dan investor serta mengurangi risiko *crash* harga saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kalia (2024), mendokumentasikan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham, yang berarti semakin lama masa jabatan CEO semakin rendah risiko *crash* harga saham.

Data statistik deskriptif dengan masa jabatan CEO tersingkat 0 tahun dan masa jabatan terpanjang 49 tahun dengan rata-rata masa jabatan 3 tahun menggambarkan realitas kekuasaan keahlian CEO pada perusahaan di Indonesia. Masa jabatan tersingkat selama 0 tahun (kurang dari satu tahun) memberikan

gambaran mengenai kondisi transisi kepemimpinan atau suksesi yang sedang berjalan. Fenomena ini mencerminkan dinamika pergantian jabatan CEO yang dapat terjadi sewaktu-waktu akibat penyesuaian strategi bisnis, restrukturisasi organisasi. Langkah tersebut juga mencakup pengisian posisi pasca pengunduran diri pejabat sebelumnya seperti yang terjadi pada emiten ACST, ADMG, AGII, ALKA, dan seterusnya. *Chief Executive Officer* pada tahap awal ini berada dalam fase adaptasi di mana kekuasaan keahliannya masih dalam proses legitimasi di hadapan pemangku kepentingan. Proses ini melibatkan upaya transisi dari bayang-bayang kepemimpinan lama, di mana CEO harus memenangkan kepercayaan dari seluruh elemen internal yang mungkin masih meragukan kapasitas kepemimpinan baru dalam mempertahankan stabilitas organisasi.

Berbanding terbalik dengan dinamika transisi pada CEO dengan jabatan singkat, terdapat masa jabatan CEO terpanjang hingga 49 tahun yang ditemukan pada perusahaan di mana CEO sekaligus merupakan pendiri atau pemilik perusahaan, seperti yang terlihat pada emiten JECC. Masa jabatan hingga puluhan tahun menciptakan kekuasaan keahlian yang sangat terakumulasi di mana seluk-beluk perusahaan menjadi sangat tersentralisasi pada individu tersebut. Sentralisasi ini pada akhirnya melahirkan stabilitas manajerial yang berasal dari otoritas pendiri yang absolut. Paradoks ini menantang prinsip-prinsip tata kelola perusahaan modern yang mengedepankan mekanisme pengawasan dan keseimbangan, karena dominasi personalitas sering kali melampaui formalitas sistem pengawasan yang ada.

Menjembatani kedua titik perbedaan tersebut, rata-rata masa jabatan selama 3 tahun mencerminkan potret umum kepemimpinan perusahaan di Indonesia yang bergerak selaras dengan koridor regulasi formal. Realitas ini menunjukkan kepatuhan perusahaan publik, termasuk emiten ACES, ADES, ADHI, CINT, dan seterusnya, yang memiliki masa jabatan CEO dalam siklus 3 hingga 5 tahun per periode jabatan. Nilai rata-rata ini membuktikan bahwa meskipun terdapat “anomali” masa jabatan yang sangat panjang di beberapa perusahaan, hal ini dipandang sebagai pengecualian yang didominasi oleh faktor historis atau struktur kepemilikan, bukan oleh norma tata kelola modern yang berlaku pada mayoritas perusahaan. Secara keseluruhan, sistem tata kelola di pasar modal Indonesia secara agregat telah melaksanakan struktur yang dinamis melalui RUPS.

Perusahaan publik di Indonesia terikat pada regulasi OJK yang mewajibkan evaluasi dan pengangkatan ulang berkala, seringkali setiap 3 hingga 5 tahun, melalui RUPS. Aturan ini secara efektif menjelaskan mengapa rata-rata masa jabatan CEO adalah sekitar 3 tahun, dan masa jabatan yang ekstrem jarang terjadi.

Hasil uji beda rata-rata kekuasaan keahlian CEO pada perusahaan *high profile* dan *low profile* memiliki variasi yang tidak mencolok sehingga tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini beralasan karena keahlian CEO sebagai dimensi kekuasaan yang terkait dengan kemampuan teknis dan pengalaman profesional tidak dipengaruhi oleh profil perusahaan. Meskipun perusahaan *high profile* mendapatkan pengawasan yang lebih tinggi daripada *low profile*, perusahaan tetap menuntut dan mempertahankan CEO yang mencapai durasi stabilitas kepemimpinan. Kemampuan memimpin dan pengambilan keputusan yang

diperoleh dari masa jabatan yang panjang membentuk kekuasaan keahlian seperti yang dinyatakan teori eselon atas berjalan pada tingkat yang relatif konsisten.

Selain itu, fokus dan tantangan yang dihadapi CEO di Indonesia dalam menjalankan perusahaan memerlukan tingkat keahlian yang serupa. CEO di kedua profil perusahaan harus memiliki keahlian yang kurang lebih sama untuk pengambilan keputusan strategis, manajemen risiko, persaingan, perubahan eksternal maupun perubahan teknologi. Jadi, keahlian CEO lebih menitikberatkan pada pengalaman kepemimpinan dan kemampuan bertahan dalam posisinya, yang pada dasarnya dibutuhkan oleh semua perusahaan tanpa membedakan profilnya. Kesamaan durasi masa jabatan ini menunjukkan bahwa terlepas dari sorotan publik, periode stabilitas kepemimpinan yang setara adalah prasyarat fundamental bagi CEO di Indonesia untuk berhasil menstabilkan perusahaan dan mendorong pertumbuhan di tengah dinamika pasar nasional.

Implikasi praktis dari temuan ini bagi investor adalah dapat menggunakan kriteria masa jabatan CEO untuk stabilitas dan kualitas keputusan manajerial baik pada perusahaan *high profile* maupun *low profile*. Periode masa jabatan CEO rata-rata 3 tahun sudah efektif mengurangi risiko *crash* harga saham, sehingga investor dapat memberikan bobot positif pada perusahaan yang berhasil mempertahankan CEO hingga periode tersebut. Investor juga harus aktif memantau hasil RUPS yang berkaitan dengan keputusan perpanjangan masa jabatan CEO. Perpanjangan masa jabatan setelah 3 atau 5 tahun menjadi sinyal bahwa CEO dinilai telah memenuhi atau melampaui ekspektasi perusahaan, sehingga kekuasaan keahlian CEO diperlukan lagi untuk kesinambungan strategis perusahaan di masa depan.

Implikasi bagi perusahaan, temuan ini menegaskan bahwa stabilitas kepemimpinan yang tercermin dari masa jabatan merupakan aset manajemen risiko yang substansial. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan durasi masa jabatan sebagai salah satu indikator dalam proses seleksi dan pengangkatan CEO, guna memastikan keahlian yang memadai dalam mengelola perusahaan dan menghadapi risiko pasar. Perusahaan juga didorong untuk memperkuat kebijakan retensi dan merancang insentif yang mendorong CEO kompeten untuk bertahan dan menanggulangi berbagai tantangan.

Terakhir, bagi regulator perlu mendukung masa jabatan yang efektif dengan merekomendasikan perusahaan, terutama perusahaan *high profile* untuk menetapkan batas maksimum evaluasi yang memadai yang melampaui masa adaptasi dan penguasaan. Selain itu, regulator juga perlu memperkuat pengawasan terhadap perusahaan dengan masa jabatan yang sangat panjang (hingga 49 tahun) di perusahaan keluarga. Hal ini dapat dilakukan dengan memastikan Dewan Komisaris independen memiliki otoritas untuk mengevaluasi secara kritis CEO yang menjabat terlalu lama guna memitigasi risiko yang merugikan pemegang saham minoritas.

4.8.5 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Kepemilikan CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 3a menunjukkan bahwa pengungkapan CSR secara signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Hasil ini mengkonfirmasi asumsi kebaruan penelitian dan mengisi kekosongan dalam literatur, karena berdasar investigasi peneliti belum ada

penelitian yang secara eksplisit mengkaji interaksi kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham.

Hasil penelitian ini mengonfirmasi teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa manajerial harus merancang dan menerapkan mekanisme yang dapat memenuhi kebutuhan pemangku kepentingan (Bilal *et al.*, 2021). Robert (1992) mencatat bahwa aktivitas CSR adalah salah satu tugas manajer untuk menyenangkan pemangku kepentingan perusahaan dan mendukung teori *stakeholder*. Penelitian terdahulu menawarkan beberapa pandangan yang berbeda berkaitan dengan saran bahwa CSR akan mencegah atau mengurangi tindakan manajer terhadap berita buruk dan transparansi laporan keuangan. Kim *et al.*, (2012) menyatakan bahwa bisnis yang responsif secara publik juga sangat bertanggung jawab atas pelaporan keuangan, menunjukkan bahwa korporasi memiliki tanggung jawab etis yang kuat dan berdampak konstruktif terhadap transparansi perusahaan. Kim *et al.*, (2014) juga memperhatikan bahwa bisnis dengan kepedulian sosial tingkat tinggi memiliki tingkat persediaan berita buruk yang rendah.

Penelitian ini memberikan kontribusi baru dengan menempatkan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi, sebuah pendekatan yang berbeda dari penelitian terdahulu seperti Hao *et al.*, (2018) dan Hunjra *et al.*, (2020). Kendati demikian, temuan penelitian ini tetap mendukung esensi penelitian tersebut yang telah membuktikan bahwa pengungkapan CSR merupakan faktor mitigasi utama risiko *crash* harga saham. Hao *et al.*, (2018) membuktikan efek mitigasi CSR terhadap risiko *crash* harga saham di pasar modal Tiongkok yang diperkuat dengan

pengendalian internal. Temuan senada dalam penelitian Hunjra *et al.*,(2020) menunjukkan bahwa CSR berfungsi sebagai sarana yang efektif menurunkan risiko *crash* harga saham perusahaan manufaktur di Pakistan dan India. Temuannya memperkuat syarat bahwa perusahaan yang aktif dalam CSR cenderung mempertahankan pelaporan keuangan yang lebih transparan, sebuah mekanisme efektif dalam menyimpan berita buruk yang mengarah pada risiko *crash* harga saham yang rendah.

Berdasarkan temuan penelitian terdahulu, maka penelitian ini berhasil memperluas literatur dengan membuktikan bahwa fungsi mitigasi CSR tidak hanya bersifat langsung tetapi juga efektif bekerja secara interaktif dalam menyeimbangkan pengaruh kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Sejalan dengan temuan tersebut, bukti empiris dalam konteks perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa CSR mampu berperan sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang efektif bagi kekuasaan kepemilikan CEO. Kekuasaan kepemilikan membuat CEO cenderung memiliki insentif untuk menjaga harga saham dalam jangka pendek demi kepentingan pribadinya. Kondisi ini mendorong CEO untuk menunda pengungkapan berita buruk guna mempertahankan citra perusahaan dan harga saham. Akumulasi berita buruk yang akhirnya terungkap dapat memicu reaksi pasar yang tajam dan meningkatkan risiko *crash* harga saham.

Pengungkapan CSR dalam hal ini hadir sebagai mekanisme moderasi yang efektif dengan meningkatkan transparansi perusahaan melalui penyediaan informasi yang jelas dan terbuka terkait aktivitas ekonomi, sosial dan lingkungan,

sehingga memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan. Selain itu, integrasi CSR dalam tata kelola perusahaan memperkuat mekanisme pengawasan eksternal yang membatasi perilaku oportunistik CEO, yang efektif melemahkan dampak buruk kekuasaan kepemilikan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Pengungkapan CSR bukan hanya aktivitas sosial, tetapi juga strategi penting dalam membangun hubungan yang harmonis dengan pemangku kepentingan dan menjaga stabilitas pasar serta menyeimbangkan kekuasaan CEO.

Lebih lanjut, standar CSR yang tinggi membantu perusahaan untuk mengurangi asimetri informasi (Cho *et al.*, 2016), yang muncul ketika pihak internal perusahaan memiliki informasi yang jauh lebih lengkap dibanding pihak eksternal seperti investor dan masyarakat. Kondisi ini menyebabkan ketidakpastian karena pihak eksternal kesulitan menilai kondisi keuangan maupun operasional perusahaan secara akurat. Pasar menjadi kurang efisien dalam mengestimasi nilai perusahaan, menimbulkan reaksi berlebihan, hingga kekeliruan persepsi investor terhadap kondisi perusahaan yang berpotensi meningkatkan volatilitas harga saham dan memicu *crash*. Oleh karena itu, pengungkapan informasi yang transparan dan akuntabel, termasuk melalui praktik CSR yang baik sangat penting untuk mengurangi kesenjangan informasi.

Hal ini dapat mengurangi kekhawatiran investor terkait potensi keputusan merugikan yang diambil oleh CEO. Perusahaan dengan aktivitas CSR yang mampu meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan pada akhirnya akan menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih tinggi (Adams, 2002). Alasannya adalah karena kebijakan CSR menyebabkan perusahaan bertanggung jawab kepada

publik dan menunjukkan loyalitas mereka kepada masyarakat. Pemegang saham biasanya berasumsi bahwa perusahaan optimis terlibat dalam aktivitas CSR (Freeman & Hasnaoui, 2011). Dengan demikian CSR tidak hanya berfungsi sebagai alat untuk memenuhi kewajiban sosial tetapi juga sebagai mekanisme untuk mengontrol pengaruh kekuasaan CEO terhadap harga saham, menciptakan lingkungan yang lebih stabil bagi pasar modal dan pemangku kepentingan.

Hasil uji beda menunjukkan bahwa pengungkapan CSR lebih tinggi pada perusahaan *high profile* dibandingkan perusahaan *low profile*. Perusahaan *high profile* cenderung beroperasi di industri yang secara inheren memiliki dampak lingkungan atau sosial yang lebih besar seperti industri energi, kimia, pertambangan, dan pertanian, sehingga risiko pengungkapan CSR bersifat material bagi kelangsungan bisnis. Dampak buruk seperti tumpahan minyak atau skandal korupsi akan menyebabkan kerugian finansial yang besar, sehingga perusahaan perlu berinvestasi secara proaktif dalam CSR sebagai mitigasi risiko utama. Nilai rata-rata pengungkapan CSR perusahaan *high profile* yang lebih tinggi dalam uji beda adalah bukti bahwa perusahaan mengelola risiko material tersebut secara efektif untuk memberikan keyakinan kepada pemangku kepentingan.

Sementara itu, perusahaan *low profile* beroperasi di industri dengan risiko yang lebih rendah di mata publik dan tidak mendapat perhatian besar apabila mengalami kegagalan. Meskipun kelompok perusahaan ini memiliki risiko CSR, namun risikonya kurang material terhadap bisnis, sehingga insentif untuk mengungkapkan CSR pun menjadi rendah. Realitas ini dibuktikan dengan hasil uji beda yang menunjukkan rata-rata pengungkapan CSR pada perusahaan *low profile*

yang lebih rendah. Temuan ini menyimpulkan bahwa pengungkapan CSR bukan sekadar pilihan etika, melainkan respon strategis terhadap lingkungan operasi. Pengungkapan CSR secara dominan didorong oleh kekuatan eksternal seperti tekanan dan visibilitas yang lebih tinggi pada perusahaan *high profile*. Pengungkapan CSR yang tinggi menandakan adanya sistem pengungkapan dan kontrol yang kuat, yang ‘memaksa’ CEO untuk lebih transparan dan mengungkapkan berita buruk untuk memitigasi risiko *crash* harga saham.

4.8.6 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Struktural CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 3b menunjukkan bahwa pengungkapan CSR secara signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan struktural CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Artinya, pengungkapan CSR mampu berperan sebagai mekanisme pengawasan eksternal efektif untuk kekuasaan struktural CEO, yang terstruktur dalam perusahaan. Temuan ini memperluas penelitian terdahulu karena secara eksplisit menyoroti peran pengungkapan CSR sebagai pemoderasi, suatu aspek yang belum diuji sebelumnya. Hal ini menggarisbawahi kebaruan penelitian terhadap pengembangan model, dukungan terhadap teori *stakeholder*, serta memperkaya pemahaman terkait topik ini.

Penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang telah membuktikan bahwa pengungkapan CSR merupakan faktor mitigasi risiko *crash* harga saham, seperti yang dilakukan oleh Bilal *et al.*, (2021) dan Cao *et al.*, (2023). Penelitian Bilal *et al.*, (2021) membuktikan bahwa risiko *crash* harga saham perusahaan menurun jika CSR perusahaan meningkat. Perusahaan yang tidak menyimpan

berita buruk dan mempertahankan tingkat akuntabilitas yang tinggi dalam merilis informasi, sehingga kemungkinan *crash* harga saham lebih kecil. Sebaliknya, jika tindakan CSR perusahaan hanya untuk menyembunyikan kesalahannya dan mengalihkan perhatian pemegang saham, maka CSR dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham perusahaan. Hasil penelitian ini mempertahankan anggapan bahwa CEO memiliki kecenderungan yang lebih rendah untuk menutupi berita buruk bisnis dalam budaya perusahaan dengan keselarasan yang kuat dengan operasi CSR, sehingga risiko *crash* harga saham rendah.

Temuan senada disampaikan Cao *et al.*, (2023) bahwa pengungkapan CSR mengurangi risiko *crash* harga saham pada perusahaan di Vietnam. Pengungkapan CSR menjadi sinyal yang berguna terkait kualitas informasi yang lebih baik dan bertindak sebagai mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif, yang keduanya berperan penting di pasar negara berkembang. Salah satu saluran yang digunakan untuk memberikan dampak tersebut adalah kemampuannya untuk memitigasi asimetri informasi. Hal ini menekankan pentingnya data non-keuangan yang terdapat dalam laporan keberlanjutan perusahaan di negara berkembang.

Berdasarkan sudut pandang teori *stakeholder*, temuan penelitian ini merupakan refleksi dari bagaimana perusahaan berinteraksi dan merespons kebutuhan berbagai kelompok pemangku kepentingan. Teori *stakeholder* menekankan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab tidak hanya kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pihak yang berkepentingan, seperti karyawan, pelanggan, masyarakat, pemerintah, dan investor. Pengungkapan CSR dalam konteks ini, berfungsi sebagai alat komunikasi dan transparansi yang

penting untuk memenuhi harapan dan kebutuhan para pemangku kepentingan eksternal, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan mereka terhadap perusahaan.

Dalam konteks perusahaan di Indonesia, kekuasaan struktural yang tercermin dari dualitas CEO pada perusahaan anak memberikan kontrol yang kuat atas struktur organisasi, dengan penyelarasan strategis yang cepat dan efisiensi operasional. Namun, dualitas CEO ini juga berpotensi menimbulkan konflik kepentingan, di mana CEO harus terus-menerus menyeimbangkan antara memaksimalkan nilai untuk perusahaan induk versus memastikan kemandirian dan kinerja terbaik bagi anak perusahaan. Posisi dualitas lebih lanjut menimbulkan pengambilan keputusan yang kurang transparan karena mengabaikan mekanisme pengawasan dan keseimbangan yang seharusnya ada, mengaburkan akuntabilitas, dan melemahkan prinsip tata kelola perusahaan.

Pengungkapan CSR dalam hal ini menjadi mekanisme pengawasan eksternal yang efektif untuk meningkatkan transparansi dan akuntabilitas, yang sesuai dengan prinsip teori *stakeholder*, yaitu menjaga keseimbangan dan keharmonisan antara perusahaan dan pemangku kepentingannya. Perusahaan mengelola hubungan dengan para pemangku kepentingan melalui kebijakan dan praktik yang dirancang agar transparan dan dapat dipertanggungjawabkan, yang paling nyata diwujudkan melalui pengungkapan CSR.

Kebijakan CSR tidak hanya bersifat internal, melainkan harus dapat dipantau dan dievaluasi secara eksternal, misalnya melalui penggunaan standar pelaporan global seperti yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu standar GRI,

maupun verifikasi independen pihak ketiga. Mekanisme audit dan pemantauan eksternal berfungsi sebagai penjamin kredibilitas, memastikan klaim dan data non-keuangan perusahaan adalah akurat. Dengan demikian, transparansi penuh yang didukung oleh standar ini menjadi alat krusial untuk membangun kepercayaan pemangku kepentingan. Selain itu, praktik ini secara fundamental mengintegrasikan isu-isu ekonomi, sosial, dan lingkungan ke dalam strategi bisnis untuk menciptakan nilai jangka panjang dan memitigasi risiko. Oleh karena itu, CSR efektif dalam memoderasi pengaruh kekuasaan ini karena berperan sebagai mekanisme akuntabilitas dan transparansi yang sesuai dengan prinsip teori *stakeholder*, yakni menjaga keseimbangan dan keharmonisan antara perusahaan dan para pemangku kepentingannya.

Pengujian tambahan dengan uji beda menunjukkan bahwa pengungkapan CSR lebih tinggi pada perusahaan *high profile* dibandingkan perusahaan *low profile*. Pengungkapan CSR yang kuat berfungsi sebagai sinyal positif ke pasar, yang dapat digunakan perusahaan untuk menarik modal dari investor yang peka terhadap CSR dan meningkatkan loyalitas pelanggan. Temuan ini konsisten dengan teori *stakeholder* di mana perusahaan berupaya mengelola hubungan mereka dengan pemangku kepentingan melalui pengungkapan CSR. Bagi perusahaan *high profile*, upaya dalam kinerja CSR yang lebih tinggi menjadi strategi kelangsungan hidup dan pertumbuhan yang jauh lebih penting daripada bagi perusahaan *low profile*.

4.8.7 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Prestise CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 3c menunjukkan bahwa pengungkapan CSR tidak signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan prestise CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Berdasarkan investigasi peneliti, belum ada yang mengkaji bagaimana interaksi kekuasaan prestise CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian ini menjadi yang pertama yang menguji domain ini meskipun tidak sepenuhnya menyatakan dukungan terhadap teori *stakeholder*.

Penelitian terdahulu telah menyelidiki bagaimana pengungkapan CSR berhasil menurunkan risiko *crash* harga saham secara signifikan. Dumitrescu & Zakriya (2021) menunjukkan efek CSR yang signifikan dalam mengurangi risiko *crash* harga saham dimoderasi secara signifikan oleh status *undervaluation* perusahaan. Lebih lanjut, dimensi sosial menjadi penentu utama dalam risiko *crash* dan perilaku penimbunan berita buruk. Subkategori CSR sosial yang ditujukan untuk kelompok pemangku kepentingan tertentu seperti komunitas, karyawan, atau pelanggan cenderung mengurangi *crash*.

Sebaliknya subkategori yang menargetkan masyarakat pada umumnya meningkatkan terjadinya *crash*. Manajer yang peduli terhadap masyarakat, karyawan, dan pelanggan, lebih cenderung memahami kebutuhan investor juga, yang membantu para manajer untuk menjauhkan diri dari penimbunan berita buruk. Investor dalam hal ini, lebih berhati-hati dalam menafsirkan aktivitas CSR sehingga membatasi kemungkinan penimbunan berita buruk.

Temuan senada ditunjukkan oleh Yang *et al.*, (2023) bahwa CSR mengurangi risiko *crash* harga saham perusahaan di Cina. Hasil ini sejalan dengan gagasan bahwa perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial dapat menggunakan pengungkapan informasi berkualitas untuk mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan. Efek pemangku kepentingan menghasilkan pelaporan keuangan yang lebih andal serta mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor eksternal (Kim *et al.*, 2014). Pengungkapan CSR meningkatkan transparansi keuangan karena manajer memiliki lebih sedikit insentif untuk menyembunyikan berita buruk (Yang *et al.*, 2023).

Dalam konteks Indonesia, temuan penelitian ini berkaitan dengan keterbatasan pengungkapan CSR dalam mengubah persepsi pasar terhadap risiko yang berasal dari karakteristik personal CEO. Pengungkapan CSR dipandang sebagai mekanisme penting dalam memenuhi tanggung jawab kepada semua pemangku kepentingan berdasarkan teori *stakeholder*. Teori ini menekankan bahwa perusahaan harus mempertimbangkan kepentingan berbagai kelompok pemangku kepentingan yang memiliki nilai dan pengaruh signifikan terhadap keberlanjutan perusahaan. Namun, ketika dikaitkan dengan kekuasaan prestise CEO, pengungkapan CSR ternyata tidak cukup efektif memoderasi dampak kekuasaan tersebut terhadap risiko *crash* harga saham.

Kekuasaan prestise CEO berkaitan erat dengan reputasi, pengaruh sosial, dan status yang dimiliki CEO di luar struktur formal perusahaan, yang mencakup jaringan sosial, citra publik, dan pengakuan eksternal. Kekuasaan ini memberikan CEO kemampuan untuk memengaruhi persepsi dan sikap berbagai pemangku

kepentingan melalui prestise yang dimilikinya, sehingga dapat memperkuat posisi negoisasi dan pengaruh dalam pengambilan keputusan. Selain itu, prestise CEO yang didukung oleh latar belakang pendidikan juga berkontribusi pada peningkatan kinerja.

Chief Executive Officer yang berpendidikan tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjalankan kepemimpinan, sehingga dapat membawa perusahaan ke arah yang lebih baik secara strategis maupun operasional. Oleh karena itu, pengaruh CEO tidak hanya bergantung pada informasi pengungkapan CSR, tetapi pada hubungan sosial, persepsi publik, dan pengaruh yang melekat pada posisi sosialnya. CEO dengan pretise tinggi sudah memiliki legitimasi yang kuat di mata para pemangku kepentingan, sehingga pengungkapan CSR tidak menambah pengaruh lebih terhadap sikap pemangku kepentingan terkait risiko *crash* harga saham.

Berdasarkan sudut pandang teori *stakeholder*, pengaruh prestise CEO sudah melekat dan diakui oleh berbagai kelompok pemangku kepentingan yang memiliki kepentingan secara langsung maupun tidak langsung terhadap perusahaan. pengungkapan CSR yang pada dasarnya merupakan alat komunikasi formal kepada pemangku kepentingan tidak cukup memodifikasi pengaruh interpersonal dan sosial yang dimiliki CEO. Pengungkapan CSR tidak dapat melampaui efek kekuasaan prestise CEO berdasarkan latar belakang pendidikannya yang lebih dominan dalam mengelola risiko *crash* harga saham.

Selain itu, tingkat pendidikan CEO mencerminkan kapabilitas intelektual, dan status sosial yang sering kali berkaitan dengan pemikiran strategis yang

kompleks. Hal ini memengaruhi cara CEO mengambil keputusan berdasarkan pengetahuan, termasuk keputusan berisiko yang tidak mudah diimbangi hanya dengan pengungkapan CSR. Pengungkapan CSR lebih berfokus pada aktivitas perusahaan yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan eksternal, yang tidak secara langsung mengubah perilaku pengambilan risiko CEO yang berasal dari latar belakang pendidikannya.

Temuan bahwa CSR tidak memoderasi pengaruh kekuasaan prestise memang tidak sepenuhnya sejalan dengan teori *stakeholder*. Teori *stakeholder* menekankan bahwa keberhasilan jangka panjang perusahaan tidak hanya bergantung pada pemegang saham, tetapi kemampuan manajemen menyeimbangkan semua pemangku kepentingan. Dalam konteks ini, kekuasaan prestise CEO adalah aset reputasi yang dapat memengaruhi kepercayaan pemangku kepentingan, dan pengungkapan CSR berfungsi sebagai alat komunikasi dan transparansi untuk membangun kepercayaan pemangku kepentingan tersebut.

Oleh karena itu, secara ideal pengungkapan CSR diharapkan memoderasi berbagai bentuk kekuasaan CEO dalam mengelola risiko perusahaan, termasuk kekuasaan prestise yang merupakan bagian dari karakteristik personal CEO. Kenyataan bahwa pengungkapan CSR gagal memoderasi pengaruh kekuasaan prestise terhadap *crash* harga saham dapat dijelaskan karena nilai intrinsik dari prestise CEO. Kekuasaan prestise CEO telah memberikan perlindungan terhadap *crash* harga saham yang dibuktikan dengan pengujian pengaruh langsung secara independen sebelum adanya pengaruh pengungkapan CSR.

Pasar memandang bahwa CEO yang sudah sangat bergengsi dengan kekuasaan prestise yang tinggi dianggap sebagai aset independen dan sudah cukup memberi sinyal kualitas mengenai transparansi dan kompetensi CEO. Sinyal ini secara efektif mengurangi asimetri informasi serta penimbunan berita buruk yang merupakan akar penyebab *crash* harga saham. Oleh karena itu, pengungkapan CSR tidak memiliki nilai tambah yang signifikan untuk membuktikan integritas seorang CEO yang prestisenya sudah mapan. Dengan demikian kedua aspek tersebut tidak saling memperkuat dalam mitigasi risiko *crash* harga saham.

Pengujian tambahan berupa uji beda pengungkapan CSR dalam perusahaan kategori *high profile* dan *low profile* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Perusahaan *high profile* biasanya merupakan perusahaan besar dengan sumber daya finansial dan manusia yang lebih besar. Dengan demikian mereka memiliki kemampuan untuk mengalokasikan anggaran yang lebih besar untuk insiatif berkelanjutan seperti CSR. Sementara itu, perusahaan *low profile* memiliki sumber daya yang tidak sebesar perusahaan *high profile* sehingga membatasi investasi dalam efektivitas CSR karena memerlukan modal besar.

4.8.8 Pengungkapan CSR Memoderasi Pengaruh Kekuasaan Keahlian CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian hipotesis 3d menunjukkan bahwa pengungkapan CSR tidak signifikan memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Temuan ini bermakna bahwa pengungkapan CSR tidak berhasil memperkuat pengaruh negatif kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Arah pengaruhnya menunjukkan efek yang melemahkan dengan koefisien

positif, meskipun secara statistik tidak terbukti. Kendati demikian hasil uji kekokohan menunjukkan adanya pengaruh interaksi kekuasaan keahlian dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham.

Berdasarkan penelusuran peneliti, belum terdapat penelitian yang menginteraksikan kekuasaan keahlian CEO dan pengungkapan CSR terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian ini menjadi yang pertama yang menguji domain ini dan menyatakan dukungan terhadap teori *stakeholder*, dengan temuan empiris interaksi kekuasaan keahlian dan pengungkapan dalam konteks Indonesia sebagai pasar negara berkembang. Kendati demikian, penelitian ini mengacu pada penelitian terdahulu yang telah mengkonfirmasi pengaruh langsung pengungkapan CSR dalam memperkecil risiko *crash* harga saham.

Penelitian Thuy *et al.*, (2021) menemukan bahwa pengungkapan CSR memiliki pengaruh negatif terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan yang terdaftar di Vietnam. Pengungkapan CSR melayani kebutuhan pemangku kepentingan perusahaan, mempromosikan transparansi informasi bagi perusahaan, dan mencegah manajer dari penimbunan berita buruk sehingga mengurangi risiko *crash* harga saham. Pengungkapan CSR dapat membawa banyak manfaat bagi perusahaan, menjadi strategi *win-win* untuk semua pemangku kepentingan. Di satu sisi, kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan dilindungi. Perusahaan, di sisi lain, dapat meningkatkan kinerja perusahaan sekaligus menurunkan risiko *crash* harga saham.

Begitu juga dengan penelitian Wu dan Hu (2019) yang menunjukkan bahwa perusahaan di industri energi dengan kinerja CSR yang lebih tinggi berdampak pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah. Kinerja CSR memainkan peran positif dan merupakan sinyal yang baik di pasar, bukan sebagai alat yang digunakan perusahaan untuk menyembunyikan perilaku tidak etis dari investor. Selain itu, perlindungan lingkungan yang lebih tinggi, kontrol kualitas produk, dan kinerja perlindungan hak konsumen dapat membantu perusahaan dalam mengurangi risiko *crash* harga saham.

Kebijakan CSR dapat menguntungkan perusahaan dengan mewujudkan biaya yang lebih rendah ketika mereka membiayai dari pasar modal karena penurunan risiko *crash* harga saham. Investor diuntungkan dengan memiliki referensi yang pasti, karena mereka tahu bahwa perusahaan akan mengumumkan lebih banyak informasi kepada mereka daripada menyembunyikan berita buruk di pasar modal. Selanjutnya, untuk kepentingan pemangku kepentingan lainnya dan pemerintah, karena kepentingan pemangku kepentingan dilindungi, pemerintah dapat lebih mudah menjalankan kebijakan lainnya.

Hasil penelitian ini dalam konteks Indonesia dapat dijelaskan melalui teori *stakeholder*. Meskipun teori *stakeholder* mengedepankan pentingnya pengungkapan CSR untuk menjalin hubungan harmonis dengan seluruh pemangku kepentingan, realitas empiris menunjukkan bahwa CSR tidak selalu mampu menjangkau semua dimensi kekuasaan CEO, terutama yang bersifat personal seperti keahlian CEO. Kegagalan ini menyiratkan bahwa dalam model ini, publik tidak melihat pengungkapan CSR sebagai jaminan akuntabilitas untuk

memperkuat dampak keahlian CEO. Koefisien positif yang muncul meskipun tidak signifikan dapat mengisyaratkan adanya efek yang sedikit mengurangi efektivitas keahlian CEO dalam pandangan publik.

Kekuasaan keahlian yang diukur melalui masa jabatan CEO mencerminkan pengalaman dan pengetahuan langsung yang diperoleh selama memimpin perusahaan, yang memberikan kontrol internal kuat dalam pengambilan keputusan strategis. Pengungkapan CSR tidak mampu memoderasi pengaruh ini karena keahlian berdasar pengalaman CEO bersifat proaktif dan internal. Sementara itu, pengungkapan CSR dalam kenyataannya tidak memiliki kemampuan instrumental untuk mengintervensi secara efektif pada pengambilan keputusan yang telah terbentuk berdasarkan keahlian CEO.

Kendati demikian, kontradiksi ini diselesaikan secara meyakinkan melalui uji kekokohan. Ketika model dispesifikasikan dengan mengganti proksi alternatif untuk risiko *crash* harga saham dari DUVOL ke NCSKEW, hasil pengujian menjadi signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa efek pelemahan pengungkapan CSR nyata dan hanya terdeteksi dalam uji kekokohan. Perbedaan hasil ini dapat dijelaskan oleh karakteristik masing-masing ukuran risiko *crash* harga saham. Proksi DUVOL mengukur risiko *crash* dengan membandingkan volatilitas *return* saham pada periode *return* naik dan turun, sehingga fokusnya terbatas pada perbedaan tingkat volatilitas antar periode. Sementara itu, proksi NCSKEW mengukur kemiringan negatif dari distribusi *return* mingguan saham setelah menghilangkan pengaruh pasar. *Return* saham yang memiliki kemiringan negatif

menunjukkan distribusi asimetris dengan risiko penurunan yang lebih tinggi, sebaliknya kemiringan positif menandakan risiko *crash* yang lebih rendah.

Keahlian CEO memberikan kemampuan yang substansial menstabilkan harga saham, dan ketika kemampuan ini didukung komitmen transparansi yang diekspresikan melalui pengungkapan CSR yang substantif, publik merespon dengan kepercayaan yang lebih besar. Hal ini memperkuat dampak negatif atau penurunan risiko dari kekuasaan keahlian CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Interaksi keahlian manajemen dan transparansi etis dapat menjadi jaminan yang lebih kuat terhadap praktik oportunistik atau menyembunyian berita buruk. Dengan demikian, mekanisme penguatan CSR valid, namun sensitif terhadap spesifikasi model awal.

Adanya bukti baru yang menunjukkan bahwa pengungkapan CSR dapat memoderasi kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham berdasarkan perubahan hasil antara ukuran DUVOL dan NCSKEW, memberikan pandangan bahwa peran CSR dalam mengendalikan kekuasaan keahlian CEO lebih luas dari yang sebelumnya diperkirakan. Penelitian ini memberikan implikasi dalam memperluas pemahaman mengenai peran CSR dalam mengatur kekuasaan CEO, yang menjadi perhatian penting bagi pemangku kepentingan dalam menilai risiko manajerial dan potensi risiko *crash* harga saham. Pengungkapan CSR tidak hanya relevan dalam konteks kekuasaan struktural dan kepemilikan, melainkan juga memiliki potensi untuk memoderasi pengaruh kekuasaan keahlian yang berdampak pada risiko pasar, sejalan dengan prinsip teori *stakeholder* yang menyerukan

keterlibatan aktif serta pengawasan para pemangku kepentingan terhadap aspek internal perusahaan yang kompleks.

Pengujian tambahan berupa uji beda pengungkapan CSR dalam perusahaan kategori *high profile* dan *low profile* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Perusahaan *high profile* berada di sorotan publik yang lebih intens. Kegagalan dalam isu pengungkapan CSR dapat dengan cepat menyebabkan kerugian reputasi perusahaan termasuk penurunan harga saham. Oleh karena itu, kelompok perusahaan ini termotivasi lebih kuat untuk berinvestasi dalam praktik CSR. Sementara itu, perusahaan *low profile* umumnya menghadapi tekanan yang lebih sedikit, memungkinkan mereka memiliki tingkat kepatuhan CSR yang lebih rendah atau kurang ambisius.

Hasil ini dapat menjadi masukan praktis bagi investor untuk menggunakan kriteria penyaringan ganda dalam analisis risiko termasuk keahlian CEO dan komitmen transparansi yang diukur dari kualitas pengungkapan CSR. Masukan bagi perusahaan perlunya memastikan bahwa keahlian yang dimiliki CEO didukung komitmen akuntabilitas eksternal melalui pengungkapan CSR. Bagi regulator perlunya mengedukasi pasar tentang pentingnya karakteristik manajemen termasuk kekuasaan keahlian sebagai faktor mitigasi risiko, dan bagaimana mekanisme akuntabilitas eksternal dapat memperkuat validitas dari faktor internal tersebut.

4.8.9 Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Usia CEO terhadap Risiko *Crash* Harga Saham

Hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat pengaruh variabel kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Kontrol pertama, ukuran perusahaan diposisikan sebagai variabel kontrol untuk mengeliminasi potensi bias yang disebabkan oleh skala perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian, ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural dari total aset tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa setelah variabel independen utama dikontrol, besarnya aset perusahaan tidak secara otomatis meningkatkan terjadinya *crash* harga saham. Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap risiko *crash* harga saham (Kim & Cho, 2021; Liang *et al.*, 2020; Oanh *et al.*, 2023; Park & Song, 2018).

Perspektif teori keagenan memandang bahwa masalah penimbunan berita buruk berasal pada perilaku oportunistik CEO yang memiliki kendali atas informasi perusahaan. Dalam konteks perusahaan besar, kekuasaan formal CEO seperti struktur kepemilikan dan posisi struktural yang dominan sering kali menciptakan hambatan dalam transparansi informasi. Dominasi ini memungkinkan CEO untuk melakukan kontrol manajemen yang kuat, sehingga pengungkapan informasi menjadi kurang objektif. Kondisi ini mendukung Kim dan Cho (2021) yang menyatakan bahwa semakin besar perusahaan semakin tinggi risiko akibat biaya keagenan yang lebih besar dan kontrol manajemen yang terlalu dominan.

Sejalan dengan hal tersebut, temuan ini memperkuat relevansi teori eselon atas yang menegaskan bahwa hasil strategis perusahaan utamanya ditentukan oleh karakteristik psikologis dan nilai-nilai yang dianut oleh tim manajemen puncak terutama CEO. Ukuran perusahaan yang tidak signifikan, mengisyaratkan bahwa keputusan untuk mengungkapkan atau menahan berita buruk lebih bergantung pada integritas dan gaya kepemimpinan CEO dibandingkan besarnya skala perusahaan itu sendiri. Terakhir jika ditinjau dari teori *stakeholder*, temuan ini menunjukkan bahwa meskipun ukuran perusahaan besar yang memiliki visibilitas publik yang tinggi, tekanan dari berbagai pemangku kepentingan belum sepenuhnya mampu menjamin transparansi informasi jika tidak dibarengi dengan komitmen manajerial yang kuat.

Kenyataan bahwa variasi *crash* harga saham di Indonesia yang dijelaskan oleh ukuran perusahaan dalam penelitian ini sangat kecil. Kekuatan prediksi variabel independen utama, yaitu kekuasaan CEO dan moderasi pengungkapan CSR yang dimasukkan dalam model regresi lebih kuat memprediksi risiko *crash* harga saham. Oleh karena itu, ukuran perusahaan bukanlah penentu utama risiko *crash* harga saham, namun lebih bergantung pada faktor atribut manajerial. Sementara itu, hasil uji beda menunjukkan terdapat perbedaan signifikan antara ukuran perusahaan *high profile* dan *low profile* dengan rata-rata ukuran perusahaan yang lebih besar pada *high profile*. Hasil ini dimaknai bahwa perusahaan *high profile* cenderung lebih besar dari segi finansial. Perusahaan *high profile* adalah perusahaan yang lebih besar dengan profil risiko dan visibilitas publik yang lebih

tinggi, sehingga wajar jika rata-rata ukuran perusahaan dalam kelompok ini lebih tinggi dibanding *low profile*.

Ukuran perusahaan yang lebih besar memungkinkan perusahaan memiliki sumber daya untuk menjalankan operasional dan pengungkapan yang lebih memadai serta pengelolaan risiko. Sementara itu, perusahaan yang lebih kecil dalam skala aset melakukan pengungkapan yang lebih terbatas. Secara praktis, temuan ini tidak kontradiktif secara konseptual, di mana ukuran perusahaan secara signifikan membedakan ukuran perusahaan, tetapi tidak selalu berpengaruh secara langsung terhadap risiko *crash* harga saham karena terdapat prediktor yang lebih kuat dalam model.

Kontrol kedua, profitabilitas diposisikan sebagai variabel kontrol untuk mengeliminasi potensi bias timbul dari kapasitas finansial perusahaan, sebab kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sering dianggap mencerminkan stabilitas fundamental yang memengaruhi harga saham. Hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa profitabilitas mampu menurunkan risiko *crash* harga saham melalui kinerja keuangan yang sehat (Q. Liang et al., 2020; Ryu & Chae, 2021), dan menjadi alat bagi CEO untuk mengukur penggunaan sumber daya dan kekuatan keuangan perusahaan (Saleh *et al.*, 2022). Berbeda dengan penelitian terdahulu, penelitian ini justru menunjukkan kenyataan bahwa pada perusahaan di Indonesia dalam sampel penelitian ini perubahan pada tingkat profitabilitas tidak secara linier menyebabkan risiko *crash* harga saham.

Berdasarkan perspektif teori keagenan, temuan ini mengindikasikan bahwa ketersediaan sumber daya internal yang melimpah dari laba perusahaan tidak otomatis mengurangi keinginan CEO untuk melakukan penyembunyian berita buruk. Hal ini mensinyalir bahwa risiko *crash* harga saham lebih berkaitan dengan bagaimana kualitas pelaporan keuangan dikelola, daripada sekadar jumlah laba. Sementara itu, perspektif teori eselon atas memandang bahwa profitabilitas hanyalah satu luaran dari keputusan strategis manajemen puncak.

Profitabilitas yang tidak signifikan menunjukkan bahwa risiko *crash* harga saham lebih didorong oleh karakteristik individu pemimpin, seperti tingkat keberanian mengambil risiko yang tetap dapat memicu penimbunan berita buruk meskipun perusahaan berada dalam kondisi yang baik. Terakhir, jika ditinjau dari teori *stakeholder*, hasil ini memberikan gambaran bahwa pemenuhan ekspektasi finansial pemangku kepentingan melalui profit yang tinggi tidak cukup kuat untuk memitigasi risiko *crash* harga saham jika transparansi informasi tidak menjadi prioritas manajemen.

