

Analisis Tata Kelola Perusahaan Pada Perusahaan *Sustainable & Responsible Investment (SRI)* Studi Empiris Perusahaan Besar di Indonesia

Eko Dwi Putra^α, Fajri Adrianto^β

Abstract

This study examines the effect of the SRI-KEHATI index on the rate of return, value, and corporate governance, evidence from Indonesia's top listed firms. Recent evidence shows that the SRI-KEHATI member companies have higher RoE, value, better governance, and capacity to grow better. We use the purposive sampling method and samples are listed firm in the SRI-KEHATI Index and outside the SRI-KEHATI index as a comparison, the total is 38 companies in the 2014-2018 period, 190 observations. We use Multivariate analysis to determine the effect of all variables involved. We show the significant effect of the SRI-KEHATI index from the rate of return (RoE), value (Tobin's Q), and corporate governance of SRI and NON-SRI firms. We find that the SRI label adds about 8.5 percentage points of ROE, and the SRI label adds about 1.5 percentage points of Tobin's Q. However, the NON-SRI has better corporate governance but not effective. Finally, we find that effective corporate governance in accordance with governance principles will increase profitability and firm value.

Keywords:

Effective Corporate governance; firm value; Rate of Return.

JEL Classification :

G3

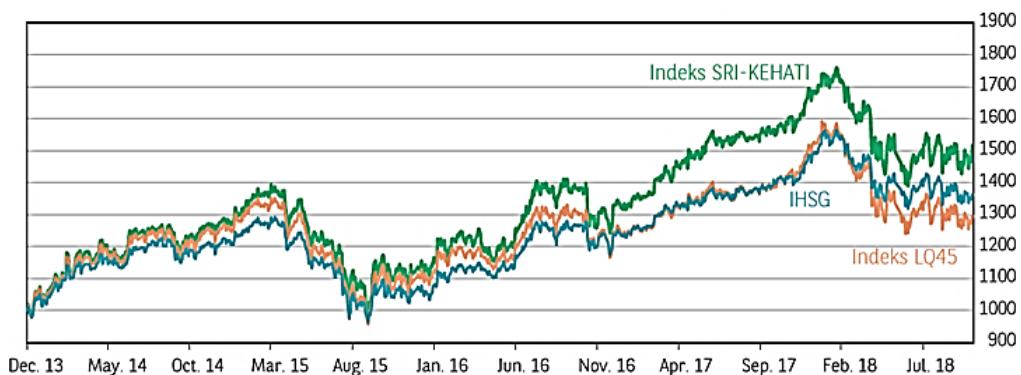
1. PENDAHULUAN

Penilaian kinerja perusahaan sangat menarik untuk dibahas, khususnya untuk mencari alat ukur terbaik. Hal ini karena aspek yang diukur sangat luas dan berasal dari berbagai sudut pandang berbeda. Awalnya, profitabilitas adalah sebuah satuan untuk mengukur kesuksesan sebuah perusahaan. Seiring perkembangan, kinerja perusahaan saat ini dapat diukur dari kemampuan dalam aspek finansial, besarnya kontribusi perusahaan terhadap kelestarian lingkungan, dan kesejahteraan masyarakat di sekitarnya. Perusahaan dapat dikatakan sukses jika memenuhi tiga aspek, yaitu *People, Planet, and Profit* (Elkington, 1998).

Hubungan timbal balik antara penilaian kinerja perusahaan dari sudut pandang ESG (*Environmental, Social, and Governance*) dengan keuntungan investasi sulit untuk dianalisis secara teoritis maupun empiris karena konsep ESG atau SRI (*Sustainable and Responsible Investment*) sangat multi dimensi. Kepercayaan dan dukungan serta legitimasi dari masyarakat atas peran sosial dan lingkungan yang telah dilakukan perusahaan dapat berdampak baik bagi kelangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang (Gray et al., 1995). Penilaian *environmental performance* sebuah perusahaan akan berpengaruh signifikan secara positif terhadap nilai perusahaan (Eccles et al., 2012). Oleh karena itu, perusahaan berlabel ESG/SRI lebih mampu untuk memperoleh tingkat pengembalian investasi (RoE) lebih tinggi dan terus bertumbuh dari waktu ke waktu secara berkelanjutan (Hassel, 2013). Di sisi lain, terdapat beberapa perusahaan dengan nilai ESG rendah namun mempunyai keuntungan investasi bagus. Hal ini berhubungan dengan keyakinan etis. Ada beberapa perusahaan yang memiliki kinerja finansial dan tata kelola yang baik di industri yang tidak termasuk ke dalam konsep ESG, salah satu contohnya perusahaan rokok. Bagi kelompok investor etis yang menganut nilai ESG cenderung memiliki perilaku untuk menjauhi perusahaan yang mengabaikan nilai ESG (Manescu, 2011).