Secara keseluruhan, hasil ini menunjukkan bahwa investor dan pasar tampaknya tidak melihat profitabilitas sebagai peringatan utama untuk risiko *crash* harga saham. Dinamika pasar saham dan perilaku investor kemungkinan lebih kompleks sehingga profitabilitas dengan persentase tertentu tidak menghasilkan respon *crash* harga saham yang proporsional, melainkan dipengaruhi oleh faktor kontekstual lainnya. Faktor risiko non-keuangan seperti karakteristik manajerial dan pengungkapan informasi telah menjadi pemicu *crash* yang lebih cepat dan signifikan dibandingkan profitabilitas.

Sementara itu, hasil uji beda menunjukkan adanya perbedaan signifikan profitabilitas antara perusahaan *high profile* dan *low profile*. Perusahaan *high profile* seringkali beroperasi di industri yang lebih menguntungkan dan memiliki skala ekonomi lebih besar, sehingga pendapatan dan laba yang dihasilkan relatif lebih tinggi dibanding perusahaan *low profile*. Ekspektasi pasar dan tekanan publik yang tinggi pada perusahaan *high profile* memotivasi mereka untuk berinovasi dan meningkatkan efisiensi operasi untuk menciptakan keunggulan kompetitif yang tercermin dalam profitabilitas lebih tinggi.

Kesimpulan yang dapat diambil dari pengujian regresi dan uji beda adalah bahwa meskipun profitabilitas merupakan faktor fundamental yang membedakan perusahaan *high profile* dan *low profile* seperti yang dikonfirmasi oleh uji beda, hal tersebut tidak menjadi penyebab langsung yang signifikan dalam memprediksi *crash* harga saham. Oleh karena itu, penting disadari bahwa pertahanan utama terhadap risiko *crash* harga saham terletak pada evaluasi yang cermat terhadap karakteristik manajerial dan transparansi perusahaan, bukan sekadar level profitabilitas.

Kontrol terakhir, usia CEO diposisikan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini untuk mengeliminasi potensi bias yang disebabkan oleh perbedaan tingkat pengalaman dan kecenderungan pengambilan risiko yang melekat pada profil demografis CEO. Hasil pengujian menunjukkan bahwa usia CEO tidak berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham, sekaligus tidak terdapat perbedaan signifikan usia CEO antara perusahaan *high profile* dan *low profile*.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian terdahulu seperti, Andreou *et al.*, (2016); Harper *et al.*, (2020); Le *et al.*, (2022); Saleh *et al.*, (2022) yang menemukan hubungan positif antara usia CEO dan harga saham. Eduardo dan Poole (2016) dan Saleh *et al.*, (2022) menjelaskan bahwa CEO yang lebih tua mengumpulkan lebih banyak informasi dan menghabiskan lebih banyak waktu sebelum mengambil keputusan. Mereka lebih konservatif ketika menilai hasil dari suatu keputusan dan cenderung melebih-lebihkan kemampuannya karena memiliki lebih banyak pengalaman daripada CEO yang lebih muda. Oleh karena itu, CEO yang lebih muda cenderung terlalu percaya diri daripada CEO lebih tua. *Chief Executive Officer* yang lebih tua lebih konservatif, menghindari risiko, dan fokus pada proyek jangka pendek untuk mendapatkan hasil lebih awal ketika mereka mendekati pensiun.

Temuan yang tidak signifikan ini bermakna bahwa usia CEO bukanlah faktor penentu yang kuat dalam memicu risiko *crash* harga saham. Hasil regresi menunjukkan bahwa keputusan yang dibuat oleh CEO yang berkuasa, tingkat transparansi informasi adalah pemicu risiko *crash* harga saham yang lebih penting daripada variabel demografis seperti usia. Usia tampaknya menjadi proksi yang tidak akurat karena CEO yang usianya sama dapat memiliki pandangan, cara berpikir, maupun cara pengambilan keputusan strategis dalam manajemen risiko yang sangat berbeda.

Berdasarkan kerangka teori keagenan, temuan ini mengisyaratkan bahwa dorongan untuk melakukan tindakan oportunistik tidak dibatasi oleh usia melainkan lebih bergantung pada efektivitas sistem pengawasan yang ada di perusahaan.

Berdasarkan perspektif teori eselon atas, hasil yang tidak signifikan memberikan sinyal bahwa risiko *crash* harga saham lebih dipengaruhi oleh karakteristik CEO yang lebih kompleks seperti nilai-nilai pribadi atau gaya kepemimpinan daripada sekadar faktor demografis tunggal seperti usia. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku CEO dalam melaporkan informasi bersifat lebih personal dan tidak dapat digeneralisasi hanya berdasar kelompok usia. Terakhir, berdasarkan teori *stakeholder*, hasil ini menunjukkan bahwa pemangku kepentingan lebih menekankan pada kualitas tata kelola dibandingkan profil usia pemimpinnya.

Dalam konteks perusahaan Indonesia, homogenitas usia di antara CEO baik pada perusahaan *high profile* maupun *low profile* cenderung merekrut pemimpin dalam rentang usia tertentu yang dianggap ideal. Realitas ini mendukung statistik dekriptif yang menunjukkan bahwa usia CEO berada pada variasi yang cukup tinggi, yaitu CEO termuda berusia 26 tahun dan CEO tertua berusia 83 tahun dengan rata-rata usia CEO sebesar 55,254. Artinya, variasi usia CEO dalam sampel penelitian ini cukup besar, namun rata-rata CEO berusia 55 tahun. Usia tersebut menggambarkan keseimbangan ideal antara pengalaman ekstensif dan energi untuk memimpin perusahaan. Hal ini beralasan karena usia CEO yang terlalu muda dianggap kurang berpengalaman, sementara CEO yang terlalu tua dianggap kurang adaptif terhadap inovasi.

Oleh karena itu proses seleksi pada semua perusahaan baik *high profile* maupun *low profile* menyasar pada ‘zona nyaman’ di usia rata-rata 55 tahun untuk memimpin perusahaan. Secara keseluruhan hasil pengujian menunjukkan bahwa usia CEO tidak menjadi sinyal yang akurat kepada pasar mengenai kemungkinan

terjadinya *crash* harga saham. Oleh karena itu, bagi investor sebaiknya fokus pada faktor-faktor yang kualitas dan transparansi yang lebih substantif. Fokus utama sebaiknya diberikan pada elemen yang terbukti menjadi prediktor kuat risiko *crash* harga saham, seperti tata kelola perusahaan terutama kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR.

Secara akumulatif, tidak signifikkannya kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO dalam penelitian ini memberikan indikasi bahwa risiko *crash* harga saham pada perusahaan sampel tidak ditentukan oleh faktor fundamental keuangan maupun demografis permukaan CEO secara mandiri. Temuan ini mempertegas kedudukan ketiga teori yang digunakan, di mana teori keagenen, teori eselon atas, dan teori *stakeholder* secara sinergis menunjukkan bahwa risiko *crash* harga saham dalam konteks penelitian ini lebih bergantung pada faktor strategis seperti dinamika kekuasaan CEO dan komitmen pengungkapan CSR.

Terbatasnya peran variabel kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO dalam penelitian ini menjelaskan risiko *crash* harga saham, membuka peluang penelitian mendatang untuk mengeksplorasi variabel kontrol lain yang mungkin lebih sensitif. Oleh karena itu, penelitian mendatang perlu mempertimbangkan variabel lainnya seperti usia perusahaan, *return of investment* (ROI), struktur utang, atau kompensasi CEO yang memiliki kemungkinan pengaruh lebih besar terhadap risiko *crash* harga saham.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan mengeksplorasi pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham perusahaan di Indonesia dengan pengungkapan CSR sebagai pemoderasi. Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan, penelitian ini menyimpulkan bahwa risiko *crash* harga saham sangat dipengaruhi oleh sumber kekuasaan yang dimiliki seorang CEO, di mana hasil penelitian menunjukkan adanya dua pola pengaruh yang berbeda.

Kekuasaan formal CEO seperti kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural ditemukan meningkatkan risiko *crash* harga saham. Temuan ini mendukung hipotesis dan sejalan dengan pandangan teori keagenan, yang mengindikasikan bahwa dominasi CEO dalam struktur kepemilikan dan rangkap jabatan di anak perusahaan cenderung memicu perilaku oportunistik dalam menyembunyikan berita buruk perusahaan karena lemahnya pengawasan. Akumulasi berita buruk yang keluar sekaligus di pasar menyebabkan pasar bereaksi negatif sehingga harga saham mengalami *crash*.

Sebaliknya, kekuasaan informal CEO seperti kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian menurunkan risiko *crash* harga saham. Hasil ini sejalan dengan teori eselon atas yang menekankan bahwa karakteristik personal seperti prestise dan keahlian yang mumpuni akan mendorong CEO untuk mengambil keputusan yang lebih berkualitas dan transparan. Kekuasaan ini memberikan CEO kapabilitas

yang mendorong pengelolaan risiko yang lebih baik sehingga berdampak pada risiko *crash* harga saham yang lebih rendah.

Kebaharuan utama penelitian ini terletak pada penempatan pengungkapan CSR sebagai mekanisme tata kelola eksternal berdasarkan teori *stakeholder*. Pengungkapan CSR ditemukan secara signifikan memitigasi dampak buruk dari kekuasaan formal CEO seperti kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural terhadap risiko *crash* harga saham. Temuan ini menunjukkan bahwa komitmen perusahaan terhadap tanggung jawab sosial mampu meredam kecenderungan CEO yang berkuasa untuk menutupi berita buruk, karena meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan sehingga membatasi perilaku oportunistik CEO.

Temuan tersebut diperkuat oleh analisis tambahan melalui uji beda bahwa pengungkapan CSR pada perusahaan *high profile* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *low profile*. Perbedaan ini menegaskan bahwa peran pengungkapan CSR sebagai mekanisme tata kelola dalam memitigasi risiko *crash* harga saham akibat kekuasaan CEO bekerja lebih optimal pada sektor dengan visibilitas publik yang tinggi, selaras dengan besarnya tuntutan transparansi pada kelompok perusahaan tersebut.

Sebaliknya, pengungkapan CSR tidak memberikan dampak moderasi tambahan yang berarti dalam pengaruh kekuasaan informal CEO seperti kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian. Hal ini disebabkan kekuasaan prestise dan keahlian lebih berkaitan dengan karakteristik personal dan pengalaman internal yang biasanya sudah menerapkan praktik manajemen risiko yang baik.

Perubahan signifikansi ditemukan pada uji kekokohan, di mana pengaruh moderasi pada kekuasaan keahlian CEO menjadi signifikan saat proksi risiko *crash* harga saham diganti dari DUVOL menjadi NCSKEW. Hal ini terjadi karena NCSKEW lebih sensitif dalam menangkap distribusi data yang ekstrem dan asimetris pada *return* saham dibandingkan DUVOL yang lebih fokus pada variasi volatilitas. Perbedaan ini memberikan penjelasan bahwa kekuatan moderasi pengungkapan CSR dalam menyeimbangkan keahlian CEO lebih efektif pada upaya memitigasi peristiwa keruntuhan harga saham yang bersifat asimetris, sehingga memperkuat validitas temuan bahwa sinergi antara nilai etika perusahaan dan kompetensi individu tetap krusial dalam menjaga stabilitas pasar.

Sementara itu kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, dan usia CEO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko *crash* harga saham. Ukuran perusahaan tidak secara otomatis menjamin efektivitas manajemen risiko, sehingga investor lebih fokus pada faktor manajerial daripada skala perusahaan. Profitabilitas mencerminkan kemampuan menghasilkan laba, namun ternyata risiko *crash* lebih dipengaruhi cara manajemen mengelola dan mengungkapkan informasi. Sementara itu, usia CEO hanya indikator kasar kemampuan CEO yang tidak langsung mencerminkan pengambilan keputusan atau kecakapan manajerial, karena risiko *crash* berkaitan dengan pengelolaan risiko secara menyeluruh bukan terbatas usia.

Secara teoretis, penelitian ini memberikan kontribusi penting dengan membuktikan bahwa risiko *crash* harga saham tidak cukup dijelaskan melalui sudut pandang tunggal. Penggunaan teori keagenan terbukti relevan menjelaskan

sisi gelap kekuasaan formal CEO, sementara teori eselon atas mampu menjelaskan sisi terang dari atribut personal CEO. Integrasi teori *stakeholder* dengan variabel CSR lebih lanjut membuktikan bahwa tanggung jawab sosial bukan sekadar aktivitas normatif, melainkan berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang mampu mengubah dinamika kekuasaan di dalam perusahaan. Secara keseluruhan, kerangka kerja baru yang ditawarkan dalam penelitian ini berhasil mengintegrasikan ketiga teori tersebut untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai risiko *crash* harga saham di pasar modal Indonesia.

5.2 Implikasi Penelitian

5.2.1 Implikasi Teoretis

Hasil penelitian ini menyatakan pengaruh positif signifikan dari kekuasaan formal CEO yang dipresentasikan dengan kekuasaan kepemilikan saham dan kekuasaan struktural pada risiko *crash* harga saham menunjukkan ketergantungan pada teori keagenan. Hasil ini mengindikasikan adanya konflik keagenan yang cukup besar di mana CEO menggunakan kekuasaan formal mereka sebagai agen untuk bertindak secara oportunistik, yang bertentangan dengan kepentingan pemangku kepentingan lainnya. Kepemilikan saham CEO, bukannya menyelaraskan kepentingan, namun justru memicu efek *entrenchment* yang membuat CEO merasa aman untuk mengambil keputusan berisiko. Sementara itu, kekuasaan struktural CEO secara langsung melemahkan fungsi pengawasan independen oleh Dewan Komisaris, karena CEO perusahaan induk seringkali juga menjadi anggota Dewan Komisaris pada anak perusahaan. Posisi ini memberikan peluang lebih besar kepada CEO bertindak oportunistik dan menyembunyikan

kabar buruk. Akumulasi berita buruk yang tidak diungkapkan ini menciptakan tekanan internal yang ketika dilepaskan berujung pada peningkatan risiko *crash* harga saham.

Hasil penelitian juga menyatakan pengaruh negatif signifikan dari kekuasaan informal CEO yang diukur dengan kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian terhadap risiko *crash* harga saham memberikan dukungan pada teori eselon atas. Pengaruh negatif ini dapat dijelaskan melalui mekanisme penyangga risiko, di mana CEO yang memiliki prestise dan keahlian yang tinggi cenderung menanamkan kepercayaan yang lebih besar di pasar, yang pada gilirannya mengurangi kepanikan dan volatilitas harga yang dapat memicu *crash* harga saham. Dengan demikian, temuan ini menggarisbawahi pentingnya karakteristik individu CEO, menunjukkan bahwa kepemimpinan di bawah CEO yang memiliki prestise dan keahlian sangat diperlukan untuk menjaga stabilitas perusahaan.

Selanjutnya penelitian ini menyoroti penerapan teori *stakeholder* dalam menyelidiki efek moderasi pengungkapan CSR dalam pengaruh kekuasaan formal dan informal CEO terhadap risiko *crash* harga saham dalam lingkungan perusahaan Indonesia, di mana aspek ini belum dikaji dalam penelitian terdahulu. Teori *stakeholder* memandang keberhasilan jangka panjang perusahaan bergantung pada penyeimbangan kepentingan berbagai pihak, dan pengungkapan CSR menjadi mekanisme yang menjembatani hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan. Pengungkapan CSR berfungsi mengendalikan efek negatif kekuasaan CEO dari kekuasaan formal CEO yang cenderung oportunistik, seperti disorot teori keagenan, karena ‘memaksa’ CEO untuk lebih transparan dan bertanggung jawab

pada seluruh pemangku kepentingan sehingga memperkecil praktik menyembunyian berita buruk.

Sebaliknya pengungkapan CSR memperkuat pengaruh positif yang berarti menurunkan risiko *crash* harga saham, dari kekuasaan informal seperti yang disorot oleh teori eselon atas. Pengungkapan CSR memungkinkan CEO yang kredibel untuk membangun modal relasional yang kuat dan menstabilkan ekspektasi pasar. Dengan demikian penelitian ini menunjukkan bahwa komitmen dan komunikasi yang eksplisit kepada pemangku kepentingan melalui CSR adalah alat tata kelola strategis yang mampu memoderasi dampak kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham.

5.2.2 Implikasi Empiris

Penelitian ini memiliki implikasi empiris terhadap pengembangan literatur ilmiah dan penyediaan bukti nyata mengenai risiko *crash* harga saham di Indonesia. Pertama, penelitian ini menyajikan kerangka kerja baru dalam menganalisis pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham melalui pemisahan dimensi kekuasaan CEO menjadi kekuasaan formal (kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural) dan kekuasaan informal (kekuasaan prestise dan kekuasaan keahlian). Selama ini, mayoritas penelitian empiris terbatas menggunakan proksi tunggal atau hanya terfokus pada kekuasaan formal seperti kekuasaan kepemilikan dan kekuasaan struktural, misalnya Al Mamun *et al.*, (2020) Hunjra *et al.*, (2020); Oanh *et al.*, (2023); Yang *et al.*, (2023). Integrasi keempat dimensi kekuasaan ini menghasilkan model empiris yang lebih komprehensif untuk membedah bagaimana wewenang resmi dan pengaruh personal seorang CEO menentukan kualitas

keterbukaan informasi perusahaan.

Kedua, penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai pengungkapan CSR sebagai mitigasi risiko *crash* harga saham. Meskipun tema risiko *crash* harga saham telah diselidiki secara luas, namun perhatian yang diberikan pada area ini di pasar saham Indonesia masih sangat terbatas. Penelitian terdahulu telah meneliti strategi, praktik dan kualitas laporan keberlanjutan (Harmadji, 2020), strategi bisnis dan peran pengungkapan ESG sebagai moderasi (Jeandry & Nurdin, 2023), pengungkapan CSR (Soeprajitno *et al.*, 2023), penghindaran pajak (Winedar & Harymawan, 2023) terhadap risiko *crash* harga saham. Tema yang dieksplorasi dalam penelitian ini, terkait pemoderasi pengungkapan CSR dalam pengaruh kekuasaan formal dan informal CEO terhadap risiko *crash* harga saham belum pernah dikaji, sehingga penelitian ini berhasil mengisi celah penelitian terdahulu.

Ketiga, penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai urgensi data non-keuangan dalam konteks pasar modal Indonesia dengan menerapkan teknik estimasi CEM dan model MRA untuk menganalisis hasil. Temuan menegaskan secara empiris bahwa data non-keuangan mampu menyeimbangkan dominasi kekuasaan CEO dan memberikan perlindungan tambahan bagi stabilitas harga saham yang tidak dapat terbaca hanya melalui laporan keuangan konvensional. Risiko *crash* harga saham secara signifikan ditentukan oleh kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR, bukan variabel fundamental ukuran perusahaan dan profitabilitas maupun indikator kasar usia CEO semata.

Keempat, penelitian ini melakukan pengujian tambahan berupa uji beda semua variabel pada perusahaan kategori *high profile* dan *low profile*. Uji ini

memberikan validasi empiris bahwa tingkat visibilitas publik secara signifikan memengaruhi perilaku dan transparansi perusahaan. Sejalan dengan tingkat visibilitas publik yang diterima perusahaan, perusahaan *high profile* memiliki pengungkapan CSR yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan *low profile*.

5.2.3 Implikasi Praktis

Temuan penelitian ini merekomendasikan beberapa implikasi praktis bagi negara berkembang seperti Indonesia, di mana *crash* harga saham dapat menimbulkan dampak yang mendalam pada komunitas investasi. Pertama, penelitian ini memiliki implikasi substansial bagi investor ritel di Indonesia, di mana investor ritel berbeda dengan investor institusional, memiliki sumber daya terbatas untuk melawan kerugian akibat *crash* harga saham. Penelitian ini memberikan wawasan penting bagi investor ritel untuk mengelola dan mengurangi kekhawatiran terkait risiko *crash* harga saham. Investor perlu memperhatikan karakteristik kekuasaan CEO dan pengungkapan CSR sebagai indikator penting manajemen risiko, bukan hanya mengandalkan ukuran perusahaan, profitabilitas, atau usia CEO sebagai tolak ukur utama.

Kedua, perusahaan di Indonesia menganut sistem dewan dua tingkat yang memiliki dua badan terpisah secara administratif, yaitu Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Sistem ini memisahkan secara jelas antara manajemen dan kontrol, dengan Dewan Direksi sebagai pengelola dan Dewan Komisaris sebagai pengawas (Velte, 2020b). Model dualitas CEO (dualitas sebagai anggota manajemen dan dewan pengawas) tidak dapat terjadi dalam sistem dua tingkat (Jouber, 2021;

Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) karena memiliki struktur dewan yang terpisah antara pengelola dan pengawas perusahaan.

Meski demikian, penelitian ini berpendapat bahwa dualitas CEO dalam sistem dua tingkat seperti Indonesia dapat terjadi ketika CEO memiliki jabatan ganda di antara perusahaan induk dan anak perusahaan. Pandangan baru terkait dualitas CEO di Indonesia sebagai Negara yang menganut sistem dua tingkat, dapat dimaknai ketika CEO memiliki jabatan rangkap sebagai anggota Dewan Direksi atau Komisaris di perusahaan induk dan anak perusahaan (Roiston & Harymawan, 2022).

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/PJOK.04/2014 mengatur tentang jabatan rangkap anggota direksi termasuk CEO perusahaan publik, yang menyatakan bahwa anggota Direksi dapat merangkap jabatan paling banyak pada satu perusahaan publik lain. Aturan ini memberikan fleksibilitas terbatas bagi CEO perusahaan untuk menjabat sebagai direksi di perusahaan publik lainnya. Pembatasan ini tampaknya bertujuan untuk memastikan supaya CEO memiliki fokus dan alokasi waktu yang lebih memadai menjalankan tugas manajerial yang kompleks dan bertanggung jawab penuh atas perusahaan utama. Dengan demikian, pengambilan keputusan dapat lebih optimal karena beban kerja tidak berlebihan sehingga mengarah pada peningkatan kinerja dan risiko dapat dimitigasi.

Kendati demikian, peraturan tersebut belum mengatur secara eksplisit terkait jabatan rangkap antara perusahaan induk dengan anak perusahaan.

Ketiadaan regulasi ini dapat menimbulkan kerentanan signifikan dalam tata kelola, terutama karena dualitas CEO memiliki insentif yang kuat untuk melakukan penimbunan berita buruk. Oleh karena itu, perlu bagi perusahaan membatasi rangkap jabatan CEO di anak perusahaan untuk menjaga independensi pengawasan. Perusahaan dapat menerapkan kebijakan pemisahan peran dan penunjukan komisaris independen yang bebas konflik kepentingan di anak perusahaan. Dewan komisaris perusahaan induk juga harus meningkatkan pengawasan lintas perusahaan dan memantau dampak dualitas CEO terhadap kontrol perusahaan. Selain itu, manajemen perusahaan juga perlu melakukan pengembangan dan peningkatan kekuasaan informal CEO seperti peningkatan kualitas pendidikan dan pengalaman kerja untuk membangun kapabilitas manajerial agar mengurangi risiko *crash* harga saham. Bagi regulator perlu melengkapi regulasi yang lebih tegas mengenai rangkap jabatan CEO antar induk dan anak perusahaan guna mendorong efektivitas pengawasan, menghindari tumpang tindih jabatan, serta potensi konflik kepentingan sehingga meningkatkan transparansi dalam tata kelola perusahaan.

Ketiga, hasil penelitian ini juga memiliki relevansi yang signifikan bagi para regulator di Indonesia, memberikan masukan untuk rekomendasi dan pertimbangan kebijakan terkait CSR di masa mendatang. Penelitian ini mengungkap bagaimana pengungkapan CSR dapat membantu mengurangi dampak buruk kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham, yang dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan dan mengurangi risiko dalam berinvestasi di pasar modal dengan mengevaluasi portofolio

berdasarkan aktivitas tanggung jawab sosial, ekonomi, dan lingkungan perusahaan.

Penguatan regulasi yang mendorong transparansi melalui kebijakan pengungkapan CSR, sebagai alat efektif membatasi dampak negatif kekuasaan CEO di Indonesia juga sangat diperlukan. Penguatan regulasi tersebut diharapkan dapat meningkatkan akuntabilitas perusahaan guna mengurangi risiko penyalahgunaan kekuasaan CEO. Meningkatnya pengungkapan CSR memberikan batasan bagi manajerial terutama CEO yang berkuasa untuk menimbun berita buruk demi kepentingan pribadi dan karirnya sehingga dapat menurunkan kemungkinan terjadinya *crash* harga saham.

Pengungkapan CSR telah diatur dalam beberapa undang-undang di Indonesia, misalnya Pasal 74 Undang-undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, yang juga ditegaskan dalam Peraturan Pemerintah No. 47 Tahun 2012. Namun, aturan tersebut hanya mewajibkan pelaksanaan tanggung jawab sosial dan lingkungan bagi perusahaan yang bergerak di sektor tertentu, terutama yang berkaitan dengan sumber daya alam. Akibatnya, perusahaan di luar sektor tersebut masih melaksanakan CSR secara sukarela, yang menciptakan ketidakseragaman penerapan CSR dan berpotensi menghambat partisipasi sektor non-SDA dalam pembangunan berkelanjutan.

Selanjutnya regulasi ini dipertegas melalui POJK Nomor 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan perusahaan publik untuk menyusun laporan keberlanjutan secara terpisah dari laporan tahunan dan sebagai bagian yang tak terpisahkan. Lebih lanjut, OJK kembali melakukan transformasi signifikan melalui penerbitan SEOJK

Nomor 16/SEOJK.04/2021. Regulasi ini secara efektif memperluas cakupan pengungkapan CSR yang kini lebih dikenal sebagai laporan keberlanjutan kepada seluruh emiten dan perusahaan publik tanpa memandang sektor usahanya. Dengan adanya aturan ini, CSR bukan lagi dipandang sebagai kewajiban sektoral yang sempit, melainkan mandat transparansi bagi setiap perusahaan yang terdaftar di bursa. Ketentuan ini secara de facto memperluas kewajiban pelaporan CSR ke sektor non-SDA, sehingga menciptakan standar pengungkapan yang lebih seragam dan transparan.

Perluasan ini sangat krusial karena pengungkapan yang terstandarisasi menurut aturan OJK tersebut tidak hanya memperkuat citra dan reputasi perusahaan, tetapi juga berfungsi sebagai instrumen mitigasi risiko bagi pemegang saham terhadap asimetri informasi yang sering kali memicu *crash* harga saham. Selain itu, CSR berperan dalam memperkuat hubungan perusahaan dengan berbagai pemangku kepentingan, seperti pemegang saham, pelanggan, karyawan, pemerintah, dan masyarakat. Hubungan yang harmonis ini dapat mempermudah operasional perusahaan dan menciptakan iklim bisnis yang lebih stabil.

Temuan penelitian sekaligus menunjukkan bahwa pemangku kepentingan secara signifikan menghargai pengungkapan CSR, memberikan bukti empiris bahwa informasi ini merupakan input penting dalam pengambilan keputusan investasi. Pengakuan publik terhadap nilai pengungkapan CSR secara implisit mendukung langkah Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) menetapkan Standar Pengungkapan Keberlanjutan (SPK) sebagai langkah krusial untuk meningkatkan transparansi dan kualitas pelaporan perusahaan di Indonesia. Standar

pengungkapan ini merupakan adopsi *International Financial Reporting Standards* (IFRS S1 dan S2) atau Standar Pelaporan Keuangan Internasional, yang diterbitkan Dewan Standar Keberlanjutan Internasional, ISSB. Standar pengungkapan Keberlanjutan terdiri dari PSPK 1 (persyaratan umum), dan PSPK 2 (pengungkapan terkait iklim), yang direncanakan akan wajib efektif pada 1 Januari 2027.

Pemberlakuan PSPK 2 secara wajib akan memaksa pengungkapan yang sesuai standar, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi dan memungkinkan investor untuk mengintegrasikan risiko dan peluang iklim ke dalam penilaian mereka. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya memberikan landasan teoretis bagi kebutuhan regulasi SPK tersebut, namun juga merekomendasikan agar regulator seperti OJK mempercepat harmonisasi peraturan terkait. Implementasi PSPK 2 harus didukung jasa profesional independen yang kredibel guna memaksimalkan integritas dan manfaat transparansi di pasar modal.

5.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam beberapa hal. Pertama, penelitian ini terfokus pada elemen tata kelola perusahaan internal yang terbatas pada kekuasaan CEO. Meskipun terbatas dalam cakupan variabel, fokus ini juga menjadi warna tersendiri karena mengkaji dinamika kekuasaan CEO berdasarkan sumber kekuasaan formal dan informal secara spesifik, berhasil menunjukkan pengaruh yang saling bertolak belakang terhadap risiko *crash* harga saham. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan elemen tata kelola perusahaan

eksternal, seperti kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan auditor eksternal untuk eksplorasi hasil yang menarik bagi pemangku kepentingan.

Kedua, berkaitan dengan pengungkapan CSR di mana pada periode pengamatan tahun 2018-2022, Indonesia mengalami masa transisi regulasi yang signifikan terkait pelaporan CSR, yakni masa penerapan POJK Nomor 51/2017 menuju penguatan standar melalui SEOJK Nomor 16/2021. Hal ini menyebabkan adanya variasi yang tinggi dalam kualitas dan kelengkapan pengungkapan CSR antar perusahaan sampel. Pada awal periode pengamatan, masih banyak terdapat perusahaan non-SDA yang masih melaporkan CSR secara sukarela dengan format yang tidak seragam, sementara pada akhir periode, perusahaan mulai mengadopsi standar mandatori yang lebih ketat.

Meskipun pelaporan CSR kini telah bersifat mandatori, data menunjukkan adanya tingkat pengungkapan yang bervariasi. Variasi ini mencakup perusahaan yang melakukan pengungkapan secara ekstensif dan hampir penuh sesuai standar global seperti standar GRI, sementara di sisi lain masih ditemukan perusahaan yang melakukan pengungkapan sekadar memenuhi kewajiban administratif minimum. Selain itu, juga terdapat perbedaan gaya bahasa ataupun struktur kalimat dalam laporan pengungkapan CSR sehingga memengaruhi penerimaan informasi oleh pembaca. Variasi ini memberikan tantangan tersendiri dalam standarisasi pengukuran indeks pengungkapan, namun sekaligus memperkaya konteks penelitian dalam melihat bagaimana kekuasaan CEO berperan dalam menentukan kedalaman transparansi di tengah perubahan regulasi yang sedang berlangsung.

Ketiga, penelitian ini terbatas membahas peran moderasi pengungkapan CSR dalam pengaruh kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham, yang tidak mencakup strategi perusahaan relevan lainnya dalam menggambarkan pengaruh kekuasaan CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Keterbatasan ini muncul karena pengungkapan CSR belum sepenuhnya mampu memberikan pengaruh yang berarti dalam pengaruh kekuasaan informal CEO terhadap risiko *crash* harga saham. Oleh karena itu, Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan beberapa moderator lainnya seperti struktur kepemilikan, pengendalian internal, atau usia perusahaan. Mekanisme tata kelola tersebut dapat berfungsi sebagai instrumen kontrol yang secara langsung membatasi ruang gerak CEO dalam menyembunyikan berita buruk, sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan risiko *crash* harga saham.

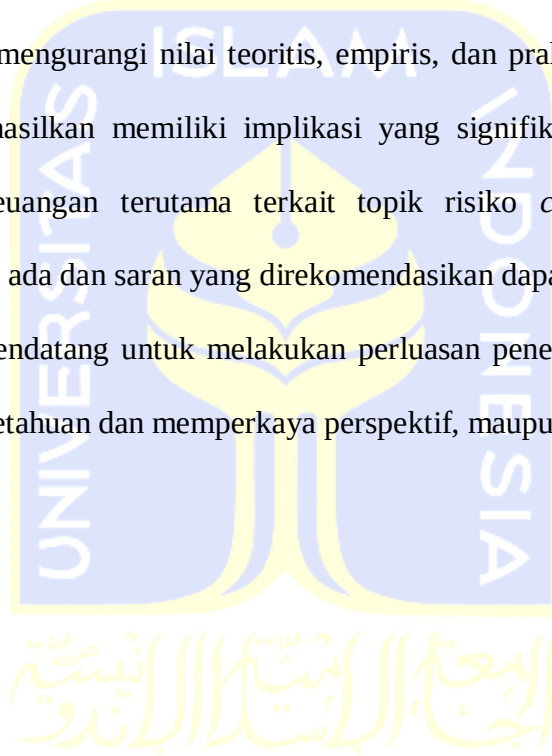
Keempat, penelitian ini terbatas menguji peran pemoderasi CSR menggunakan standar GRI 2016 secara garis besar melalui skor agregat. Pendekatan agregat mampu memberikan gambaran holistik sejauh mana komitmen pengungkapan CSR secara utuh dapat menjadi penyeimbang atas kekuasaan CEO. Namun, penelitian ini belum mengkaji pengaruh aspek material seperti ekonomi, sosial, dan lingkungan secara terpisah. Meskipun skor umum telah memberikan arah moderasi dengan kuat, pengabaian terhadap rincian aspek material menyamarkan kontribusi unik dari masing-masing aspek tersebut. Penelitian selanjutnya dapat melakukan perluasan dengan menyelidiki pengaruh setiap aspek yang terdapat dalam standar tersebut, sehingga dapat diketahui aspek mana yang paling dominan dalam pengungkapan CSR.

Kelima, keterbatasan penelitian ini berkaitan dengan kumpulan data yang terbatas pada perusahaan di pasar saham Indonesia, yang mengacu pada lingkungan bisnis yang unik untuk perusahaan Indonesia. Temuan model penelitian ini kemungkinan tidak sepenuhnya menawarkan generalisasi untuk wilayah atau negara lain, namun topik penelitian ini masih sangat jarang dilakukan, terutama dalam sistem dewan dua tingkat seperti Indonesia. karakteristik unik ini mencakup pemisahan tegas antara fungsi pengawasan oleh Dewan Komisaris dan fungsi manajemen oleh Direksi, yang menciptakan dinamika tata kelola yang berbeda dari sistem dewan satu tingkat di negara lain. Oleh karena itu, meskipun generalisasi temuan ini terbatas, penelitian ini memberikan kontribusi penting dalam memetakan kerangka kerja penelitian di pasar berkembang yang memiliki kerangka regulasi dan struktur kelembagaan yang unik. Berangkat dari keunikan struktur tata kelola tersebut, keterbatasan ini membuka peluang bagi penelitian selanjutnya untuk memperluas cakupan analisis pada kekuasaan CEO dan risiko *crash* harga saham dengan proksi yang berbeda.

Terakhir, penelitian ini terbatas menganalisis data lima tahun dari 2018-2022 yang merefleksikan dinamika pasar dalam jangka menengah serta membatasi generalisasi hasil untuk periode lainnya. Oleh karena itu, penelitian lanjutan dapat mengeksplorasi dengan periode waktu yang lebih panjang untuk menangkap efek jangka panjang dan siklus ekonomi yang mungkin memengaruhi hubungan antar variabel. Perpanjangan periode pengamatan diperlukan untuk memitigasi anomali data yang mungkin muncul akibat guncangan ekonomi global selama pandemi Covid-19. Rentang waktu yang lebih panjang juga memungkinkan penelitian

mendatang untuk mengevaluasi efektivitas variabel secara lebih akurat seiring transisi dan implementasi penuh regulasi mandatori pengungkapan CSR atau keberlanjutan di Indonesia. selain itu, penggunaan data longitudinal yang lebih panjang dapat memberikan gambaran yang lebih stabil dan komprehensif mengenai risiko *crash* harga saham dalam menghadapi berbagai fase volatilitas pasar serta siklus ekonomi yang berbeda.

Akhir kata, meskipun penelitian ini memiliki keterbatasan dalam beberapa hal, namun tidak mengurangi nilai teoritis, empiris, dan praktis dari temuan ini. Temuan yang dihasilkan memiliki implikasi yang signifikan terhadap bidang akuntansi dan keuangan terutama terkait topik risiko *crash* harga saham. Keterbatasan yang ada dan saran yang direkomendasikan dapat membuka peluang bagi penelitian mendatang untuk melakukan perluasan penelitian, guna mengisi kesenjangan pengetahuan dan memperkaya perspektif, maupun implikasi terhadap pihak terkait.



DAFTAR PUSTAKA

- Abebe, M., & Alvarado, D. A. (2013). Founder-CEO status and firm performance: an exploratory study of alternative perspectives. *Journal of Strategy and Management*, 6(4), 343–357.
- Abels, P. B., & Martelli, J. T. (2013). CEO duality: How many hats are too many? - *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(2), 135–147. <https://doi.org/10.1108/14720701311316625>
- Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(2), 223–250. <https://doi.org/10.1108/09513570210418905>
- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403–1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A., & Ganapathi, J. (2007). Putting the s back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*, 32(3), 836–863. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275678>
- Agustina, R. S., Marlina, L., Andani, L., Tama, T. A., & Rahayuningsih, N. (2025). Good Corporate Governance in Indonesia Islamic Bank : A Nvivo- Based Qualitative Analysis. *Review of Islamic Economics Dan Finance*, 8(2), 279–296.
- Ajaib. (2019). *Tahun 2019, Harga Saham INKP Terus Anjlok*. Ajaib. <https://ajaib.co.id/belajar/saham/tahun-2019-harga-saham-inkp-terus-anjlok>
- Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101582>
- Aldoseri, M. M., & Albaz, M. M. (2023). CEOs' Managerial Ability and Stock Market Crash Risk: Empirical Evidences from the Business Environment in Saudi Arabia. *Information Sciences Letters*, 12(4), 1815–1825. <https://doi.org/10.18576/isl/120407>
- Ali, R., Rehman, R. U., Suleman, S., & Ntim, C. G. (2022). CEO attributes, investment decisions, and firm performance: New insights from upper echelons theory. *Managerial and Decision Economics*, 43(2), 398–417. <https://doi.org/10.1002/mde.3389>
- Ali, S., Naseem, M. A., Jiang, J., Rehman, R. U., Malik, F., & Ahmad, M. I. (2022). “How” and “When” CEO Duality Matter? Case of a Developing Economy. *SAGE Open*, 12(3), 1–15. <https://doi.org/10.1177/21582440221116113>

- Alves, S. (2023). CEO duality, earnings quality and board independence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 217–231. <https://doi.org/10.1108/JFRA-07-2020-0191>
- Anam, L. (2013). Reporting Principles- the Basis for Proping Reporting: Shared Responsibility. *The Role of Social Reporting, Responsible Business Forum*, Warsaw.
- Anderson, C., & Berdahl, J. L. (2002). The Experience of Power: Examining the Effects of Power on Approach and Inhibition Tendencies. *Journal of Personality and Social Psychology*, 83(6), 1362–1377. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.83.6.1362>
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate Governance and Firm-specific Stock Price Crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916–956. <https://doi.org/10.1111/eufm.12084>
- Andriani, R. S. (2020). *IHSG Tersungkur 14 Persen Lebih Sepanjang 16-20 Maret 2020*. Bisnis.Com. <https://market.bisnis.com/read/20200323/7/1216701/ihsg-tersungkur-14-persen-lebih-sepanjang-16-20-maret-2020>
- Arifah, S., Probohudono, A. N., Rahmawati, Honggowati, S., & Setiorini, K. R. (2023). Performance in Soe Two Tiers Board System Based on the Implication From Good Corporate Governance and Tunneling or Propping Through Related Party Transactions. *Journal of Namibian Studies : History Politics Culture*, 33, 991–1015. <https://doi.org/10.59670/jns.v33i.548>
- Asimakopoulous, S., & Yan, H. (2019). *The role of formal and informal CEO power on firm performance Dividend smoothing and credit rating changes View project The role of formal and informal CEO power on rm performance*. October, 0–39. <https://www.researchgate.net/publication/336591512>
- Asuquo, N. B., & Amede, F. O. (2018). How do Boards Moderate the Powers of Powerful CEOs ? *Accounting & Taxation Review*, 2(3), 76–88.
- Ball, R. (2009). Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277–323. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00325.x>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2013). The Behavior of Individual Investors. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 1533–1570. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-459406-8.00022-6>
- Barclift, Z. J. (2011). Corporate Governance and CEO Dominance. *Washburn Law Journal*, 50, 611–634.
- Bareksa. (2015). *Ini Kronologi Jatuhnya Harga Saham TAXI yang Tersisa Rp136 per Saham*. Wwww.Bareksa.Com. <https://www.bareksa.com/berita/berita-ekonomi-terkini/2015-10-13/ini-kronologi-jatuhnya-harga-saham-taxi-yang->

- Bareksa. (2016). *Para Petinggi TAXI Mengundurkan Diri, Bagaimana Nasib Pembayaran Obligasi TAXI?* Bareksa.Com. <https://www.bareksa.com/berita/berita-ekonomi-terkini/2016-12-05/para-petinggi-taxi-mengundurkan-diri-bagaimana-nasib-pembayaran-obligasi-taxi>
- Barkema, H. ., & Pennings, J. M. (1998). Top Management Pay: Impact of Power and Influence. *Organization Studies*, 19(6), 975–1004.
- Baron, J. N., Hannan, M. T., & Burton, M. D. (1999). Building the iron cage: Determinants of managerial intensity in the early years of organizations. *American Sociological Review*, 64(4), 527–547. <https://doi.org/10.2307/2657254>
- Barro, R. J., & Ursúa, J. F. (2017). Stock-Market Crashes and Depressions. *Research in Economics*, 71(3), 384–398. <https://doi.org/10.1016/j.rie.2017.04.001>
- Barroso-Castro, C., Villegas-Periñan, M. del M., & Casillas-Bueno, J. C. (2016). How Boards' Internal and External Social Capital Interact to Affect Firm Performance. *Strategic Organization*, 14(1), 1–26. <https://doi.org/10.1177/1476127015604799>
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economic Research*, 5–24.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). Pay without Performance. *Pay without Performance*. <https://doi.org/10.2307/j.ctv2jfvcp7>
- Bel-Oms, I., & Grau, A. G. (2025). The impact of board subcommittees on firm performance: the moderating role of CEO duality according to the legal system. *Corporate Governance (Bingley)*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2024-0141>
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
- Berger, R., Dutta, S., Raffel, T., & Samuels, G. (2008). *Innovating at the Top: How Global CEOs Drive Innovation for Growth and Profit*. Springer.
- Bilal, M., Hussain, S., Rafiq, M., Ahmad, N., Quddus, A., & Pha, T. P. (2021). Does quality of corporate governance moderate the relationship between corporate social responsibility and stock price crash exposure. *Estudios de Economia Aplicada*, 39(12). <https://doi.org/10.25115/eea.v39i12.6396>
- Boivie, S., Graffin, S. D., & Pollock, T. G. (2012). Time for Me To Fly: Predicting Director Exit at Large Firms. *Academy of Management Journal*, 55(6), 1334–

- Bollen, J., Mao, H., & Zeng, X. (2011). Twitter Mood Predicts the Stock Market. *Journal of Computational Science*, 2(1), 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.jocs.2010.12.007>
- Bonareri, T. C., Cheboi, J., & Ronald, B. (2023). Effect of CEO Ownership Power and Integrated Reporting Among Listed Firms in East Africa. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 06(04), 1414–1429. <https://doi.org/10.47191/jefms/v6-i4-03>
- Botchkarev, A. (2015). Estimating the Accuracy of the Return on Investment (ROI) Performance Evaluations. *Interdisciplinary Journal of Information, Knowledge, and Management*, 10, 217–233. <https://doi.org/10.28945/2338>
- Brahma, S., & Economou, F. (2024). CEO power and corporate strategies: a review of the literature. In *Review of Quantitative Finance and Accounting* (Vol. 62, Issue 3). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01231-7>
- Brass, D. J., & Burkhardt, M. E. (1993). Potential Power and Power Use: an Investigation of Structure and Behavior. *Academy of Management Journal*, 36(3), 441–470. <https://doi.org/10.2307/256588>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice, 15th Edition*. Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2013). *Fundamentals of Financial Management, Thirteenth Edition*. South-Western Cengage Learning. <http://ieeexplore.ieee.org/lpdocs/epic03/wrapper.htm?arnumber=6071007>
- Brockmann, E. N., Hoffman, J. J., Dawley, D. D., & Fornaciari, C. J. (2004). The Impact of CEO Duality and Prestige on a Bankrupt Organization. *Journal of Managerial Issues*, 16(2), 178–196.
- Brookman, J., & Thistle, P. D. (2009). CEO Tenure, the Risk of Termination and Firm Value. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 331–344. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.002>
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *British Accounting Review*, 50(1), 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Brown, J. A., & Forster, W. R. (2013). CSR and Stakeholder Theory: A Tale of Adam Smith. *Journal of Business Ethics*, 112(2), 301–312. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1251-4>
- Budiarso, N. S., & Pontoh, W. (2019). Does Maturity Signals High Risk and High Return? *Indonesia Accounting Journal*, 1(1), 1–5.