Kecenderungan perilaku investor untuk memilih indeks investasi hijau dengan penerapan sistem tata kelola perusahaan yang baik berdampak pada kepercayaan terhadap perusahaan berlabel SRI dengan SRI-KEHATI. Sejak dibuka oleh BEI tahun 2009, indeks ini mempunyai kinerja konsisten dengan nilai rata-rata 10% di atas indeks lain seperti LQ45 dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal ini berarti bahwa investor lebih berminat dan percaya serta rela membayar premium untuk emiten yang tergabung di dalam konstituen.

GAMBAR-1: Kinerja Indeks SRI-KEHATI periode 2013-2018



Sumber: Bloomberg

Indeks SRI-KEHATI memiliki tren positif sejak akhir tahun 2013-2018 dan kinerjanya berada di atas IHSG dan Indeks LQ45. Kinerja Indeks SRI-KEHATI sepanjang tahun 2017-2018 naik sebesar 17,45%. Indeks ini termasuk dalam tiga besar indeks dengan kinerja terbaik di atas IHSG pada periode 2017-2018 dan khusus pada periode 2017 menjadi indeks dengan kinerja terbaik kedua. Bukti empiris sebagian besar membuktikan bahwa emiten yang "baik" akan memiliki nilai ESG yang tinggi. Hal ini berarti bahwa ESG berbanding lurus dengan

tingkat keuntungan investasi (Derwall et al., 2005; Statman dan Glushkov, 2009) dan rasio profitabilitas perusahaan (Hassel, 2013).

Perusahaan yang menerapkan konsep *good corporate governance* mendapatkan berbagai manfaat. Beberapa diantaranya yaitu menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tinggi (Gompers, 2001), profitabilitas, dan nilai perusahaan lebih baik oleh (Brown dan Taylor, 2004a, 2004b; Hassel, 2013). Penelitian ini mencoba mempelajari seberapa efektif konsep *good corporate governance* terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan yang telah diterapkan oleh perusahaan-perusahaan besar Indonesia yang terdaftar di BEI, dimana perusahaan-perusahaan tersebut pada umumnya sudah menganut konsep SRI.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Sudah banyak penelitian yang membahas mengenai konsep ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Namun demikian, perlu diingat bahwa untuk satu proksi ESG saja, seperti Governance, mempunyai cakupan yang sangat luas dan beragam hipotesis yang dihasilkan. Perlu pengujian lebih dalam dan lebih spesifik, bahkan perlakuan kualitas Governance di tiap negara/regional akan berbeda. Penelitian ini menjelaskan bagaimana ukuran kualitas *Corporate Governance* dan kinerja perusahaan secara lokal yakni di Indonesia, lebih spesifik antara perusahaan yang tergabung di dalam indeks SRI-KEHATI dengan NON-SRI di dalam satu sektor industri dan ukuran (aset) perusahaan yang sama.

a. Profitabilitas

Beberapa nilai tambah (*added value*) yang bisa diberikan oleh perusahaan besar yang menganut konsep ESG terbaik dan memimpin di pasar global ternyata lebih transparan dalam mengungkapkan struktur jajaran direksi, yakni cenderung memiliki struktur lebih gemuk dengan profitabilitas lebih baik dalam rasio RoE serta memiliki kapasitasitas pertumbuhan perusahaan yang baik (Hassel 2013). Perusahaan-perusahaan tersebut pada umumnya memiliki umur yang panjang, telah beroperasi selama lebih dari 18 tahun, memiliki kemampuan *sustainable* tinggi, pasarnya lebih berkembang, dan kinerja keuangan tumbuh secara signifikan. Perusahaan ESG yang memiliki *Environmental Perfomance* yang baik cenderung memiliki kinerja operasi bagus dihitung dari *Return on Assets* (Eccles et al. 2012).

Jika dikembangkan lagi dengan hasil penelitian lain, perusahaan dengan kemampuan *sustainable* tinggi mempunyai umur operasi lebih panjang, total aset yang besar, dan tentunya memiliki kemampuan pengelolaan hutang, dan pengawasan yang baik terhadap para eksekutifnya sehingga tingkat profitabilitas pun ikut naik. Hal ini sesuai dengan apa yang dinyatakan oleh Abor (2005) bahwa bahwa rasio *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Perusahaan yang memiliki pengaruh manajemen yang kuat dibanding pemegang saham mayoritas perusahaan akan kehilangan kontrol dan pengawasan terhadap manajemen itu sendiri. Akibatnya, terjadi penurunan kinerja keuangan (*profitability*) dan penjualan (*sales growth*), dan tingginya alokasi belanja modal, serta rasio *leverage* yang tinggi (Gompers, 2001; Jiraporn dan Gleason, 2007).

b. Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*)

Penelitian Jackling dan Johl (2009) menyebutkan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kenaikan harga saham perusahaan di pasar. Eccles et al. (2012) secara khusus menyebutkan bahwa perusahaan berkonsep ESG atau yang memiliki kemampuan *sustainable* tinggi serta peduli terhadap lingkungan secara signifikan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan nilai perusahaan di pasar (*Tobin's Q*). Hal ini diperkuat oleh penelitian Black dan Kim (2006) yang membahas lebih dalam tentang tata kelola perusahaan dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Jika dipetakan lebih spesifik, salah satu komponen *corporate governance* yang bisa mempengaruhi adalah jumlah

jajaran direksi (*board size*) perusahaan (Black dan Kim 2006). Secara terpisah, Hayat dan Kabir Hassan (2017) menyebutkan bahwa *leverage* ternyata bisa menggantikan *governance* sebagai mekanisme untuk mendisiplinkan para manajer perusahaan.

c. Corporate Governance Index

Berdasarkan beberapa penelitian mengenai perusahaan besar ESG/SRI dan Indeks Skor Tata Kelola selalu menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut memiliki profitabilitas dan nilai perusahaan lebih tinggi, seperti yang telah dinyatakan oleh Brown dan Caylor, (2004a, 2004b); Hassel (2013). Namun demikian, apakah nilai indeks yang telah diberikan tersebut sudah benar-benar mewakili penerapan tata kelola perusahaan, sesuai dengan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan sehingga bisa mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan? Di sini terdapat gap penelitian yang secara terpisah membahas efektivitas tata kelola perusahaan, seperti beberapa penelitian yang telah dilakukan oleh Buchwald dan Hottenrott (2015); Bennedsen et al. (2006); Fisman et al. (2005); dan Carter et al. (2010).

d. Corporate Governance

1) Majority Shareholder

Terdapat banyak perdebatan dan pertentangan mengenai proksi pemegang saham mayoritas ini. Salah satunya menurut Doidge et al. (2004) pemegang saham mayoritas di dalam suatu perusahaan dapat mengontrol sistem tata kelola sehingga mekanisme tidak berjalan maksimal. Bertolak belakang dengan apa yang dinyatakan oleh Gompers (2001) bahwa pada dasarnya suatu perusahaan harus memiliki satu pemegang saham mayoritas sebagai pengendali agar fungsi pengawasan terhadap manajemen bisa maksimal. Perusahaan yang lebih bisa mengendalikan dan mendominasi kekuatan manajemen lebih berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, terdapat dua pilihan. Pertama, mekanisme tata kelola perusahaan maksimal dan baik karena berkurangnya kekuatan pemegang saham terhadap manajemen. Kedua, pemegang saham mayoritas memegang kendali terhadap sistem dan mekanisme tata kelola perusahaan. Tata kelola yang baik ataukah tata kelola yang efektif?

2) Independent Commisioner and Director

Kontrol internal perusahaan tidak akan menjadi efektif karena tidak independennya dewan komisaris/direksi dari intervensi pemilik saham mayoritas (Lukviarman, 2006). Untuk itu, kehadiran komisaris independen dan jumlah jajaran direksi membawa dampak positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkatkan *value* perusahaan (Jackling dan Johl, 2009). *Effective governance* di sini belum terlalu spesifik dibahas, seperti berapa jumlah komisaris/direktur independen yang proporsional di dalam perusahaan. Namun demikian, Black dan Kim (2006) mencoba melengkapi apa yang sudah diteliti bahwa perusahaan yang mempunyai *Proportion of Board Independence* sebesar 50% secara kausal memiliki harga saham yang lebih tinggi di pasar yang sedang berkembang. Hal ini berarti bahwa pasar merespon positif pada perusahaan yang memiliki proporsi komisaris independen yang lebih besar. Penerapan tata kelola perusahaan harus sesuai dengan prinsip tata kelola perusahaan seperti yang telah diatur Asean Capital Markets Forum (2015) yang mengadopsi *The OECD Principles of Corporate Governance* dalam menilai tata kelola sebuah perusahaan.