<https://doi.org/10.32400/iaj.25404>

- Burhan, F. A. (2024). *Dinamika Untung Rugi & Beli Saham Garuda Indonesia (GIAA) 5 Tahun Terakhir*. Market.Bisnis.Com.
- Byun, K. A. (Kay), & Al-Shammari, M. (2021). When narcissistic CEOs meet power: Effects of CEO narcissism and power on the likelihood of product recalls in consumer-packaged goods. *Journal of Business Research*, 128(February), 45–60. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.02.001>
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Religion and Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1–2), 169–195. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000046>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946–967. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275684>
- Cantrell, J., Kyriazis, E., & Noble, G. (2015). Developing CSR giving as a dynamic capability for salient stakeholder management. *Journal of Business Ethics*, 130(2).
- Cao, T., Nguyen, H., Nguyen, K., & Nguyen, L. (2023). Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk. *Cogent Economics and Finance*, 11(2). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2230727>
- Carline, N. F., Gao, Y., & Kuo, J.-M. (2023). Stock Price Crash Risk and the Market for Corporate Control. *British Journal of Management*, 0, 1–26. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12782>
- Certo, S. T., Holmes, R. M., & Holcomb, T. R. (2007). The Influence of People on the Performance of IPO Firms. *Business Horizons*, 50(4), 271–276. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2007.02.006>
- Che, L. (2018). Investor Types and Stock Return Volatility. *Journal of Empirical Finance*, 47, 139–161. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2018.03.005>
- Chen, D., & Zheng, Y. (2014). CEO Tenure and Risk-Taking. *SSRN Electronic Journal*, 1–26. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2038064>
- Chen, G., Hambrick, D. C., & Pollock, T. G. (2008). Puttin' on the ritz: PRE-IPO enlistment of prestigious affiliates as deadline-induced remediation. *Academy of Management Journal*, 51(5), 954–975. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2008.34789666>
- Chen, J. (2020). *Risk-return tradeoff: how the investment principle works*. Investopedia.

- Chen, J., Ezzamel, M., & Cai, Z. (2011). Managerial power theory, tournament theory, and executive pay in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1176–1199. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.008>
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381.
- Chen, T. H., & Chen, K. S. (2024). The Effect of Investor Attention on Stock Price Crash Risk. *Journal of Empirical Finance*, 75. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.101456>
- Chen, Y., Fan, Q., Yang, X., & Zolotoy, L. (2021). CEO early-life disaster experience and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 68(March 2020), 101928. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101928>
- Chen, Y. R. R., & Hung-Baesecke, C. J. F. (2014). Examining the Internal Aspect of Corporate Social Responsibility (CSR): Leader Behavior and Employee CSR Participation. *Communication Research Reports*, 31(2), 210–220. <https://doi.org/10.1080/08824096.2014.907148>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Business*, 35, 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Chikh, S., & Filbien, J.-Y. (2011). Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks. *SSRN Electronic Journal*, 2009. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1343198>
- Chiu, J., Li, Y. H., & Kao, T. H. (2022). Does organization capital matter? An analysis of the performance implications of CEO power. *North American Journal of Economics and Finance*, 59, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101382>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and Sustainability Reporting : Economic Analysis and Literature Review. *Review of Accounting Studies*, 26, 1176–1248. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Colapinto, C., Jayaraman, R., Ben Abdelaziz, F., & La Torre, D. (2020). Environmental sustainability and multifaceted development: multi-criteria decision models with applications. *Annals of Operations Research*, 293(2), 405–432. <https://doi.org/10.1007/s10479-019-03403-y>
- Combs, J. G., Ketchen, D. J., Perryman, A. A., & Donahue, M. S. (2007). The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition-Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 44(8), 1299–1323. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00708.x>
- Conrad, J., Dittmar, R. F., & Ghysels, E. (2013). Ex Ante Skewness and Expected

- Stock Returns. *The Journal of Finance*, 68(1), 85–124. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01795.x>
- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 26(5), 532–554. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1636662>
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549–572. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3003-8>
- D'Aveni, R. A. (1990). Top Managerial Prestige and Organizational Bankruptcy. *Organization Science*, 1(2), 121–142. <https://doi.org/10.1287/orsc.1.2.121>
- D'Aveni, R. A., & Kesner, I. F. (1993). Top Managerial Prestige, Power and Tender Offer Response: A Study of Elite Social Networks and Target Firm Cooperation during Takeovers. *Organization Science*, 4(2), 123–151. <https://doi.org/10.1287/orsc.4.2.123>
- Daft, R. L. (2010). *Management, South-Western Cengage Learning*.
- Dai, J., Lu, C., & Qi, J. (2019). Corporate Social Responsibility disclosure and stock price crash risk: Evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 11(2). <https://doi.org/10.3390/su11020448>
- Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97–117. <https://doi.org/10.1177/014920639702300201>
- Daily, C. M., Johnson, J. L., & Dalton, D. R. (1999). On the Measurements of Board Composition: Poor Consistency and a Serious Mismatch of Theory and Operationalization. *Decision Sciences*, 30(1), 83–106. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5915.1999.tb01602.x>
- Damodaran, A. (2012). *Corporate Finance: Theory and Practice*. TPB.
- Darus, F., Fauzi, H., Purwanto, Y., Yusoff, H., Amran, A., Zain, M. M. ., Naim, D. M. A., & Nejati, M. (2014). Social Responsibility Reporting of Islamic Banks : Evidence from Indonesia. *International Journal Business Governance and Ethics*, 9(4), 356–380.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial Ability and Earnings Quality. *Accounting Review*, 88(2), 463–498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- Deore, A., Mahlendorf, M. D., & Wu, F. (2023). CEOs' Structural Power, Prestige Power, and Target Ratcheting. *Accounting, Organizations and Society*, 110, 1–53. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2023.101469>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial

- disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Díaz-Fernández, M. C., González- Rodríguez, M. R., & Simonetti, B. (2020). Top management team diversity and high performance: An integrative approach based on upper echelons and complexity theory. *European Management Journal*, 38(1), 157–168. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2019.06.006>
- Dikolli, S. S., Mayew, W. J., & Nanda, D. (2014). CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 281–327. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9247-6>
- Dogl, C., & Behnam, M. (2014). Environmentally Sustainable Development through Stakeholder Engagement in Developed and Emerging Countries. *Business Strategy and the Environment*. <https://doi.org/10.1002/bse.1839>
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8–19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x>
- Dumitrescu, A., & Zakriya, M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance? *Journal of Corporate Finance*, 67(December 2020), 101871. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101871>
- Eduardo, M., & Poole, B. (2016). CEO age and gender: Subsequent market performance. *Cogent Business and Management*, 3(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1146389>
- Egginton, J. F., & McCumber, W. R. (2019). Executive Network Centrality and Stock Liquidity. *Financial Management*, 48(3), 849–871. <https://doi.org/10.1111/fima.12237>
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). CEO Entrenchment and Corporate Liquidity Management. *Journal of Banking and Finance*, 54, 115–128. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.01.014>
- Emtrade. (2023). *Saham KAEF Turun Terus, Cek Perbandingan Kinerja Covid vs Non Covid*. <https://emtrade.id/blog/11199/saham-kaef-turun-terus-cek-perbandingan-kinerja-covid-vs-non-covid>
- Ezeani, E., Bilal, B., & Samuel, F. (2024). CEO Age and Capital Structure Dynamics: The Moderating Effect of Overconfidence and Tenure. *International Journal of Finance and Economics*, 1–27. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3059>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

- Fang, H., Lee, J. S., Chung, C. P., Lee, Y. H., & Wang, W. H. (2020). Effect of CEO power and Board Strength on Bank Performance in China. *Journal of Asian Economics*, 69, 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101215>
- Fang, X., Girardone, C., Li, Y., & Zeng, Y. (2024). Generalist CEOs and stock price crash risk. *Journal of Business Finance and Accounting*, March, 1–40. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12804>
- Fang, X., Pittman, J., & Zhao, Y. (2021). The Importance of Director External Social Networks to Stock Price Crash Risk*. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 903–941. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12647>
- Fatima, H., Haque, A., & Usman, M. (2020). Is there any association between real earnings management and crash risk of stock price during uncertainty ? An evidence from family - owned firms in an emerging economy. *Future Business Journal*, 6(1), 1–12. <https://doi.org/10.1186/s43093-020-00038-5>
- Ferris, S. P., Javakhadze, D., & Rajkovic, T. (2019). An international analysis of CEO social capital and corporate risk-taking. *European Financial Management*, 25(1), 3–37. <https://doi.org/10.1111/eufm.12156>
- Fetscherin, M. (2015). The CEO Branding Mix. *Journal of Business Strategy*, 36(6), 22–28. <https://doi.org/10.1108/JBS-01-2015-0004>
- Finkelstein, S. (1992). Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *The Academy of Management Journal*, 35(3), 505–538.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO Duality as A Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079–1108.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484. <https://doi.org/10.2307/2393314>
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. Oxford University Press.
- Firdiansjahc, A., Apriyanto, G., & Widyaratna, L. (2020). Analisis of ceo dualify influence and corporate social responsibility (Csr) toward financial performance through earning management on food & beverage company listed in Indonesian stock exchange period 2013 - 2017. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(1), 1206–1216.
- Flickinger, M., Wrage, M., Tuschke, A., & Bresser, R. (2016). How CEOs protect themselves against dismissal: A social status perspective. *Strategic*

Management Journal, 37(6), 1107–1117. <https://doi.org/10.1002/smj.2382>

- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3), 497–528. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00418.x>
- Fralich, R., & Papadopoulos, A. (2018). The financial crisis, acquisition premiums and the moderating effect of CEO power. *Long Range Planning*, 51(2), 204–218. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.08.004>
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217–260. <https://doi.org/10.1007/s11156-014-0468-y>
- Freeman, I., & Hasnaoui, A. (2011). The Meaning of Corporate Social Responsibility: The Vision of Four Nations. *Journal of Business Ethics*, 100(3), 419–443. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0688-6>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Perspective*. Pitman, Boston, MA.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 7–15. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.4468/2017.1.02>
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2005). A stakeholder Approach to Strategic Management. *Handbook of Strategic Management*, 183–201. <https://doi.org/10.1002/jctb.619>
- French, J. R. P., & Raven, B. (1959). *The Bases of Social Power*. <https://doi.org/10.1007/BF00228551>
- Fujianti, L. (2018). Top management characteristics and company performance: An empirical analysis on public companies listed in the Indonesian stock exchange. *European Research Studies Journal*, 21(2), 62–76. <https://doi.org/10.35808/ersj/985>
- Galinsky, A. D., Gruenfeld, D. H., & Magee, J. C. (2003). From Power to Action. *Journal of Personality and Social Psychology*, 85(3), 453–466. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.85.3.453>
- García-Benau, M. A., Sierra-Garcia, L., & Zorio, A. (2013). Financial Crisis Impact on Sustainability Reporting. *Management Decision*, 51(7), 1528–1542. <https://doi.org/10.1108/MD-03-2013-0102>
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Mitigating Role of Managerial Ability. *International*

Journal of Managerial Finance, 18(1), 1–27. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2020-0103>

Garvare, R., & Johansson, P. (2010). Total Quality Management & Business Excellence Management for sustainability – A stakeholder theory. *Total Quality Management & Business Excellence*, 21(7), 737–744. <https://doi.org/10.1080/14783363.2010.483095>

Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1–13. <https://doi.org/10.1023/A:1011941212444>

Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal Incentive Contract in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 100(3), 468–505.

Go-eagle. (2021). *laporan tahunan smmt 2021*. <https://go-eagle.co.id/cfind/source/files/laporan-tahunan-smmt-2021.pdf>

Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The Effect of Firm Compensation Structures on the Mobility and Entrepreneurship of Extreme Performers. *Business*, 30, 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj>

Godos-Díez, J. L., Fernández-Gago, R., & Martínez-Campillo, A. (2011). How Important Are CEOs to CSR Practices? An Analysis of the Mediating Effect of the Perceived Role of Ethics and Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 98(4), 531–548. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0609-8>

Gounopoulos, D., Loukopoulos, G., & Loukopoulos, P. (2021). CEO education and the ability to raise capital. *Corporate Governance: An International Review*, 29(1), 67–99. <https://doi.org/10.1111/corg.12338>

Graham, J. R., Kim, H., & Leary, M. T. (2017). CEO Power and Board Dynamics. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2938120>

Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). CSR: a review of the literature 47 Corporate social and environmental reporting A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accountability Journal*, 8(2), 47–77.

Greve, H. R., & Mitsuhashi, H. (2007). Power and glory: Concentrated power in top management teams. *Organization Studies*, 28(8), 1197–1220. <https://doi.org/10.1177/0170840607075674>

Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(1), 5–31. <https://doi.org/10.1177/000765039703600102>

Gul, F. A., Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2020). Corporate social

- responsibility , overconfident CEOs and empire building : Agency and stakeholder theoretic perspectives. *Journal of Business Research*, 111, 52–68. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.035>
- Gutierrez, A. C. (2016). Challenges and Prospects in Investing in the Indonesian Stock Market: A Focus on the Consumer Goods Sector. *Journal of Global Business and Trade*, 12(2), 15–27. <https://doi.org/10.20294/jgbt.2016.12.2.15>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389–405. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.011>
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock Price Crash Risk: Review of the Empirical Literature. *Accounting and Finance*, 58, 211–251. <https://doi.org/10.1111/acfi.12278>
- Haghighi, A., & Gerayli, M. S. (2020). Managerial Ownership and Stock Price Crash Risk : A Case of Iranian Firms. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), 42–55. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2018-0194>
- Haider, J., & Fang, H. X. (2018). CEO power, corporate risk taking and role of large shareholders. *Journal of Financial Economic Policy*, 10(1), 55–72. <https://doi.org/10.1108/JFEP-04-2017-0033>
- Haider, M. J., Awan, T., & Khan, W. (2022). The effect of earnings management on stock price crash risk : a comparative study of developing and developed Asian economies. *International Research Journal of Management and Social Sciences*, III(2), 38–54.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). Top Management Team Size, CEO Dominance, and firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion. *Academy of Management Journal*, 36(4), 844–863. <https://doi.org/10.5465/256761>
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.24345254>
- Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. (1987). Managerial Discretion: A Bridge between Polar Views of Organizational Outcomes. *Research in Organizational Behavior*, 9(369–406).
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193–206. <https://doi.org/10.2307/2576350>
- Hamidi, M., Adrianto, F., Nanda, N., Putra, E. D., & Jamal, A. A. A. (2025). Managerial Ability and Stock Crash Risk in Indonesia: Financial Performance

- as A Mediator. *International Journal of Economics and Management*, 19(2), 249–262. <https://doi.org/10.47836/ijeam.19.2.07>
- Hamidlal, K. E., & Harymawan, I. (2021). Relationship Between CEO Power and Firm Value: Evidence from Indonesian Non-Financial Companies. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 8(1), 15–26. <https://doi.org/10.24815/jdab.v8i1.17942>
- Hamonangan, M. D., Sumirat, E., & Sunitiyoso, Y. (2024). Analysing Risk & Return Profiles: A Comparative Study of the Indonesian Stock Market against International Benchmarks. *International Journal of Current Science Research and Review*, 07(01), 136–146. <https://doi.org/10.47191/ijcsrr/v7-i1-14>
- Hamori, M., & Kakarika, M. (2009). External Labor Market Strategy and Career Success: CEO Careers in Europe and the United States. *Human Resource Management*, 48(3), 355–378. <https://doi.org/10.1002/hrm.20285>
- Hamori, M., & Koyuncu, B. (2015). Experience Matters? The Impact of Prior CEO Experience on firm Performance. *Human Resource Management*, 54(1), 23–44. <https://doi.org/10.1002/hrm.21617>
- Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. D. (2016). CEO Power and Firm Performance under Pressure. *Financial Management*, 45(2), 369–400. <https://doi.org/10.1111/fima.12127>
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3), 317–349. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00112>
- Hao, D. Y., Qi, G. Y., & Wang, J. (2018). Corporate social responsibility, internal controls, and stock price crash risk: The Chinese stock market. *Sustainability (Switzerland)*, 10(5). <https://doi.org/10.3390/su10051675>
- Hardy, C. (1996). Understanding Power: Bringing About Strategic Change. *British Journal of Management*, 7, s3--s16. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1996.tb00144.x>
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board Diversity and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641–660. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2343-0>
- Harmadji, D. E., Subroto, B., Saraswati, E., & Prihatiningtias, Y. W. (2018). From Theory to Practice of Signaling Theory: Sustainability Reporting Strategy Impact on Stock Price Crash Risk with Sustainability Reporting Quality as Mediating Variable. *KnE Social Sciences*, 3(10), 647–658. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3411>
- Harmadji, D. E., Subroto, B., Saraswati, E., & Prihatiningtias, Y. W. (2020). Strategy, practice and quality of sustainability reports on stock price crash risk.

International Journal of Research in Business and Social Science, 9(3), 34–49. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v9i3.681>

Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51(February 2019), 101094. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101094>

Harper, J., & Sun, L. (2019). CEO power and corporate social responsibility. *American Journal of Business*, 34(2), 93–115. <https://doi.org/10.1108/ajb-10-2018-0058>

Harvey, C. R., & Siddique, A. (2000). Conditional skewness in asset pricing tests. *The Journal of Finance*, 55(3), 1263–1295. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00247>

Haseeb, M., Mahdzan, N. S., Ahmad, W. M. W., & Irfan, S. (2020). The Impact of Earnings Management on Stock Price Crash Risk : An Analysis of Malaysian Firms. *International Journal of Innovation*, 14(1), 270–287.

Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145–1163. <https://doi.org/10.1002/smj.859>

He, R., Luo, L., Shamsuddin, A., & Tang, Q. (2022). Corporate carbon accounting: a literature review of carbon accounting research from the Kyoto Protocol to the Paris Agreement. *Accounting and Finance*, 62(1), 261–298. <https://doi.org/10.1111/acfi.12789>

Hemdan, D. A. M., Hasnan, S., & Saif, U. R. (2021). CEO Power Dynamics and Firms' Reported Earnings Quality in Egypt: Moderating Role of Corporate Governance. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 15(1), 1–30.

Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396. <https://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196729>

Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487–525. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg006>

Hsu, S., Lin, S. W., Chen, W. P., & Huang, J. W. (2021). CEO duality, information costs, and firm performance. *North American Journal of Economics and Finance*, 55. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>

Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T. (2020). How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk? *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2). <https://doi.org/10.3390/jrfm13020030>

- Husodo, Z. A., Prasetyo, M. B., Muhajir, M. H., Husodo, Z. A., Prasetyo, M. B., Luxianto, R., Hafidz, J., Muhajir, M. H., & Firindra, I. (2018). *Mispricing and Risk Taking in The Indonesian Stock Market*.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R-square, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- IDX. (2020). *Berita Suspensi*. Indonesian Stock Exchange. <https://www.idx.co.id/id/berita/suspensi>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional Logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081. <https://doi.org/10.1002/smj.2268>
- Ismail, R. A., Zaki, O., & Abou-El-Sood, H. (2022). Executives' Narcissism and Decision Making: Reviewing 20 Years of Accounting Literature. *Journal of Humanities and Applied Social Sciences*, 5(2), 120–143. <https://doi.org/10.1108/jhass-09-2022-0115>
- Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure: A case study of the manufacturing sector of Pakistan. *Sustainability (Switzerland)*, 11(1). <https://doi.org/10.3390/su11010248>
- Jeandry, G., & Nurdin. (2023). The Moderating Role of ESG Disclosure on Firm Strategy and Stock Price Crash Risk. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, 8(2), 1578–1601. <https://doi.org/10.20473/jraba.v8i2.45562>
- Jebran, K., Chen, S., & Zhang, R. (2022). Board Social Capital and Stock Price Crash Risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(2), 499–540. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-01001-3>
- Jensen, M. C. (1996). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *Corporate Bankruptcy*, 76(2), 11–16.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <http://ssrn.com/abstract=94043>
- Jia, X., Liao, S., Van der Heijden, B., & Li, W. (2022). Power and responsibility: How different sources of CEO power affect firms' corporate social responsibility practices. *Business Ethics, Environment and Responsibility*, 31(3), 682–701. <https://doi.org/10.1111/beer.12438>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder Welfare and Firm Value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>

- Jin, L., & Myers, S. (2006). R-Squared Around The World: New Theory and New Test. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
- Jizi, M., & Nehme, R. (2018). Board monitoring and audit fees: the moderating role of CEO/chair dual roles. *Managerial Auditing Journal*, 33(2), 217–243. <https://doi.org/10.1108/MAJ-10-2016-1464>
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Jodinesa, M. N. A., & Chalid, D. A. (2023). Female CFO and Stock Price Crash Risk: Evidence from Indonesia. *Paradigma*, 20(2), 274–289. <https://doi.org/10.33558/paradigma.v20i2.7081>
- Johnson, W. C., & Yi, S. (2015). Powerful CEOs and Corporate Governance: Evidence from an Analysis of CEO and Director Turnover after Fraud. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(6), 838–872. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12074>
- Jones, T. M., & Wicks, A. C. (1999). Convergent Stakeholder Theory. *The Academy of Management Review*, 24(2), 206–221.
- Joseph, G. (2012). Ambiguous but tethered: An accounting basis for sustainability reporting. *Critical Perspectives on Accounting*, 23(2), 93–106. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2011.11.011>
- Joubert, H. (2021). Is the effect of board diversity on CSR diverse? New insights from one-tier vs two-tier corporate board models. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(1), 23–61. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2020-0277>
- Jukka, T. (2021). Top Management Team Demography and Firm Operating Performance: A Path Analysis. *Environmental Modelling and Software*, 14(1), 19–34. <https://doi.org/10.1108/JSMA-12-2019-0224>
- Kalia, A. (2024). CEO power and stock price crash risk in India: the moderating effect of insider trades. *Asian Journal of Economics and Banking*. <https://doi.org/10.1108/ajeb-10-2023-0095>
- Kanter, R. M. (2017). Power failure in management circuits. In *Leadership perspectives* (pp. 281–290). Routledge.
- Katti, S., & Raithatha, M. (2018). Governance Practices and Agency Cost in Emerging Market: Evidence from India. *Managerial and Decision Economics*, 39(6), 1–21. <https://doi.org/10.1002/mde.2940>
- Kazemi, K., & Ghaemi, F. (2016). A Study on the Relationship Between Managerial Ability and Stock Price Crash Risk of the Listed Firms on the Tehran Stock Exchange (Using Data Envelopment Analysis). *International*

Journal of Humanities and Social Sciences, 1380–1392.
<https://api.semanticscholar.org/CorpusID:168424665>

- Khan, H. Z., Halabi, A. K., & Samy, M. (2009). Corporate social responsibility (CSR) reporting: A study of selected banking companies in Bangladesh. *Social Responsibility Journal*, 5(3), 344–357.
<https://doi.org/10.1108/17471110910977276>
- Khan, T. M., Nosheen, S., & ul Haq, N. (2020). Corporate governance mechanism and comparative analysis of one-tier and two-tier board structures: evidence from ASEAN countries. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2–3), 61–72. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00075-0>
- Kim, E. H., & Lu, Y. (2011). CEO Ownership, External Governance, and Risk Taking. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 272–292.
- Kim, H. S., & Cho, K. S. (2021). The Ownership of the Largest Family Blockholders and Korean Firm Risk. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 287–296.
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0287>
- Kim, J. B., Li, X., Luo, Y., & Wang, K. (2020). Foreign Investors, External Monitoring, and Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 35(4), 829–853. <https://doi.org/10.1177/0148558X19843358>
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720–1749.
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12217>
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412–441. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12112>
- Kim, Y., & Cannella, J. A. A. (2008). Toward a Social Capital Theory of Director Selection. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 282–293.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00693.x>
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate Social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 1–13.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? *Accounting Review*, 87(3), 761–796.
<https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kitiwong, W., Prasertsoontorn, T., Ratsamewongjan, A., Inya, P., & Jiraporn, P. (2025). CEO duality in family firms: implications for earnings management and firm performance in Thai market. *Journal of Asia Business Studies*, 19(1), 250–271. <https://doi.org/10.1108/JABS-01-2024-0053>

- Kitzmueller, M., & Shimshack, J. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51–84. <https://doi.org/10.1257/jel.50.1.51>
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241–276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, A. A. (2014). CEO Duality: A Review and Research Agenda. In *Journal of Management* (Vol. 40, Issue 1). <https://doi.org/10.1177/0149206313503013>
- Krishnamurti, C., Chowdhury, H., & Han, H. D. (2021). CEO centrality and stock price crash risk. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100551. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100551>
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2012). Is a Powerful CEO Good or Bad for Shareholders? *SSRN Electronic Journal*, 1–5. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2175191>
- Le, V. P., Nguyen, A. N., & Gregoriou, A. (2022). Insider trading, gender diversity within the board room, CEO pay gap, and stock price crash risk. *International Journal of Finance and Economics*, 1–23. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2731>
- Lee, K.-T., Ooi, C.-A., & Hooy, C.-W. (2019). Corporate Diversification, Board Diversity and Stock-Price Crash Risk: Evidence from Publicly Listed Firms in Malaysia. *International Journal of Economics and Management*, 13(2), 273–289.
- Lee, M.-T. (2016). Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from An Asian Emerging Market. *Managerial Finance*, 42(10), 963–979. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2015-0278>
- Lennox, C. (2005). Management Ownership and Audit Firm size. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 205–227. <https://doi.org/10.1506/K2CG-U6V0-NPTC-EQBK>
- Lewellyn, K. B., & Fainshmidt, S. (2017). Effectiveness of CEO Power Bundles and Discretion Context: Unpacking the ‘Fuzziness’ of the CEO Duality Puzzle. *Organization Studies*, 38(11), 1603–1624. <https://doi.org/10.1177/0170840616685364>
- Lewellyn, K. B., & Muller-Kahle, M. I. (2012). CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 289–307. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00903.x>
- Li, N., Wei, C., & Zhang, L. (2023). Risk Factors in Indonesian Stock Market. *Facifik-Basin Finance Journal*, 82.

<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102175>

- Li, W., & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 235–250. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.04.003>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853–909. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2020). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. *China Finance Review International*, 10(3), 271–296. <https://doi.org/10.1108/CFRI-01-2019-0007>
- Lines, R. (2007). Using Power to Install Strategy: The Relationships between Expert Power, Position Power, Influence Tactics and Implementation Success. *Journal of Change Management*, 7(2), 143–170. <https://doi.org/10.1080/14697010701531657>
- Lisic, L. L., Neal, T. L., Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2016). CEO Power, Internal Control Quality, and Audit Committee Effectiveness in Substance Versus in Form. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 1–39. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12177>
- Liu, J. (2022). Alumni network, CEO turnover, and stock price crash risk: evidence from China. *Cogent Economics and Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2111813>
- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk – the role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, September. <https://doi.org/10.1108/RAF-05-2020-0111>
- Liu, M. (2019). CEO Big Five Personality and Stock Price Crash Risk. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3312426>
- Lu, C.-W., Chueh, & Ting-Shu. (2015). Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry. *Journal of Applied Finance & Banking*, 5(3), 1792–6599.
- Lu, J., Javeed, S. A., Latief, R., Jiang, T., & Ong, T. S. (2021). The moderating role of corporate social responsibility in the association of internal corporate governance and profitability; evidence from pakistan. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(11). <https://doi.org/10.3390/ijerph18115830>
- Magee, J. C., & Galinsky, A. D. (2008). 8 Social Hierarchy: The Self-Reinforcing Nature of Power and Status. *The Academy of Management Annals*, 2(1), 351–398. <https://doi.org/10.1080/19416520802211628>

- Majid, A. J., Adam, N. C., Rahim, N. A., & Razak, R. (2023). CEO Power, Regulatory Pressures, and Carbon Emissions: An Emerging Market Perspective. *Cogent Business and Management*, 10(3). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2276555>
- Mallouh, A. A., & Tahtamouni, A. (2018). *The impact of Social Responsibility Disclosure on the Liquidity of the Jordanian Industrial Corporations*. 10(3), 273–300. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2018.10014613>
- Mark-Herbert, C., & Schantz, C. von. (2007). Communicating corporate social responsibility: Brand management. *Journal of Business Ethics*, 12(2), 4–11.
- Martín, G. C. J., & Herrero, B. (2018). Boards of Directors: Composition and Effects on the Performance of the Firm. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 31(1), 1015–1041. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1436454>
- Martínez-Ferrero, J., Rodríguez-Ariza, L., García-Sánchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2018). Corporate social responsibility disclosure and information asymmetry: the role of family ownership. *Review of Managerial Science*, 12(4), 885–916. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0232-5>
- Maslach, C., Schaufeli, W. B., & Leiter, M. P. (2001). Job Burnout. *Annual Review of Psychology*, 52, 397–422.
- Matakanye, R. M., Poll, V. D. H. M., & Muchara, B. (2021). Do companies in different industries respond differently to stakeholders' pressures when prioritising environmental, social and governance sustainability performance? *Sustainability (Switzerland)*, 13(21). <https://doi.org/10.3390/su132112022>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility : A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117–127.
- Mezghanni, B. S. (2010). How Ceo Attributes Affect Firm R & D Spending ? New Evidence From a. *Crise et Nouvelles Problématiques de La Valeur*, 1–32.
- Michalczuk, G., & Konarzewska, U. (2020). Standardization of Corporate Social Responsibility Reporting Using the GRI Framework. *Optimum Economic Studies*, 1(99), 74–88. <https://doi.org/10.15290/oes.2020.01.99.06>
- Mio, C., Fasan, M., & Ros, A. (2016). Owners' preferences for CEOs characteristics: Did the world change after the global financial crisis? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1). <http://dx.doi.org/10.1108/CG-07-2015-0092>
- Modoers. (2022). *Market Crash*. Moduit.Id. <https://www.moduit.id/article/market-crash>.

- Moradi, M., Appolloni, A., Zimon, G., Tarighi, H., & Kamali, M. (2021). Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers Withhold Bad News in the Crisis-Ridden Iran Market? *Sustainability (Switzerland)*, 13(7), 1–16. <https://doi.org/10.3390/su13073688>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Hussain, I. (2020). The effects of market competition, capital structure, and CEO duality on firm performance: A mediation analysis by incorporating the GMM model technique. *Sustainability (Switzerland)*, 12(8). <https://doi.org/10.3390/SU12083480>
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237, 117727. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117727>
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R. ur, Ahmad, M. I., & Ali, R. (2019). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance? *Management Decision*, 58(1), 164–181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Neifar, S., & Utz, S. (2019). The effect of earnings management and tax aggressiveness on shareholder wealth and stock price crash risk of German companies. *Journal of Applied Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2016-0106>
- Norburn, D. (1989). The Chief Executive : A Breed Apart. *Strategic Management Journal*, 10(1), 1–15.
- Nurhayati, E., Hamzah, A., & Nugraha, H. (2021). Stock Return Determinants in Indonesia. *Indonesia Accounting Journal*, 3(1), 45–56. <https://doi.org/10.32400/iaj.32196>
- O'Dwyer, B., & Owen, D. L. (2005). Assurance Statement Practice in Environmental , Social and Sustainability Reporting : a Critical Evaluation. *The British Accounting Review*, 37, 205–229. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2005.01.005>
- Oanh, T. T. K., Anh, N. V. H., Phung, N. N. Y., & Duong, K. D. (2023). Ceo Overpower and Stock Price Crash Risk: Evidence From Family Businesses in Vietnam. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 10(3), 425–438. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v10i3.1195>
- OJK. (2014). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 Tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten Atau Perusahaan Publik*. Ojk.Go.Id. <https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Documents/Pages/POJK-tentang-Direksi-dan-Dewan--Komisaris-Emiten-atau-Perusahaan->

Publik/POJK 33. Direksi dan Dewan Komisaris Emiten Atau Perusahaan Publik.pdf

- Onali, E., Galiakhmetova, R., Molyneux, P., & Torluccio, G. (2016). CEO power, government monitoring, and bank dividends. *Journal of Financial Intermediation*, 27, 89–117. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2015.08.001>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Oussii, A. A., & Klibi, M. F. (2023). Do CEO duality and expertise affect earnings management behavior? The moderating effect of family ownership. *Journal of Family Business Management*, 13(4), 1392–1409. <https://doi.org/10.1108/JFBM-03-2023-0030>
- Papadakis, V. M. (2006). Do CEOs Shape the Process of Making Strategic Decisions? Evidence from Greece. *Management Decision*, 44(3), 367–394. <https://doi.org/10.1108/00251740610656269>
- Papadimitri, P., Pasiouras, F., Tasiou, M., & Ventouri, A. (2020). The effects of board of directors' education on firms' credit ratings. *Journal of Business Research*, 116, 294–313. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.04.059>
- Park, S. Y., & Jung, H. (2017). *The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk : Evidence from Korea*. 1–17. <https://doi.org/10.3390/su9122334>
- Park, S. Y., & Song, Y. (2018). The Effect of Ownership Structure On Future Stock Price Crash Risk : Korean Evidence. *Journal of Applied Business Research*, 34(2), 355–368.
- Peiró, J. M., & Meliá, J. L. (2003). Formal and Informal Interpersonal Power in Organisations: Testing a Bifactorial Model of Power in Role-Sets. *Applied Psychology: An International Review*, 52(1), 14–35. <https://doi.org/10.1111/1464-0597.00121>
- Pellegrini, B., Carlo, Sergi, Bruno, Sironi, & Emiliano. (2016). The Effect of the Adoption of an Alternative Corporate Governance System on Firms ' Performances . The Case of Italian Unlisted SMEs. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, 104648.
- Potharla, S. (2020). Impact of Managerial Ability and Power on CEOs Compensation. *Applied Finance Letters*, 9(SI), 103–120. <https://doi.org/10.24135/afl.v9i2.247>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-álvarez, I. (2021). The role of ceo power on csr reporting: The moderating effect of linking ceo compensation to shareholder return. *Sustainability (Switzerland)*, 13(6), 1–19.

<https://doi.org/10.3390/su13063197>

- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. In *Review of Managerial Science* (Vol. 14, Issue 6). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Qiao, L., Adegbite, E., & Nguyen, T. H. (2022). Chief financial officer overconfidence and stock price crash risk. *International Review of Financial Analysis*, 84(September), 102364. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102364>
- Qolbi & Gumilar. (2024). *Investor Menanti Laba, Harga Saham GOTO Belum Mau Beranjak ke Atas Rp100 Per Saham*. Insight.Kontan.Co.Id. <https://insight.kontan.co.id/news/investor-menanti-laba-harga-saham-goto-belum-mau-beranjak-ke-atas-rp-100-per-saham>
- Raharja, A. J., Budiman, A., Herdyana, H., & Purba, H. H. (2021). Risk Management of Projects Investment Analysis: A Literature Review. *Advance Researches in Civil Engineering*, 3(2), 38–54.
- Rahimzadeh, F., Jamali, J., & Abed, A. (2022). The Effect of Company Ownership Structure on the Stock Price Crash Risk in Iran: A Panel Co-Integration Approach with Cross-Sectional Dependence. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(4), 1–14. <https://doi.org/10.22067/ijaaf.2022.42122>
- Rashid, A., Shams, S., Bose, S., & Khan, H. (2020). CEO power and corporate social responsibility (CSR) disclosure: does stakeholder influence matter? In *Managerial Auditing Journal* (Vol. 35, Issue 9). <https://doi.org/10.1108/MAJ-11-2019-2463>
- Rehman, I. U., Naqvi, S. K., Shahzad, F., & Jamil, A. (2022). Corporate social responsibility performance and information asymmetry: the moderating role of ownership concentration. *Social Responsibility Journal*, 18(2), 424–440. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2020-0244>
- Reimsbach, D., Hahn, R., & Gürtürk, A. (2018). Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental Study on Professional Investors' Information Processing. *European Accounting Review*, 27(3), 559–581. <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1273787>
- Robbins, S. (2012). A CEO Job Description. *Helping Leaders Succeed*. <http://www.steverobbins.com/articles/cejob>
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595–612. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90015-K](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90015-K)
- Roiston, T. A., & Harymawan, I. (2022). CEO Duality, Ownership, and Readability of Financial Statement Footnotes: Some Evidence from Indonesia. *Jurnal*

Dinamika Akuntansi Dan Bisnis, 9(2), 149–168.
<https://doi.org/10.24815/jdab.v9i2.25569>

Romer, D. (1993). Rational Asset-Price Movements Without News. *The American Economic Review*, 83(5), 1112–1130.

Róžańska, E. (2015). Integration in the Reporting Standards of Corporate Social Responsibility. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 3(1), 167–177.

Ryu, H., & Chae, S.-J. (2021). The Effect of Managerial Ownership on Stock Price Crash Risk in Distribution and Service Industries. *Journal of Distribution Science*, 19(1), 27–35.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.15722/jds.19.1.202101.27>

Saidu, S. (2019). Theoretical and Conceptual Review of CEO Power. *International Journal of Academic Management Science Research (IJAMSR)*, 3(2), 1–18.
www.ijeais.org/ijamsr

Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1977). Who Gets Power-And How They Hold on to it: A Strategic-Contingency Model of Power. *Organizational Dynamics*, 3–21.

Saleh, M. W. A., Eleyan, D., & Maigoshi, Z. S. (2022). Moderating effect of CEO power on institutional ownership and performance. *EuroMed Journal of Business*, August. <https://doi.org/10.1108/EMJB-12-2021-0193>

Salehi, M., Mahmoudabadi, M., Adibian, M. S., & Ranjbar, H. R. (2021). The potential impact of managerial entrenchment on firms' corporate social responsibility activities and financial performance: evidence from Iran. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1793–1815. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2019-0259>

Samsul, M. (2011). Kinerja Saham Durable Goods Dan Nondurable Goods Masa Krisis Finansial Global. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 15(4), 548–568. <https://jurnaljam.ub.ac.id/index.php/jam/article/view/736>

Sandria, F. (2021). *Babak Belur! Rugi AirAsia Indonesia Q1 Bengkak Jadi Rp748 M*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210705100755-17-258226/babak-belur-rugi-airasia-indonesia-q1-bengkak-jadi-rp-748-m>

Sanjaya, Ip. S., & Setiawan, W. Y. (2023). Do Independent Directors Affect Real Earnings Management Practices? The Case of Indonesian Two-Tier Board System. *IBIMA Business Review*, 2023. <https://doi.org/10.5171/2023.672101>

Saputra, S., Ega, D. P. M., & Hendri, W. (2023). Geopolitical Risk & Indonesian Stock Market Response. *Ecoment Global Journal*, 8(3), 90–99. <https://doi.org/10.36982/jeg.v8i3.3486>

Sarhan, A. A., Ntim, C. G., & Al-Najjar, B. (2019). Board Diversity, Corporate

- Governance, Corporate Performance, and Executive Pay. *International Journal of Finance and Economics*, 24(2), 1–26. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1690>
- Sariol, A. M., & Abebe, M. A. (2017). The influence of CEO power on explorative and exploitative organizational innovation. *Journal of Business Research*, 73, 38–45. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.016>
- Sarwar, A., & Saleem, A. (2021). Governance and Management Review (GMR) CSR DISCLOSURE AND FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES IN PAKISTAN AND MODERATING EFFECT OF HIGH AND LOW-. *Governance and Management Review (GMR)*, 6(1), 1–13.
- Schuler, D. A., & Cording, M. (2006). A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers. *Academy of Management Review*, 31(3), 540–558. <https://doi.org/10.5465/AMR.2006.21318916>
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory, 7th Edition*. Pearson Canada Inc.
- Selvalakshmi, V., Gayathri, S., Anitha, L., & Ramachandran, S. (2023). Sustainable Strategi: Analyzing the Role of CSR Communication of Select Companies to the Stakeholder. *International Journal of Professional Business Review*, 8(4), 1–12. <https://doi.org/https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i4.1600>
- Sha, Y., Wang, Z., Bu, Z., & Mansley, N. (2020). Does Default Risk Matter for Investor in REITs. *International Journal of Strategic Property Management*, 24(5), 365. <https://doi.org/10.3846/ijspm.2020.13504>
- Shah, S. G. M., Sarfraz, M., & Ivascu, L. (2021). Assessing the interrelationship corporate environmental responsibility, innovative strategies, cognitive and hierarchical CEO: A stakeholder theory perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 457–473. <https://doi.org/10.1002/csr.2061>
- Shahab, Y., Ntim, C. G., & Ullah, F. (2018). The brighter side of being socially responsible: CSR ratings and financial distress among Chinese state and non-state owned firms. *Applied Economics Letter*, 26(3).
- Shahab, Y., Ntim, C. G., Ullah, F., Yugang, C., & Ye, Z. (2020). CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter? *International Review of Financial Analysis*, 68(January), 101457. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101457>
- Shahab, Y., Ntim, C. G., Yugang, C., Ullah, F., Li, H.-X., & Ye, Z. (2020). CEO Attributes, Sustainability Performance, Environmental Performance, and Environmental Reporting: New Insight from Upper Echelons Perspective.

Business Strategy and the Environment, 1–35.