3) Women on Board

Beberapa kasus menyebutkan bahwa diangkatnya seorang wanita di jajaran direksi/komisaris hanya sebagai formalitas (*tokenism*) saja dan kurang berpengaruh dalam diskusi/rapat direksi (Rhode dan Packel, 2010). Keanekaragaman gender harus dikelola dengan baik untuk meningkatkan kualitas pengambilan keputusan dan citra perusahaan karena kemampuan wanita dalam menjalankan fungsi kontrol dan pengawasan lebih dibutuhkan

perusahaan. Bahkan wanita dianggap memiliki ciri khas tersendiri dalam memimpin. Rata-rata direksi wanita lebih muda dan lebih sering hadir dalam rapat direksi dibanding direksi pria (Adams dan Ferreira, 2008). Dalam penelitian Erhardt dan Werbel (2003); Carter et al. (2010) lebih spesifik membahas mengenai jumlah wanita dalam Dewan Komisaris/Direksi berdampak pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan.

4) *Board Size, Duration, and Turnover*

Jumlah pergantian direksi (*Executive Turnover*) adalah sebuah indikator yang relevan untuk mengukur *effective governance* sebuah perusahaan dalam melihat direksi/manajer yang mempunyai kinerja di bawah standar (Buchwald dan Hottenrott, 2015). Namun demikian, perusahaan yang memiliki struktur jajaran direksi yang gemuk dan seringnya terjadi pergantian direksi akan membuat pasar merespon negatif dan harga saham perusahaan di pasar menjadi turun (Yermack, 1996). Mempertahankan direktur yang mempunyai kinerja di bawah standar akan berdampak langsung terhadap kinerja perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan *governance* lemah akan mempertahankan CEO yang dianggap bisa mewakili kepentingan mayoritas, dan menganggap *board turnover* yang tinggi akan menambah beban biaya perusahaan dan mengurangi nilai perusahaan (Fisman et al., 2014).

Di lain sisi, untuk menjaga keseimbangan di dalam tubuh organisasi agar tercapai kualitas kinerja yang efisien dan efektif maka jumlah direksi perusahaan harus lebih ramping. Struktur jajaran direksi yang terlalu gemuk akan menurunkan performa kinerja perusahaan, namun ketika mencapai keadaan proporsional dan efisien maka kinerja keuangan perusahaan akan meningkat (Jackling dan Johl, 2009). Pada penelitian Yermack (1996) dan Bennedsen et al. (2006) disebutkan bahwa perusahaan perlu menghitung jumlah proporsi struktur jajaran direksi yang efisien dalam sebuah perusahaan agar mencapai kinerja perusahaan yang lebih baik. Efek negatif akan terasa secara signifikan jika struktur direksi dalam suatu perusahaan berjumlah enam orang atau lebih.

3. METODE PENELITIAN

Sampel yang digunakan adalah data sekunder dari 19 perusahaan anggota Indeks SRI KEHATI periode 2014-2018. Data perusahaan pembanding yang digunakan yakni 19 perusahaan yang bukan bagian dari Indeks SRI-KEHATI namun masih berada dalam satu sektor industri. Selain itu, perusahaan pembanding diambil dari yang mempunyai aset total minimal 2 triliun rupiah dalam periode 2014-2018. Sebagai tambahan, perusahaan-perusahaan tersebut menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari periode 2014-2018 sesuai dengan data yang diperlukan dalam variabel penelitian. Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling method* berbentuk data panel. Berikut ini kriteria perusahaan ESG/SRI yang sudah lolos beberapa tahap screening Indeks SRI-KEHATI :

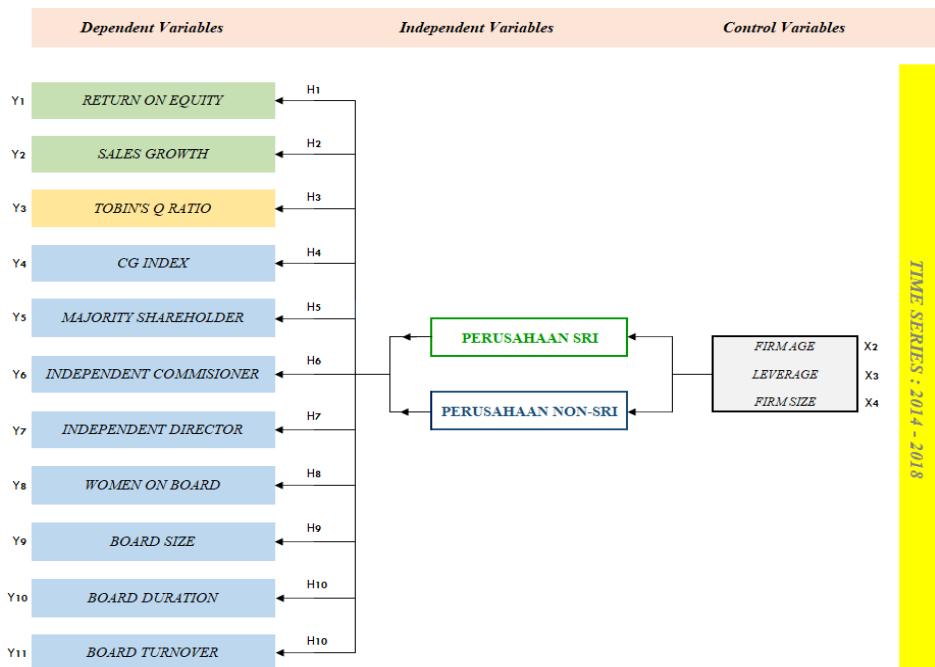
- a. Aspek Bisnis Inti (*Core Business*): perusahaan yang tidak termasuk ke dalam bisnis pestisida, nuklir, senjata, tembakau, alkohol, pornografi, perjudian, dan *Genetically Modified Organism (GMO)*.
- b. Aspek Finansial (*Financial*): perusahaan yang mempunyai kapitalisasi pasar lebih dari 1 triliun rupiah, total aset lebih dari 1 triliun rupiah, *free float rate* lebih dari 10%, dan rasio PE positif.
- c. Aspek Fundamental: perusahaan yang mempunyai penerapan tata kelola, lingkungan, keterlibatan masyarakat, perilaku bisnis, sumber daya manusia, dan hak asasi manusia yang baik.

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah multivariat statistik menggunakan Regresi OLS (*Ordinary Least Square*). Berikut bentuk model regresi penelitian:

$$DV_{i,t} = \alpha + \beta_1 SRI_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots \quad (1)$$

Dalam persamaan ini, $DV_{i,t}$ adalah *dependent variables*, antara lain mengukur ROE, Sales Growth (SG), Tobin's Q (Q), CG Index (CGI), Majority Shareholder (MS), *Independent Commisioner* (IC), *Independent Director* (ID), *Women on Board* (WOB), Board Size (BS), Board Duration (BD), Board Turnover (BTO) untuk perusahaan i pada waktu t mulai dari 2014-2018; α adalah sebuah intercept; β_1 adalah nilai perbedaan rata-rata dalam kualitas dependent variables antara perusahaan SRI dan NON-SRI setelah mengendalikan variabel lain (contohnya seperti pengaruh perusahaan berlabel Indeks SRI-KEHATI pada jumlah *Independent Commisioner*); SRI_i adalah independent variable luntuk perusahaan yang masuk ke dalam indeks SRI-KEHATI dan NONSRI untuk lainnya; β_2 adalah vektor dari tiga koefisien yang mewakili sensitivitas kualitas dari masing-masing dependent variables terhadap perubahan unit dalam 3 variabel kontrol (*firm's size, age, dan leverage*). Variabel kontrol ini ditunjukkan oleh $Controls_{i,t}$, artinya variabel kontrol pada perusahaan i pada waktu t ; ε adalah standar *eror* atau besarnya simpangan dari garis yang dibentuk dari persamaan regresi.