- Shan, Y. G., Tang, Q., & Zhang, J. (2021). The Impact of Managerial Ownership on Carbon Transparency: Australian Evidence. *Journal of Cleaner Production*, 317, 128480. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128480>
- Shannova, S., & Budhidharma, V. (2023). the Influence of Gender Differences of Company Executives in Indonesia Against the Risk of Falling Stock Prices. *Proceeding International Conference on ...*, 2010, 413–432.
- Sheikh, S. (2018). CEO Power, Product Market Competition and Firm Value. *Research in International Business and Finance*, 46, 373–386. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.009>
- Sheikh, S. (2019). An Examination of the Dimensions of CEO Power and Corporate Social Responsibility. *Review of Accounting and Finance*, 18(2), 221–244. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2018-0034>
- Shen, W., & Cannella, A. A. (2002). Power Dynamics Within Top Management and Their Impacts on CEO Dismissal Followed by Inside Succession. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195–1206. <https://doi.org/10.5465/3069434>
- Shui, X., Zhang, M., Smart, P., & Ye, F. (2022). Sustainable corporate governance for environmental innovation: A configurational analysis on board capital, CEO power and ownership structure. *Journal of Business Research*, 149(May), 786–794. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.05.037>
- Simsek, Z. (2007). CEO Tenure and Organizational Performance: An Intervening Model. *Strategic Management Journal*, 28, 653–662. <https://doi.org/10.1002/smj.599>
- Singh, A. (2009). Organizational Power in Perspective. *Leadership and Management in Engineering*, 9(4), 165–176. [https://doi.org/10.1061/\(ASCE\)LM.1943-5630.0000018](https://doi.org/10.1061/(ASCE)LM.1943-5630.0000018)
- Sirén, C., Patel, P. C., Örtqvist, D., & Wincent, J. (2018). CEO Burnout, Managerial Discretion, and Firm Performance: The Role of CEO Locus of Control, Structural Power, and Organizational Factors. *Long Range Planning*, 51(6), 953–971. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2018.05.002>
- Sitthipongpanich, T., & Polsiri, P. (2015). Do CEO and board characteristics matter? A study of Thai family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 119–129. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2015.01.002>
- Smith, A., Houghton, S. M., Hood, J. N., & Ryman, J. A. (2006). Power Relationships Among Top Managers: Does Top Management Team Power Distribution Matter for Organizational Performance? *Journal of Business Research*, 59(5), 622–629. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2005.10.012>

- Soane, E., & Chmiel, N. (2005). Are risk preferences consistent? The influence of decision domain and personality. *Personality and Individual Differences*, 38(8), 1781–1791. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2004.10.005>
- Soeprajitno, R. R. W. N., Rahayu Putri Agustina, Izzul Islam Noor Mustain, & Indra Wijaya Kusuma. (2024). Are masculine-faced CEOs linked to higher stock price risks? Evidence from Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 28(2), 143–152. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol28.iss2.art5>
- Soeprajitno, R. R. W. N., Setiawan, Z. V., & Na'im, A. (2023). Does Corporate Social Responsibility Disclosure Increase the Stock Price Crash Risk? Evidence From Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 20(1), 87–101. <https://doi.org/10.21002/jaki.2023.05>
- Srinidhi, B., & Liao, Q. (2020). Family firms and crash risk: Alignment and entrenchment effects. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16(2), 100204. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100204>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis*. McGraw-Hill Education.
- Sudana, I. M., & Aristina, N. P. N. (2017). Chief Executive Officer (Ceo) Power, Ceo Keluarga, Dan Nilai Ipo Premium Perusahaan Keluarga Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 21(2), 219. <https://doi.org/10.24912/ja.v21i2.196>
- Sugiarti, R. (2020). Pengaruh Firm Maturity dan Slack Resources terhadap Pengungkapan Corporate Social Responsibility. *Journal of Applied Business and Economics*, 7(1), 48–64.
- Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock Return and Financial Performance as Moderation Variable in Influence of Good Corporate Governance Towards Corporate Value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18–34. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021>
- Suhartini, N., Atiah, I. N., & Najib, M. A. (2023). Syi ' Ar Iqtishadi Literature Study of Investment Risk Management. *Journal of Islamic Economics, Finance and Banking*, 7(2), 93–106.
- Sun, L., & Skousen, C. J. (2022). CEO power and discontinued operations. *Advances in Accounting*, 58(July 2020), 100613. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100613>
- Taftazani, A. M., Irwanto, A. K., & Cahyadi, E. R. (2015). Dampak krisis keuangan global 2008 terhadap volatilisasi return saham perbankan di BEI. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 13(1), 9–16. <https://jurnaljam.ub.ac.id/index.php/jam/article/view/736>
- Talaulicar, T. (2020). How Do CEO Values Influence IPO Speed? A Conceptual Analysis from the Upper Echelons Perspective. *Journal of New Business*

- Ventures*, 1(1–2), 1–23. <https://doi.org/10.1177/2632962x20960839>
- Tang, Y., Akram, A., Cioca, L. I., Shah, S. G. M., & Qureshi, M. A. A. (2021). Whether an innovation act as a catalytic moderator between corporate social responsibility performance and stated owned and non-state owned enterprises' performance or not? An evidence from Pakistani listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(3), 1127–1141. <https://doi.org/10.1002/csr.2112>
- Tarrow, S. (2017). Transnational politics: Contention and institutions in international politics. *Civil Societies and Social Movements: Domestic, Transnational, Global*, 155–174. <https://doi.org/10.4324/9781315260143-16>
- Tauringana, V., & Chithambo, L. (2015). The Effect of DEFRA Guidance on Greenhouse Gas Disclosure. *British Accounting Review*, 47(4), 425–444. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.07.002>
- Tempo. (2024). *Pengamat: Saham Perusahaan Farmasi Anjlok saat Pandemi Usai*. Tempo.Com. <https://www.tempo.co/ekonomi/pengamat-saham-perusahaan-farmasi-anjlok-saat-pandemi-usai-52769>
- Theyel, G., & Hofmann, K. (2012). Stakeholder Relation and Sustainability Practices of US Small and Medium-Sized Manufacturers. *Management Research Review*, 35(12), 1110–1133. <https://doi.org/10.1108/01409171211281255>
- Thuy, C. T. M., Trung, T. Q., Khuong, N. V., & Liem, N. T. (2021). From corporate social responsibility to stock price crash risk: Modelling the mediating role of firm performance in an emerging market. *Sustainability (Switzerland)*, 13(22). <https://doi.org/10.3390/su132212557>
- Tien, C., Chen, C. N., & Chuang, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management and Organization*, 19(4), 424–453. <https://doi.org/10.1017/jmo.2013.30>
- Ting, H. I. (2013). CEO Turnover and Shareholder Wealth: Evidence from CEO Power in Taiwan. *Journal of Business Research*, 66(12), 2466–2472. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.05.036>
- Ting, H. I. (2021). CEO gender, power and bank performance: evidence from Chinese banks. *Journal of Enterprising Communities*, 15(1), 155–176. <https://doi.org/10.1108/JEC-04-2020-0065>
- Ting, H. I., Chueh, H., & Chang, P. R. (2017). CEO power and its effect on performance and governance: Evidence from Chinese banks. *Emerging Markets Review*, 33, 42–61. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.09.005>
- Tjahjadi, B., Soewarno, N., & Mustikaningtiyas, F. (2021). Good corporate governance and corporate sustainability performance in Indonesia: A triple

- bottom line approach. *Heliyon*, 7(3), e06453. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e06453>
- Ulrich, D. (1998). A New Mandate for Human Resources. *Harvard Business Review*, 124–134.
- Velte, P. (2020a). Do CEO incentives and characteristics influence corporate social responsibility (CSR) and vice versa? A literature review. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1293–1323. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2019-0145>
- Velte, P. (2020b). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance?: A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, 43(5), 497–520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
- Walls, J. L., & Berrone, P. (2017). The Power of One to Make a Difference: How Informal and Formal CEO Power Affect Environmental Sustainability. *Journal of Business Ethics*, 145(2), 293–308. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2902-z>
- Wang, L., Dai, Y., Zhang, Y., & Ding, Y. (2020). Auditor Gender and Stock Price Crash Risk: Evidence From China. *Applied Economics*, 52(55), 5995–6008. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1808576>
- Wang, M., & Chen, Y. (2017). Does voluntary corporate social performance attract institutional investment? Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 25(5), 338–357. <https://doi.org/10.1111/corg.12205>
- Waqas, A., & Siddiqui, D. A. (2021). How Does the Accounting Conservatism Affect the Stock Price Crash Risk in Pakistan: The Complementary Role of Managerial and Institutional Ownership. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 7(3), 607–621. <https://doi.org/10.26710/jafee.v7i3.1879>
- Wiersema, M. F., & Zhang, Y. (2011). CEO Dismissal" The Role of Investment Analysts. *Strategic Management Journal*, 32, 1161–1182. <https://doi.org/10.1002/smj.932>
- Wijaya, L. I., Herlambang, A., & Evans, B. (2022). Corporate Social Responsibility and Leverage Level on High Profile Industries at Indonesian Stock Exchange of 2015-2019 Period. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 27(1), 1. <https://doi.org/10.24856/mem.v27i01.2285>
- Wijethilake, C., & Ekanayake, A. (2020). CEO duality and firm performance: the moderating roles of CEO informal power and board involvements. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1453–1474. <https://doi.org/10.1108/SRJ-12-2018-0321>
- Wijoyo, R. K., & Firmansyah, A. (2021). Are Accrual Earnings Management and

Real Earnings Management Related to Total Risk and Idiosyncratic Risk ?
Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, 6(2), 178–197.

- Winedar, M., & Harymawan, I. (2023). CEO Skills in Preventing Tax Avoidance Activities and Reducing the Risk of Stock Price Crashes in Indonesia. *Journal of Tax Reform*, 9(3), 451–470. <https://doi.org/10.15826/jtr.2023.9.3.152>
- Wong, R., & Millington, A. (2014). Corporate Social Disclosures: A User Perspective on Assurance. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 27(5), 863–887. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2013-1389>
- Wu, C. M., & Hu, J. L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy Policy*, 128(June 2018), 505–518. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2019.01.026>
- Wu, M., Zhang, Y., & Shi, D. (2022). Formative experience and stock price crash risk: Evidence from China's "Down to the Countryside" movement. *Frontiers in Psychology*, 13(October), 1–21. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.971101>
- Wu, S. F., Fang, C. Y., & Chen, W. (2020). Corporate governance and stock price crash risk: Evidence from Taiwan. *Managerial and Decision Economics*, 41(7), 1312–1326. <https://doi.org/10.1002/mde.3177>
- Wu, S., Levitas, E., & Priem, R. L. (2005). CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism. *Academy of Management Journal*, 48(5), 859–873. <https://doi.org/10.5465/amj.2005.18803927>
- Wu, S., Quan, X., & Xu, L. (2011). CEO Power, Disclosure Quality and the Variability of Firm Performance: Evidence from China. *Nankai Business Review International*, 2(1), 79–97. <https://doi.org/10.1108/204087411111113510>
- Xidonas, P., Doukas, H., Mavrotas, G., & Pechak, O. (2016). Environmental corporate responsibility for investments evaluation: an alternative multi-objective programming model. *Annals of Operations Research*, 247(2), 395–413. <https://doi.org/10.1007/s10479-015-1820-x>
- Yahaya, O. A. (2022). Chief Executive Officer and Firm Value: Evidence from Nigeria Listed Non-Financial Services Companies. *Journal of Economic & Financial Studies*, 10(3), 12–21. <https://doi.org/10.18533/jefs.v5i03.260>.
- Yahoofinance. (2022a). *PT Express Transindo Utama Tbk (TAXI.JK)*. Finance.Yahoo. <https://finance.yahoo.com/quote/TAXI.JK/history/?period1=1640995200&period2=1672444800>
- Yahoofinance. (2022b). *yahoofinance*. Finance.Yahoo.
- Yang, M., Chen, S., Wang, J., & Wang, Y. (2023). Corporate social responsibility

- and stock price crash risk: does analyst coverage matter? *Applied Economics*, 55(10), 1045–1061. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2095347>
- Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Ownership Structure, Audit Quality, Board Structure, and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 37, 1–24. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.04.002>
- Yu, M. (2023). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*, 20(2), 347–359. <https://doi.org/10.1111/emre.12522>
- Yukl, G. (2006). *Leadership in Organizations*. Prentice Hall. Inc, Erylewood Cliffs, New Jersey.
- Zachro, S. F., & Utama, C. A. (2021). The Effect of Family Ownership on the Relationship between Busy Directors and Stock Price Crash Risk for Listed Firms on the Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 25(1), 63–80. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i1.4909>
- Zainal, A., & Muhamad, D. R. (2014). The Interaction of Power , Tenure, and Financial Fraud in Indonesia. *Emerging Trends in Scientific Research Financial*, 573–592.
- Zarei, H., Ghaleno, M. D., & Jafarijam, H. (2018). CEOs' Decision-making Power and Stock Price Crash Risk: Evidence from Iran. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2(3), 29–47. <https://doi.org/10.22067/ijaaf.v3i1.79002>
- Zehnder, C., Herz, H., & Bonardi, J. P. (2017). A productive clash of cultures: Injecting economics into leadership research. *Leadership Quarterly*, 28(1), 65–85. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2016.10.004>
- Zhang, X., Tang, G., & Lin, Z. (2016). Managerial power, agency cost and executive compensation – an empirical study from China. *Chinese Management Studies*, 10(1), 119–137. <https://doi.org/10.1108/CMS-11-2015-0262>
- Zhang, Z., & Ding, Y. (2023). The Impact of Green Financial Development on Stock Price Crash Risk from the Perspective of Information Asymmetry in Chinese Listed Company. *Environmental Science and Pollution Research*. <https://doi.org/10.1007/s11356-023-27771-y>
- Zhu, D. H., & Chen, G. (2015). CEO Narcissism and Impact of Prior Board Experince on Corporate Strategy. *Administrative Science Quarterly*, 60(1), 31–65.
- Zoeram, G. A., Alifamian, M., & Teymoorpoor, S. (2022). Religion, Cultural Elements and the Stock Price Crash Risk: a Test of Alternative and Complementary Theory. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and*

Finance, 6(2), 19–35. <https://doi.org/10.22067/ijaaf.2022.41611>

Zou, H., Qi, G., Xie, X., & Ma, H. (2021). The effects of formal and informal CEO power on firm risk in China: the mediating role of corporate social responsibility. *Asia Pacific Business Review*, 27(5), 749–775. <https://doi.org/10.1080/13602381.2020.1843243>



LAMPIRAN



Lampiran 1
Standar GRI 2016

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
GRI 102: Pengungkapan Umum		
1	102-1	Nama organisasi
2	102-2	Kegiatan, merek, produk, dan jasa
3	102-3	Lokasi kantor pusat
4	102-4	Lokasi operasi
5	102-5	Kepemilikan dan bentuk hukum
6	102-6	Pasar yang dilayani
7	102-7	Skala organisasi
8	102-8	Informasi mengenai karyawan dan pekerja lain
9	102-9	Rantai pasokan
10	102-10	Perubahan signifikan pada organisasi dan rantai pasokannya
11	102-11	Pendekatan dan prinsip pencegahan
12	102-12	Inisiatif eksternal
13	102-13	Keanggotaan asosiasi
14	102-14	Pernyataan dari pembuat keputusan senior
15	102-15	Dampak penting, risiko, dan peluang
16	102-16	Nilai, prinsip, standar, dan norma perilaku
17	102-17	Mekanisme untuk saran dan masalah etika
18	102-18	Struktur tata kelola
19	102-19	Mendelegasikan wewenang
20	102-20	Tanggung jawab tingkat eksekutif untuk topik ekonomi, lingkungan, dan sosial
21	102-21	Berkonsultasi dengan pemangku kepentingan mengenai topik-topik ekonomi, lingkungan, dan sosial
22	102-22	Komposisi badan tata kelola tertinggi dan komitennya
23	102-23	Ketua badan tata kelola tertinggi
24	102-24	Menominasikan dan memilih badan tata kelola tertinggi
25	102-25	Konflik kepentingan
26	102-26	Peran badan tata kelola tertinggi dalam menetapkan tujuan, nilai-nilai, dan strategi
27	102-27	Pengetahuan kolektif badan tata kelola tertinggi
28	102-28	Mengevaluasi kinerja badan tata kelola tertinggi
29	102-29	Mengidentifikasi dan mengelola dampak ekonomi, lingkungan, dan sosial
30	102-30	Keefektifan proses manajemen risiko
31	102-31	Pengkajian topik ekonomi, lingkungan, dan sosial
32	102-32	Peran badan tata kelola tertinggi dalam pelaporan keberlanjutan
33	102-33	Mengomunikasikan hal-hal kritis
34	102-34	Sifat dan jumlah total hal-hal kritis

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
35	102-35	Kebijakan remunerasi
36	102-36	Proses untuk menentukan remunerasi
37	102-37	Keterlibatan para pemangku kepentingan dalam remunerasi
38	102-38	Rasio kompensasi total tahunan
39	102-39	Persentase kenaikan pada total rasio kompensasi total tahunan
40	102-40	Daftar kelompok pemangku kepentingan
41	102-41	Perjanjian perundingan kolektif
42	102-42	Mengidentifikasi dan memilih pemangku kepentingan
43	102-43	Pendekatan untuk keterlibatan pemangku kepentingan
44	102-44	Topik utama dan hal-hal yang diajukan
45	102-45	Entitas yang termasuk dalam laporan keuangan konsolidasi
46	102-46	Menetapkan isi laporan dan batasan topik
47	102-47	Daftar topik material
48	102-48	Penyajian kembali informasi
49	102-49	Perubahan dalam pelaporan
50	102-50	Periode pelaporan
51	102-51	Tanggal laporan terbaru
52	102-52	Siklus pelaporan
53	102-53	Titik kontak untuk pertanyaan
54	102-54	Mengklaim pelaporan sesuai dengan standar GRI
55	102-55	Indeks isi GRI
56	102-56	Asuransi oleh pihak eksternal
57	103-1	Penjelasan topik material dan batasannya
58	103-2	Pendekatan manajemen dan komponennya
59	103-3	Evaluasi pendekatan manajemen
GRI 201: Kinerja Ekonomi		
1	201-1	Nilai ekonomi langsung yang dihasilkan dan didistribusikan
2	201-2	Implikasi finansial serta risiko dan peluang lain akibat dari perubahan iklim
3	201-3	Kewajiban program pensiun manfaat pasti dan program pensiun lainnya
4	201-4	Bantuan finansial yang diterima dari pemerintah
GRI 202: Keberadaan Pasar		
5	202-1	Rasio standar upah karyawan pemula berdasarkan jenis kelamin terhadap upah minimum regional
6	202-2	Proporsi manajemen senior yang berasal dari masyarakat setempat
GRI 203: Dampak Ekonomi Tidak Langsung		
7	203-1	Investasi infrastruktur dan dukungan layanan
8	203-2	Dampak ekonomi tidak langsung yang signifikan

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
GRI 204: Praktik Pengadaan		
9	204-1	Proporsi pengeluaran untuk pemasok lokal
GRI 205: Antikorupsi		
10	205-1	Operasi-operasi yang dinilai memiliki risiko terkait korupsi
11	205-2	Komunikasi dan pelatihan tentang kebijakan dan prosedur anti korupsi
12	205-3	Insiden korupsi yang terbukti dan tindakan yang diambil
GRI 206: Perilaku Antipersaingan		
13	206-1	Langkah-langkah hukum untuk perilaku antipersaingan, praktik antipakat dan monopoli
GRI 301: Material		
1	301-1	Material yang digunakan berdasarkan berat dan volume
2	301-2	Material input dari daur ulang yang digunakan
3	301-3	Produk pemerolehan ulang dan material kemasannya
GRI 302: Energi		
4	302-1	Konsumsi energi dalam organisasi
5	302-2	Konsumsi energi di luar organisasi
6	302-3	Intensitas energi
7	302-4	Pengurangan konsumsi energi
8	302-5	Pengurangan pada energi yang dibutuhkan untuk produk dan jasa
GRI 303: Air		
9	303-1	Pengambilan air berdasarkan sumber
10	303-2	Sumber air yang secara signifikan dipengaruhi oleh pengambilan air
11	303-3	Daur ulang dan penggunaan air kembali
GRI 304: Keanekaragaman Hayati		
12	304-1	Lokasi operasi yang dimiliki, disewa, dikelola, atau berdekatan dengan, Kawasan lindung dan Kawasan dengan nilai keanekaragaman hayati tinggi di luar kawasan lindung
13	304-2	Dampak signifikan dari aktivitas, produk, dan jasa pada keanekaragaman hayati
14	304-3	Habitat yang dilindungi atau direstorasi
15	304-4	Spesies daftar merah IUCN dan spesies daftar konservasi nasional dengan habitat dalam wilayah yang terkena efek operasi
GRI 305: Emisi		
16	305-1	Emisi GRK (cakupan 1) langsung
17	305-2	Emisi energi GRK (Cakupan 2) tidak langsung
18	305-3	Emisi GRK (Cakupan 3) tidak langsung lainnya
19	305-4	Intensitas emisi GRK
20	305-5	Pengurangan emisi GRK

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
21	305-6	Emisi zat perusak ozon (ODS)
22	305-7	Nitrogen oksida (Nox), belerang oksida (Sox), dan emisi udara signifikan lainnya GRI 306: Efluen dan Limbah
23	306-1	Pelepasan air berdasarkan mutu jaminan
24	306-2	Limbah berdasarkan jenis dan metode pembuangan
25	306-3	Tumpahan yang signifikan
26	306-4	Pengangkutan limbah berbahaya
27	306-5	Badan air yang dipengaruhi oleh pelepasan dan/atau limpahan air GRI 307: Kepatuhan Lingkungan
28	307-1	Ketidakpatuhan terhadap undang-undang dan peraturan tentang lingkungan hidup GRI 308: Penilaian Lingkungan Pemasok 2016
29	308-1	Seleksi pemasok baru dengan menggunakan kriteria lingkungan
30	308-2	Dampak lingkungan negatif dalam rantai pasokan dan tindakan yang diambil GRI 401: Kepegawaian 2016
1	401-1	Perekrutan karyawan baru dan pergantian karyawan
2	401-2	Tunjangan yang diberikan kepada karyawan purnawaktu yang tidak diberikan kepada karyawan pada kurun waktu tertentu atau paruh waktu
3	401-3	Cuti melahirkan GRI 402: Hubungan Tenaga Kerja/Manajemen 2016
4	402-1	Periode pemberitahuan minimum terkait perubahan operasional GRI 403: Kesehatan dan Keselamatan Kerja
5	403-1	Perwakilan pekerja dalam komite resmi gabungan manajemen-pekerja untuk kesehatan dan keselamatan
6	403-2	Jenis kecelakaan kerja dan tingkat kecelakaan kerja, penyakit akibat kerja, hari kerja yang hilang, dan ketidakhadiran, serta jumlah kematian terkait pekerjaan
7	403-3	Para pekerja dengan risiko kecelakaan kerja, penyakit akibat kerja, hari kerja yang hilang, dan ketidakhadiran, serta jumlah kematian terkait pekerjaan
8	403-4	Topik kesehatan dan keselamatan yang tercakup dalam perjanjian resmi dengan serikat buruh GRI 404: Pelatihan dan Pendidikan
9	404-1	Rata-rata jam pelatihan per tahun per karyawan
10	404-2	Program untuk meningkatkan keterampilan karyawan dan program bantuan peralihan
11	404-3	Persentase karyawan yang menerima tinjauan rutin terhadap kinerja dan pengembangan karier

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
GRI 405: Keanekaragaman dan Peluang Setara		
12	405-1	Keanekaragaman badan tata kelola dan karyawan
13	405-2	Rasio gaji pokok dan remunerasi perempuan dibandingkan laki-laki
GRI 406: Nondiskriminasi		
14	406-1	Insiden diskriminasi dan tindakan perbaikan yang dilakukan
GRI 407: Kebebasan Berserikat dan Perundingan Kolektif		
15	407-1	Operasi dan pemasok di mana hak atas kebebasan berserikat dan perundingan kolektif mungkin berisiko
GRI 408: Pekerja anak		
16	408-1	Operasi dan pemasok yang berisiko signifikan terhadap insiden pekerja anak
GRI 409: Kerja Paksa atau Wajib Kerja		
17	409-1	Operasi dan pemasok yang berisiko signifikan terhadap insiden kerja paksa atau wajib kerja
GRI 410: Praktik Keamanan		
18	410-1	Petugas keamanan yang dilatih mengenai kebijakan atau prosedur hak asasi manusia
GRI 411: Hak Masyarakat Adat		
19	411-1	Insiden pelanggaran yang melibatkan hak-hak masyarakat adat
GRI 412: Penilaian Hak Asasi Manusia		
20	412-1	Operasi-operasi yang telah melewati tinjauan hak asasi manusia atau penilaian dampak
21	412-2	Pelatihan karyawan mengenai kebijakan atau prosedur hak asasi manusia
22	412-3	Perjanjian dan kontrak investasi signifikan yang memasukkan klausul-klausul hak asasi manusia atau yang telah melalui penyaringan hak asasi manusia
GRI 413: Masyarakat Setempat		
23	413-1	Operasi dengan keterlibatan masyarakat setempat, penilaian dampak, dan program pengembangan
24	413-2	Operasi yang secara aktual dan berpotensi memiliki dampak negatif signifikan terhadap masyarakat setempat
GRI 414: Penilaian Sosial Pemasok		
25	414-1	Seleksi pemasok baru dengan menggunakan kriteria sosial
26	414-2	Dampak sosial negatif dalam rantai pasokan dan tindakan yang telah diambil
GRI 415: Kebijakan Publik		
27	415-1	Kontribusi politik
GRI 416: Kesehatan dan Keselamatan Pelanggan		

No	Pengungkapan Topik	Indikator Pengungkapan
28	416-1	Penilaian dampak kesehatan dan keselamatan dari berbagai kategori produk dan jasa
29	416-2	Insiden ketidakpatuhan sehubungan dengan dampak kesehatan dan keselamatan dari produk dan jasa
GRI 417: Pemasaran dan Pelabelan		
30	417-1	Persyaratan untuk pelabelan dan informasi produk dan jasa
31	417-2	Insiden ketidakpatuhan terkait informasi produk dan jasa
32	417-3	Insiden ketidakpatuhan terkait komunikasi pemasaran
418: Privasi Pelanggan		
33	418-1	Pengaduan yang berdasar mengenai pelanggaran terhadap privasi pelanggan dan hilangnya data pelanggan
419: Kepatuhan Sosial Ekonomi		
34	419-1	Ketidakpatuhan terhadap undang-undang dan peraturan di bidang sosial dan ekonomi

Sumber: *Global Reporting Initiative*, (2022)



Lampiran 2
Data Observasi Tahun 2018

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
1	AALI	2018	-0,170	-0,313	0	1	0	1	0,625	24,014	0,055	53
2	ABMM	2018	0,268	0,938	1	0	1	0	0,640	23,236	0,069	52
3	ACES	2018	-0,265	-0,249	0	0	0	2	0,294	22,395	0,198	56
4	ACST	2018	0,083	-0,143	0	1	1	1	0,404	22,913	0,003	45
5	ADES	2018	-0,304	-0,104	0	0	1	2	0,324	20,597	0,062	57
6	ADMG	2018	-0,294	-0,504	0	0	1	0	0,375	22,126	-0,004	53
7	ADRO	2018	0,272	1,244	1	1	1	2	0,397	25,351	0,060	53
8	AGII	2018	0,023	0,255	1	1	1	0	0,346	22,618	0,015	38
9	AISA	2018	0,555	1,614	0	1	0	0	0,353	21,320	-0,065	43
10	AKKU	2018	-0,534	-1,599	0	0	0	0	0,287	20,795	-0,009	65
11	AKRA	2018	0,072	0,684	1	1	0	3	0,662	23,716	0,090	56
12	AKSI	2018	-0,998	-0,441	0	0	0	1	0,294	19,432	0,135	43
13	ALKA	2018	-1,164	-2,185	1	0	0	2	0,324	20,291	0,048	53
14	ALMI	2018	-0,642	-0,924	1	1	0	1	0,338	21,746	0,003	67
15	AMFG	2018	0,930	1,592	0	0	1	2	0,382	22,855	0,001	58
16	AMIN	2018	-0,011	0,580	1	0	0	3	0,294	19,819	0,085	43
17	AMRT	2018	-0,380	-0,389	0	0	1	1	0,199	23,822	0,030	46
18	ANJT	2018	-0,262	0,849	1	0	1	2	0,632	22,889	-0,001	56
19	ANTM	2018	-0,433	-0,315	0	0	1	1	0,426	24,195	0,053	58
20	APEX	2018	0,001	-1,464	0	0	1	5	0,338	22,732	-0,190	56
21	APII	2018	-0,547	-0,150	0	0	0	2	0,265	19,925	0,070	52
22	APLI	2018	-0,488	-0,650	0	1	1	0	0,324	20,036	-0,052	38
23	APLN	2018	-0,097	-0,313	1	1	1	2	0,353	24,110	0,001	80
24	ARII	2018	0,103	0,579	1	0	1	10	0,309	22,346	-0,084	62
25	ARNA	2018	-0,193	-0,239	1	0	1	11	0,331	21,226	0,096	53
26	ARTA	2018	-1,118	-1,207	0	0	0	2	0,301	19,883	0,016	36
27	ASGR	2018	-0,539	-0,922	0	1	0	0	0,338	21,544	0,116	58
28	ASII	2018	-0,392	-0,174	1	1	0	0	0,485	26,566	0,068	58
29	ASRI	2018	0,180	0,085	1	0	1	1	0,324	23,763	0,047	56
30	ASSA	2018	-1,131	-1,610	1	0	1	1	0,537	22,125	0,039	59
31	ATIC	2018	-0,809	-0,927	0	1	1	0	0,360	22,100	0,003	54
32	AUTO	2018	0,041	0,088	0	1	1	1	0,515	23,489	0,040	54
33	BALI	2018	-0,262	-0,064	0	1	0	1	0,353	21,958	0,017	53
34	BAYU	2018	0,144	0,934	0	0	0	2	0,287	20,501	0,051	45
35	BBRM	2018	-1,118	-1,830	1	0	0	2	0,287	20,939	-0,089	39
36	BELL	2018	-0,444	-0,541	0	1	0	1	0,397	20,187	0,041	53
37	BEST	2018	-0,188	0,000	0	0	0	1	0,368	22,562	0,070	59
38	BHIT	2018	-0,360	-0,469	1	1	1	2	0,397	24,756	0,002	55
39	BIKA	2018	0,353	1,058	1	1	0	3	0,368	21,571	-0,012	64
40	BIPI	2018	0,235	0,558	0	0	0	1	0,441	23,593	0,015	51
41	BIPP	2018	-0,042	-0,204	0	1	0	0	0,346	21,448	-0,025	51
42	BIRD	2018	-0,082	-0,098	1	1	0	17	0,346	22,663	0,068	71
43	BISI	2018	0,103	1,226	1	0	0	9	0,309	21,740	0,150	50
44	BKSL	2018	-0,429	-0,623	0	0	1	0	0,213	23,512	0,022	48
45	BLTZ	2018	-0,481	1,581	0	0	0	0	0,353	21,290	0,020	44
46	BMSR	2018	-0,717	-1,091	0	1	1	7	0,287	20,209	0,010	46
47	BMTR	2018	0,275	0,715	1	1	1	16	0,346	24,089	0,029	53
48	BNBR	2018	-3,437	-	1	1	1	0	0,132	23,386	-0,117	50
49	BOGA	2018	-0,315	-0,415	0	1	0	2	0,353	20,164	0,021	39
50	BRAM	2018	-0,239	-0,988	0	0	0	3	0,412	22,180	0,057	53
51	BRMS	2018	0,098	-0,141	0	0	1	1	0,412	23,026	-0,133	64
52	BRNA	2018	-0,314	-0,288	0	1	0	1	0,382	21,624	-0,015	62
53	BRPT	2018	0,218	-0,249	1	1	0	2	0,426	25,348	0,010	45
54	BSDE	2018	0,098	-0,016	0	1	0	5	0,397	24,676	0,026	65
55	BSSR	2018	-0,299	-0,171	1	0	0	0	0,346	21,990	0,303	76
56	BTEK	2018	-0,287	0,100	1	1	1	0	0,309	22,365	0,015	46
57	BUKK	2018	-0,506	-0,525	1	1	0	8	0,419	22,208	0,142	64
58	BUVA	2018	0,343	0,551	0	1	1	3	0,485	22,136	0,009	61
59	BWPT	2018	0,079	1,195	0	0	0	3	0,647	23,506	-0,028	60
60	BYAN	2018	-1,046	-1,717	1	1	0	0	0,397	23,537	0,491	70
61	CARS	2018	-0,505	-0,438	1	1	0	1	0,559	22,937	0,027	50

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
62	CASS	2018	1,297	4,660	1	1	1	2	0,456	21,387	-0,007	56
63	CEKA	2018	-0,438	-0,764	0	0	0	0	0,353	20,879	0,072	56
64	CENT	2018	-0,586	-0,946	0	1	0	1	0,390	22,373	0,007	36
65	CINT	2018	-0,182	0,044	0	0	0	4	0,294	20,013	0,027	52
66	CITA	2018	-0,982	-1,417	0	0	0	3	0,360	21,908	0,222	59
67	CLEO	2018	-0,359	-0,316	1	1	0	1	0,360	20,542	0,085	36
68	CLPI	2018	0,497	0,993	1	1	1	2	0,338	20,379	0,049	58
69	CMNP	2018	0,108	0,265	1	1	0	0	0,412	23,296	0,063	36
70	CMPP	2018	-1,747	-3,196	0	1	1	1	0,375	21,769	-0,306	45
71	CPIN	2018	-0,501	-0,168	0	0	1	0	0,353	24,043	0,175	60
72	CSIS	2018	-1,060	-0,725	0	0	0	0	0,309	19,818	-0,080	66
73	CTBN	2018	1,226	1,756	0	0	0	2	0,404	21,536	-0,038	40
74	CTRA	2018	0,283	0,064	0	0	1	16	0,360	24,258	0,036	54
75	CTTH	2018	-0,278	0,055	1	0	0	38	0,390	20,412	0,006	59
76	DART	2018	-0,317	-0,629	0	1	1	4	0,412	22,656	0,002	58
77	DEWA	2018	-1,665	-2,878	0	0	0	1	0,478	22,517	0,006	51
78	DGIK	2018	0,025	-0,105	0	1	1	2	0,397	21,270	-0,083	60
79	DILD	2018	-0,736	-2,187	1	1	0	2	0,397	23,378	0,015	68
80	DKFT	2018	-0,130	-0,056	1	1	0	0	0,353	21,700	-0,022	57
81	DLTA	2018	0,156	0,696	0	0	0	1	0,338	21,144	0,236	58
82	DMAS	2018	-0,260	-0,330	0	1	0	2	0,390	22,738	0,066	56
83	DPNS	2018	-0,562	-0,858	1	0	0	2	0,346	19,591	0,033	68
84	DSNG	2018	-0,498	-0,759	1	1	1	2	0,426	23,186	0,042	45
85	DSSA	2018	-1,231	-1,639	0	1	0	4	0,449	24,616	0,029	58
86	DUTI	2018	-0,059	-2,268	0	1	1	2	0,419	23,260	0,079	55
87	DVLA	2018	0,243	0,778	0	1	0	3	0,368	21,244	0,121	57
88	DWGL	2018	0,312	0,833	0	0	0	0	0,309	21,196	-0,023	49
89	DYAN	2018	-1,121	-1,554	1	1	1	2	0,287	20,930	0,057	53
90	ECII	2018	-0,284	0,652	1	1	0	0	0,375	21,385	0,011	45
91	EKAD	2018	-0,786	-1,159	0	1	0	2	0,309	20,565	0,088	68
92	ELSA	2018	0,002	0,116	0	0	1	2	0,632	22,456	0,053	55
93	EMDE	2018	0,288	0,762	1	1	0	42	0,346	21,464	0,008	72
94	EMTK	2018	0,236	0,183	1	1	0	3	0,419	23,695	-0,126	35
95	EPMT	2018	0,285	0,911	0	1	1	3	0,346	22,842	0,083	54
96	ERAA	2018	-0,287	-0,021	1	1	0	1	0,382	23,264	0,079	53
97	ERTX	2018	0,000	0,270	0	0	1	0	0,412	20,625	0,017	32
98	ESSA	2018	-0,584	-0,506	1	1	1	4	0,331	23,304	0,039	53
99	ETWA	2018	-1,399	-2,929	0	0	0	1	0,412	20,812	-0,125	51
100	EXCL	2018	0,012	1,084	1	0	0	3	0,596	24,777	-0,058	50
101	FASW	2018	-0,254	-0,332	0	0	1	4	0,478	23,118	0,138	50
102	FIRE	2018	-1,490	-1,857	1	1	1	1	0,441	20,167	-0,006	41
103	FISH	2018	-1,061	-1,242	0	0	0	1	0,368	22,556	0,032	47
104	FORU	2018	-0,785	-2,219	0	1	0	0	0,456	18,627	-0,051	51
105	FPNI	2018	-0,674	-1,350	0	0	0	1	0,375	21,766	0,032	49
106	FREN	2018	-1,240	-2,226	0	1	1	3	0,375	23,951	-0,144	62
107	GEMA	2018	-0,424	-0,659	1	1	1	0	0,426	20,710	0,024	61
108	GEMS	2018	2,106	4,328	0	1	1	2	0,463	23,041	0,153	54
109	GGRM	2018	0,606	0,475	1	1	0	3	0,368	24,959	0,115	63
110	GIAA	2018	0,326	-2,427	0	0	1	0	0,662	24,823	-0,045	47
111	GLOB	2018	-1,662	-0,912	0	1	0	2	0,346	17,431	-0,437	55
112	GMFI	2018	0,019	-0,008	0	0	0	1	0,772	23,053	0,018	50
113	GMTD	2018	-0,383	0,194	0	0	1	1	0,426	20,949	0,049	47
114	GOLD	2018	0,012	0,554	0	0	0	2	0,390	19,293	-0,034	51
115	GPRA	2018	-0,908	-1,315	0	1	1	26	0,390	21,153	0,024	48
116	GWSA	2018	-0,290	-0,513	0	0	0	2	0,426	22,737	0,029	68
117	GZCO	2018	-0,515	-0,808	0	1	0	0	0,353	21,792	-0,108	39
118	HITS	2018	-0,064	-0,468	0	0	0	0	0,574	21,773	0,065	60
119	HOKI	2018	-0,113	0,288	1	0	0	1	0,434	20,447	0,135	50
120	HRTA	2018	-0,588	-1,769	1	0	1	1	0,419	21,153	0,084	45
121	HRUM	2018	-0,378	-0,351	1	1	1	3	0,478	22,637	0,069	52
122	ICBP	2018	-0,207	-0,566	0	1	0	0	0,493	24,260	0,139	69
123	ICON	2018	-0,324	-0,222	0	1	1	1	0,441	19,797	0,051	56
124	IDPR	2018	-0,225	-0,085	1	1	1	3	0,382	21,378	0,016	50
125	IGAR	2018	0,003	0,118	0	1	0	1	0,382	20,161	0,062	62
126	IKAI	2018	-1,683	-1,872	0	0	1	1	0,419	21,014	0,092	47

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
127	IMAS	2018	-0,569	-0,155	0	1	0	7	0,382	24,438	0,001	61
128	IMPC	2018	-0,405	-0,849	1	1	1	4	0,478	21,586	0,037	56
129	INAF	2018	-0,840	-1,318	0	0	1	1	0,529	21,090	-0,022	53
130	INAI	2018	-0,350	-0,382	0	1	0	1	0,375	21,060	0,031	67
131	INCI	2018	-0,910	-1,335	1	0	0	2	0,412	19,785	0,048	60
132	INCO	2018	0,168	0,000	0	0	1	0	0,676	24,186	0,028	60
133	INDF	2018	-0,318	-0,252	1	1	0	0	0,537	25,293	0,045	69
134	INDR	2018	-1,596	-1,797	0	1	0	0	0,449	23,185	0,076	59
135	INDX	2018	-1,083	-1,575	1	0	0	11	0,360	17,805	-0,674	65
136	INDY	2018	0,076	0,593	1	1	0	1	0,426	24,696	-0,674	48
137	INKP	2018	-0,073	0,522	0	1	0	1	0,537	25,565	0,072	58
138	INPP	2018	-1,070	-2,082	0	1	0	2	0,412	22,664	0,011	57
139	INTA	2018	-0,176	-0,421	1	1	1	8	0,463	22,333	-0,069	48
140	INTP	2018	-0,152	0,161	0	0	1	0	0,625	24,048	0,041	52
141	IPCM	2018	-0,467	-0,646	0	1	1	1	0,493	20,871	0,058	62
142	IPOL	2018	-0,674	-1,782	0	1	0	23	0,493	22,166	0,017	69
143	ISSP	2018	-0,444	-0,263	0	1	0	1	0,412	22,594	0,008	76
144	ITMA	2018	-0,687	-0,795	0	0	0	0	0,360	21,373	0,085	63
145	ITMG	2018	-0,222	0,018	0	1	1	2	0,603	23,763	0,187	44
146	JAWA	2018	0,232	1,176	1	0	1	1	0,434	21,959	-0,088	56
147	JIHD	2018	0,172	0,670	0	1	0	1	0,456	22,611	0,002	49
148	JKON	2018	0,358	1,335	0	1	1	2	0,426	22,293	0,059	64
149	JPFA	2018	-0,089	0,050	1	0	0	21	0,699	23,935	0,097	54
150	JRPT	2018	-0,621	-1,621	0	1	1	1	0,515	23,079	0,103	58
151	JSMR	2018	-0,220	-0,556	1	0	1	2	0,618	25,135	0,027	56
152	JSPT	2018	-0,145	0,037	0	1	1	1	0,426	22,342	0,066	58
153	JTPE	2018	-0,483	-0,697	1	0	0	1	0,382	20,807	0,107	54
154	KAEF	2018	-0,718	-1,794	0	0	1	1	0,537	23,151	0,056	50
155	KARW	2018	-1,721	-0,780	0	0	0	1	0,353	19,705	0,029	48
156	KBLI	2018	-0,572	-0,327	0	0	1	0	0,449	21,900	0,080	62
157	KBLM	2018	-0,177	0,162	1	0	1	2	0,441	20,984	0,032	64
158	KBLV	2018	-0,818	-1,152	0	0	0	1	0,441	22,673	-0,366	56
159	KDSI	2018	-0,384	-0,766	0	0	0	2	0,382	21,054	0,056	54
160	KIJA	2018	-0,405	-0,021	0	0	0	0	0,434	23,190	0,004	54
161	KLBF	2018	0,096	0,377	0	0	0	1	0,544	23,622	0,141	54
162	KMTR	2018	-1,099	-3,218	0	0	0	1	0,507	21,990	0,000	58
163	KOIN	2018	2,101	-	0	0	1	1	0,324	20,567	-0,013	41
164	KOPI	2018	-0,040	0,103	0	1	0	4	0,397	18,808	-0,331	55
165	KPIG	2018	-0,601	-1,077	1	1	1	7	0,382	23,587	0,038	53
166	KRAS	2018	0,048	0,362	0	0	1	0	0,529	24,672	-0,044	44
167	LEAD	2018	-0,126	0,188	1	1	0	0	0,375	21,542	-0,252	50
168	LINK	2018	-0,191	-0,306	0	0	0	0	0,426	22,519	0,134	44
169	LION	2018	-0,513	-1,130	1	1	0	4	0,243	20,361	0,021	68
170	LPCK	2018	0,324	1,788	0	0	1	0	0,463	22,874	0,205	55
171	LPKR	2018	-0,139	-0,139	0	1	0	1	0,463	24,617	0,014	59
172	LPLI	2018	-0,467	-0,228	0	0	0	1	0,412	20,995	-0,042	55
173	LPPF	2018	0,127	0,801	0	1	1	0	0,544	22,340	0,210	56
174	LSIP	2018	-0,388	-0,476	0	1	0	2	0,654	23,030	0,033	60
175	LTLS	2018	-0,240	0,106	1	1	1	4	0,441	22,567	0,033	72
176	MAIN	2018	-0,999	-1,733	0	1	0	0	0,434	22,190	0,068	61
177	MAPB	2018	-0,259	0,162	0	0	1	1	0,375	21,278	0,066	54
178	MARI	2018	-1,250	-2,224	0	1	0	3	0,368	19,641	0,107	48
179	MARK	2018	-0,371	-0,448	1	0	0	0	0,404	19,578	0,300	35
180	MASA	2018	-1,220	-2,298	1	1	0	0	0,419	22,811	-0,077	55
181	MBAP	2018	-0,467	-0,489	0	0	0	0	0,441	21,645	0,301	43
182	MBTO	2018	-0,815	-1,725	1	0	0	13	0,382	20,289	-0,160	47
183	MDIA	2018	-0,604	-0,412	0	1	1	0	0,390	22,419	-0,027	48
184	MDKA	2018	-0,240	0,181	1	0	0	0	0,522	23,170	0,090	47
185	MDKI	2018	-0,346	-0,383	1	1	0	1	0,412	20,633	0,038	81
186	MDLN	2018	0,440	0,819	0	1	0	2	0,419	23,446	0,002	44
187	MEDC	2018	-0,469	-0,598	1	1	1	3	0,684	25,055	-0,010	63
188	MICE	2018	-1,050	-1,179	1	0	0	3	0,449	20,649	0,037	36
189	MIDI	2018	-0,588	-0,499	1	0	1	8	0,426	22,325	0,032	45
190	MIKA	2018	0,056	0,338	1	0	1	4	0,449	22,350	0,125	56
191	MINA	2018	-1,341	-1,867	0	0	0	1	0,382	18,649	0,016	57