GAMBAR-2: Model Penelitian



Sumber: Penelitian terdahulu

Gambar 2 menunjukkan model penelitian yang digunakan. Penelitian ini menggunakan *independent variable* untuk melihat perbandingan antara dua perusahaan (SRI dan NON-SRI) dengan variabel kontrol dari beberapa faktor yang bisa mewakili konsep ESG *Investment* seperti Umur Perusahaan, Leverage, dan Total Aset. Ada tujuh *dependent variable* yang akan dipakai, antara lain: *Independent Commisioner*, *Return on Equity*, *Tobin's Q*, *Women on Board*, *Board Size*, *Board Duration*, dan *Board Turnover*. Tabel 1 menunjukkan semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Definisi dan deskripsi variabel-variabel tersebut berdasarkan hasil dari beberapa penelitian terdahulu. Berikut ini klasifikasi variabel penelitian.

TABEL-1: Definisi dan Deskripsi Variabel

Variabel	Definisi dan Deskripsi	Penelitian Sebelumnya
Tingkat Pengembalian Investasi		
<i>Return on Equity</i>	Percentase dari laba bersih/total ekuitas pemegang saham	Brown & Caylor (2004a), Eccles et al. (2012), Hassel (2013)
<i>Sales Growth</i>	$(\text{Total Penjualan}_t - \text{Total Penjualan}_{t-1}) / \text{Total Penjualan}_{t-1}$	Gompers (2001), Brown & Caylor (2004a, 2004b)
Nilai Perusahaan		
<i>Tobin's Q</i>	(Kapitalisasi pasar + nilai buku dari total hutang/nilai buku dari total aset	Brown & Caylor (2004a), Abor (2005), Black et al (2006), Jackling & Johl (2009), Carter et al (2010)
Tata Kelola Perusahaan		
Indeks CG Indonesia	Percentase penilaian tata kelola perusahaan yang dilakukan oleh IICG (The Indonesian Institute for Corporate Governance)	Brown & Caylor (2004a), Gompers (2001)
<i>Majority Shareholder</i>	Percentase kepemilikan saham <i>Top Shareholder</i>	Gompers (2001), Doidge et al. (2004), Jiraporn & Gleason (2007)
<i>Independent Commisioner</i>	Percentase dari Total Komisaris Independen	Jackling & Johl (2009), Black et al. (2006), Lukviarman (2004,2006)
<i>Independent Director</i>	Percentase dari Total Direktur Independen	Jackling & Johl (2009), Black et al. (2006)
<i>Women on Board</i>	Percentase dari Total Direksi wanita	Rhode & Packel (2014), Buchwald & Hottenrott (2014), Carter et al. (2010), Adams & Ferreira (2008), Erhardt & Werbel (2003)
<i>Board Size</i>	Jumlah jajaran Direksi	Yermack (1996), Brown & Caylor (2004b), Bennedsen et al. (2008), Jackling & Johl (2009)
<i>Board Duration</i>	Jumlah tahun seorang CEO bertahan dari jabatan CEO	Yermack (1996), Gompers (2001), Buchwald & Hottenrott (2014)
<i>Board Turnover</i>	Frekuensi pergantian CEO perusahaan selama lima tahun belakang	Yermack (1996), Bennedsen et al. (2008), Buchwald & Hottenrott (2014), Fisman et al. (2014)
ESG Criteria		
<i>SRI</i>	Variabel dependen yang menjelaskan perusahaan berlabel SRI-KEHATI atau bukan SRI. Sumber : IDX	Gray et al (1995), Elkington (1998), Doidge et al. (2004), Brown & Caylor (2004b), Derwall et al.(2005), Statman & Glushkov (2009), Lukviarman (2004,2006), Manescu (2011), Hassel (2013), Hayat & Hassan (2017)
Variabel Kontrol		
<i>Leverage</i>	Total hutang (jangka panjang + jangka pendek) / nilai harga pasar, Total asset. Nilai harga pasar total aset dihitung sebagai nilai buku hutang + nilai harga pasar dari ekuitas (<i>Market capitalization</i>)	Abor (2005), Black et al. (2006), Hayat & Hassan (2017)
<i>Firm Size (Total Assets)</i>	Total assets perusahaan (> 1 T IDR)	Hassel (2013), Abor (2005),

Firm Age	Tahun perusahaan didirikan	Hayat & Hassan (2017) Brown & Caylor (2004b), Eccles et al. (2012)
----------	----------------------------	--