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
192	MITI	2018	-0,885	-0,999	0	0	0	1	0,434	18,815	0,042	56
193	MKNT	2018	-1,051	-3,141	0	1	0	0	0,426	20,567	-0,008	46
194	MKPI	2018	0,111	0,121	0	1	0	16	0,132	22,670	0,147	66
195	MLBI	2018	-0,349	-0,656	0	0	0	5	0,500	21,784	0,454	49
196	MLIA	2018	-0,238	0,052	1	0	0	2	0,390	22,384	0,036	73
197	MLPL	2018	-0,358	-0,349	0	1	0	3	0,426	23,566	-0,066	62
198	MLPT	2018	-0,191	0,365	0	0	0	1	0,375	21,445	0,051	44
199	MMLP	2018	-0,233	-0,385	1	0	0	1	0,456	22,530	0,039	43
200	MNCN	2018	0,213	0,735	0	1	1	2	0,368	23,517	0,098	39
201	MPMX	2018	-0,679	-0,585	1	1	0	0	0,493	23,203	0,338	54
202	MPPA	2018	-0,717	-0,661	0	0	1	0	0,434	22,294	-0,176	55
203	MRAT	2018	-0,258	-0,323	0	0	1	4	0,375	20,054	-0,005	59
204	MSKY	2018	-0,442	-0,076	0	1	0	2	0,426	22,311	-0,046	52
205	MTLA	2018	-0,058	0,092	1	1	0	2	0,493	22,371	0,096	58
206	MYOH	2018	-0,454	-0,835	0	0	1	0	0,449	21,508	0,215	48
207	MYOR	2018	-0,030	-0,036	0	1	0	7	0,360	23,591	0,106	43
208	MYTX	2018	0,085	1,364	0	1	0	0	0,434	22,019	-0,046	57
209	NASA	2018	-1,508	-2,917	0	0	0	1	0,390	20,879	0,002	48
210	NIRO	2018	-0,564	-0,817	0	0	1	1	0,419	22,746	-0,009	44
211	NRCA	2018	-0,222	-0,467	1	0	0	5	0,441	21,536	0,051	59
212	OASA	2018	-0,776	-0,829	1	0	0	0	0,360	17,703	-0,015	72
213	OKAS	2018	-0,577	-0,496	0	1	0	0	0,485	21,724	-0,029	48
214	OMRE	2018	-3,523	-4,822	0	1	1	0	0,390	22,171	0,032	62
215	PANR	2018	0,431	1,442	0	1	0	0	0,382	21,318	-0,017	54
216	PBID	2018	-0,876	-2,089	1	1	0	1	0,419	21,554	0,143	59
217	PBRX	2018	-0,231	-0,286	0	1	0	0	0,412	22,850	0,032	48
218	PBSA	2018	0,545	0,947	0	0	0	0	0,471	20,315	0,056	53
219	PGAS	2018	-0,338	-0,284	0	0	1	0	0,801	25,468	0,038	54
220	PGLI	2018	-0,523	-0,465	1	0	1	5	0,404	18,251	0,059	35
221	PJAA	2018	-0,255	-0,371	0	1	1	2	0,743	22,196	0,055	57
222	PLIN	2018	0,539	1,063	1	1	0	20	0,493	23,441	0,056	65
223	POWR	2018	-0,171	-0,047	1	1	1	3	0,691	23,665	0,060	54
224	PPRE	2018	0,150	0,262	0	1	0	1	0,493	22,557	0,057	52
225	PPRO	2018	0,246	0,283	1	0	1	3	0,838	23,525	0,033	54
226	PRDA	2018	0,011	2,271	0	0	1	1	0,515	21,381	0,093	57
227	PSSI	2018	-1,783	-4,188	1	1	1	1	0,522	21,190	0,132	46
228	PTBA	2018	0,257	0,235	0	0	0	2	0,794	23,908	0,218	54
229	PTPP	2018	0,186	0,408	0	1	0	0	0,713	24,685	0,032	55
230	PTRO	2018	0,182	0,518	0	0	1	0	0,647	22,808	0,046	52
231	PTSN	2018	-1,411	-1,499	1	1	0	1	0,515	22,150	0,068	56
232	PUDP	2018	-0,053	0,277	1	1	1	1	0,272	20,009	0,012	56
233	RAJA	2018	-1,340	-1,180	0	1	1	1	0,485	21,741	0,067	49
234	RANC	2018	-0,007	-0,005	1	0	0	1	0,346	20,622	0,060	54
235	RBMS	2018	-1,049	-1,088	1	1	0	3	0,412	20,616	0,003	65
236	RDTX	2018	-0,380	-0,229	1	0	0	3	0,353	21,650	0,111	66
237	RICY	2018	-0,428	-0,858	1	0	0	8	0,434	21,155	0,008	42
238	RIGS	2018	-0,996	-1,255	0	0	0	1	0,382	20,621	-0,119	69
239	RODA	2018	-1,072	-0,978	0	0	0	1	0,353	22,107	0,000	58
240	ROTI	2018	0,141	0,242	0	0	0	3	0,434	22,203	0,039	63
241	RUIS	2018	-0,199	0,080	0	1	1	13	0,434	20,714	0,028	50
242	SAFE	2018	0,178	1,709	0	0	0	5	0,338	19,667	-0,104	52
243	SAME	2018	0,015	0,073	0	0	0	0	0,522	21,651	0,028	52
244	SCCO	2018	0,213	0,519	1	0	1	1	0,390	22,150	0,064	45
245	SCMA	2018	-0,136	-0,231	0	1	1	2	0,456	22,609	0,179	51
246	SDMU	2018	0,410	4,006	1	0	0	2	0,346	19,708	-0,083	60
247	SDPC	2018	-0,738	-1,201	0	0	0	6	0,412	20,900	0,018	49
248	SGRO	2018	0,088	0,068	0	0	0	1	0,559	22,923	0,006	47
249	SHID	2018	-0,350	-0,132	0	1	1	0	0,441	21,131	0,001	54
250	SHIP	2018	-0,568	-0,629	0	0	0	1	0,441	21,944	0,049	52
251	SIDO	2018	0,064	0,899	0	1	0	0	0,706	21,929	0,204	63
252	SILO	2018	0,212	1,704	0	0	0	1	0,500	22,764	0,002	63
253	SKBM	2018	-0,954	-1,412	1	0	0	25	0,426	21,295	0,008	59
254	SKLT	2018	-2,850	-2,389	1	0	0	34	0,463	20,432	0,046	63
255	SMAR	2018	-0,870	-1,378	0	1	0	3	0,610	24,101	0,021	62
256	SMBR	2018	0,028	0,126	0	0	1	0	0,551	22,435	0,014	54

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
257	SMCB	2018	-1,909	-2,154	0	0	1	0	0,713	23,650	-0,043	44
258	SMDR	2018	-0,357	-0,652	1	1	0	2	0,390	22,885	0,012	72
259	SMGR	2018	-0,229	-0,420	0	1	1	1	0,699	24,658	0,061	51
260	SMMT	2018	-0,377	-0,394	0	1	0	1	0,507	20,619	0,094	53
261	SMRA	2018	-0,069	-0,241	0	0	0	3	0,397	23,872	0,020	60
262	SMSM	2018	0,212	0,853	1	1	0	35	0,463	21,753	0,212	54
263	SOCI	2018	0,243	1,100	1	1	0	0	0,397	22,995	0,021	60
264	SQMI	2018	-1,839	-0,621	0	0	0	3	0,434	19,645	-0,603	37
265	SRAJ	2018	-0,746	-0,724	0	1	1	6	0,390	21,731	-0,039	42
266	SSIA	2018	0,078	0,143	0	1	0	17	0,478	22,725	0,005	54
267	SSMS	2018	0,328	1,143	1	0	0	2	0,765	23,148	0,008	64
268	STTP	2018	1,360	2,575	1	0	0	0	0,331	21,691	0,103	48
269	SULI	2018	-0,571	-0,745	1	1	0	1	0,412	21,105	0,036	55
270	TALF	2018	0,530	1,449	0	1	0	21	0,287	20,822	0,050	75
271	TAMU	2018	-0,024	1,538	0	0	0	13	0,419	21,095	-0,037	57
272	TARA	2018	0,325	0,405	0	0	0	1	0,426	20,839	0,000	62
273	TAXI	2018	-1,981	-2,113	0	0	0	3	0,397	20,962	-0,510	47
274	TBIG	2018	0,025	0,187	1	0	0	3	0,485	24,094	0,025	55
275	TBLA	2018	0,428	1,630	1	0	0	0	0,485	23,517	0,049	71
276	TCID	2018	0,363	0,633	0	0	0	0	0,478	21,617	0,072	54
277	TGKA	2018	-1,048	-2,792	0	0	1	1	0,375	21,972	0,097	52
278	TGRA	2018	-0,214	0,510	1	0	0	1	0,000	19,970	0,005	59
279	TINS	2018	-0,181	-0,395	0	1	1	2	0,831	23,446	0,010	50
280	TIRA	2018	-1,337	-2,031	0	1	1	4	0,368	19,655	0,003	62
281	TKIM	2018	-0,462	-0,368	0	0	1	1	0,559	24,483	0,089	50
282	TLKM	2018	0,263	0,974	1	1	1	4	0,544	26,052	0,089	57
283	TMAS	2018	0,292	1,463	0	1	0	0	0,390	21,766	0,012	41
284	TMPO	2018	-0,260	-0,088	0	0	1	1	0,419	19,859	0,007	58
285	TOBA	2018	-0,607	-0,856	0	1	1	7	0,500	22,707	0,089	55
286	TOWR	2018	-2,624	-0,408	0	1	1	0	0,404	23,857	0,106	54
287	TPIA	2018	-0,092	-0,181	1	1	0	0	0,647	24,551	0,059	44
288	TPMA	2018	-0,596	-1,143	0	0	0	0	0,434	21,202	0,067	51
289	TRIS	2018	0,453	2,094	0	1	1	0	0,493	20,870	0,007	59
290	TRST	2018	-0,355	-0,003	0	0	0	10	0,404	22,178	0,017	63
291	TSPC	2018	0,259	0,996	0	1	0	23	0,382	22,786	0,067	54
292	ULTJ	2018	-0,237	-0,399	1	1	0	4	0,390	22,438	0,130	78
293	UNIC	2018	-0,581	-0,961	0	1	0	2	0,426	21,954	0,077	68
294	UNSP	2018	-0,048	0,119	0	0	1	1	0,588	23,316	-0,108	57
295	UNTR	2018	0,218	0,654	0	1	0	3	0,654	25,479	0,112	46
296	VIVA	2018	-0,081	0,434	0	1	1	4	0,397	22,806	-0,140	44
297	VOKS	2018	-0,950	-1,677	1	1	0	0	0,419	21,634	-0,140	36
298	WEGE	2018	-0,105	-0,087	0	0	1	1	0,515	22,497	0,085	55
299	WICO	2018	-0,483	-0,262	0	0	0	0	0,346	19,772	-0,053	49
300	WIIM	2018	0,009	-0,441	1	0	1	0	0,463	20,951	0,041	46
301	WINS	2018	-0,419	-0,616	1	1	0	3	0,625	22,105	-0,083	53
302	WOOD	2018	-0,482	-0,654	1	1	0	1	0,441	22,247	0,057	56
303	WTON	2018	-0,064	-0,079	0	0	0	1	0,647	22,907	0,061	57

Lampiran 3
Data Observasi Tahun 2019

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
1	AALI	2019	-0,357	-0,255	0	1	0	2	0,647	24,018	0,008	54
2	ABMM	2019	-0,029	0,359	1	1	1	1	0,699	23,198	0,009	53
3	ACES	2019	0,075	0,000	0	0	0	3	0,316	22,617	0,170	57
4	ACST	2019	0,346	0,928	0	1	1	0	0,397	23,070	-0,117	46
5	ADES	2019	-0,859	-1,980	0	0	1	3	0,338	20,528	0,099	58
6	ADHI	2019	-0,360	-0,709	0	0	1	3	0,493	24,321	0,020	60
7	ADMG	2019	0,576	1,727	0	0	1	0	0,368	21,990	-0,110	54
8	ADRO	2019	-0,744	-0,724	1	1	1	3	0,750	25,332	0,057	54
9	AGII	2019	-0,821	-1,738	1	1	1	0	0,360	22,672	0,015	39
10	AKRA	2019	-0,145	0,131	1	1	0	4	0,669	23,787	0,035	57
11	AKSI	2019	-0,155	3,737	0	0	0	2	0,294	19,469	0,015	44
12	ALKA	2019	-0,355	-0,337	1	0	0	0	0,346	20,220	0,012	54
13	ALMI	2019	0,153	0,821	1	1	0	2	0,338	21,269	-0,138	68
14	AMFG	2019	0,208	0,554	0	0	0	0	0,419	22,891	-0,015	57
15	AMIN	2019	-0,088	0,237	1	0	0	4	0,309	19,857	0,025	44
16	AMRT	2019	-0,322	-0,367	0	0	1	2	0,382	23,901	0,048	47
17	ANJT	2019	-0,182	-0,353	1	1	1	3	0,750	22,886	-0,007	57
18	ANTM	2019	-0,215	-0,527	0	0	1	0	0,375	24,131	0,006	48
19	APEX	2019	-0,077	0,500	0	0	1	0	0,338	22,664	0,040	57
20	APII	2019	0,156	0,722	0	0	0	2	0,265	20,012	0,055	53
21	APLI	2019	-0,401	-0,326	0	1	1	0	0,324	19,854	0,021	39
22	APLN	2019	-0,857	-1,291	0	0	1	0	0,353	24,106	0,000	71
23	ARII	2019	-0,379	-0,563	1	0	1	11	0,309	22,344	-0,010	63
24	ARNA	2019	-0,297	-0,674	1	0	1	12	0,331	21,311	0,125	54
25	ARTA	2019	-0,137	0,437	0	0	0	2	0,294	19,900	0,006	37
26	ASGR	2019	0,353	1,046	0	1	0	1	0,493	21,787	0,097	59
27	ASII	2019	0,029	0,530	1	1	0	1	0,537	26,587	0,062	59
28	ASRI	2019	-0,069	0,071	1	0	1	0	0,338	23,809	0,047	57
29	ASSA	2019	-1,074	-1,215	1	1	1	2	0,662	22,302	0,025	60
30	ATIC	2019	-0,091	0,418	1	1	1	1	0,353	22,294	0,003	55
31	AUTO	2019	-0,445	-1,071	0	1	1	0	0,507	23,497	0,046	55
32	BALI	2019	-0,090	0,410	0	1	0	2	0,346	22,146	0,012	54
33	BAPA	2019	0,262	0,522	0	0	0	0	0,272	18,779	0,031	51
34	BAYU	2019	0,789	2,934	0	0	0	0	0,287	20,519	0,059	46
35	BBRM	2019	-0,529	2,682	0	0	0	3	0,294	20,798	-0,055	40
36	BELL	2019	-0,974	-1,265	0	1	0	2	0,390	20,197	0,036	54
37	BEST	2019	-0,554	-1,030	0	1	0	0	0,382	22,579	0,060	60
38	BHIT	2019	-0,230	-0,214	1	1	1	3	0,382	24,777	0,008	56
39	BIKA	2019	-0,004	0,379	1	1	0	4	0,375	21,581	-0,011	65
40	BIPI	2019	-1,082	1,116	0	0	0	2	0,390	23,581	0,016	52
41	BIPP	2019	0,283	1,338	0	1	0	1	0,368	21,496	0,001	52
42	BIRD	2019	-1,511	-2,705	1	1	1	0	0,397	22,728	0,044	50
43	BISI	2019	0,552	1,296	1	0	0	10	0,346	21,802	0,108	51
44	BLTZ	2019	2,324	4,470	0	0	0	1	0,368	21,374	0,045	45
45	BMSR	2019	-1,471	-2,568	0	1	1	8	0,294	20,249	0,009	47
46	BMTR	2019	0,141	0,897	1	1	1	17	0,324	24,130	0,048	54
47	BOGA	2019	-1,078	-2,397	0	1	0	3	0,360	20,178	0,017	40
48	BOLT	2019	-0,106	-0,516	1	1	0	0	0,221	20,959	0,039	61
49	BRAM	2019	-0,752	0,468	0	0	0	4	0,434	22,080	0,047	54
50	BRMS	2019	-1,176	-1,953	0	0	1	0	0,691	22,881	0,002	65
51	BRNA	2019	-0,107	0,002	0	0	1	0	0,390	21,540	-0,068	50
52	BRPT	2019	-0,651	-0,769	0	1	0	0	0,544	25,327	0,006	46
53	BSDE	2019	-0,143	-0,083	0	1	0	6	0,757	24,722	0,052	66
54	BSSR	2019	-0,385	-0,385	0	0	1	0	0,390	21,972	0,123	58
55	BTEK	2019	0,439	1,766	0	1	1	1	0,309	22,328	-0,017	47
56	BUKK	2019	0,003	0,380	1	1	0	9	0,426	22,279	0,108	65
57	BULL	2019	-0,926	-1,791	1	0	0	4	0,382	22,759	0,043	51
58	BUMI	2019	-0,827	-1,694	0	1	0	18	0,816	24,639	0,002	60
59	BUVA	2019	0,040	0,496	0	0	1	4	0,456	22,156	-0,012	62
60	BWPT	2019	-0,924	-1,365	0	0	1	0	0,640	23,483	-0,071	54
61	BYAN	2019	0,115	0,409	1	1	0	1	0,397	23,601	0,184	71

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
62	CARS	2019	0,359	0,895	1	1	0	2	0,574	22,774	-0,010	51
63	CASS	2019	-0,158	-0,579	1	1	1	3	0,456	21,201	-0,078	57
64	CEKA	2019	0,143	1,077	0	0	0	1	0,331	21,055	0,168	57
65	CENT	2019	-0,770	-1,203	1	1	0	2	0,346	22,469	0,002	37
66	CINT	2019	-0,112	0,117	0	0	0	5	0,375	20,072	0,014	53
67	CITA	2019	-0,094	0,106	0	0	0	0	0,346	22,074	0,185	47
68	CITY	2019	0,289	4,185	0	0	1	1	0,331	20,639	0,034	66
69	CLEO	2019	-0,268	-0,191	1	1	0	2	0,353	20,943	0,126	37
70	CLPI	2019	-0,666	-1,087	1	1	1	0	0,346	20,354	0,052	59
71	CMNP	2019	-0,923	-2,289	1	1	0	0	0,397	23,461	0,053	37
72	CMPP	2019	-0,679	-2,807	0	1	1	2	0,412	21,684	-0,058	46
73	CPIN	2019	-0,144	-0,126	0	1	1	1	0,353	24,094	0,128	61
74	CSIS	2019	-0,370	1,287	0	0	0	1	0,449	19,974	-0,017	67
75	CTRA	2019	0,034	-0,058	0	1	1	17	0,390	24,312	0,033	55
76	CTTH	2019	-0,021	0,594	1	0	0	39	0,397	20,425	-0,035	60
77	DART	2019	-0,462	-0,864	0	1	1	0	0,419	22,652	-0,038	59
78	DIGI	2019	-0,274	0,352	0	1	0	1	0,324	17,543	0,003	38
79	DILD	2019	-0,950	-1,780	1	1	0	3	0,397	23,416	0,017	69
80	DIVA	2019	-0,056	0,011	0	1	0	1	0,346	20,808	0,096	47
81	DKFT	2019	-0,399	-0,478	1	1	0	1	0,397	21,700	-0,015	58
82	DLTA	2019	-0,465	-0,849	0	0	0	2	0,404	21,078	0,216	59
83	DMAS	2019	-0,084	0,141	0	1	0	0	0,360	22,754	0,177	57
84	DPNS	2019	-0,052	0,074	1	0	0	3	0,338	19,578	0,016	69
85	DSFI	2019	-1,106	-4,123	0	1	0	0	0,316	19,785	0,021	44
86	DSNG	2019	-0,537	-0,895	1	1	1	3	0,426	23,176	0,015	46
87	DSSA	2019	-1,718	-3,943	0	1	0	0	0,581	24,669	0,014	59
88	DUTI	2019	-1,238	-0,830	0	1	1	3	0,397	23,347	0,084	56
89	DVLA	2019	-0,020	0,129	0	1	0	4	0,375	21,328	0,126	58
90	DWGL	2019	-0,901	-0,910	0	0	0	1	0,316	20,577	-0,018	50
91	ECII	2019	0,163	-0,199	1	1	0	1	0,360	21,336	0,018	63
92	EKAD	2019	-0,859	-0,870	0	1	0	3	0,243	20,691	0,081	69
93	ELSA	2019	-0,076	-0,334	0	0	1	0	0,691	22,641	0,057	56
94	EMDE	2019	-0,102	-0,549	1	1	0	43	0,301	21,486	-0,016	73
95	EMTK	2019	0,392	1,511	1	1	0	0	0,434	23,588	-0,082	36
96	EPMT	2019	-0,260	-0,289	0	1	1	4	0,346	22,887	0,068	55
97	ERAA	2019	-0,252	0,064	1	1	0	2	0,390	23,000	0,026	54
98	ERTX	2019	-0,074	0,060	0	0	1	0	0,397	20,716	0,013	33
99	ESSA	2019	-0,422	-0,488	1	1	1	0	0,353	23,245	0,003	54
100	ETWA	2019	-0,872	-1,370	0	0	0	2	0,243	20,840	-0,081	52
101	EXCL	2019	0,033	-0,169	1	0	0	0	0,632	24,862	0,012	51
102	FASW	2019	-0,513	-0,916	0	0	0	0	0,434	23,098	0,089	57
103	FIRE	2019	-0,137	1,359	1	1	1	2	0,449	20,113	0,019	42
104	FISH	2019	-0,693	-0,449	0	0	0	0	0,412	22,503	0,026	50
105	FORU	2019	-0,357	0,128	0	0	0	0	0,434	18,316	0,006	38
106	FPNI	2019	0,039	-1,141	0	0	0	2	0,368	21,558	-0,018	50
107	FREN	2019	-0,186	0,229	0	1	1	4	0,382	24,043	-0,083	63
108	GEMA	2019	-0,304	-0,314	1	1	1	0	0,426	20,685	0,027	62
109	GGRM	2019	0,311	1,378	1	1	0	4	0,419	25,088	0,147	64
110	GHON	2019	-0,352	-0,433	1	1	0	2	0,331	20,423	0,104	49
111	GIAA	2019	-0,656	-0,640	0	1	0	1	0,669	24,849	-0,009	55
112	GLOB	2019	-1,489	-2,087	0	1	0	0	0,353	15,929	-1,748	57
113	GMFI	2019	0,025	-0,623	0	0	0	0	0,794	23,076	-0,074	51
114	GMTD	2019	-1,162	-1,880	0	0	1	2	0,419	20,825	-0,059	48
115	GOLD	2019	-0,581	-0,145	0	0	0	0	0,309	19,614	0,025	52
116	GOOD	2019	-0,470	-1,974	1	1	0	1	0,471	22,345	0,090	49
117	GPRA	2019	-0,083	-0,111	1	1	1	0	0,404	21,257	0,030	50
118	GWSA	2019	-0,754	-1,322	0	0	0	0	0,404	22,763	0,017	69
119	GZCO	2019	-0,603	-1,000	0	1	0	1	0,353	21,389	-0,238	40
120	HEAL	2019	-0,824	-1,256	1	1	1	1	0,426	22,342	0,055	77
121	HELI	2019	-0,360	-0,135	1	1	0	1	0,368	19,079	0,096	47
122	HERO	2019	-0,002	0,419	0	0	1	1	0,449	22,524	-0,005	52
123	HITS	2019	-0,238	-0,016	0	0	0	1	0,515	21,765	0,054	61
124	HOKI	2019	-0,469	-0,933	1	0	0	1	0,404	20,559	0,129	51
125	HRTA	2019	-0,268	-0,045	1	0	1	2	0,463	21,561	0,078	46
126	HRUM	2019	-0,479	-0,434	1	1	1	4	0,449	22,550	0,040	53

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
127	ICBP	2019	0,362	0,813	0	1	0	1	0,537	24,379	0,138	70
128	ICON	2019	1,023	3,653	0	1	1	2	0,390	19,727	0,065	57
129	IDPR	2019	0,072	1,497	1	1	1	4	0,397	21,409	-0,005	51
130	IGAR	2019	-0,189	-0,406	0	1	0	2	0,390	20,241	0,073	63
131	IKAI	2019	-0,298	0,317	0	0	1	2	0,434	21,029	-0,050	48
132	IMAS	2019	-0,502	-0,411	0	1	0	8	0,368	24,523	0,004	62
133	IMPC	2019	-0,079	0,028	1	1	1	0	0,596	21,640	0,043	57
134	INAF	2019	-0,768	-1,280	0	0	1	0	0,596	21,048	0,006	57
135	INAI	2019	-0,276	-0,227	0	1	0	2	0,375	20,916	0,026	68
136	INCI	2019	-0,211	0,179	1	0	0	3	0,434	19,820	0,035	61
137	INCO	2019	0,012	-0,066	0	1	1	1	0,706	24,154	0,026	61
138	INDF	2019	0,412	0,624	1	1	0	1	0,493	25,290	0,051	70
139	INDR	2019	-0,081	0,679	0	1	0	1	0,419	23,072	0,049	60
140	INDS	2019	-0,179	-0,006	0	1	0	1	0,000	21,765	0,038	57
141	INDX	2019	-0,217	-0,035	1	0	0	12	0,353	17,928	0,017	66
142	INDY	2019	-0,571	-0,632	1	1	0	0	0,640	24,641	0,017	49
143	INKP	2019	-1,014	-1,236	0	1	0	2	0,478	25,496	0,032	59
144	INPP	2019	-0,161	0,410	0	1	0	0	0,485	22,801	0,271	79
145	INPS	2019	-1,995	-	1	1	1	2	0,375	19,987	-0,008	47
146	INTA	2019	0,160	0,157	1	1	1	9	0,412	22,123	-0,097	49
147	INTP	2019	-0,305	-0,120	0	0	1	1	0,610	24,045	0,066	53
148	IPCM	2019	0,392	1,108	0	1	1	0	0,522	20,970	0,074	42
149	IPOL	2019	-0,318	-0,520	0	1	0	24	0,478	22,073	0,015	70
150	ISSP	2019	-0,417	-0,711	0	1	0	2	0,449	22,583	0,029	77
151	ITMA	2019	-0,687	-1,291	0	0	0	1	0,324	21,607	0,084	40
152	ITMG	2019	-0,027	0,313	0	1	1	0	0,632	23,545	0,098	45
153	JECC	2019	-0,947	2,312	0	0	0	46	0,390	21,359	0,052	80
154	JIHD	2019	-0,562	-0,518	0	1	0	2	0,419	22,647	0,001	50
155	JKON	2019	-0,672	-0,410	0	1	1	0	0,449	22,318	0,041	65
156	JPFA	2019	-0,156	0,378	1	0	0	22	0,691	24,006	0,069	55
157	JRPT	2019	-0,744	-1,729	0	1	1	2	0,441	23,136	0,094	59
158	JSMR	2019	-0,342	-1,075	1	0	1	3	0,728	25,325	0,024	57
159	JSPT	2019	-0,177	0,823	0	1	1	2	0,390	22,444	0,021	59
160	JTPE	2019	-0,165	0,004	1	0	0	2	0,375	20,865	0,150	55
161	KAEF	2019	0,033	1,746	0	1	0	0	0,544	23,633	-0,001	50
162	KARW	2019	-1,375	-2,760	0	0	0	2	0,368	19,488	-0,024	49
163	KBLI	2019	-0,639	-0,952	0	0	1	0	0,434	21,992	0,123	51
164	KBLM	2019	-0,381	-0,417	1	0	1	3	0,397	20,974	0,030	65
165	KBLV	2019	0,064	0,521	0	0	0	2	0,463	22,694	-0,036	57
166	KDSI	2019	0,066	0,274	0	0	0	3	0,375	20,949	0,049	55
167	KIAS	2019	-0,631	-2,942	0	1	1	1	0,360	20,932	-0,324	47
168	KIJA	2019	-0,479	-0,697	0	0	1	1	0,463	23,223	0,010	57
169	KINO	2019	0,031	0,206	1	1	0	1	0,419	22,270	0,126	52
170	KKGI	2019	0,647	0,794	1	1	0	0	0,449	21,287	0,046	62
171	KLBF	2019	0,007	-0,240	0	0	0	0	0,603	23,732	0,131	55
172	KMTR	2019	-0,787	-1,640	0	0	0	2	0,382	22,131	0,004	59
173	KOIN	2019	-0,042	0,858	0	0	1	2	0,287	20,296	-0,025	42
174	KOPI	2019	0,592	1,447	0	1	0	0	0,272	18,818	0,046	56
175	KPIG	2019	-0,383	-0,223	1	1	1	8	0,382	24,076	0,011	54
176	KRAS	2019	-0,072	-0,154	1	1	1	1	0,463	24,546	-0,147	45
177	LEAD	2019	-0,970	-1,690	1	1	0	1	0,404	21,464	-0,056	51
178	LINK	2019	0,062	0,135	0	0	0	0	0,441	22,618	0,141	45
179	LION	2019	-0,228	-0,116	1	1	0	0	0,397	20,349	0,001	69
180	LPCK	2019	-0,164	-0,075	0	0	1	1	0,515	23,226	0,030	56
181	LPIN	2019	0,102	2,490	0	0	0	0	0,390	19,599	0,096	62
182	LPKR	2019	0,021	0,160	0	1	0	1	0,426	24,732	-0,038	64
183	LPLI	2019	-0,328	-0,160	0	0	1	0	0,368	20,728	-0,020	72
184	LPPF	2019	-0,053	1,428	0	1	1	1	0,529	22,299	0,277	57
185	LSIP	2019	-0,257	-0,322	0	1	0	0	0,662	23,048	0,025	61
186	LTLS	2019	0,211	0,861	1	1	1	0	0,426	22,492	0,030	73
187	MAIN	2019	-0,446	-0,251	0	1	0	0	0,456	22,260	0,034	62
188	MAPA	2019	0,457	2,010	1	0	0	0	0,375	22,136	0,177	55
189	MAPI	2019	-0,009	0,657	0	1	1	1	0,397	23,358	0,070	80
190	MARI	2019	0,271	0,877	0	1	0	4	0,331	19,688	0,098	49
191	MARK	2019	-1,358	-3,460	1	0	0	1	0,375	19,905	0,232	36

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
192	MASA	2019	0,087	0,617	0	0	0	0	0,412	22,559	-0,022	57
193	MBAP	2019	-0,074	0,298	0	0	0	1	0,449	21,708	0,193	44
194	MBSS	2019	-0,759	-2,281	0	0	0	0	0,412	21,833	0,007	47
195	MBTO	2019	-0,239	-0,262	1	0	0	14	0,412	20,197	-0,108	48
196	MDIA	2019	-0,440	-0,353	0	1	1	1	0,397	22,525	0,011	47
197	MDKA	2019	-0,379	-0,287	1	0	0	1	0,544	23,305	0,081	48
198	MDKI	2019	0,005	-0,409	1	1	0	2	0,426	20,644	0,035	82
199	MDLN	2019	-0,990	-2,455	0	1	0	3	0,456	23,484	-0,007	45
200	MEDC	2019	-0,623	-1,028	1	1	1	4	0,574	25,147	-0,007	64
201	MICE	2019	0,096	0,468	1	0	0	4	0,478	20,767	0,032	37
202	MIDI	2019	0,148	0,135	1	0	1	9	0,463	22,331	0,041	46
203	MIKA	2019	-0,078	0,092	1	1	1	5	0,426	22,442	0,137	57
204	MINA	2019	-0,378	0,311	0	0	0	2	0,360	18,936	0,007	58
205	MITI	2019	-1,903	-3,523	0	0	0	2	0,419	17,861	-0,876	57
206	MKNT	2019	0,132	2,240	0	1	0	0	0,404	20,425	-0,097	47
207	MKPI	2019	-0,359	-0,336	0	1	0	17	0,353	22,708	0,086	67
208	MLBI	2019	-0,356	-0,566	0	0	1	0	0,485	21,787	0,417	45
209	MLJA	2019	0,425	1,376	0	0	0	3	0,397	22,474	0,023	74
210	MLPL	2019	-0,768	-1,368	0	1	1	0	0,434	23,450	-0,053	46
211	MLPT	2019	-0,328	-0,180	0	0	0	2	0,390	21,468	0,066	45
212	MMLP	2019	0,998	2,766	1	0	0	0	0,478	22,634	0,018	44
213	MNCN	2019	0,020	0,991	0	1	1	3	0,375	23,605	0,131	40
214	MOLI	2019	-0,578	-2,029	0	1	0	0	0,397	21,351	0,027	49
215	MPMX	2019	0,526	3,632	1	1	0	1	0,463	22,981	0,040	55
216	MPPA	2019	-0,484	-0,664	0	1	1	0	0,412	22,064	-0,128	46
217	MPRO	2019	-1,494	-2,094	1	1	0	1	0,412	21,293	0,026	46
218	MRAT	2019	-0,201	-0,427	0	0	1	0	0,419	20,094	0,000	54
219	MSIN	2019	-0,744	-1,620	1	1	1	3	0,353	21,465	0,104	50
220	MSKY	2019	-1,254	-2,181	0	1	0	0	0,412	22,196	-0,016	53
221	MTLA	2019	-0,493	-0,763	1	1	0	3	0,493	22,533	0,086	59
222	MYOH	2019	-0,188	-0,214	0	0	0	0	0,426	21,524	0,167	57
223	MYOR	2019	-0,516	1,000	1	1	0	8	0,368	23,670	0,109	44
224	MYTX	2019	0,026	0,203	0	1	0	1	0,441	22,028	-0,063	58
225	NASA	2019	0,036	0,592	0	0	0	2	0,426	20,857	0,000	49
226	NFCX	2019	-0,133	0,237	0	1	0	0	0,434	21,017	0,038	31
227	NIRO	2019	-1,328	-2,331	0	0	1	2	0,441	22,832	-0,003	45
228	NRCA	2019	0,370	0,296	1	0	0	6	0,478	21,625	0,043	60
229	OASA	2019	-0,186	0,167	1	0	0	1	0,368	17,673	-0,035	73
230	OKAS	2019	-1,649	-4,048	0	1	0	1	0,515	21,703	0,001	49
231	OMRE	2019	-1,243	-0,677	0	1	1	1	0,478	22,166	-0,014	63
232	PANR	2019	0,540	1,343	1	1	0	0	0,419	21,488	-0,022	55
233	PBID	2019	-0,621	-0,795	1	1	0	2	0,426	21,573	0,096	60
234	PBRX	2019	-0,151	0,580	0	1	0	1	0,456	22,937	0,033	49
235	PBSA	2019	-0,085	2,212	0	0	0	1	0,463	20,399	0,020	54
236	PCAR	2019	0,084	0,877	0	0	0	2	0,375	18,642	-0,085	32
237	PGAS	2019	0,474	1,875	0	0	1	1	0,956	25,353	0,009	55
238	PGLI	2019	0,001	1,224	1	0	1	6	0,419	18,318	0,065	36
239	PJAA	2019	-0,049	0,487	0	1	1	0	0,846	22,133	0,055	50
240	PLIN	2019	-0,030	2,658	1	1	0	21	0,500	23,253	0,039	66
241	POWR	2019	-0,914	-1,451	1	1	1	4	0,809	23,636	0,086	55
242	PPRE	2019	0,203	0,754	0	1	0	2	0,551	22,772	0,047	53
243	PPRO	2019	0,460	3,196	1	0	1	4	0,860	23,614	0,015	55
244	PRDA	2019	-0,675	-0,816	0	0	1	2	0,368	21,422	0,107	58
245	PRIM	2019	-1,124	-2,933	0	1	1	2	0,390	20,631	0,003	33
246	PSSI	2019	-0,399	-0,501	1	1	1	2	0,625	21,412	0,105	47
247	PTBA	2019	0,107	-0,354	0	0	0	3	0,853	23,985	0,161	55
248	PTPP	2019	-0,237	-0,032	0	0	0	1	0,846	24,751	0,015	56
249	PTRO	2019	-0,287	-1,099	0	0	1	0	0,662	22,759	0,056	53
250	PTSN	2019	-0,341	0,457	1	1	0	2	0,507	21,530	0,004	57
251	PUDP	2019	-0,363	-0,894	1	1	1	2	0,419	20,107	0,009	57
252	RAJA	2019	0,102	0,378	0	1	1	2	0,500	21,643	0,031	50
253	RANC	2019	-0,250	-0,353	1	0	0	2	0,419	20,675	0,061	55
254	RBMS	2019	-0,457	-0,801	1	1	0	4	0,375	20,508	-0,027	66
255	RDTX	2019	-0,436	-0,262	1	0	0	0	0,353	21,751	0,088	67
256	RICY	2019	0,184	1,334	1	0	0	9	0,419	21,206	0,012	43

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
257	RIGS	2019	-1,436	-2,336	0	0	0	2	0,382	20,593	0,030	70
258	RISE	2019	-0,319	-0,259	1	1	0	1	0,368	21,583	0,006	37
259	RODA	2019	0,120	1,565	0	0	0	2	0,419	22,087	-0,039	59
260	ROTI	2019	-0,383	-0,873	0	0	0	4	0,434	22,267	0,066	64
261	RUIS	2019	0,106	0,620	0	1	1	14	0,426	20,947	0,030	51
262	SAFE	2019	-0,418	-0,699	0	0	0	0	0,360	19,695	0,026	53
263	SAME	2019	0,975	4,146	0	0	1	0	0,463	21,527	-0,048	46
264	SATU	2019	0,188	0,822	1	1	0	0	0,397	19,458	-0,055	45
265	SCCO	2019	-0,185	-0,206	1	0	1	2	0,404	22,205	0,074	46
266	SCMA	2019	-0,339	-0,379	1	1	1	3	0,478	22,628	0,161	52
267	SDMU	2019	-0,489	-0,249	1	0	0	3	0,346	19,199	-0,125	61
268	SDPC	2019	-0,002	-0,114	0	0	0	7	0,456	20,931	0,007	50
269	SGRO	2019	0,053	0,318	0	0	0	0	0,551	22,971	0,004	48
270	SHID	2019	-0,303	-0,199	0	1	1	1	0,456	21,112	-0,009	55
271	SHIP	2019	-0,065	0,103	0	0	0	2	0,463	21,927	0,059	53
272	SIDO	2019	-1,097	-2,155	0	1	0	0	0,713	21,987	0,235	64
273	SILO	2019	-0,513	-0,503	0	0	0	2	0,662	22,770	-0,044	64
274	SIPD	2019	-0,433	-0,382	0	1	0	0	0,669	21,628	0,034	50
275	SKBM	2019	0,059	0,376	1	0	0	26	0,426	21,322	0,002	60
276	SKLT	2019	-0,921	-0,397	1	0	0	35	0,449	20,489	0,059	64
277	SMAR	2019	-0,193	-0,418	0	1	0	4	0,610	24,048	0,032	63
278	SMBR	2019	-1,187	-2,841	0	0	1	1	0,684	22,441	0,005	55
279	SMCB	2019	0,810	0,895	0	0	1	0	0,713	23,697	0,026	45
280	SMDR	2019	-0,200	-0,463	1	1	0	3	0,426	22,696	-0,069	73
281	SMGR	2019	0,055	0,345	0	1	1	2	0,743	25,103	0,037	52
282	SMMT	2019	-0,737	-1,535	0	1	0	2	0,500	20,586	0,008	54
283	SMRA	2019	-0,281	-0,319	0	0	0	4	0,419	23,920	0,022	61
284	SMSM	2019	0,318	0,618	1	1	0	36	0,529	21,857	0,196	55
285	SOCI	2019	-0,109	-0,745	1	1	0	0	0,390	22,982	0,014	61
286	SOSS	2019	-0,078	0,082	0	1	0	1	0,404	19,393	0,114	69
287	SOTS	2019	-0,655	-0,184	0	0	0	1	0,478	19,885	-0,069	56
288	SQMI	2019	-0,924	-0,702	0	0	0	0	0,426	19,771	-0,095	51
289	SSIA	2019	-0,936	-1,588	0	1	0	18	0,529	22,814	0,012	55
290	SSMS	2019	-0,240	-0,300	1	0	0	3	0,706	23,195	0,001	65
291	STTP	2019	-1,533	-2,547	1	0	0	0	0,331	21,782	0,175	49
292	SULI	2019	-0,140	-0,708	1	1	0	2	0,272	21,102	-0,090	55
293	SUPR	2019	0,879	2,506	0	1	0	2	0,456	23,136	0,020	45
294	SURE	2019	0,615	2,730	0	0	1	8	0,404	20,629	0,012	55
295	TALF	2019	-0,163	0,027	0	1	0	22	0,353	21,008	0,022	76
296	TAMU	2019	0,158	1,145	0	0	0	14	0,544	20,919	-0,109	58
297	TARA	2019	1,126	3,317	0	0	0	2	0,449	20,842	0,001	63
298	TBIG	2019	-0,389	-0,524	1	0	0	4	0,610	24,153	0,027	56
299	TBLA	2019	-0,115	-0,386	1	0	0	1	0,537	23,578	0,039	72
300	TCID	2019	0,472	0,903	0	0	0	1	0,441	21,660	0,058	55
301	TCPI	2019	0,171	0,766	0	1	1	1	0,463	21,847	0,090	51
302	TGKA	2019	-0,687	-0,571	0	0	1	2	0,434	21,821	0,132	53
303	TGRA	2019	1,320	3,812	1	0	0	2	0,221	20,144	-0,018	60
304	TINS	2019	-0,740	-1,666	0	1	1	3	0,868	23,737	-0,034	51
305	TIRA	2019	-0,386	-0,035	0	1	1	5	0,404	19,645	0,004	63
306	TKIM	2019	-0,679	-1,145	0	0	1	2	0,544	24,474	0,055	51
307	TLKM	2019	0,242	0,153	1	1	0	0	0,588	26,122	0,087	56
308	TMAS	2019	-0,095	-0,365	0	1	0	1	0,412	21,907	0,031	42
309	TMPO	2019	-0,563	-0,933	0	0	1	2	0,324	19,840	0,003	59
310	TOBA	2019	0,011	0,203	0	1	1	8	0,529	22,901	0,047	56
311	TOWR	2019	-0,187	-0,277	0	1	1	1	0,419	24,043	0,093	55
312	TPIA	2019	-0,238	-0,606	1	1	0	1	0,574	24,594	0,007	45
313	TPMA	2019	-0,356	-0,338	0	0	0	1	0,441	21,163	0,074	52
314	TRIS	2019	0,108	0,239	0	1	1	1	0,537	20,861	0,001	60
315	TRST	2019	-0,164	0,547	0	0	0	11	0,426	22,193	0,011	64
316	TRUK	2019	-0,258	-0,244	1	0	0	1	0,346	18,410	0,010	61
317	TSPC	2019	-1,162	-2,357	0	1	0	0	0,346	22,848	0,068	55
318	ULTJ	2019	-0,178	0,307	1	1	0	0	0,397	22,612	0,170	79
319	UNIC	2019	0,701	2,765	0	1	0	3	0,434	21,840	0,054	69
320	UNSP	2019	0,029	0,549	0	0	1	2	0,588	22,851	-0,410	58
321	UNTR	2019	-0,084	0,065	0	1	1	0	0,691	25,439	0,099	57

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
322	URBN	2019	-1,090	-2,796	0	0	1	1	0,449	21,572	0,060	51
323	VIVA	2019	-0,447	-0,369	0	1	1	0	0,412	22,871	-0,066	45
324	VOKS	2019	-0,416	-0,299	1	1	0	1	0,471	21,831	-0,066	37
325	WEGE	2019	0,091	0,036	0	0	1	2	0,581	22,547	0,075	56
326	WICO	2019	-0,191	0,222	0	0	0	1	0,397	20,361	-0,051	50
327	WIIM	2019	-1,452	-2,368	1	0	1	1	0,691	20,985	0,021	47
328	WIKA	2019	-0,075	0,109	0	0	1	1	0,721	24,852	0,038	54
329	WINS	2019	0,236	0,725	1	1	0	4	0,662	21,960	-0,051	54
330	WOOD	2019	-0,745	-1,176	0	1	0	2	0,471	22,431	0,043	57
331	WTON	2019	-0,282	-1,270	0	0	0	2	0,632	23,059	0,053	58
332	ZBRA	2019	-3,625	-6,441	0	0	1	5	0,331	15,534	-0,185	49
333	ZONE	2019	-0,254	-0,333	1	1	1	1	0,500	20,105	0,111	49



Lampiran 4
Data Observasi Tahun 2020

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
1	AALI	2020	0,646	-0,001	0	1	0	3	0,647	24,048	0,030	55
2	ABMM	2020	-1,566	-3,432	1	1	1	2	0,735	23,180	-0,042	54
3	ACES	2020	-0,360	0,000	0	0	0	4	0,404	22,704	0,106	58
4	ACST	2020	-1,185	-0,780	0	1	1	0	0,397	21,840	-0,196	49
5	ADES	2020	-0,414	-0,394	0	0	1	4	0,360	20,681	0,153	59
6	ADMG	2020	-0,200	-2,531	0	0	1	0	0,397	21,789	-0,168	55
7	ADRO	2020	-0,101	-0,489	1	1	1	4	0,559	25,223	0,022	55
8	AGII	2020	-0,554	-0,191	1	1	1	1	0,353	22,686	0,014	40
9	AISA	2020	-1,874	-2,805	0	0	0	0	0,390	21,422	0,621	49
10	AKRA	2020	-0,169	-0,629	1	1	0	0	0,721	23,651	0,046	58
11	AKSI	2020	-2,234	-1,578	0	0	0	3	0,316	19,513	0,010	45
12	ALKA	2020	-0,619	-0,257	1	0	0	1	0,353	19,853	0,014	55
13	ALMI	2020	-0,339	0,026	1	1	0	0	0,316	21,079	-0,168	69
14	AMFG	2020	-0,058	0,511	0	0	0	1	0,404	22,798	-0,052	58
15	AMIN	2020	-0,526	-0,593	1	0	0	5	0,346	19,675	-0,148	45
16	AMRT	2020	-0,294	-0,708	0	0	1	0	0,390	23,980	0,043	48
17	ANJT	2020	-0,611	-0,638	1	1	1	0	0,772	22,917	0,004	58
18	ANTM	2020	-0,180	-1,159	0	1	1	1	0,699	24,181	0,037	49
19	APEX	2020	-1,330	-1,240	0	0	1	1	0,338	22,280	0,106	58
20	APII	2020	-0,268	-0,052	0	0	0	2	0,257	20,054	0,060	54
21	APLI	2020	-0,529	-0,204	0	1	1	1	0,368	19,823	-0,016	40
22	APLN	2020	-0,219	-1,768	0	0	1	0	0,412	24,137	-0,005	72
23	ARII	2020	-0,091	0,099	1	0	1	12	0,316	22,350	-0,039	64
24	ARNA	2020	-0,628	-1,408	1	0	1	13	0,353	21,401	0,171	55
25	ARTA	2020	-0,575	-0,680	0	0	0	2	0,316	19,793	-0,012	38
26	ASGR	2020	0,034	0,346	0	1	1	0	0,493	21,551	0,018	49
27	ASII	2020	0,199	-0,526	0	1	1	0	0,529	26,547	0,047	56
28	ASRI	2020	-0,615	-1,867	1	0	1	1	0,346	23,779	-0,048	58
29	ASSA	2020	-0,067	0,758	1	1	1	3	0,654	22,366	0,017	61
30	ATIC	2020	-0,127	0,447	1	1	1	2	0,382	22,135	-0,138	56
31	AUTO	2020	0,015	-0,489	0	1	1	1	0,426	23,443	0,000	56
32	BALI	2020	0,032	0,477	0	1	0	3	0,515	22,261	0,019	55
33	BAPA	2020	0,675	0,001	0	0	0	0	0,279	18,773	-0,026	52
34	BAYU	2020	0,141	0,603	0	0	0	1	0,301	20,356	0,002	47
35	BELL	2020	-0,635	-0,624	0	1	0	3	0,426	20,133	-0,028	55
36	BEST	2020	-0,257	-0,655	0	1	0	1	0,434	22,561	-0,018	61
37	BHIT	2020	-1,909	-4,744	1	1	1	4	0,419	24,809	0,003	57
38	BIKA	2020	-0,578	-0,884	1	1	0	1	0,382	21,884	-0,006	66
39	BIPP	2020	-1,274	-2,470	0	1	0	2	0,353	21,478	0,024	53
40	BIRD	2020	-0,016	0,622	1	1	1	1	0,471	22,705	-0,022	51
41	BISI	2020	-0,269	-0,723	1	0	0	11	0,537	21,793	0,095	52
42	BLTZ	2020	-1,729	-2,733	0	0	0	0	0,382	21,613	-0,205	46
43	BMSR	2020	-0,935	-2,342	0	1	1	9	0,309	20,376	-0,002	48
44	BMTR	2020	-0,352	-2,292	1	1	1	18	0,338	24,197	0,029	55
45	BOGA	2020	-0,146	0,139	0	0	0	0	0,397	20,204	0,017	56
46	BOLT	2020	-0,457	-0,129	1	1	0	1	0,353	20,836	-0,047	62
47	BRAM	2020	-0,470	-0,726	0	1	1	0	0,346	22,037	-0,014	50
48	BRMS	2020	-1,971	-3,086	0	1	1	1	0,750	22,839	0,007	66
49	BRNA	2020	-0,512	-0,556	0	0	0	0	0,441	21,399	-0,078	44
50	BRPT	2020	-0,608	-1,955	0	1	0	1	0,618	25,410	0,006	47
51	BSDE	2020	-0,266	-1,060	0	0	0	0	0,713	24,832	0,005	67
52	BSSR	2020	-0,422	-0,447	0	1	0	0	0,471	22,036	0,119	43
53	BUKK	2020	0,240	1,117	1	1	0	10	0,456	22,328	0,087	66
54	BULL	2020	-0,789	-0,037	1	0	0	5	0,397	23,181	0,052	52
55	BUMI	2020	-1,717	-2,798	0	1	0	19	0,801	24,602	-0,096	61
56	BUVA	2020	-0,256	-0,094	0	0	1	0	0,456	21,546	-0,279	63
57	BWPT	2020	0,229	-0,158	0	0	1	1	0,574	23,435	-0,070	55
58	BYAN	2020	0,027	-0,080	1	1	0	2	0,390	23,852	0,227	72
59	CARS	2020	0,680	-1,036	1	1	0	3	0,632	22,461	-0,147	52
60	CASS	2020	0,163	0,845	0	0	1	0	0,456	21,119	-0,057	54
61	CEKA	2020	-0,005	-0,732	0	1	0	2	0,331	21,172	0,123	58

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
62	CENT	2020	-0,419	-1,080	1	1	0	3	0,353	22,755	-0,076	38
63	CINT	2020	-0,382	-0,405	1	1	0	0	0,456	20,026	0,002	54
64	CITA	2020	-0,727	-1,365	0	1	0	1	0,375	22,143	0,163	48
65	CITY	2020	-0,456	0,612	0	0	1	2	0,324	20,675	0,070	67
66	CLEO	2020	-0,322	-1,300	1	1	0	3	0,397	20,994	0,104	38
67	CLPI	2020	0,382	-1,204	1	1	1	1	0,338	20,290	0,054	60
68	CMNP	2020	-0,654	-0,624	1	1	0	1	0,397	23,527	0,028	38
69	CPIN	2020	-0,226	-0,802	0	1	1	2	0,566	24,162	0,128	62
70	CSIS	2020	0,012	-1,438	0	0	0	2	0,456	20,104	0,006	68
71	CTBN	2020	-1,217	-0,760	0	0	1	0	0,485	21,333	-0,020	52
72	CTRA	2020	-0,402	0,091	0	1	1	18	0,706	24,393	0,035	56
73	CTTH	2020	0,489	1,082	1	0	0	40	0,360	20,357	-0,058	61
74	DART	2020	-0,804	-0,795	0	1	1	1	0,426	22,619	-0,059	60
75	DIGI	2020	-0,541	0,113	0	1	0	2	0,346	17,659	-0,231	39
76	DILD	2020	-0,868	-1,784	1	1	0	0	0,684	23,477	0,005	70
77	DIVA	2020	-0,731	-0,587	0	1	0	2	0,397	20,867	0,059	48
78	DKFT	2020	-0,467	-1,239	1	1	0	2	0,338	21,665	-0,063	59
79	DLTA	2020	0,416	0,417	0	0	0	3	0,404	20,927	0,094	60
80	DMAS	2020	-0,131	0,014	0	1	0	1	0,412	22,633	0,188	58
81	DPNS	2020	-0,406	-0,191	1	0	0	0	0,382	19,575	0,012	70
82	DSFI	2020	-0,175	-0,163	0	1	0	1	0,368	19,739	-0,015	45
83	DSNG	2020	-0,389	-0,827	1	1	1	4	0,603	23,373	0,037	47
84	DSSA	2020	-0,033	0,193	0	1	0	1	0,662	24,435	-0,025	60
85	DUTI	2020	0,084	0,213	0	1	1	4	0,713	23,345	0,039	57
86	DVLA	2020	-0,564	-1,780	0	0	1	0	0,390	21,410	0,085	58
87	DWGL	2020	-0,074	0,157	0	0	0	2	0,331	20,372	0,045	51
88	DYAN	2020	1,040	2,242	0	1	1	1	0,353	20,766	-0,191	63
89	ECII	2020	0,254	1,188	0	0	0	0	0,412	21,272	-0,012	43
90	EKAD	2020	-0,140	-1,240	0	1	0	4	0,309	20,802	0,091	70
91	ELSA	2020	-0,162	-1,268	0	0	1	0	0,691	22,747	0,035	51
92	EMDE	2020	0,212	0,182	1	1	0	44	0,375	21,621	-0,025	74
93	EMTK	2020	-0,587	-0,405	1	1	0	1	0,625	23,607	0,116	37
94	ENRG	2020	-1,482	-1,841	0	1	0	0	0,426	23,201	0,070	40
95	EPMT	2020	-0,289	-0,304	0	1	1	5	0,375	22,944	0,076	56
96	ERAA	2020	0,519	1,116	1	1	0	3	0,412	23,140	0,058	55
97	ERTX	2020	-0,191	0,088	0	0	1	1	0,404	20,690	-0,014	34
98	ESSA	2020	-0,014	-0,713	1	1	1	0	0,397	23,137	-0,023	72
99	ETWA	2020	-1,394	-1,882	0	0	0	3	0,419	20,777	0,066	53
100	EXCL	2020	-0,032	-0,383	1	0	0	1	0,625	24,939	0,006	52
101	FASW	2020	0,108	0,303	0	0	0	1	0,478	23,167	0,032	58
102	FILM	2020	-0,331	-0,873	1	1	0	0	0,228	21,026	-0,041	48
103	FIRE	2020	-1,448	-1,389	1	1	1	3	0,471	20,041	0,026	43
104	FISH	2020	0,320	1,254	0	0	0	1	0,426	22,551	0,045	51
105	FOOD	2020	-1,034	-1,861	0	1	1	2	0,397	18,545	-0,131	56
106	FORU	2020	-0,883	-1,025	0	1	0	0	0,419	17,699	-0,353	39
107	FPNI	2020	-1,576	-4,095	0	0	1	3	0,507	21,469	-0,031	50
108	FREN	2020	-0,377	-0,614	0	1	1	5	0,375	24,379	-0,046	64
109	GEMA	2020	-0,214	-0,346	1	1	1	0	0,426	20,695	0,001	63
110	GGRM	2020	-0,074	-0,424	1	1	0	0	0,426	25,082	0,098	65
111	GHON	2020	0,005	0,549	1	1	0	3	0,353	20,534	0,099	50
112	GIAA	2020	-0,331	-1,768	0	1	0	0	0,662	25,748	-0,321	56
113	GLOB	2020	0,126	0,725	0	1	0	1	0,346	16,178	-5,357	58
114	GMFI	2020	-0,574	-1,458	1	0	1	0	0,654	22,718	-0,515	52
115	GMTD	2020	-0,380	-0,279	0	0	1	0	0,441	20,711	-0,101	49
116	GOLD	2020	-0,284	0,238	0	0	0	1	0,375	19,640	0,039	53
117	GOOD	2020	0,101	-0,248	1	1	0	2	0,485	22,621	0,044	50
118	GPRA	2020	-0,992	-1,785	1	1	1	1	0,404	21,270	0,017	51
119	GWSA	2020	0,048	0,064	0	0	0	1	0,485	22,744	-0,007	70
120	HEAL	2020	0,151	-0,702	1	1	1	2	0,485	22,573	0,083	78
121	HELI	2020	-0,455	-0,363	1	1	0	2	0,412	19,632	0,025	48
122	HERO	2020	-0,558	-0,369	0	1	1	2	0,412	22,300	-0,223	53
123	HITS	2020	0,145	0,456	0	0	0	2	0,537	21,869	0,021	62
124	HOKI	2020	0,439	-0,372	1	0	0	1	0,397	20,626	0,043	52
125	HRME	2020	0,253	0,509	0	1	1	2	0,360	20,652	-0,029	45
126	HRTA	2020	-0,323	-1,155	1	0	1	3	0,515	21,764	0,067	47

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
127	HRUM	2020	-1,048	-1,709	1	1	1	0	0,463	22,674	0,125	54
128	ICBP	2020	0,390	-0,016	0	1	0	2	0,522	25,364	0,093	71
129	ICON	2020	-1,098	-1,939	0	1	1	0	0,404	19,731	0,006	58
130	IDPR	2020	-0,382	-0,088	1	1	1	0	0,426	21,135	-0,220	52
131	IGAR	2020	0,431	0,106	0	1	0	0	0,544	20,317	0,069	64
132	IKAI	2020	1,412	3,421	0	0	1	3	0,441	20,974	-0,054	49
133	IMAS	2020	-0,323	-0,466	0	1	0	9	0,353	24,603	-0,012	63
134	IMPC	2020	-0,137	-0,278	1	1	1	1	0,640	21,715	0,048	58
135	INAF	2020	-1,670	-2,264	0	1	1	1	0,610	21,262	0,000	58
136	INAI	2020	0,185	0,931	0	1	0	0	0,478	21,057	0,003	69
137	INCI	2020	-1,728	-2,913	1	0	0	4	0,449	19,913	0,071	62
138	INCO	2020	0,075	-0,860	0	1	1	0	0,765	24,209	0,037	62
139	INDF	2020	-0,171	0,530	1	1	0	2	0,493	25,818	0,050	71
140	INDR	2020	-0,268	-1,279	0	1	0	2	0,434	23,100	0,008	61
141	INDS	2020	-0,541	-1,600	0	1	0	2	0,000	21,762	0,021	58
142	INDX	2020	-0,184	0,194	1	0	0	13	0,360	17,953	0,001	67
143	INDY	2020	-0,649	-1,314	1	1	0	1	0,647	24,621	0,001	50
144	INKP	2020	0,198	-0,291	0	1	0	3	0,478	25,509	0,035	60
145	INPP	2020	-0,063	0,715	0	1	0	0	0,500	22,759	-0,061	37
146	INPS	2020	-0,714	-	1	1	1	3	0,368	19,933	-0,037	48
147	INTA	2020	0,090	0,347	1	1	1	10	0,419	21,784	-0,246	50
148	INTP	2020	-0,119	-0,236	0	0	1	2	0,603	24,032	0,066	54
149	IPCM	2020	-0,572	-1,836	0	1	1	0	0,529	21,066	0,060	53
150	IPOL	2020	-1,078	-2,358	0	1	0	0	0,485	22,099	0,028	71
151	ISSP	2020	-0,409	-1,873	0	1	0	3	0,559	22,528	0,028	78
152	ITMA	2020	-0,296	0,801	0	0	0	2	0,360	21,539	0,081	41
153	JAWA	2020	-1,482	-3,067	0	0	1	0	0,426	21,974	-0,088	58
154	JECC	2020	-1,482	-0,330	0	0	0	47	0,346	21,138	0,007	81
155	JHHD	2020	-0,701	-1,119	0	1	0	0	0,456	22,628	-0,005	59
156	JKON	2020	0,094	0,168	0	1	1	1	0,456	22,242	0,011	66
157	JPFA	2020	-0,304	-1,867	1	0	0	23	0,743	23,980	0,035	56
158	JRPT	2020	-0,168	-0,179	0	1	1	0	0,463	23,164	0,082	60
159	JSMR	2020	0,244	-0,045	1	1	1	0	0,721	25,368	0,005	58
160	JTPE	2020	-0,369	-0,564	1	0	0	3	0,544	20,761	0,066	56
161	KAEF	2020	-1,616	-2,311	0	1	0	1	0,640	23,589	0,001	51
162	KARW	2020	-0,583	-0,123	0	0	0	0	0,338	19,499	0,003	42
163	KBLI	2020	-0,409	-0,343	0	0	1	0	0,449	21,825	-0,017	52
164	KBLM	2020	-0,650	-1,053	1	0	1	4	0,390	20,750	0,006	66
165	KBLV	2020	-1,026	-1,478	0	0	0	3	0,441	22,611	0,000	58
166	KDSI	2020	-0,139	-0,282	1	0	0	0	0,441	20,943	0,048	37
167	KIAS	2020	1,015	2,254	0	1	1	0	0,360	20,744	-0,048	47
168	KIJA	2020	0,125	1,274	0	0	1	2	0,471	23,225	-0,004	58
169	KINO	2020	-0,776	-2,093	1	1	0	2	0,441	22,383	0,023	53
170	KKGI	2020	-0,444	-0,469	1	1	0	0	0,478	21,151	-0,062	63
171	KLBF	2020	-0,423	-1,646	0	0	0	0	0,654	23,840	0,128	56
172	KMTR	2020	-1,014	-1,784	0	0	0	0	0,463	22,358	0,042	60
173	KOBX	2020	-0,251	-1,123	0	1	0	0	0,375	21,194	-0,088	66
174	KOPI	2020	-0,018	-0,053	0	1	0	1	0,390	19,038	0,005	57
175	KPIG	2020	-0,234	-0,091	1	1	1	9	0,375	24,105	0,011	55
176	KRAS	2020	-0,119	-1,998	0	1	1	2	0,471	24,619	0,007	46
177	LINK	2020	-0,433	-0,685	0	0	0	0	0,441	22,777	0,130	46
178	LION	2020	-0,607	-0,277	1	1	0	1	0,404	20,289	-0,014	70
179	LPCK	2020	-0,221	-1,195	0	0	1	0	0,463	22,997	-0,333	57
180	LPIN	2020	-0,314	-0,303	0	0	0	1	0,426	19,638	0,020	63
181	LPKR	2020	-0,368	-0,312	0	1	0	2	0,412	24,672	-0,166	65
182	LPLI	2020	-0,544	-0,352	0	0	1	0	0,375	20,656	-0,022	73
183	LPPF	2020	-0,013	0,640	0	1	1	0	0,537	22,567	-0,157	58
184	LSIP	2020	-0,213	-0,822	0	1	0	1	0,551	23,114	0,066	62
185	LTLS	2020	-0,075	-0,164	1	0	1	0	0,434	22,432	0,013	74
186	MAIN	2020	0,104	-0,006	0	1	0	1	0,485	22,265	-0,008	63
187	MAPA	2020	0,063	1,283	1	0	0	0	0,426	22,406	0,000	56
188	MAPB	2020	-0,695	-0,832	1	0	1	1	0,441	21,616	-0,073	56
189	MAPI	2020	0,109	-0,549	0	1	1	0	0,441	23,594	-0,035	81
190	MARI	2020	-0,676	-1,282	0	1	0	0	0,346	19,575	-0,134	50
191	MARK	2020	-1,249	-1,576	0	1	0	2	0,338	20,394	0,248	37

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
192	MBAP	2020	-0,850	-1,833	1	0	0	0	0,419	21,666	0,147	50
193	MBSS	2020	-0,413	-1,292	0	0	0	1	0,515	21,734	-0,073	48
194	MBTO	2020	-0,077	0,498	1	0	0	15	0,449	20,706	-0,258	49
195	MDIA	2020	-2,129	-4,164	0	1	1	0	0,397	22,610	0,016	59
196	MDKA	2020	-0,100	-0,062	1	0	0	2	0,581	23,297	0,039	49
197	MDKI	2020	-0,404	-0,452	1	1	0	3	0,434	20,697	0,042	83
198	MDLN	2020	-0,051	0,507	0	1	0	4	0,500	23,421	-0,115	46
199	MEDC	2020	0,289	0,085	1	1	1	5	0,537	25,145	-0,032	65
200	MICE	2020	-0,085	-0,742	1	0	0	5	0,471	20,724	0,003	38
201	MIDI	2020	-0,963	-1,469	1	0	1	10	0,456	22,502	0,037	47
202	MIKA	2020	0,090	0,856	1	1	1	6	0,625	22,575	0,141	58
203	MKPI	2020	-1,159	-1,928	0	1	0	18	0,360	22,754	0,031	68
204	MLBI	2020	0,485	0,251	0	0	1	0	0,493	21,791	0,098	45
205	MLIA	2020	0,280	1,195	0	0	0	4	0,397	22,472	0,010	75
206	MLPL	2020	-0,552	-1,827	0	1	1	0	0,426	23,476	-0,051	47
207	MLPT	2020	-0,801	-0,765	0	1	0	0	0,390	21,606	0,076	46
208	MMLP	2020	-0,671	-1,032	1	1	0	0	0,515	22,629	-0,023	51
209	MNCN	2020	-0,194	-0,656	1	1	1	4	0,551	23,664	0,095	41
210	MOLI	2020	-0,491	-0,640	0	1	0	1	0,397	21,547	0,032	50
211	MPMX	2020	-0,211	0,282	1	1	0	2	0,537	22,944	0,013	56
212	MPPA	2020	-0,601	-1,372	0	1	1	0	0,419	22,230	-0,097	47
213	MPRO	2020	-0,284	-0,036	1	1	0	2	0,419	21,294	0,007	47
214	MRAT	2020	-0,602	-0,781	0	0	1	1	0,456	20,143	-0,012	55
215	MSIN	2020	-0,416	-0,834	1	1	1	4	0,390	21,559	0,076	51
216	MSKY	2020	-0,246	-0,072	0	1	0	1	0,426	22,248	-0,045	54
217	MTLA	2020	-0,458	-0,732	1	1	0	4	0,537	22,504	0,045	60
218	MYOH	2020	0,214	1,146	0	0	0	0	0,412	21,480	0,145	58
219	MYOR	2020	-0,516	-1,104	1	1	0	9	0,471	23,708	0,106	45
220	MYTX	2020	-0,522	-0,611	0	1	1	0	0,493	22,080	-0,029	52
221	NASA	2020	1,154	4,343	0	0	0	3	0,434	20,850	-0,006	50
222	NATO	2020	0,053	0,747	0	0	0	2	0,434	20,511	0,001	55
223	NFCX	2020	-0,436	-0,292	0	1	0	1	0,426	21,063	0,018	32
224	NIRO	2020	-0,324	-0,044	0	0	1	3	0,441	23,085	0,006	46
225	NRCA	2020	-0,418	-1,780	1	0	0	7	0,507	21,521	0,024	61
226	OASA	2020	-0,585	-0,438	1	0	0	2	0,338	17,662	-0,010	74
227	OKAS	2020	-0,933	-0,928	0	1	0	2	0,507	21,604	-0,036	50
228	OMRE	2020	0,030	0,091	0	1	1	2	0,434	22,143	-0,054	64
229	PANR	2020	-1,118	-1,907	0	1	0	1	0,419	21,293	-0,091	56
230	PBRX	2020	0,278	1,952	0	1	0	2	0,125	23,003	0,035	50
231	PBSA	2020	-0,621	-0,584	0	0	0	2	0,441	20,370	0,061	55
232	PCAR	2020	-0,541	1,024	0	0	0	3	0,434	18,454	-0,140	33
233	PGAS	2020	0,435	-0,125	1	0	0	0	0,941	25,389	-0,036	52
234	PGLI	2020	-0,636	-0,545	1	0	1	7	0,449	18,278	-0,060	37
235	PLIN	2020	0,036	0,483	0	1	0	22	0,500	23,193	-0,047	67
236	PNSE	2020	-1,493	-1,558	1	0	0	0	0,449	19,817	-0,094	62
237	POWR	2020	-0,046	-0,973	1	1	1	5	0,794	23,665	0,056	56
238	PPRE	2020	0,016	-1,110	1	1	1	0	0,581	22,654	0,008	51
239	PPRO	2020	-1,678	-2,926	1	1	0	0	0,860	23,641	0,006	52
240	PRDA	2020	0,072	-0,202	0	0	1	3	0,471	21,526	0,127	59
241	PRIM	2020	-0,392	-0,412	0	1	1	3	0,397	20,672	0,041	34
242	PSSI	2020	0,191	-0,037	1	1	1	3	0,625	21,451	0,058	48
243	PTBA	2020	0,088	0,020	0	0	0	4	0,897	23,904	0,095	56
244	PTPP	2020	0,275	-0,006	0	0	0	0	0,875	24,701	0,003	53
245	PTRO	2020	0,034	-0,540	0	1	1	1	0,860	22,734	0,060	54
246	PTSN	2020	0,395	0,761	1	1	0	3	0,529	21,327	0,033	58
247	PUDP	2020	-0,185	-0,181	1	1	1	0	0,390	20,072	-0,044	58
248	PYFA	2020	-0,914	-0,795	0	0	0	0	0,404	19,247	0,105	58
249	RAJA	2020	-0,310	-0,716	0	1	1	0	0,537	21,578	0,008	51
250	RANC	2020	-0,504	-0,538	1	0	0	3	0,471	21,000	0,066	56
251	RBMS	2020	0,338	-0,477	0	0	0	0	0,360	20,449	-0,057	42
252	RDTX	2020	-0,504	-0,473	1	0	0	0	0,412	21,812	0,082	68
253	RICY	2020	0,124	0,338	1	0	0	10	0,426	21,275	-0,046	44
254	RIGS	2020	-0,261	-1,357	0	0	0	0	0,412	20,365	0,022	55
255	RISE	2020	0,178	0,594	1	1	0	2	0,397	21,583	-0,010	38
256	RODA	2020	-0,621	-0,431	0	0	0	0	0,382	22,093	-0,032	62

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
257	ROTI	2020	0,041	0,605	0	0	0	0	0,471	22,217	0,047	65
258	RUIS	2020	-0,594	-0,916	0	1	1	0	0,522	21,020	0,021	52
259	SAFE	2020	0,023	0,983	0	0	0	0	0,338	19,590	-0,052	54
260	SAME	2020	-0,733	-0,964	0	1	1	0	0,434	21,820	-0,072	62
261	SATU	2020	1,114	2,399	1	1	0	1	0,426	19,379	-0,069	46
262	SCCO	2020	-0,730	-1,514	1	0	1	3	0,412	22,043	0,058	47
263	SCMA	2020	-0,068	-0,346	1	1	1	4	0,662	22,635	0,170	53
264	SDPC	2020	-0,226	0,045	0	0	0	0	0,456	20,876	0,002	51
265	SGRO	2020	-0,811	-0,610	0	0	0	1	0,596	23,000	-0,021	49
266	SHID	2020	-0,975	-0,786	0	1	1	2	0,419	21,075	-0,036	56
267	SHIP	2020	0,049	0,696	0	0	0	0	0,485	22,148	0,063	54
268	SIDO	2020	-0,142	-0,969	0	1	0	1	0,787	22,071	0,253	65
269	SILO	2020	-0,425	-0,233	0	0	0	0	0,721	22,855	0,014	65
270	SIPD	2020	-0,502	-0,550	0	1	0	0	0,559	21,686	0,006	51
271	SKBM	2020	-0,371	-0,115	1	0	0	27	0,426	21,293	0,006	61
272	SKLT	2020	-0,661	0,333	1	1	0	0	0,419	20,467	0,054	65
273	SMAR	2020	0,227	-0,355	0	1	0	0	0,632	24,279	0,049	64
274	SMBR	2020	-0,611	-1,863	0	0	1	2	0,713	22,470	0,002	56
275	SMCB	2020	-1,077	-2,429	0	1	1	1	0,743	23,755	0,032	46
276	SMDR	2020	-0,356	-1,134	1	1	1	0	0,419	22,815	-0,006	40
277	SMGR	2020	0,196	0,713	0	1	1	3	0,809	25,080	0,035	53
278	SMMT	2020	-0,886	-1,775	0	1	0	3	0,493	20,597	-0,019	55
279	SMRA	2020	-0,001	0,296	0	0	0	0	0,426	23,939	0,007	62
280	SMSM	2020	0,109	-0,044	1	1	0	37	0,654	21,940	0,151	56
281	SOCI	2020	-0,489	-1,144	1	1	0	1	0,397	22,954	0,040	62
282	SOSS	2020	-0,291	0,388	0	1	0	0	0,419	19,499	0,060	70
283	SOTS	2020	-0,208	0,108	1	0	0	0	0,537	19,851	-0,065	26
284	SQMI	2020	-0,109	-0,840	0	0	0	1	0,515	19,837	-0,080	52
285	SSIA	2020	0,055	0,389	0	1	0	19	0,750	22,755	-0,011	56
286	SSMS	2020	-0,794	-1,112	1	0	0	4	0,801	23,271	0,047	66
287	STTP	2020	-0,746	-0,625	1	0	0	1	0,375	21,961	0,199	50
288	SUPR	2020	-1,466	-2,159	0	1	0	0	0,449	23,135	0,017	46
289	SURE	2020	0,447	0,944	0	0	1	9	0,412	20,813	-0,020	56
290	TALF	2020	-0,384	-0,418	0	1	0	23	0,412	21,112	0,013	77
291	TAMU	2020	-0,547	-0,903	0	0	0	15	0,544	20,869	-0,011	59
292	TBIG	2020	0,228	0,016	1	0	0	0	0,684	24,321	0,030	57
293	TBLA	2020	0,101	-0,467	1	0	0	0	0,529	23,690	0,037	73
294	TCID	2020	0,154	0,193	0	0	0	0	0,478	21,571	-0,040	62
295	TCPI	2020	0,492	1,093	0	1	1	2	0,456	21,736	0,019	52
296	TEBE	2020	1,325	2,561	0	1	0	1	0,368	20,542	-0,003	59
297	TGKA	2020	-0,443	-0,786	0	0	1	0	0,456	21,936	0,151	54
298	TGRA	2020	-0,607	-1,913	1	0	0	3	0,419	19,911	0,004	61
299	TIRA	2020	-0,289	0,335	0	0	1	6	0,456	19,659	0,007	64
300	TKIM	2020	-0,209	-0,727	0	0	1	3	0,544	24,493	0,048	52
301	TLKM	2020	-0,050	-0,199	1	1	0	1	0,757	26,232	0,089	57
302	TMAS	2020	-0,518	-0,186	0	1	0	2	0,390	22,068	0,018	43
303	TMPO	2020	-0,666	-0,894	0	0	1	3	0,441	19,727	-0,122	60
304	TOBA	2020	-1,429	-2,859	0	1	1	9	0,706	23,111	0,035	57
305	TOWR	2020	-0,399	-1,850	0	1	1	2	0,625	24,257	0,092	56
306	TPIA	2020	0,165	0,577	1	1	0	2	0,640	24,649	0,015	46
307	TPMA	2020	-0,661	-0,722	0	0	0	2	0,456	21,104	0,019	53
308	TRIS	2020	-0,135	-0,071	0	1	1	2	0,529	20,790	-0,010	61
309	TRST	2020	-0,503	-0,768	0	0	0	12	0,471	22,164	0,017	65
310	TRUK	2020	-0,409	-0,531	1	0	0	2	0,368	18,272	-0,100	62
311	TSPC	2020	-0,036	-0,721	0	1	0	1	0,434	22,932	0,090	56
312	ULTJ	2020	0,248	0,029	1	1	0	1	0,412	22,893	0,143	80
313	UNIC	2020	-0,261	-0,109	0	1	0	4	0,441	21,952	0,120	70
314	UNSP	2020	-0,705	-3,220	0	0	1	3	0,596	22,748	-0,096	59
315	UNTR	2020	-0,300	-0,614	0	1	1	1	0,706	25,326	0,057	58
316	URBN	2020	0,648	1,252	0	0	0	0	0,456	22,095	0,027	53
317	VIVA	2020	0,938	1,862	0	1	1	1	0,456	22,873	-0,095	46
318	VOKS	2020	-0,204	-0,534	1	1	0	0	0,515	21,793	-0,095	38
319	WICO	2020	-0,117	0,439	0	0	0	2	0,456	20,334	-0,060	51
320	WIIM	2020	-0,623	-1,273	1	0	1	2	0,735	21,202	0,118	48
321	WIKA	2020	0,323	0,131	0	0	1	0	0,728	24,944	0,003	55

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
322	WINS	2020	-0,582	-0,315	1	1	0	0	0,662	21,857	-0,053	55
323	WOOD	2020	0,449	1,101	0	1	0	3	0,456	22,491	0,055	58
324	ZBRA	2020	-2,041	-4,008	0	0	1	6	0,331	15,716	-0,266	50
325	ZONE	2020	0,104	0,314	1	1	1	2	0,493	20,150	-0,063	50



Lampiran 5
Data Observasi Tahun 2021

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
1	AALI	2021	-0,611	-1,152	0	1	0	4	0,699	24,138	0,068	56
2	ABMM	2021	-2,123	-2,699	1	1	1	0	0,890	23,417	0,159	55
3	ACES	2021	-0,394	-0,001	0	1	0	5	0,375	22,693	0,096	59
4	ACST	2021	-0,171	-0,705	0	1	1	0	0,529	21,631	-0,251	50
5	ADES	2021	-0,639	-0,866	0	0	1	5	0,471	20,989	0,235	60
6	ADHI	2021	-0,036	-0,384	0	0	1	1	0,662	24,410	0,001	59
7	ADMG	2021	-0,200	-0,759	0	0	1	1	0,596	21,790	0,002	56
8	ADRO	2021	-0,353	-0,870	1	1	1	0	0,809	25,408	0,134	56
9	AGII	2021	-1,078	-2,360	1	1	1	2	0,566	22,823	0,027	41
10	AISA	2021	0,163	0,201	0	1	0	1	0,647	21,290	0,003	50
11	AKRA	2021	-0,645	-0,591	1	1	0	1	0,890	23,881	0,053	59
12	AKSI	2021	-3,357	-0,032	0	0	0	4	0,485	19,436	0,084	46
13	ALDO	2021	-0,393	-0,248	1	1	0	7	0,441	20,915	0,070	65
14	ALKA	2021	-0,005	0,148	0	1	0	0	0,390	20,029	0,041	58
15	ALMI	2021	-0,474	-0,532	1	1	0	1	0,324	21,015	0,000	70
16	AMFG	2021	-1,134	-2,258	0	0	0	2	0,324	22,725	0,042	59
17	AMIN	2021	-0,439	-0,621	1	0	0	6	0,426	19,557	0,012	46
18	AMRT	2021	-1,148	-2,160	0	0	1	1	0,706	24,033	0,072	49
19	ANJT	2021	-1,243	-2,246	1	1	0	0	0,728	22,943	0,058	50
20	ANTM	2021	-0,439	-0,308	0	0	1	0	0,728	24,217	0,058	63
21	APEX	2021	-1,923	-2,507	0	0	1	2	0,471	22,353	0,011	59
22	APII	2021	-0,325	-0,443	0	0	0	2	0,213	20,111	0,037	55
23	APLI	2021	-0,201	-0,165	0	1	1	2	0,544	19,882	0,056	41
24	APLN	2021	0,169	-0,047	0	0	1	1	0,449	24,111	-0,022	73
25	ARII	2021	-1,361	-2,364	1	0	1	13	0,309	22,386	-0,001	65
26	ARNA	2021	-0,504	-0,594	1	0	1	14	0,412	21,531	0,224	56
27	ARTA	2021	-1,777	-2,667	0	0	0	2	0,449	19,762	-0,004	39
28	ASGR	2021	0,124	0,288	0	1	1	1	0,515	21,700	0,035	50
29	ASII	2021	-0,110	-0,226	0	1	1	1	0,662	26,629	0,057	57
30	ASRI	2021	0,096	-0,275	1	0	1	0	0,610	23,811	0,007	59
31	ASSA	2021	-0,364	0,279	1	1	1	4	0,654	22,520	0,026	62
32	ATIC	2021	-1,632	-2,799	1	1	1	0	0,316	22,137	-0,059	57
33	AUTO	2021	-0,383	-1,188	0	1	1	0	0,463	23,553	0,038	57
34	BALI	2021	-0,769	-0,965	0	1	0	4	0,493	22,333	0,039	56
35	BAPA	2021	-0,497	-0,109	0	0	0	0	0,382	18,754	-0,015	53
36	BAYU	2021	-0,086	0,075	0	0	0	2	0,353	20,416	0,001	48
37	BELL	2021	-0,259	0,080	1	1	0	4	0,566	20,078	0,005	56
38	BEST	2021	0,025	-0,146	0	1	0	2	0,441	22,523	-0,012	62
39	BHIT	2021	-1,713	-3,819	1	1	1	5	0,522	24,874	0,011	58
40	BIKA	2021	-1,287	-1,711	1	1	0	2	0,507	21,843	0,020	67
41	BIPI	2021	3,148	3,077	0	0	0	4	0,397	23,334	0,013	54
42	BIPP	2021	-0,324	-0,647	0	1	0	0	0,493	21,439	-0,003	54
43	BIRD	2021	0,120	0,322	1	1	1	0	0,507	22,610	0,001	50
44	BISI	2021	0,017	-0,725	0	0	0	0	0,566	21,865	0,126	41
45	BLTZ	2021	-0,397	-0,063	0	1	0	0	0,676	21,600	-0,110	47
46	BMSR	2021	-0,715	-0,581	0	1	1	10	0,404	20,700	0,213	49
47	BMTR	2021	0,145	0,202	1	1	1	19	0,419	24,253	0,042	56
48	BOGA	2021	0,421	1,149	0	0	0	0	0,515	20,517	0,039	31
49	BOLT	2021	-1,217	-2,357	1	1	0	0	0,507	21,037	0,054	63
50	BRAM	2021	-0,589	-0,499	0	1	1	1	0,706	22,143	0,090	51
51	BRMS	2021	-0,305	-0,201	0	1	1	2	0,743	23,362	0,088	67
52	BRNA	2021	0,052	0,107	0	0	0	1	0,618	21,427	-0,094	45
53	BRPT	2021	-0,751	-1,063	0	1	0	2	0,596	25,605	0,013	48
54	BSDE	2021	-0,052	0,312	0	0	0	1	0,669	24,842	0,022	68
55	BSSR	2021	-0,400	0,191	0	1	0	1	0,507	22,550	0,587	44
56	BUKK	2021	-0,030	-0,618	1	1	0	11	0,537	22,377	0,093	67
57	BULL	2021	-0,430	-0,074	0	0	0	0	0,588	22,874	-0,319	51
58	BUMI	2021	-0,657	-1,118	0	1	0	0	0,787	24,822	0,044	40
59	BUVA	2021	-1,010	-1,580	0	0	1	1	0,478	21,345	-0,167	64
60	BWPT	2021	-0,817	-2,320	0	0	1	1	0,581	23,212	-0,104	56
61	BYAN	2021	-1,546	-3,743	1	1	0	3	0,529	24,271	0,598	73

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
62	CASS	2021	-0,493	-0,480	0	1	1	1	0,507	21,178	0,022	55
63	CEKA	2021	0,202	0,370	0	1	0	0	0,434	21,252	0,115	59
64	CENT	2021	-0,555	-0,430	1	1	0	4	0,515	23,709	-0,023	39
65	CINT	2021	-1,008	-1,652	1	1	0	1	0,551	20,015	-0,200	55
66	CITA	2021	-0,636	-1,178	0	1	0	2	0,610	22,183	0,135	49
67	CITY	2021	-1,790	-1,010	0	0	1	3	0,456	20,673	0,001	68
68	CLPI	2021	-0,264	-0,073	1	1	1	2	0,338	20,467	0,060	61
69	CMNP	2021	-0,820	-1,717	1	1	0	2	0,515	23,461	0,046	39
70	CPIN	2021	-0,041	-0,487	0	1	1	3	0,603	24,291	0,109	63
71	CPRO	2021	-2,327	-3,875	0	0	0	2	0,588	22,586	0,346	49
72	CSIS	2021	-0,621	-0,582	0	1	0	0	0,566	20,081	0,019	69
73	CTBN	2021	-0,744	-0,485	0	0	1	1	0,493	21,392	-0,120	53
74	CTRA	2021	-0,102	0,007	0	1	1	19	0,684	24,429	0,043	57
75	CTTH	2021	-0,153	-0,879	1	0	0	41	0,478	20,352	-0,032	62
76	DART	2021	-0,008	0,521	0	1	1	2	0,493	22,611	-0,062	61
77	DEWA	2021	-1,021	-0,096	0	1	0	1	0,691	22,808	0,002	45
78	DGIK	2021	-0,755	-0,775	0	0	1	0	0,529	20,735	0,007	68
79	DIGI	2021	-0,509	-0,302	1	1	0	3	0,331	17,355	-0,323	40
80	DILD	2021	0,164	0,181	1	1	0	1	0,816	23,524	0,001	71
81	DIVA	2021	-0,656	-0,672	0	1	0	3	0,507	21,582	0,717	49
82	DKFT	2021	-0,246	-0,243	1	1	0	3	0,471	21,532	-0,077	60
83	DLTA	2021	-0,055	-0,399	0	0	0	4	0,485	20,992	0,148	61
84	DMAS	2021	-0,062	0,214	0	1	0	2	0,515	22,534	0,111	59
85	DPNS	2021	-0,795	-1,779	1	0	0	1	0,426	19,708	0,070	71
86	DSFI	2021	-0,880	-1,289	0	1	0	2	0,478	19,786	0,038	46
87	DSNG	2021	-0,200	-0,130	1	1	1	5	0,654	23,342	0,052	48
88	DSSA	2021	-1,451	-1,998	0	1	0	2	0,684	24,483	0,041	61
89	DUTI	2021	0,095	0,387	0	1	1	5	0,691	23,452	0,045	58
90	DVLA	2021	-0,849	-3,036	0	0	1	1	0,603	21,457	0,072	59
91	DWGL	2021	-0,821	-1,396	0	0	0	3	0,390	20,943	0,097	52
92	DYAN	2021	-0,534	-0,633	1	1	1	0	0,434	20,682	-0,075	56
93	ECII	2021	-1,620	-2,368	0	0	0	0	0,478	21,364	0,005	44
94	EKAD	2021	-0,243	-0,766	0	1	0	0	0,346	20,876	0,093	71
95	ELSA	2021	-0,287	-0,360	0	0	1	0	0,691	22,702	0,015	55
96	EMDE	2021	0,839	2,161	1	1	0	45	0,338	22,039	0,333	75
97	EMTK	2021	-0,198	0,100	1	1	0	2	0,662	24,365	0,202	38
98	ENRG	2021	-0,147	-0,462	0	1	0	1	0,684	23,443	0,042	41
99	EPMT	2021	0,221	0,925	0	1	1	0	0,382	22,998	0,090	48
100	ERAA	2021	-0,886	-1,468	1	1	0	4	0,529	23,154	0,090	56
101	ERTX	2021	-1,907	-3,692	0	0	1	2	0,390	20,760	0,022	35
102	ESSA	2021	-1,039	-1,883	1	1	1	0	0,360	23,170	0,018	73
103	EXCL	2021	-0,164	-0,313	1	0	0	2	0,684	25,010	0,018	53
104	FASW	2021	-1,412	-1,778	0	0	0	2	0,493	23,311	0,050	59
105	FILM	2021	-1,104	-1,150	1	1	0	1	0,507	20,993	0,025	49
106	FIRE	2021	-0,120	0,872	1	1	1	4	0,603	20,019	-0,092	44
107	FISH	2021	-1,671	-1,963	0	0	0	2	0,625	22,761	0,059	52
108	FOOD	2021	-0,745	-0,855	0	1	1	3	0,493	18,484	-0,116	57
109	FORU	2021	-1,519	-2,220	0	1	0	1	0,419	17,658	0,032	40
110	FPNI	2021	-1,689	-4,337	0	0	1	0	0,507	21,683	0,058	51
111	FREN	2021	-0,703	-1,061	0	1	1	6	0,544	24,493	-0,011	65
112	GEMA	2021	-0,439	-0,351	1	1	1	1	0,507	20,788	0,013	64
113	GEMS	2021	-1,752	-2,672	0	1	1	0	0,588	23,194	0,424	57
114	GGRM	2021	-0,357	-0,976	1	1	0	1	0,449	25,223	0,067	66
115	GHON	2021	-0,532	-0,794	1	1	0	4	0,463	20,745	0,097	51
116	GIAA	2021	0,700	1,163	0	1	0	1	0,669	25,354	-0,463	57
117	GLOB	2021	-1,505	-1,135	0	1	0	2	0,463	16,413	-4,887	59
118	GMFI	2021	-0,005	0,083	1	0	1	0	0,647	22,459	-0,278	41
119	GOLD	2021	-1,683	-3,723	0	0	0	2	0,456	19,704	0,042	54
120	GOOD	2021	-0,917	-1,164	1	1	0	3	0,699	22,635	0,063	51
121	GPRA	2021	0,060	-0,063	1	1	1	2	0,478	21,289	0,030	52
122	GWSA	2021	-1,482	-4,022	0	0	0	2	0,478	22,746	0,003	71
123	GZCO	2021	-2,161	-4,366	0	1	0	3	0,529	21,433	0,007	42
124	HEAL	2021	-0,635	-0,685	1	1	1	3	0,522	22,748	0,143	79
125	HELI	2021	-1,039	-1,385	1	1	0	3	0,441	19,524	0,011	49
126	HERO	2021	-1,625	-4,074	0	1	1	3	0,632	22,560	-0,173	54

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
127	HITS	2021	-0,512	-0,896	0	0	1	0	0,669	21,883	-0,063	61
128	HOKI	2021	-0,176	-0,840	1	0	0	0	0,353	20,711	0,013	53
129	HRME	2021	-0,135	-0,351	0	1	1	0	0,368	20,646	-0,032	46
130	HRTA	2021	-0,374	-0,229	1	0	1	4	0,574	21,970	0,062	48
131	HRUM	2021	-0,671	-0,526	1	1	1	1	0,500	23,247	0,108	55
132	IATA	2021	-1,594	-1,900	1	1	0	2	0,419	21,078	-0,041	48
133	ICBP	2021	-0,170	-0,063	0	1	0	0	0,721	25,494	0,058	72
134	ICON	2021	-0,876	-1,528	0	1	1	1	0,294	19,732	-0,007	59
135	IDPR	2021	-1,218	-2,181	1	1	1	1	0,463	21,127	-0,091	53
136	IGAR	2021	-1,704	-3,657	0	1	0	1	0,559	20,512	0,099	65
137	IMAS	2021	-0,295	-1,683	0	1	0	10	0,375	24,656	-0,005	64
138	IMPC	2021	-0,526	-0,548	1	1	1	2	0,654	21,773	0,069	59
139	INAF	2021	-0,238	-0,532	0	1	1	2	0,640	21,422	-0,020	59
140	INAI	2021	-0,083	0,100	0	1	0	1	0,500	21,157	0,003	70
141	INCI	2021	0,066	-0,001	1	0	0	0	0,581	20,051	0,023	63
142	INCO	2021	-0,253	0,036	0	0	1	0	0,787	24,287	0,069	44
143	INDF	2021	-0,028	-0,378	1	1	0	0	0,750	25,912	0,045	72
144	INDR	2021	-1,440	-2,210	0	1	0	3	0,537	23,282	0,101	62
145	INDS	2021	-0,583	-0,932	1	1	0	0	0,353	21,987	0,050	57
146	INDX	2021	-0,794	-0,839	1	0	0	14	0,456	17,992	-0,016	68
147	INDY	2021	-0,419	-1,075	1	1	0	2	0,816	24,687	-0,016	51
148	INKP	2021	-0,533	-0,829	0	1	0	4	0,426	25,576	0,060	61
149	INPP	2021	-0,110	0,399	0	1	0	1	0,699	22,892	-0,001	38
150	INPS	2021	-0,520	-	1	1	1	4	0,375	19,845	-0,072	49
151	INTA	2021	0,088	0,579	1	1	1	11	0,581	21,617	-0,154	51
152	INTP	2021	-0,011	0,154	0	0	1	0	0,654	23,987	0,067	55
153	IPCM	2021	-0,517	-1,270	0	1	1	1	0,522	21,079	0,096	54
154	IPOL	2021	-0,503	-0,836	0	1	0	1	0,566	22,174	0,031	72
155	ISSP	2021	-0,302	-0,730	0	1	0	4	0,456	22,683	0,074	79
156	ITMA	2021	-1,360	-2,792	0	0	0	3	0,441	21,684	0,071	42
157	ITMG	2021	-0,334	0,155	0	1	1	1	0,706	23,892	0,337	51
158	JAWA	2021	-1,290	-1,704	0	0	1	1	0,721	21,995	-0,050	59
159	JECC	2021	-1,290	-0,662	0	0	0	48	0,610	21,275	-0,029	82
160	JIHD	2021	0,112	0,015	0	1	0	0	0,471	22,612	-0,016	60
161	JKON	2021	0,264	0,660	1	1	1	0	0,574	22,145	-0,009	65
162	JPFA	2021	0,088	-0,078	1	0	0	24	0,728	24,076	0,074	57
163	JRPT	2021	0,276	0,501	0	1	1	1	0,544	23,187	0,066	61
164	JSMR	2021	-0,513	-0,363	1	0	1	0	0,721	25,341	0,016	59
165	JSPT	2021	-0,112	0,036	0	1	1	0	0,500	22,461	-0,037	61
166	JTPE	2021	-0,280	0,393	1	0	0	4	0,618	20,916	0,081	57
167	KAEF	2021	-0,111	-0,379	0	0	0	2	0,728	23,600	0,017	52
168	KARW	2021	-0,779	-0,853	0	0	0	1	0,419	19,365	-0,030	43
169	KBLI	2021	0,038	0,490	0	0	1	0	0,257	21,726	0,033	53
170	KBLM	2021	0,484	1,014	1	0	1	5	0,463	21,127	-0,010	67
171	KBLV	2021	-0,958	-0,801	0	0	0	4	0,441	22,246	-0,249	59
172	KDSI	2021	-0,262	-0,658	1	0	0	1	0,419	21,026	0,053	38
173	KIAS	2021	-1,933	-3,221	0	1	1	1	0,559	20,723	-0,006	48
174	KIJA	2021	0,113	0,205	0	0	1	0	0,699	23,232	0,000	59
175	KINO	2021	-0,828	-1,883	1	1	0	0	0,515	22,400	0,020	54
176	KKGI	2021	-0,394	-0,839	1	1	0	1	0,485	21,358	0,192	64
177	KLBF	2021	-0,147	-0,226	0	1	0	1	0,662	23,968	0,132	57
178	KMTR	2021	0,116	0,104	0	0	0	1	0,493	22,442	0,015	61
179	KOBX	2021	-1,365	-2,556	0	0	0	0	0,522	21,232	0,118	43
180	KOIN	2021	-1,251	-1,300	0	1	0	0	0,485	20,788	-0,032	52
181	KOPI	2021	-0,663	-0,617	0	1	0	2	0,360	18,751	0,011	58
182	KPIG	2021	-1,634	-3,874	1	1	1	10	0,382	24,154	0,007	56
183	KRAS	2021	-0,845	-0,572	1	1	1	3	0,625	24,709	0,012	47
184	LEAD	2021	-1,632	-2,289	1	1	0	3	0,610	21,391	-0,019	53
185	LINK	2021	-0,733	-0,940	0	0	0	1	0,662	23,000	0,101	47
186	LION	2021	-0,274	-0,132	1	1	0	2	0,559	20,348	-0,013	71
187	LPCK	2021	-0,336	-0,276	0	1	0	0	0,662	22,935	0,020	66
188	LPKR	2021	0,014	0,062	0	1	0	0	0,743	24,676	-0,031	66
189	LPLI	2021	-1,085	-1,165	0	0	1	1	0,735	20,697	0,260	74
190	LPPF	2021	-0,306	-0,086	0	1	1	0	0,699	22,490	0,150	59
191	LSIP	2021	-0,460	-0,635	0	1	0	2	0,522	23,196	0,087	63

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
192	LTLS	2021	-0,761	-1,711	1	1	1	0	0,676	22,551	0,047	75
193	LUCK	2021	-1,204	-1,544	0	0	0	0	0,375	18,923	0,002	57
194	MAIN	2021	-0,081	-0,733	0	1	0	2	0,559	22,416	0,012	64
195	MAPA	2021	-0,426	-0,193	1	0	0	0	0,618	22,394	0,047	57
196	MAPI	2021	-0,539	-0,354	0	1	1	0	0,603	23,543	0,024	82
197	MARI	2021	-0,761	-0,975	0	1	0	1	0,515	19,612	-0,061	51
198	MARK	2021	-0,415	-0,380	0	1	0	3	0,419	20,799	0,436	38
199	MASA	2021	-1,690	-1,965	0	0	0	2	0,537	22,732	0,102	59
200	MBAP	2021	-0,591	-1,094	1	0	0	1	0,566	22,025	0,457	51
201	MBSS	2021	-0,526	-0,027	0	0	0	0	0,507	21,653	0,062	34
202	MBTO	2021	-0,498	-0,283	1	1	0	16	0,507	20,386	-0,177	50
203	MDIA	2021	-0,886	-1,285	0	1	1	1	0,559	22,421	0,014	60
204	MDKA	2021	-0,475	-0,339	0	0	0	0	0,728	23,627	0,033	36
205	MDKI	2021	-0,057	-0,304	1	1	1	0	0,478	20,709	0,040	52
206	MEDC	2021	-0,802	-0,782	1	1	1	6	0,603	25,119	0,008	66
207	MICE	2021	-0,157	-0,429	1	0	0	6	0,596	20,784	0,029	39
208	MIDI	2021	-0,573	-0,630	1	0	1	11	0,566	22,568	0,044	48
209	MIKA	2021	-0,459	-0,712	1	1	1	7	0,787	22,649	0,186	59
210	MINA	2021	-1,071	-1,444	0	0	0	4	0,522	18,529	-0,042	60
211	MITI	2021	-1,220	-1,314	1	0	1	0	0,529	18,173	0,060	73
212	MKPI	2021	0,919	1,601	0	1	0	19	0,412	22,802	0,042	69
213	MLBI	2021	-0,657	-0,915	0	0	1	1	0,618	21,796	0,228	46
214	MLIA	2021	-0,965	-1,152	0	0	0	0	0,360	22,535	0,110	76
215	MLPL	2021	-1,077	-1,100	0	1	1	1	0,478	23,415	0,013	48
216	MLPT	2021	-1,963	-2,945	0	1	0	0	0,478	21,822	0,096	47
217	MMLP	2021	-1,318	-2,040	1	1	0	0	0,515	22,684	0,029	52
218	MNCN	2021	-0,029	-0,262	1	1	1	0	0,507	23,762	0,122	52
219	MOLI	2021	0,176	0,679	0	1	0	0	0,522	21,545	0,013	51
220	MPMX	2021	-0,481	-0,639	1	1	0	3	0,610	23,013	0,043	57
221	MPPA	2021	-1,185	-1,303	0	1	1	0	0,574	22,260	-0,074	48
222	MPRO	2021	-0,719	-1,048	0	1	1	0	0,257	21,290	-0,008	44
223	MRAT	2021	-1,293	-1,419	0	1	1	2	0,544	20,176	0,001	56
224	MSIN	2021	-1,536	-1,476	1	1	1	5	0,485	22,418	0,103	52
225	MSKY	2021	-1,796	-4,683	0	1	0	0	0,471	22,081	-0,043	55
226	MTLA	2021	-0,704	-1,515	1	1	1	0	0,559	22,581	0,060	57
227	MYOH	2021	-0,214	0,099	0	0	0	1	0,419	21,573	0,171	59
228	MYOR	2021	-0,152	-0,045	1	1	0	10	0,596	23,715	0,060	46
229	MYTX	2021	-0,978	-1,025	0	1	1	1	0,522	22,044	-0,035	53
230	NASA	2021	-0,622	-1,740	0	0	0	4	0,588	20,849	-0,004	51
231	NATO	2021	-0,149	-0,051	0	0	0	3	0,581	20,506	-0,007	56
232	NFCX	2021	-1,207	-1,347	0	1	0	2	0,588	21,379	0,097	33
233	NIRO	2021	0,191	0,799	0	0	1	4	0,566	23,182	-0,005	47
234	NRCA	2021	-0,573	-2,658	1	0	0	8	0,603	21,485	0,024	62
235	OASA	2021	-1,429	-2,439	1	0	1	0	0,544	19,225	0,010	53
236	OKAS	2021	-0,128	0,008	0	1	0	3	0,625	21,588	-0,034	51
237	OMRE	2021	-2,040	-2,947	0	1	1	3	0,456	22,137	-0,041	65
238	PANR	2021	-0,439	-0,522	1	1	0	2	0,404	21,106	-0,064	57
239	PBID	2021	-0,087	-0,309	1	1	0	4	0,772	21,751	0,159	62
240	PBRX	2021	-0,419	-0,063	0	1	0	0	0,794	23,020	0,023	51
241	PBSA	2021	-0,816	-1,175	0	0	0	3	0,478	20,471	0,113	56
242	PCAR	2021	-0,709	-0,864	0	0	0	4	0,434	18,507	0,012	34
243	PGAS	2021	0,171	0,403	0	0	1	0	0,934	25,398	0,040	51
244	PGLI	2021	-1,775	-2,699	1	0	1	8	0,449	18,426	0,095	38
245	PJAA	2021	-0,071	-0,505	0	1	1	2	0,882	22,210	-0,065	52
246	PNSE	2021	-1,941	-1,744	1	0	0	1	0,463	19,762	-0,076	63
247	POLU	2021	-0,641	-0,205	1	0	0	0	0,544	19,130	-0,212	57
248	POWR	2021	-0,074	0,281	1	1	1	0	0,816	23,688	0,067	57
249	PPRE	2021	0,143	-1,044	1	1	1	1	0,618	22,673	0,011	52
250	PPRO	2021	0,258	-0,003	0	0	1	0	0,779	23,772	0,001	45
251	PRDA	2021	-1,829	-3,557	0	0	1	0	0,478	21,717	0,253	60
252	PRIM	2021	-1,170	-1,396	0	1	1	4	0,522	20,847	0,073	35
253	PSSI	2021	-0,197	-0,153	1	1	1	4	0,640	21,556	0,162	49
254	PTBA	2021	-0,039	-0,228	0	0	1	0	0,882	24,310	0,263	57
255	PTPP	2021	0,164	0,214	0	0	1	1	0,846	24,741	0,005	54
256	PTRO	2021	-0,110	-0,828	0	1	1	2	0,765	22,752	0,064	55

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
257	PTSN	2021	-0,540	-0,862	1	1	0	4	0,507	21,628	0,038	59
258	PUDP	2021	-1,218	-1,638	1	1	1	1	0,419	20,014	-0,035	59
259	PYFA	2021	0,042	0,932	0	0	0	1	0,588	20,508	0,011	59
260	RAJA	2021	0,134	-0,420	0	1	1	1	0,471	21,977	0,011	52
261	RANC	2021	-1,164	-1,494	1	0	0	4	0,581	21,137	0,006	57
262	RBMS	2021	-1,539	-2,582	0	0	0	1	0,346	20,463	-0,031	43
263	RDTX	2021	-0,609	-0,749	1	0	0	1	0,426	21,874	0,064	69
264	RICY	2021	0,171	0,623	1	0	0	11	0,478	21,251	-0,039	45
265	RIGS	2021	-0,595	-1,015	0	0	0	1	0,456	20,243	-0,100	56
266	RISE	2021	0,487	1,369	1	1	0	3	0,566	21,697	0,020	39
267	RODA	2021	-1,541	-3,409	0	0	0	0	0,404	22,018	0,002	63
268	ROTI	2021	-0,692	-1,046	0	0	0	1	0,735	22,156	0,066	66
269	RUIS	2021	-0,691	-1,318	0	1	1	1	0,581	20,983	0,014	53
270	SAFE	2021	-0,769	-0,620	0	0	0	0	0,375	19,515	0,003	55
271	SAME	2021	-0,902	-0,916	0	1	1	0	0,721	22,322	0,036	63
272	SATU	2021	-0,860	-0,972	1	1	0	2	0,507	19,374	-0,065	47
273	SCCO	2021	0,544	0,937	1	0	1	4	0,419	22,270	0,033	48
274	SCMA	2021	-0,579	-0,646	1	1	1	0	0,706	23,017	0,162	54
275	SDMU	2021	-1,975	-4,437	1	0	0	5	0,507	18,947	-0,055	63
276	SGRO	2021	-0,887	-1,995	0	0	0	2	0,824	23,001	0,082	50
277	SHID	2021	0,133	0,746	0	1	1	3	0,551	21,019	-0,030	57
278	SHIP	2021	-0,766	-1,461	0	0	0	1	0,544	22,259	0,048	55
279	SIDO	2021	-0,582	-0,778	0	1	0	2	0,787	22,127	0,319	66
280	SILO	2021	-0,759	-0,885	0	0	1	0	0,757	22,954	0,076	64
281	SIPD	2021	-1,020	-1,278	0	1	0	1	0,515	21,751	0,006	52
282	SKBM	2021	-0,745	-0,670	1	0	0	28	0,596	21,402	0,016	62
283	SKLT	2021	-0,459	-0,368	1	1	0	1	0,706	20,606	0,102	66
284	SMAR	2021	0,074	0,472	0	1	0	1	0,706	24,421	0,075	65
285	SMBR	2021	-0,185	-0,422	0	0	1	3	0,779	22,386	0,009	57
286	SMCB	2021	-1,605	-1,944	0	1	1	0	0,735	23,791	0,034	56
287	SMDR	2021	-1,045	-1,618	1	1	1	1	0,515	23,194	0,133	41
288	SMGR	2021	-0,285	-0,493	0	0	1	0	0,838	25,127	0,026	51
289	SMMT	2021	-0,942	-1,148	0	1	0	4	0,529	20,774	0,242	56
290	SMRA	2021	-0,366	-0,738	0	0	0	1	0,441	23,983	0,013	63
291	SMSM	2021	0,133	0,457	1	1	0	38	0,669	22,076	0,183	57
292	SOCI	2021	0,115	-0,653	1	1	0	0	0,522	22,918	0,008	63
293	SOSS	2021	-0,150	-0,405	0	1	0	1	0,456	19,578	0,092	71
294	SOTS	2021	0,046	1,060	1	0	0	0	0,574	19,839	-0,056	27
295	SQMI	2021	-0,202	-0,048	0	0	0	2	0,529	19,916	-0,041	53
296	SSIA	2021	-0,418	-0,016	0	1	0	20	0,706	22,771	-0,026	57
297	SSMS	2021	0,030	0,835	1	0	0	5	0,816	23,352	0,114	67
298	STTP	2021	-0,373	-0,512	1	0	0	0	0,412	22,089	0,168	51
299	SUPR	2021	-1,704	-2,524	1	0	0	0	0,581	23,177	-0,006	51
300	SURE	2021	0,411	0,693	0	0	1	10	0,551	20,721	-0,054	57
301	TALF	2021	-0,255	0,197	0	1	0	24	0,478	21,174	0,014	78
302	TBIG	2021	-0,811	-1,286	1	0	0	1	0,699	24,458	0,040	58
303	TBLA	2021	-0,206	-0,734	1	0	0	1	0,000	23,772	0,039	74
304	TCID	2021	-0,221	-0,325	0	0	0	0	0,566	21,557	-0,033	63
305	TCPI	2021	-0,148	-0,297	0	1	1	3	0,581	21,770	0,028	53
306	TEBE	2021	-1,714	-2,617	0	1	0	2	0,471	20,712	0,180	60
307	TGKA	2021	-0,290	-0,187	0	0	1	1	0,537	21,948	0,142	55
308	TGRA	2021	-0,969	-2,311	1	0	0	4	0,294	19,962	0,014	62
309	TINS	2021	-0,318	-0,052	0	0	1	0	0,868	23,411	0,089	52
310	TIRA	2021	-1,083	-2,202	0	0	1	7	0,449	19,676	-0,010	65
311	TKIM	2021	-0,765	-0,736	0	0	1	4	0,456	24,533	0,079	53
312	TLKM	2021	-0,213	-0,343	1	0	0	2	0,699	26,348	0,095	58
313	TMAS	2021	-1,222	-1,047	1	1	1	0	0,478	22,122	0,176	46
314	TMPO	2021	-1,234	-2,772	0	0	0	0	0,412	19,738	0,013	51
315	TOBA	2021	-1,265	-1,639	0	1	1	0	0,699	23,228	0,059	45
316	TOWR	2021	-0,627	-0,641	0	1	1	0	0,684	24,910	0,069	57
317	TPIA	2021	-0,549	-0,726	1	1	0	0	0,743	24,989	0,035	47
318	TPMA	2021	-1,255	-1,946	0	0	0	3	0,412	21,071	0,039	54
319	TRIS	2021	-1,312	-1,592	0	1	1	0	0,691	20,782	0,004	62
320	TRST	2021	-0,347	-0,328	0	0	0	13	0,485	22,256	0,039	66
321	TRUK	2021	-0,335	0,118	1	0	0	3	0,478	18,156	-0,061	63

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
322	TSPC	2021	-0,136	0,438	0	0	1	0	0,471	22,990	0,088	51
323	ULTJ	2021	0,028	-0,691	1	1	0	2	0,588	22,726	0,157	81
324	UNIC	2021	-1,656	-3,503	0	1	0	0	0,551	22,153	0,218	71
325	UNSP	2021	-0,080	-0,301	0	0	1	4	0,706	22,835	0,016	60
326	UNTR	2021	-0,625	-1,158	0	1	1	0	0,743	25,447	0,097	59
327	URBN	2021	-1,083	-1,513	0	0	0	1	0,559	22,123	0,018	54
328	VIVA	2021	-1,084	-1,611	0	1	1	2	0,581	22,872	-0,104	47
329	VOKS	2021	-0,060	-0,155	1	1	0	1	0,662	21,786	-0,104	39
330	WEGE	2021	-0,060	-0,544	0	0	1	4	0,772	22,511	0,036	58
331	WICO	2021	0,122	0,241	0	0	1	0	0,551	20,234	-0,178	52
332	WIIM	2021	-0,730	-0,897	1	0	1	3	0,728	21,360	0,101	49
333	WIKA	2021	0,266	0,671	1	0	1	1	0,743	24,963	0,002	49
334	WINS	2021	-0,807	-1,336	1	1	0	1	0,618	21,752	0,001	56
335	WOOD	2021	-0,381	-0,504	0	1	0	4	0,471	22,640	0,085	59
336	WTON	2021	0,321	-0,018	1	0	0	4	0,662	22,930	0,009	60
337	ZBRA	2021	-1,619	-1,506	1	0	1	0	0,338	21,878	0,018	57
338	ZONE	2021	0,128	0,224	1	1	1	3	0,640	20,148	0,055	51



Lampiran 6
Data Observasi Tahun 2022

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
1	AALI	2022	-0,383	-0,507	0	1	0	5	0,559	24,099	0,058	57
2	ABMM	2022	-0,439	-0,329	1	1	1	1	0,868	24,163	0,179	56
3	ACES	2022	-0,257	-0,520	0	1	0	0	0,382	22,704	0,092	60
4	ACST	2022	-0,287	-0,640	0	1	1	1	0,515	21,470	-0,196	51
5	ADES	2022	-0,695	-0,796	0	0	1	6	0,515	21,221	0,248	61
6	ADMG	2022	-0,408	-0,875	0	0	1	0	0,684	21,719	-0,142	57
7	ADRO	2022	-0,322	-0,336	1	1	1	1	0,684	25,857	0,271	57
8	AGII	2022	-0,421	-0,697	1	1	1	0	0,588	22,797	0,011	42
9	AISA	2022	-0,356	-0,555	0	1	0	0	0,662	21,326	-0,035	61
10	AKRA	2022	-0,128	-0,340	1	1	0	2	0,765	24,026	0,095	60
11	AKSI	2022	-0,617	-0,711	0	0	0	0	0,463	19,719	0,146	47
12	ALDO	2022	0,099	0,624	1	1	0	0	0,449	21,174	0,047	66
13	ALKA	2022	-1,368	-3,403	0	1	0	1	0,412	20,275	0,084	59
14	ALMI	2022	0,000	0,570	1	1	0	2	0,279	20,870	-0,038	71
15	AMFG	2022	-0,573	-1,032	0	0	0	0	0,404	22,734	0,059	58
16	AMIN	2022	-0,413	-0,321	1	0	0	7	0,515	19,593	0,025	47
17	AMRT	2022	-0,086	-0,039	0	1	1	2	0,706	24,149	0,098	50
18	ANJT	2022	0,234	-0,066	1	1	0	1	0,728	22,972	0,035	51
19	ANTM	2022	-0,167	-0,041	0	1	1	1	0,824	24,239	0,115	64
20	APEX	2022	-0,339	-0,080	0	0	1	3	0,478	22,143	-0,209	60
21	APII	2022	-0,305	-0,814	0	0	0	2	0,257	20,151	0,023	56
22	APLI	2022	-1,016	-1,143	0	1	1	3	0,566	19,965	0,104	42
23	APLN	2022	-0,582	-1,549	0	0	1	2	0,507	24,077	0,069	74
24	ARII	2022	-0,699	-0,902	1	0	1	1	0,331	22,678	0,055	66
25	ARNA	2022	-0,477	-0,363	1	0	1	15	0,419	21,671	0,239	57
26	ARTA	2022	-0,453	-0,428	0	0	0	2	0,456	19,704	0,004	40
27	ASGR	2022	-0,736	-1,491	0	1	0	0	0,794	21,708	0,036	51
28	ASII	2022	-0,086	-0,497	0	1	1	2	0,750	26,747	0,074	58
29	ASRI	2022	0,009	-0,096	1	0	1	1	0,551	23,828	0,049	60
30	ASSA	2022	-0,039	-0,476	1	1	1	0	0,632	22,707	0,016	63
31	ATIC	2022	0,170	0,485	1	1	1	1	0,331	22,162	0,035	58
32	AUTO	2022	-0,316	-0,867	0	1	1	1	0,471	23,642	0,075	58
33	BALI	2022	-0,512	-0,674	0	1	0	0	0,559	22,371	0,042	57
34	BAPA	2022	-0,962	-1,450	0	0	0	0	0,404	18,724	-0,027	49
35	BATA	2022	1,984	3,484	0	0	1	0	0,426	20,400	-0,154	49
36	BAYU	2022	0,072	0,246	0	0	0	3	0,338	20,491	0,056	49
37	BBRM	2022	-0,721	-0,840	0	0	1	2	0,471	20,098	0,021	66
38	BELL	2022	-1,265	-0,786	1	1	0	0	0,522	20,080	0,005	57
39	BEST	2022	-0,236	-0,262	0	1	0	3	0,456	22,528	0,006	63
40	BHIT	2022	-0,286	-0,241	1	0	1	0	0,581	24,959	0,011	57
41	BIKA	2022	-0,407	-0,292	1	1	0	3	0,500	21,788	-0,043	68
42	BIPI	2022	-1,005	-0,964	0	0	0	0	0,500	23,601	0,000	55
43	BIRD	2022	-0,579	-0,758	1	1	1	1	0,551	22,654	0,053	51
44	BISI	2022	-0,622	-0,972	0	0	0	1	0,559	21,950	0,160	42
45	BLTZ	2022	-1,045	-1,580	0	1	0	0	0,632	21,548	-0,025	48
46	BMSR	2022	-1,430	-1,853	0	1	1	0	0,412	21,165	0,297	50
47	BMTR	2022	-1,230	-3,696	1	1	1	20	0,522	24,304	0,034	57
48	BNBR	2022	-0,725	-0,615	0	1	1	3	0,669	23,583	0,016	48
49	BOGA	2022	0,290	0,480	0	0	0	1	0,537	20,623	0,017	32
50	BOLT	2022	-0,398	0,267	1	1	0	0	0,522	21,085	0,057	64
51	BRAM	2022	0,255	0,599	0	1	1	0	0,699	22,244	0,110	51
52	BRNA	2022	-0,524	-0,871	0	0	0	2	0,588	21,349	-0,069	46
53	BRPT	2022	-0,200	-0,082	0	1	0	3	0,640	25,703	0,000	49
54	BSDE	2022	-0,404	-0,921	0	0	0	2	0,691	24,898	0,039	69
55	BSSR	2022	-0,329	0,002	0	1	0	2	0,522	22,575	0,571	45
56	BUKK	2022	-0,426	-0,775	1	1	0	12	0,618	22,557	0,078	68
57	BULL	2022	-0,406	-0,324	0	0	0	1	0,588	22,505	-0,090	52
58	BUMI	2022	-0,319	0,244	0	1	0	1	0,882	24,980	0,121	41
59	BWPT	2022	-0,386	-0,205	0	0	1	0	0,610	23,227	0,001	50
60	BYAN	2022	-1,105	-0,902	1	1	0	4	0,596	24,851	0,683	74
61	CARS	2022	-1,124	-1,558	1	1	1	0	0,640	22,051	0,034	63

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
62	CASS	2022	-0,100	-0,083	0	1	0	0	0,500	21,246	0,078	53
63	CEKA	2022	-0,695	-0,640	0	1	0	1	0,662	21,265	0,129	60
64	CENT	2022	-0,440	-0,885	1	1	0	5	0,581	23,724	-0,108	40
65	CINT	2022	0,472	1,354	1	1	0	2	0,529	19,871	-0,013	56
66	CITA	2022	-1,089	-2,212	0	1	0	3	0,735	22,482	0,188	50
67	CITY	2022	-0,262	-0,087	0	0	1	4	0,449	20,655	-0,023	69
68	CLEO	2022	-0,594	-1,046	1	1	0	0	0,676	21,306	0,125	40
69	CLPI	2022	0,051	0,189	1	1	1	3	0,346	20,449	0,046	62
70	CMNP	2022	-0,187	0,327	1	1	0	3	0,507	23,635	0,054	40
71	CMPP	2022	-1,051	-1,049	0	0	1	0	0,654	22,402	-0,314	44
72	CPIN	2022	-0,240	-0,080	0	1	1	4	0,566	24,408	0,078	64
73	CPRO	2022	-0,611	-0,608	0	0	0	3	0,566	22,645	0,056	50
74	CSIS	2022	0,354	0,953	0	1	0	1	0,566	20,119	0,023	70
75	CTBN	2022	-0,477	-0,411	0	1	0	0	0,515	21,469	-0,049	42
76	CTRA	2022	-0,533	-0,841	0	1	1	0	0,529	24,462	0,045	58
77	DART	2022	0,939	3,267	0	1	1	3	0,478	22,589	-0,065	62
78	DEWA	2022	-0,360	0,102	0	1	0	2	0,735	22,877	-0,030	46
79	DGIK	2022	-0,433	-0,320	0	1	0	0	0,559	20,635	0,009	58
80	DIGI	2022	-0,340	-1,506	1	1	0	0	0,331	16,854	-0,673	51
81	DILD	2022	-0,906	-2,709	1	1	0	2	0,772	23,518	-0,006	72
82	DIVA	2022	-0,532	-0,442	0	1	0	4	0,500	21,573	0,002	50
83	DKFT	2022	-0,146	0,160	1	1	0	4	0,493	21,590	0,025	61
84	DLTA	2022	0,377	1,585	0	0	0	5	0,507	20,991	0,176	62
85	DMAS	2022	0,271	0,882	0	1	0	0	0,485	22,614	0,191	60
86	DPNS	2022	-0,133	-0,478	1	0	0	2	0,419	19,821	0,075	72
87	DSNG	2022	-0,411	-0,415	1	1	1	6	0,743	23,455	0,083	49
88	DSSA	2022	-0,425	-0,778	0	0	0	3	0,765	25,350	0,124	62
89	DUTI	2022	-0,863	-1,571	0	1	1	6	0,691	23,470	0,048	59
90	DVLA	2022	-0,352	-0,925	0	0	1	2	0,647	21,421	0,073	60
91	DYAN	2022	-0,337	-0,593	1	1	1	0	0,463	20,808	0,045	57
92	ECII	2022	0,342	0,690	0	0	0	0	0,537	21,279	0,007	45
93	EKAD	2022	0,058	0,075	0	1	0	1	0,375	20,923	0,064	72
94	ELSA	2022	-0,267	-0,316	0	0	1	1	0,662	22,902	0,047	56
95	EMDE	2022	0,201	0,471	1	1	0	0	0,522	22,043	-0,018	76
96	EMTK	2022	0,086	0,653	1	1	0	3	0,691	24,518	0,132	39
97	ENRG	2022	-0,637	-0,476	0	1	0	2	0,441	23,656	0,059	42
98	EPMT	2022	0,060	0,186	0	1	1	1	0,397	23,065	0,084	49
99	ERAA	2022	-0,172	-0,013	1	1	0	0	0,588	23,560	0,071	57
100	ERTX	2022	-1,794	-2,671	0	0	1	0	0,397	20,937	0,052	36
101	ESSA	2022	-0,717	-0,537	1	1	1	0	0,493	23,294	0,169	74
102	ETWA	2022	-1,219	-1,496	0	0	0	0	0,360	20,613	-0,290	63
103	EXCL	2022	-0,403	-0,679	1	0	0	3	0,750	25,192	0,014	54
104	FASW	2022	0,035	-0,539	0	0	0	0	0,537	23,279	0,009	47
105	FILM	2022	-0,227	-0,098	1	1	0	2	0,500	21,203	0,109	50
106	FIRE	2022	-0,989	-2,199	1	1	1	0	0,632	19,714	-0,221	45
107	FISH	2022	-0,294	0,020	0	0	0	3	0,647	22,706	0,065	53
108	FOOD	2022	-0,344	-0,522	0	1	1	4	0,537	18,443	-0,182	58
109	FORU	2022	-0,954	-0,860	0	1	0	2	0,419	17,751	-0,079	41
110	FPNI	2022	-0,455	-0,271	0	1	1	1	0,515	21,830	0,015	52
111	FREN	2022	-0,314	0,114	0	1	1	7	0,559	24,563	0,024	66
112	GEMA	2022	0,015	0,023	1	1	1	2	0,522	20,814	0,000	65
113	GEMS	2022	-0,241	0,083	0	1	1	1	0,875	23,600	0,695	58
114	GGRM	2022	-0,035	0,044	1	1	0	2	0,485	25,207	0,031	67
115	GLOB	2022	0,398	1,376	0	1	0	3	0,471	16,030	-6,156	60
116	GMFI	2022	-1,235	-1,962	1	0	1	1	0,669	22,539	0,009	42
117	GMTD	2022	1,554	4,884	0	0	0	0	0,728	20,872	0,008	56
118	GOLD	2022	-0,361	-0,356	0	0	0	3	0,493	19,809	0,042	55
119	GOOD	2022	0,087	0,466	1	1	0	4	0,728	22,715	0,060	52
120	GPRA	2022	-0,139	-0,643	1	1	1	3	0,507	21,301	0,043	53
121	GWSA	2022	-0,266	-0,143	0	0	0	3	0,456	22,776	0,004	72
122	GZCO	2022	-1,387	-1,985	0	1	0	4	0,522	21,439	0,037	43
123	HEAL	2022	-0,196	-0,014	1	1	1	4	0,868	22,750	0,039	80
124	HELI	2022	0,375	0,853	1	1	0	4	0,441	19,240	-0,324	50
125	HERO	2022	0,546	1,473	0	1	1	4	0,765	22,656	0,009	55
126	HITS	2022	-0,487	-0,176	0	0	0	0	0,618	22,009	0,035	60

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
127	HRTA	2022	0,052	0,567	1	0	1	0	0,581	22,071	0,069	49
128	HRUM	2022	-0,253	-0,086	1	1	1	2	0,647	23,725	0,280	56
129	IATA	2022	-1,774	-3,187	1	1	0	3	0,456	21,766	0,241	49
130	ICBP	2022	-0,318	-0,370	0	1	0	1	0,757	25,471	0,039	73
131	ICON	2022	-0,564	-0,923	0	1	1	2	0,338	19,732	-0,050	60
132	IDPR	2022	-0,014	-0,170	1	1	1	2	0,478	21,157	-0,005	54
133	IGAR	2022	-1,267	-3,986	0	1	0	2	0,522	20,577	0,085	66
134	IMAS	2022	-0,222	-0,423	0	1	0	11	0,382	24,774	0,008	65
135	INAF	2022	-0,957	-2,106	0	1	1	3	0,669	21,116	-0,262	60
136	INAI	2022	0,225	0,577	0	1	0	2	0,515	21,165	-0,074	71
137	INCI	2022	-0,926	-2,827	1	0	0	1	0,603	20,022	0,049	64
138	INCO	2022	-0,345	-0,149	0	0	1	1	0,794	24,457	0,078	45
139	INDF	2022	-0,366	-0,558	1	1	0	1	0,772	25,919	0,035	73
140	INDR	2022	-0,891	-0,910	0	1	0	4	0,551	23,339	0,048	63
141	INDS	2022	0,719	1,972	1	1	0	1	0,368	22,080	0,057	58
142	INDX	2022	-1,201	-1,078	1	0	0	15	0,441	17,884	-0,156	69
143	INDY	2022	-0,597	-0,848	1	1	0	0	0,846	24,758	-0,156	52
144	INKP	2022	-0,294	-0,400	0	1	0	5	0,449	25,745	0,092	62
145	INPP	2022	-0,595	-0,602	0	1	0	2	0,765	22,939	0,003	39
146	INPS	2022	-0,293	-	1	1	1	5	0,610	19,554	-0,206	50
147	INTA	2022	-1,160	-1,763	1	1	1	12	0,559	21,506	-0,038	52
148	INTP	2022	-0,079	-0,063	0	0	1	1	0,676	23,970	0,071	56
149	IPCM	2022	-0,278	-0,144	0	1	1	2	0,625	21,121	0,103	55
150	IPOL	2022	-1,096	-3,747	0	1	0	2	0,551	22,208	0,011	73
151	ISSP	2022	-0,345	-0,459	0	1	0	0	0,706	22,726	0,042	80
152	ITMA	2022	-0,623	-0,541	0	0	0	4	0,456	21,961	0,153	43
153	ITMG	2022	0,030	0,261	0	1	1	0	0,787	24,450	0,557	52
154	JECC	2022	0,035	-0,664	0	0	0	49	0,618	21,512	0,029	83
155	JHHD	2022	-0,077	-0,390	0	1	0	1	0,551	22,607	0,001	61
156	JKON	2022	-0,404	-0,673	1	1	1	1	0,574	22,184	0,048	66
157	JPFA	2022	-0,065	0,421	1	0	0	25	0,713	24,210	0,046	58
158	JRPT	2022	-0,107	0,061	0	1	1	2	0,537	23,229	0,072	62
159	JSPT	2022	-0,189	-0,100	0	1	1	1	0,515	22,529	-0,008	62
160	JTPE	2022	0,195	0,630	1	0	0	5	0,618	21,170	0,092	58
161	KAEF	2022	-0,717	-1,446	0	1	1	0	0,765	23,709	-0,010	57
162	KARW	2022	-0,896	-1,297	0	0	0	2	0,507	19,271	0,058	44
163	KBLI	2022	-0,414	-0,793	0	0	1	0	0,610	21,752	0,024	54
164	KBLM	2022	-0,653	-0,921	1	0	1	6	0,463	21,134	0,020	68
165	KBLV	2022	-0,129	0,163	0	0	0	5	0,463	20,963	-0,093	60
166	KDSI	2022	-0,595	-1,326	1	0	0	2	0,581	20,977	0,058	39
167	KIJA	2022	0,143	0,324	0	0	1	1	0,743	23,297	-0,005	60
168	KINO	2022	-0,434	-0,192	1	1	1	0	0,640	22,266	-0,191	49
169	KLBF	2022	-0,523	-0,895	0	1	0	2	0,743	24,028	0,128	58
170	KMTR	2022	0,206	1,154	0	0	0	2	0,500	22,292	-0,005	62
171	KOBX	2022	-0,463	-0,332	0	0	0	1	0,625	21,790	0,026	44
172	KOIN	2022	-0,283	-0,995	0	1	1	0	0,463	20,817	-0,068	48
173	KOPI	2022	-0,742	-1,305	0	1	0	3	0,324	19,367	0,035	59
174	KPIG	2022	-0,507	-0,294	0	1	0	0	0,382	24,188	0,006	45
175	LEAD	2022	-0,808	-1,535	1	1	0	4	0,640	21,467	-0,044	54
176	LION	2022	-1,937	-3,755	1	1	0	3	0,559	20,344	0,003	72
177	LPCK	2022	0,209	0,509	0	1	0	0	0,632	22,959	0,034	67
178	LPIN	2022	0,399	1,334	0	0	0	0	0,559	19,637	0,082	65
179	LPKR	2022	-0,168	-0,014	0	1	0	1	0,809	24,633	-0,053	67
180	LPLI	2022	-0,243	-0,245	0	0	1	0	0,625	20,842	0,037	75
181	LPPF	2022	-0,569	-0,697	0	1	1	1	0,676	22,473	0,239	60
182	LSIP	2022	-0,045	0,237	0	1	0	0	0,603	23,242	0,085	64
183	LTLS	2022	-1,033	-0,856	1	1	1	1	0,772	22,531	0,052	76
184	LUCK	2022	0,008	0,345	0	0	0	0	0,485	18,979	0,008	58
185	MAIN	2022	0,526	1,291	0	1	0	3	0,596	22,472	0,005	65
186	MAPA	2022	-0,738	-0,973	1	0	0	1	0,691	22,728	0,185	58
187	MAPB	2022	-0,819	-1,713	1	0	1	1	0,632	21,663	0,057	58
188	MAPI	2022	0,170	0,372	0	1	1	1	0,632	23,768	0,112	83
189	MARI	2022	-0,383	-0,483	0	1	0	2	0,581	20,200	-0,090	52
190	MARK	2022	-0,162	0,029	0	0	0	0	0,559	20,729	0,233	39
191	MASA	2022	0,179	0,432	0	0	0	3	0,544	22,709	0,107	60

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSRD	SIZE	ROA	CAGE
192	MBAP	2022	-0,166	-0,135	1	1	0	2	0,574	22,297	0,636	52
193	MBSS	2022	-0,444	-0,436	0	0	0	1	0,522	21,923	0,129	35
194	MBTO	2022	-0,314	-0,487	1	1	0	0	0,529	20,397	-0,059	51
195	MDIA	2022	-0,457	-0,968	0	1	1	2	0,551	22,775	0,005	61
196	MDKA	2022	-0,093	-0,112	1	1	0	1	0,588	24,834	0,023	37
197	MDKI	2022	0,096	-0,031	1	1	1	1	0,522	20,768	0,037	53
198	MDLN	2022	-0,584	-0,269	0	1	0	1	0,537	23,328	0,001	48
199	MICE	2022	-0,854	-1,149	1	0	0	7	0,640	20,902	0,042	40
200	MIDI	2022	-0,100	0,000	1	0	1	12	0,581	22,656	0,060	49
201	MIKA	2022	0,374	0,653	1	1	1	2	0,890	22,657	0,146	60
202	MINA	2022	-3,508	-6,395	0	0	0	5	0,522	18,490	-0,032	61
203	MKPI	2022	-2,052	-3,546	0	1	0	20	0,404	22,822	0,087	70
204	MLBI	2022	-0,489	-0,516	0	0	1	2	0,676	21,940	0,294	47
205	MLIA	2022	-0,022	0,741	0	1	0	1	0,647	22,641	0,132	77
206	MLPL	2022	-0,150	0,087	0	1	1	2	0,471	23,295	0,011	49
207	MLPT	2022	-0,776	-1,688	0	1	0	0	0,478	21,724	0,195	48
208	MMLP	2022	-0,189	-0,558	1	1	0	1	0,529	22,756	0,015	53
209	MNCN	2022	-0,088	0,067	0	1	1	1	0,551	23,833	0,095	53
210	MOLI	2022	0,085	0,433	0	1	0	1	0,574	21,363	0,011	52
211	MPMX	2022	0,248	0,563	1	1	0	4	0,610	22,908	0,071	58
212	MPPA	2022	-0,439	-0,515	0	1	1	0	0,676	22,054	-0,102	49
213	MPRO	2022	-1,649	-2,643	0	1	1	0	0,257	21,269	-0,017	46
214	MRAT	2022	-0,976	-1,042	1	1	1	3	0,632	20,359	0,107	57
215	MSIN	2022	-1,022	-1,031	0	1	1	0	0,529	22,601	0,057	57
216	MSKY	2022	0,036	1,125	0	1	0	1	0,551	21,946	-0,067	56
217	MTLA	2022	0,170	1,497	1	1	1	1	0,544	22,631	0,060	58
218	MYOH	2022	-0,193	-0,316	0	1	0	0	0,441	21,704	0,084	51
219	MYOR	2022	-0,448	-0,282	1	1	0	11	0,603	23,827	0,092	47
220	MYTX	2022	-0,412	-0,574	0	1	0	0	0,559	22,099	-0,005	32
221	NASA	2022	1,178	2,686	0	0	0	5	0,625	20,845	0,000	52
222	NATO	2022	0,075	0,247	0	0	0	4	0,603	20,503	-0,002	57
223	NFCX	2022	-1,092	-1,187	0	1	0	3	0,574	21,344	0,012	34
224	NIRO	2022	0,366	1,177	0	0	1	0	0,603	23,283	-0,014	48
225	NRCA	2022	-0,128	-0,408	1	0	0	9	0,603	21,621	0,033	63
226	OASA	2022	-0,878	-1,240	1	0	1	1	0,551	19,498	0,020	54
227	OKAS	2022	-1,855	-3,581	0	1	0	4	0,632	21,754	0,041	52
228	OMRE	2022	-1,119	-1,045	0	1	1	4	0,493	22,107	-0,058	66
229	PANR	2022	-0,040	0,515	1	1	0	3	0,434	21,151	0,008	58
230	PBID	2022	0,500	1,642	1	1	0	5	0,772	21,835	0,121	63
231	PBRX	2022	-0,981	-2,671	0	1	0	1	0,794	23,157	0,005	52
232	PBSA	2022	-0,543	-0,601	0	0	0	4	0,478	20,570	0,164	57
233	PCAR	2022	-0,253	-0,306	0	0	0	5	0,485	18,448	0,047	51
234	PGAS	2022	-0,252	-0,291	0	0	1	1	0,926	25,452	0,044	52
235	PGLI	2022	-0,705	-0,711	1	1	1	9	0,478	18,523	0,062	39
236	PLIN	2022	-0,231	-0,559	0	0	0	24	0,625	23,239	0,046	69
237	PNSE	2022	0,520	0,992	1	0	0	2	0,419	19,736	-0,027	64
238	POLU	2022	-0,358	-0,405	1	0	0	1	0,551	19,159	-0,030	58
239	POWR	2022	0,350	0,356	1	1	1	1	0,801	23,788	0,053	58
240	PPRE	2022	0,005	-0,020	1	1	1	2	0,610	22,750	0,014	53
241	PPRO	2022	-0,276	-0,293	0	0	1	0	0,728	23,806	0,001	46
242	PRDA	2022	0,105	0,126	0	1	1	1	0,772	21,705	0,138	61
243	PRIM	2022	-0,491	-1,459	0	1	1	5	0,522	20,757	0,020	36
244	PSKT	2022	-0,996	-2,329	0	1	1	2	0,625	19,833	-0,018	52
245	PSSI	2022	-0,615	-0,829	1	1	1	0	0,654	21,761	0,248	50
246	PTBA	2022	0,294	0,962	0	1	1	1	0,949	24,538	0,309	58
247	PTPP	2022	-0,297	-0,611	1	0	1	2	0,816	24,777	0,005	55
248	PTRO	2022	-0,492	-0,727	0	1	0	0	0,765	22,962	0,073	47
249	PTSN	2022	0,034	0,669	1	0	0	0	0,610	21,566	0,062	60
250	PUDP	2022	0,294	0,497	1	1	1	2	0,485	20,295	0,488	60
251	PYFA	2022	0,273	0,358	0	0	0	2	0,596	21,142	0,237	60
252	RAJA	2022	-0,982	-0,903	0	1	1	2	0,544	22,134	0,035	53
253	RANC	2022	0,283	1,003	1	0	0	0	0,603	21,027	-0,058	58
254	RBMS	2022	0,118	0,417	0	0	0	0	0,353	20,391	-0,053	44
255	RDTX	2022	-0,683	-1,092	1	0	0	2	0,434	21,943	0,083	70
256	RICY	2022	-0,933	-2,061	1	0	0	12	0,529	21,218	-0,039	46

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
257	RIGS	2022	-1,020	-2,236	0	0	0	1	0,434	20,290	0,056	36
258	RISE	2022	-0,526	-0,720	1	1	0	4	0,654	21,721	0,014	40
259	RODA	2022	-0,481	-0,328	0	0	0	1	0,507	21,989	-0,010	64
260	ROTI	2022	-0,299	-0,849	0	0	0	2	0,750	22,142	0,104	67
261	RUIS	2022	-0,673	-1,269	0	1	1	2	0,647	20,960	0,016	54
262	SAFE	2022	-0,317	-0,122	0	0	0	1	0,375	19,417	0,036	56
263	SAME	2022	-0,080	-0,289	0	1	1	0	0,699	22,360	0,001	64
264	SATU	2022	0,597	2,940	1	0	0	0	0,551	19,288	-0,033	48
265	SCCO	2022	0,322	0,973	1	0	1	5	0,426	22,358	0,022	49
266	SCMA	2022	-0,165	0,021	1	1	1	1	0,735	23,117	0,081	55
267	SDMU	2022	-1,495	-1,574	1	0	0	0	0,522	18,841	0,019	64
268	SDPC	2022	-1,562	-2,331	0	0	0	2	0,676	21,061	0,019	53
269	SGRO	2022	-0,092	0,038	0	0	0	0	0,853	23,050	0,105	51
270	SHID	2022	-1,120	-1,268	0	1	1	4	0,515	20,989	-0,024	58
271	SHIP	2022	-0,505	-0,234	0	0	0	2	0,551	22,509	0,054	56
272	SIDO	2022	0,448	1,788	0	1	0	0	0,772	22,130	0,271	67
273	SILO	2022	-0,208	0,089	0	0	1	1	0,610	22,992	0,073	65
274	SIPD	2022	-1,004	-1,170	0	1	0	0	0,559	21,823	-0,075	55
275	SKBM	2022	-0,134	-0,165	1	0	0	29	0,596	21,437	0,043	63
276	SKLT	2022	0,378	1,391	0	0	0	0	0,662	20,756	0,078	44
277	SMAR	2022	-0,838	-2,284	0	1	1	0	0,676	24,475	0,133	58
278	SMBR	2022	0,109	0,004	0	0	1	0	0,772	22,380	0,015	51
279	SMCB	2022	-0,340	-1,319	0	1	1	0	0,735	23,786	0,039	57
280	SMDR	2022	-0,732	-0,622	1	1	1	2	0,610	23,622	0,215	42
281	SMGR	2022	0,050	0,076	0	1	1	1	0,809	25,142	0,029	52
282	SMMT	2022	-0,581	-0,410	0	1	0	0	0,596	20,891	0,324	57
283	SMRA	2022	-0,661	-0,820	0	0	0	2	0,794	24,071	0,023	64
284	SMSM	2022	-0,280	-0,165	1	1	0	39	0,603	22,200	0,206	58
285	SOCI	2022	0,310	0,738	1	1	0	1	0,537	23,023	0,010	64
286	SOSS	2022	-0,840	-1,067	0	1	0	2	0,625	19,660	0,072	72
287	SOTS	2022	-0,185	-0,075	1	0	0	1	0,522	19,819	-0,040	28
288	SQMI	2022	-0,852	-1,022	0	0	0	3	0,419	19,981	-0,068	54
289	SRAJ	2022	-1,859	-2,912	0	1	1	10	0,721	22,472	-0,008	46
290	SSMS	2022	-0,185	-0,028	0	0	0	0	0,890	23,134	0,147	55
291	STTP	2022	-0,126	0,017	1	0	0	0	0,419	22,247	0,147	50
292	SULI	2022	-0,723	-0,204	1	1	0	0	0,500	20,691	0,200	58
293	SUPR	2022	-2,234	-2,872	0	0	0	1	0,699	22,985	0,088	52
294	SURE	2022	-0,163	-0,397	0	0	1	11	0,537	20,684	-0,068	58
295	TALF	2022	-0,047	0,273	0	1	0	25	0,654	21,310	0,025	79
296	TBIG	2022	0,122	0,309	1	0	0	2	0,684	24,488	0,039	59
297	TBLA	2022	0,312	0,956	1	0	0	2	0,456	23,888	0,036	75
298	TCID	2022	-0,304	-0,446	0	0	0	0	0,581	21,591	0,008	64
299	TCPI	2022	0,680	2,026	0	1	1	0	0,566	21,756	0,038	57
300	TEBE	2022	-0,556	-1,171	0	1	0	3	0,772	20,988	0,284	61
301	TGKA	2022	-0,129	0,542	0	0	1	2	0,537	22,154	0,126	56
302	TGRA	2022	0,088	0,205	1	0	0	5	0,456	19,991	0,013	63
303	TINS	2022	-0,123	0,575	0	0	1	1	0,912	23,293	0,075	53
304	TIRA	2022	-0,206	-0,085	0	0	1	0	0,662	19,677	0,006	66
305	TKIM	2022	-0,166	-0,174	0	0	1	5	0,618	24,744	0,138	54
306	TLKM	2022	0,121	-0,231	1	0	0	3	0,669	26,341	0,075	59
307	TMAS	2022	-0,854	-0,933	1	1	1	1	0,551	22,206	0,323	47
308	TMPO	2022	-0,495	-0,683	0	0	0	1	0,404	19,756	-0,009	52
309	TOBA	2022	-0,529	-0,611	1	1	1	1	0,779	23,373	0,066	46
310	TOWR	2022	-0,638	-0,866	0	1	1	1	0,941	24,907	0,052	58
311	TPIA	2022	-0,419	-0,524	1	1	0	1	0,926	25,074	-0,030	48
312	TPMA	2022	-0,455	-0,180	0	0	0	0	0,441	21,248	0,138	55
313	TRIS	2022	-0,978	-1,429	0	1	1	0	0,625	20,887	0,031	58
314	TRST	2022	-1,002	-0,768	0	0	0	14	0,551	22,477	0,026	67
315	TRUK	2022	-0,548	-1,101	1	0	0	4	0,485	18,076	-0,058	64
316	TSPC	2022	-0,618	-0,905	0	0	1	1	0,463	23,151	0,096	52
317	ULTJ	2022	-0,054	0,281	1	1	0	3	0,603	22,722	0,130	82
318	UNIC	2022	-0,008	0,361	0	1	0	1	0,551	22,332	0,126	72
319	UNSP	2022	0,055	0,811	0	0	1	5	0,684	22,236	0,034	61
320	UNTR	2022	0,215	0,314	0	1	1	1	0,721	25,668	0,166	60
321	URBN	2022	-0,423	-0,913	0	0	0	2	0,603	22,175	0,003	55

No	Kode	Tahun	DUVOL	NCSKEW	OWN	DUAL	PRES	EXPR	CSR	SIZE	ROA	CAGE
322	VOKS	2022	-0,094	-0,173	1	1	0	0	0,463	21,704	-0,197	40
323	WEGE	2022	0,109	0,301	0	0	0	0	0,706	22,414	0,040	61
324	WICO	2022	-0,422	-0,501	0	0	0	0	0,493	19,894	-0,263	45
325	WIIM	2022	-0,722	-1,087	1	0	1	0	0,699	21,497	0,123	50
326	WIKA	2022	-0,190	-0,172	1	0	1	2	0,816	25,042	-0,001	50
327	WINS	2022	-0,952	-1,463	1	1	0	2	0,728	21,815	0,006	57
328	WOOD	2022	0,262	0,838	1	1	0	5	0,515	22,663	0,026	60
329	ZBRA	2022	-0,960	-2,656	1	0	1	1	0,426	21,873	-0,037	58



Lampiran 7

Daftar Perusahaan Kategori *High profile* Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
1	AALI	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
2	ABMM	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
3	ACST	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
4	ADES	Barang konsumen primer	Minuman ringan	<i>High profile</i>
5	ADHI	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
6	ADMG	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
7	ADRO	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
8	AGII	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
9	AISA	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
10	AKRA	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
11	AKSI	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
12	ALDO	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
13	ALKA	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
14	ALMI	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
15	AMIN	Perindustrian	Mesin dan komponen perindustrian	<i>High profile</i>
16	ANJT	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
17	ANTM	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
18	APEX	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
19	APII	Perindustrian	Mesin	<i>High profile</i>
20	APLI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
21	ARII	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
22	ASII	Perindustrian	Perusahaan holding multi-sektor	<i>High profile</i>
23	ASSA	Transportasi dan logistik	Pengangkutan darat penumpang	<i>High profile</i>
24	AUTO	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
25	BALI	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
26	BBRM	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
27	BHIT	Perindustrian	Perusahaan holding multi-sektor	<i>High profile</i>
28	BIPI	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
29	BIRD	Transportasi dan logistik	Pengangkutan darat penumpang	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
30	BISI	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
31	BMSR	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
32	BNBR	Perindustrian	Perusahaan holding multi-sektor	<i>High profile</i>
33	BOLT	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
34	BRAM	Barang konsumen non primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
35	BRMS	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
36	BRNA	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
37	BRPT	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
38	BSSR	Barang baku	Batu bara	<i>High profile</i>
39	BTEK	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
40	BUKK	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
41	BULL	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
42	BUMI	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
43	BWPT	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
44	BYAN	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
45	CASS	Infrastruktur	Operator infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
46	CEKA	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
47	CENT	Infrastruktur	Jasa telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
48	CITA	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
49	CLEO	Barang konsumen primer	Minuman ringan	<i>High profile</i>
50	CLPI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
51	CMNP	Infrastruktur	Operator infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
52	CMPP	Transportasi dan logistik	Maskapai penerbangan	<i>High profile</i>
53	CPIN	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
54	CPRO	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
55	CTBN	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
56				
57	DEWA	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
58	DGIK	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
59	DKFT	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
60	DLTA	Barang konsumen primer	Minuman keras	<i>High profile</i>
61	DPNS	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
62	DSFI	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
63	DSNG	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
64	DSSA	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
65	DWGL	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
66	EKAD	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
67	ELSA	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
68	ENRG	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
69	ESSA	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
70	ETWA	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
71	EXCL	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
72	FASW	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
73	FIRE	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
74	FISH	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
75	FOOD	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
76	FPNI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
77	FREN	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
78	GEMS	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
79	GGRM	Barang konsumen primer	Rokok	<i>High profile</i>
80	GHON	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
81	GIAA	Transportasi dan logistik	Maskapai penerbangan	<i>High profile</i>
82	GMFI	Infrastruktur	Infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
83	GOLD	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
84	GOOD	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
85	GZCO	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
86	HELI	Transportasi dan logistik	Maskapai penerbangan	<i>High profile</i>
87	HITS	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
88	HOKI	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
89	HRUM	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
90	IATA	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
91	ICBP	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
92	IDPR	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
93	IGAR	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
94	INAI	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
95	INCI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
96	INCO	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
97	INDF	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
98	INDS	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
99	INDY	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
100	INKP	Barang baku	Perhutanan dan kertas	<i>High profile</i>
101	INPS	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
102	INTA	Perindustrian	Mesin	<i>High profile</i>
103	INTP	Barang baku	Material konstruksi	<i>High profile</i>
104	IPCM	Infrastruktur	Infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
105	IPOL	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
106	ISSP	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
107	ITMA	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
108	ITMG	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
109	JAWA	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
110	JECC	Perindustrian	Kelistrikan	<i>High profile</i>
111	JKON	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
112	JPFA	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
113	JSMR	Infrastruktur	Operator infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
114	KARW	Infrastruktur	Operator infrastruktur transportasi	<i>High profile</i>
115	KBLI	Perindustrian	Kelistrikan	<i>High profile</i>
116	KBLM	Perindustrian	Kelistrikan	<i>High profile</i>
117	KBLV	Infrastruktur	Telekomunikasi kabel	<i>High profile</i>
118	KDSI	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
119	KKGI	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
120	KMTR	Barang baku	Perhutanan dan kertas	<i>High profile</i>
121	KOBX	Perindustrian	Mesin	<i>High profile</i>
122	KOPI	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
123	KRAS	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
124	LEAD	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
125	LINK	Infrastruktur	Telekomunikasi kabel	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
126	LPIN	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
127	LSIP	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
128	LTLS	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
129	MAIN	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
130	MARK	Perindustrian	Mesin	<i>High profile</i>
131	MASA	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
132	MBAP	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
133	MBSS	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
134	MDKA	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
135	MDKI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
136	MEDC	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
137	MITI	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
138	MLBI	Barang konsumen primer	Minuman keras	<i>High profile</i>
139	MOLI	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
140	MYOH	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
141	MYOR	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
142	NRCA	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
143	OASA	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
144	OKAS	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
145	PBID	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
146	PBSA	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
147	PGAS	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
148	POWR	Infrastruktur	Utilitas listrik	<i>High profile</i>
149	PPRE	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
150	PSSI	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
151	PTBA	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
152	PTPP	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
153	PTRO	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
154	RAJA	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
155	RIGS	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
156	ROTI	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
157	RUIS	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
158	SAFE	Transportasi dan logistik	Pengangkutan darat penumpang	<i>High profile</i>
159	SCCO	Perindustrian	Kelistrikan	<i>High profile</i>
160	SDMU	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
161	SGRO	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
162	SHIP	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
163	SIPD	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
164	SKBM	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
165	SKLT	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
166	SMAR	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
167	SMBR	Barang baku	Material konstruksi	<i>High profile</i>
168	SMCB	Barang baku	Material konstruksi	<i>High profile</i>
169	SMDR	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
170	SMGR	Barang baku	Material konstruksi	<i>High profile</i>
171	SMMT	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
172	SMSM	Barang konsumen non-primer	Komponen otomotif	<i>High profile</i>
173	SOCI	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
174	SQMI	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
175	SSIA	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
176	SSMS	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
177	STTP	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
178	SULI	Barang baku	Perhutanan dan kertas	<i>High profile</i>
179	SUPR	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
180	SURE	Energi	Minyak dan gas	<i>High profile</i>
181	TALF	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
182	TAMU	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
183	TAXI	Transportasi dan logistik	Pengangkutan darat penumpang	<i>High profile</i>
184	TBIG	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
185	TBLA	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
186	TCPI	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
187	TEBE	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
188	TGKA	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
189	TGRA	Infrastruktur	Utilitas listrik	<i>High profile</i>
190	TINS	Barang baku	Logam dan mineral	<i>High profile</i>
191	TKIM	Barang baku	Perhutanan dan kertas	<i>High profile</i>
192	TLKM	Infrastruktur	Telekomunikasi terintegrasi	<i>High profile</i>
193	TMAS	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
194	TOBA	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
195	TOWR	Infrastruktur	Telekomunikasi nirkabel	<i>High profile</i>
196	TPIA	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
197	TPMA	Energi	Batu bara	<i>High profile</i>
198	TRST	Barang baku	Wadah dan kemasan	<i>High profile</i>
199	TRUK	Transportasi dan logistik	Logistik dan pengantaran	<i>High profile</i>
200	ULTJ	Barang konsumen primer	Makanan olahan	<i>High profile</i>
201	UNIC	Barang baku	Barang kimia	<i>High profile</i>
202	UNSP	Barang konsumen primer	Produk makanan pertanian	<i>High profile</i>
203	UNTR	Perindustrian	Mesin	<i>High profile</i>
204	VOKS	Perindustrian	Kelistrikan	<i>High profile</i>
205	WEGE	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
206	WIIM	Barang konsumen primer	Rokok	<i>High profile</i>
207	WIKA	Infrastruktur	Konstruksi bangunan	<i>High profile</i>
208	WINS	Energi	Pendukung minyak, gas, dan batu bara	<i>High profile</i>
209	WTON	Barang baku	Material konstruksi	<i>High profile</i>
210	ZBRA	Perindustrian	Perusahaan holding multi sektor	<i>High profile</i>

Lampiran 8

Daftar Perusahaan Kategori *Low Profile* Berdasarkan Sektor dan Jenis Industri

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
1	ACES	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (barang rumah tangga)	<i>Low profile</i>
2	AKKU	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
3	AMFG	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
4	AMRT	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
5	APLN	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
6	ARNA	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
7	ARTA	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
8	ASGR	Perindustrian	Jasa komersial	<i>Low profile</i>
9	ASRI	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
10	ATIC	Teknologi	Jasa dan konsultan teknologi informasi	<i>Low profile</i>
11	BAPA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
12	BATA	Barang konsumen-non primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
13	BAYU	Barang konsumen-non primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
14	BELL	Barang konsumen-non primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
15	BEST	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
16	BIKA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
17	BIPP	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
18	BKSL	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
19	BLTZ	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
20	BMTR	Barang konsumen non-primer	Media (periklanan)	<i>Low profile</i>
21	BOGA	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (otomotif)	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
22	BSDE	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
23	BUVA	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
24	CARS	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (otomotif)	<i>Low profile</i>
25	CINT	Barang konsumen non-primer	Barang rumah tangga	<i>Low profile</i>
26	CITY	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
27	CSIS	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
28	CTRA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
29	CTTH	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
30	DART	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
31	DIGI	Barang konsumen non-primer	Media (penerbitan)	<i>Low profile</i>
32	DILD	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
33	DIVA	Teknologi	Aplikasi dan jasa internet	<i>Low profile</i>
34	DMAS	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
35	DUTI	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
36	DVLA	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
37	DYAN	Perindustrian	Jasa komersial	<i>Low profile</i>
38	ECII	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (elektronik)	<i>Low profile</i>
39	EMDE	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
40	EMTK	Teknologi	Perangkat lunak dan jasa teknologi informasi	<i>Low profile</i>
41	EPMT	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
42	ERAA	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (elektronik)	<i>Low profile</i>
43	ERTX	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
44	FILM	Barang konsumen non-primer	Hiburan dan film	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
45	FORU	Barang konsumen non-primer	Media (periklanan)	<i>Low profile</i>
46	GEMA	Barang konsumen non-primer	Barang rumah tangga	<i>Low profile</i>
47	GLOB	Barang konsumen non-primer	Ritel elektronik	<i>Low profile</i>
48	GMTD	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
49	GPRA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
50	GWSA	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
51	HEAL	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
52	HERO	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
53	HRME	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
54	HRTA	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
55	ICON	Perindustrian	Jasa komersial	<i>Low profile</i>
56	IKAI	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
57	IMAS	Barang konsumen non-primer	Ritel otomotif	<i>Low profile</i>
58	IMPC	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
59	INAF	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
60	INDR	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
61	INDX	Perindustrian	Jasa profesional (penelitian dan konsultasi)	<i>Low profile</i>
62	INPP	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
63	JIHD	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
64	JRPT	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
65	JSPT	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
66	JTPE	Perindustrian	Jasa komersial	<i>Low profile</i>
67	KAEF	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
68	KIAS	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
69	KIJA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
70	KINO	Barang konsumen primer	Produk perawatan tubuh	<i>Low profile</i>
71	KLBF	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
72	KOIN	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
73	KPIG	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
74	LION	Perindustrian	Jasa komersial (peralatan kantor)	<i>Low profile</i>
75	LPCK	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
76	LPKR	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
77	LPLI	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
78	LPPF	Barang konsumen non-primer	Perdagangan ritel	<i>Low profile</i>
79	LUCK	Teknologi	Perangkat komputer	<i>Low profile</i>
80	MAPA	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (pakaian dan tekstil)	<i>Low profile</i>
81	MAPB	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi (rumah makan)	<i>Low profile</i>
82	MAPI	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (pakaian dan tekstil)	<i>Low profile</i>
83	MARI	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran)	<i>Low profile</i>
84	MBTO	Barang konsumen primer	Produk perawatan tubuh	<i>Low profile</i>
85	MDIA	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran)	<i>Low profile</i>
86	MDLN	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
87	MICE	Barang konsumen non-primer	Barang rumah tangga	<i>Low profile</i>
88	MIDI	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
89	MIKA	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
90	MINA	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
91	MKNT	Barang konsumen non-primer	Distributor barang konsumen	<i>Low profile</i>
92	MKPI	Properti dan real estat	Pengembang real estat	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
93	MLIA	Perindustrian	Produk dan perlengkapan bangunan	<i>Low profile</i>
94	MLPL	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
95	MLPT	Teknologi	Jasa dan konsultasi teknologi informasi	<i>Low profile</i>
96	MMLP	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
97	MNCN	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran)	<i>Low profile</i>
98	MPMX	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (otomotif)	<i>Low profile</i>
99	MPPA	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
100	MPRO	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
101	MRAT	Barang konsumen primer	Produk perawatan tubuh	<i>Low profile</i>
102	MSIN	Barang konsumen non-primer	Hiburan dan film	<i>Low profile</i>
103	MSKY	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran berbayar)	<i>Low profile</i>
104	MTLA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
105	MYTX	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
106	NASA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
107	NATO	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
108	NFCX	Teknologi	Aplikasi dan jasa internet	<i>Low profile</i>
109	NIRO	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
110	OMRE	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
111	PANR	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
112	PBRX	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
113	PCAR	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
114	PGLI	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
115	PJAA	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
116	PLIN	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
117	PNSE	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
118	POLU	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
119	PPRO	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
120	PRDA	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
121	PRIM	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
122	PSKT	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
123	PTSN	Teknologi	Peralatan jaringan	<i>Low profile</i>
124	PUDP	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
125	PYFA	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
126	RANC	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
127	RBMS	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
128	RDTX	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
129	RICY	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
130	RISE	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
131	RODA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
132	SAME	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
133	SATU	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
134	SCMA	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran)	<i>Low profile</i>
135	SDPC	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
136	SHID	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
137	SIDO	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
138	SILO	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
139	SMRA	Properti dan real estat	Pengembang dan operator real estat	<i>Low profile</i>

No	Kode	Sektor	Jenis Industri	Kategori
140	SOSS	Perindustrian	Jasa profesional (personalia)	<i>Low profile</i>
141	SOTS	Barang konsumen non-primer	Pariwisata dan rekreasi	<i>Low profile</i>
142	SRAJ	Kesehatan	Penyedia jasa kesehatan	<i>Low profile</i>
143	TARA	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
144	TCID	Barang konsumen primer	Produk perawatan tubuh	<i>Low profile</i>
145	TIRA	Perindustrian	Perdagangan aneka barang perindustrian	<i>Low profile</i>
146	TMPO	Barang konsumen non-primer	Media (penerbitan)	<i>Low profile</i>
147	TRIS	Barang konsumen non-primer	Pakaian dan barang mewah	<i>Low profile</i>
148	TSPC	Kesehatan	Farmasi	<i>Low profile</i>
149	URBN	Properti dan real estat	Pengelola dan pengembang real estat	<i>Low profile</i>
150	VIVA	Barang konsumen non-primer	Media (penyiaran)	<i>Low profile</i>
151	WICO	Barang konsumen primer	Perdagangan ritel barang primer	<i>Low profile</i>
152	WOOD	Barang konsumen non-primer	Barang rumah tangga	<i>Low profile</i>
153	ZONE	Barang konsumen non-primer	Ritel khusus (pakaian dan tekstil)	<i>Low profile</i>

Lampiran 9 Hasil Analisis Data

Lampiran 9.1 Uji Chow

```
F( 4, 1611) = 0.52
Prob > F = 0.7174
```

Lampiran 9.2 Uji Hausman

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(12) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 0.97
Prob>chi2 = 1.0000
```

Lampiran 9.3 Uji Lagrange Multiplier (Uji LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$\ln Y[\text{TAHUN}, t] = Xb + u[\text{TAHUN}] + e[\text{TAHUN}, t]$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
lnY	1.432045	1.196681
e	1.396927	1.181917
u	4.23e-08	.0002057

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 0.83
Prob > chibar2 = 0.1817
```

Lampiran 9.4 Uji Heteroskedastisitas

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of lnY

```
chi2(1) = 2.10
Prob > chi2 = 0.1470
```

VIF	1/VIF
1.41	0.708966
1.28	0.778581
1.10	0.908184
1.07	0.936263
1.07	0.937828
1.07	0.938894
1.06	0.941568
1.06	0.946741
1.04	0.958652
1.04	0.960195
1.03	0.969878
1.02	0.975820

VIF	1/VIF
1.41	0.708966
1.28	0.778581
1.10	0.908184
1.07	0.936263
1.07	0.937828
1.07	0.938894
1.06	0.941568
1.06	0.946741
1.04	0.958652
1.04	0.960195
1.03	0.969878
1.02	0.975820

VIF	1/VIF
1.41	0.708966
1.28	0.778581
1.10	0.908184
1.07	0.936263
1.07	0.937828
1.07	0.938894
1.06	0.941568
1.06	0.946741
1.04	0.958652
1.04	0.960195
1.03	0.969878
1.02	0.975820

VIF	1/VIF
1.41	0.708966
1.28	0.778581
1.10	0.908184
1.07	0.936263
1.07	0.937828
1.07	0.938894
1.06	0.941568
1.06	0.946741
1.04	0.958652
1.04	0.960195
1.03	0.969878
1.02	0.975820

VIF	1/VIF
1.41	0.708966
1.28	0.778581
1.10	0.908184
1.07	0.936263
1.07	0.937828
1.07	0.938894
1.06	0.941568
1.06	0.946741
1.04	0.958652
1.04	0.960195
1.03	0.969878
1.02	0.975820

Lampiran 9.7 Uji Regresi Dasar *Common Effect Model* (CEM)

. reg Y X1 X2 X3 X4 C1 C2 C3

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,628
Model	52.9215798	7	7.56022568	F(7, 1620)	=	5.38
Residual	2277.01631	1,620	1.40556562	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0227
				Adj R-squared	=	0.0185
Total	2329.93789	1,627	1.43204541	Root MSE	=	1.1856

Y	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
X1	.170153	.0618244	2.75	0.006	.0488888	.2914171
X2	.1228334	.0609818	2.01	0.044	.0032219	.2424449
X3	-.2192361	.0612113	-3.58	0.000	-.3392978	-.0991744
X4	-.020765	.0052702	-3.94	0.000	-.0311021	-.0104278
C1	-.0102317	.0186634	-0.55	0.584	-.0468387	.0263752
C2	.0712992	.1138417	0.63	0.531	-.1519933	.2945917
C3	.0027048	.0032541	0.83	0.406	-.0036779	.0090875
_cons	.110087	.4224955	0.26	0.794	-.7186081	.9387822

Lampiran 9.8 Uji Regresi Moderasi *Common Effect Model* (CEM)

. reg Y X1 X2 X3 X4 M C1 C2 C3 MX1 MX2 MX3 MX4

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,628
Model	76.5551215	12	6.37959346	F(12, 1615)	=	4.57
Residual	2253.38277	1,615	1.39528345	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0329
				Adj R-squared	=	0.0257
Total	2329.93789	1,627	1.43204541	Root MSE	=	1.1812

Y	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
X1	.1690494	.0616221	2.74	0.006	.0481818	.2899171
X2	.1215668	.0608103	2.00	0.046	.0022914	.2408423
X3	-.2220139	.0614036	-3.62	0.000	-.3424531	-.1015748
X4	-.0209832	.0053262	-3.94	0.000	-.0314302	-.0105362
M	-.185384	.2354982	-2.02	0.043	-.3702695	.0004984
C1	-.0066072	.0207081	-0.32	0.750	-.0472249	.0340104
C2	.0791641	.113781	0.70	0.487	-.1440097	.3023379
C3	.0023506	.0032541	0.72	0.470	-.004032	.0087333
MX1	-1.335367	.436444	-3.06	0.002	-2.191423	-.4793105
MX2	-.9113859	.4246598	-2.15	0.032	-1.744328	-.0784437
MX3	-.3092339	.4284514	-0.72	0.471	-1.149613	.5311453
MX4	.0238617	.0395379	0.60	0.546	-.0536892	.1014127
_cons	.1533156	.4306839	0.36	0.722	-.6914424	.9980736

Lampiran 9.9 Uji Regresi Uji Kekokohan

```
. reg Y X1 X2 X3 X4 M C1 C2 C3 MX1 MX2 MX3 MX4
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,622
Model	155.551223	12	12.9626019	F(12, 1609)	=	8.61
Residual	2422.76486	1,609	1.50575815	Prob > F	=	0.0000
Total	2578.31608	1,621	1.5905713	R-squared	=	0.0603
				Adj R-squared	=	0.0533
				Root MSE	=	1.2271

Y	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
X1	.3788864	.0638823	5.93	0.000	.2535852	.5041877
X2	.1562325	.0632497	2.47	0.014	.032172	.280293
X3	-.2637217	.06355	-4.15	0.000	-.3883712	-.1390723
X4	-.0211085	.0050513	-4.18	0.000	-.0310163	-.0112006
M	-.4947132	.2423126	-2.04	0.041	-.9693621	-.0200643
C1	.0251699	.0215384	1.17	0.243	-.0170765	.0674162
C2	-.1742032	.118201	-1.47	0.141	-.4060473	.057641
C3	.002912	.0033606	0.87	0.386	-.0036795	.0095036
MX1	-1.096727	.4483923	-2.45	0.015	-1.976221	-.2172324
MX2	-1.029729	.439046	-2.35	0.019	-1.890891	-.1685669
MX3	.4070385	.4404758	0.92	0.356	-.4569282	1.271005
MX4	-.1147563	.0389653	-2.95	0.003	-.1911844	-.0383282
_cons	-.6272539	.4489359	-1.40	0.163	-1.507815	.2533067

Lampiran 9.10 Uji Beda Risiko Crash Harga Saham (DUVOL)

```
. ttest DUVOL, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	-.4074914	.0196469	.604281	-.446048	-.3689349
LP	682	-.3639487	.0239954	.6266426	-.4110625	-.3168349
combined	1,628	-.3892506	.0152158	.6139332	-.4190951	-.359406
diff		-.0435427	.0308303		-.104014	.0169286

diff = mean(HP) - mean(LP) t = -1.4123
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0790 Pr(|T| > |t|) = 0.1580 Pr(T > t) = 0.9210

Lampiran 9.11 Uji Beda Kekuasaan Kepemilikan (OWN)

```
. ttest OWN, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	.4059197	.0159745	.4913289	.3745701	.4372692
LP	682	.3372434	.0181165	.4731157	.3016724	.3728144
combined	1,628	.3771499	.0120159	.4848219	.3535817	.4007181
diff		.0686763	.024302		.0210098	.1163427

diff = mean(HP) - mean(LP) t = 2.8260
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9976 Pr(|T| > |t|) = 0.0048 Pr(T > t) = 0.0024

Lampiran 9. 12 Uji Beda Kekuasaan Struktural (DUAL)

```
. ttest DUAL, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	.5443975	.0162008	.4982884	.5126038	.5761911
LP	682	.5865103	.0188711	.4928205	.5494578	.6235627
combined	1,628	.5620393	.0123001	.4962886	.5379137	.5861649
diff		-.0421128	.0249159		-.0909834	.0067578

diff = mean(HP) - mean(LP) t = -1.6902
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.0456 Pr(|T| > |t|) = 0.0912 Pr(T > t) = 0.9544

Lampiran 9.13 Uji Beda Kekuasaan Prestise (PRES)

```
. ttest PRES, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	.3837209	.0158191	.4865485	.3526764	.4147655
LP	682	.4237537	.018936	.494515	.3865738	.4609335
combined	1,628	.4004914	.0121479	.4901486	.3766643	.4243185
diff		-.0400327	.0246092		-.0883018	.0082363

diff = mean(HP) - mean(LP) t = -1.6267
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.0520 Pr(|T| > |t|) = 0.1040 Pr(T > t) = 0.9480

Lampiran 9.14 Uji Beda Kekuasaan Keahlian (EXPR)

```
. ttest EXPR, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	3.140592	.2476876	7.618156	2.654511	3.626673
LP	682	3.334311	.3181677	8.30899	2.709603	3.959018
combined	1,628	3.221744	.1961159	7.912977	2.837078	3.606411
diff		-.1937189	.3975861		-.9735538	.586116

diff = mean(HP) - mean(LP) t = -0.4872
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.3131 Pr(|T| > |t|) = 0.6262 Pr(T > t) = 0.6869

Lampiran 9.15 Uji Beda Pengungkapan CSR (CSRD)

```
. ttest CSRD, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	.5184134	.0048935	.1505086	.5088101	.5280167
LP	682	.4767876	.0046853	.1223576	.4675882	.485987
combined	1,628	.5009756	.0034915	.1408751	.4941273	.5078238
diff		.0416259	.0070031		.0278899	.0553619

diff = mean(HP) - mean(LP) t = 5.9439
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Lampiran 9.16 Uji Beda Ukuran Perusahaan (SIZE)

```
. ttest SIZE, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	22.27285	.0556862	1.712748	22.16357	22.38213
LP	682	21.69802	.0602827	1.57429	21.57966	21.81639
combined	1,628	22.03204	.041632	1.679789	21.95039	22.1137
diff		.5748249	.0831944		.4116454	.7380043

diff = mean(HP) - mean(LP) t = 6.9094
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Lampiran 9.17 Uji Beda Profitabilitas (ROA)

```
. ttest ROA, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	.0373479	.0039563	.121683	.0295838	.0451119
LP	682	-.0101804	.0146894	.3836164	-.0390224	.0186617
combined	1,628	.0174374	.0065921	.2659822	.0045075	.0303674
diff		.0475282	.0133131		.0214155	.0736409

diff = mean(HP) - mean(LP) t = 3.5700
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.9998

Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.0004

Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 0.0002

Lampiran 9.18 Uji Beda Usia CEO (CAGE)

```
. ttest CAGE, by(GROUP)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
HP	946	55.38161	.2932916	9.020801	54.80603	55.95718
LP	682	55.09238	.3694207	9.64747	54.36703	55.81772
combined	1,628	55.26044	.2301611	9.286652	54.809	55.71189
diff		.2892314	.466585		-.6259397	1.204402

diff = mean(HP) - mean(LP) t = 0.6199
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1626

Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.7323

Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.5354

Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 0.2677

SURAT KETERANGAN HASIL TES KEMIRIPAN

No.: 2448/Ka.Div/10/Div.PP/XI/2025

Bismillaahirrahmaanirrahiim.

Assalamu'alaikum wr. wb.

Dengan ini menerangkan bahwa:

Nama : **Raja Resna Oktadini**
Nomor Mahasiswa : **20931010**
Dosen Pembimbing : **Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.**
Arief Rahman, S.E., S.I.P., M.Com., Ph.D.
Program Studi : **Doktor Ilmu Ekonomi**
Judul Karya Ilmiah : **Risiko *Crash* Harga Saham Perusahaan di Indonesia:
Peran Kekuasaan CEO dan Tanggung Jawab Sosial
Perusahaan**
Nomor Hp : **082381737445**

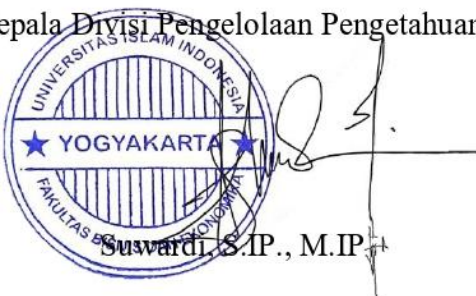
Karya ilmiah yang bersangkutan di atas telah melalui proses tes kemiripan (*similarity test*) menggunakan **Turnitin** dengan hasil **0% (nol persen)** sesuai aturan batas minimal dinyatakan lolos yang diberlakukan di Universitas Islam Indonesia yaitu sebesar 20% (dua puluh persen).

Demikian surat keterangan ini dibuat agar dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Wassalamu'alaikum wr. wb

Yogyakarta, 4 November 2025

Kepala Divisi Pengelolaan Pengetahuan,



Suswardi, S.I.P., M.IP