Sumber: Penelitian Terdahulu

4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 berisi statistik deksriptif dan hasil analisis perbedaan antara perusahaan berlabel SRI dengan NON-SRI. Data yang digunakan sudah terdistribusi normal dengan menggunakan metode *Z-score* dan uji *Jarque-Bera*. Selain itu, data yang digunakan juga telah melalui beberapa tahap uji asumsi klasik, diantaranya uji multikolinieritas (VIF), heteroskedastisitas (uji Park, Glejser, dan Breusch-PG), dan autokorelasi (*Durbin-Watson test*). Panel A menunjukkan sebaran data penelitian dengan masing-masing proksi memiliki rataan ROE (0,128) dengan nilai perbedaan SRI (0,076) signifikansi 1%, SG (0,069) dengan nilai perbedaan SRI (0,013), dan rataan *Tobin's Q* (1,219) dengan nilai perbedaan SRI (0,142) signifikansi 1%. Di sisi lain, untuk proksi *corporate governance* dari kedua jenis perusahaan secara umum sama. Namun demikian, terdapat hal yang menarik untuk dianalisis, yakni ternyata banyak perusahaan yang tidak memiliki direksi wanita dalam jajaran direksi perusahaan. Hal ini terbukti dengan nilai rataan yang hanya 13% dari total jumlah anggota direksi. Jumlah pergantian CEO pada perusahaan SRI lebih tinggi, dimana dalam 5 tahun selalu terjadi pergantian CEO sebanyak satu kali dan rata-rata cuma bisa bertahan 3-4 tahun saja.

Perusahaan SRI secara umum lebih memiliki kemampuan *sustainability* dibanding NON-SRI. Hal ini terlihat dari rataan pertumbuhan penjualan (0,082), pertumbuhan aset (17,295), dan umur (50,105). Rasio *leverage* perusahaan berlabel NON-SRI lebih besar dari perusahaan NON-SRI. Jika *leverage* bisa menggantikan proksi kualitas tata kelola perusahaan sesuai dengan penelitian Hayat dan Kabir Hassan (2017) maka perusahaan berlabel SRI memiliki kualitas tata kelola perusahaan lebih baik daripada perusahaan NON-SRI.

TABEL-2: Perbedaan Antara Perusahaan Berlabel SRI dengan NON-SRI

	Panel A :						Panel B :				Difference (A-B), t-test	
	Overall Sample			SRI (A)			NON-SRI (B)					
	Unit	Obs	Mean	Stdev	Min	Max	Obs	Mean	Obs	Mean		
<i>Profitability</i>												
Return on Equity	ratio	179	0,128	0,070	-0,048	0,383	90	0,138	89	0,118	0,020***	
Sales Growth	%	173	0,076	0,106	-0,210	0,320	84	0,082	89	0,069	0,013	
<i>Firm's Value</i>												
Tobin's Q	ratio	127	1,219	0,268	0,713	2,050	72	1,280	55	1,138	0,142**	
<i>Corporate Governance</i>												
CG Index	%	90	0,826	0,072	0,620	0,950	70	0,824	20	0,833	-0,009	
Majority Shareholder	%	183	0,591	0,167	0,250	0,900	89	0,594	94	0,587	0,007***	
Independent Commisioner	%	139	0,423	0,096	0,290	0,630	63	0,398	76	0,444	-0,046	
Independent Director	%	157	0,065	0,074	0,000	0,250	65	0,064	92	0,066	-0,001	
Women on Board	%	162	0,136	0,154	0,000	0,600	81	0,093	81	0,180	-0,087***	
Board Size	#	163	7,325	2,157	3,000	12,00	79	7,519	84	7,143	0,376	
CEO Duration	Yrs	120	3,792	0,916	2,000	5,000	40	3,250	80	4,063	-0,812***	
CEO Turnover	#	139	0,683	0,762	0,000	2,000	85	1,059	54	0,093	0,966***	
<i>Firm's Characteristics</i>												
Firm's Age	Yrs	190	46,026	19,381	5,000	90,000	95	50,105	95	41,947	8,158	
Firm's Leverage	ratio	190	0,438	0,283	0,010	0,920	95	0,428	95	0,449	-0,021	
Firm's Size	IDR bln	190	11,340	16,472	0,185	59,500	95	17,295	95	5,385	11,910	

*** Indicates significance at the 1% level

** Indicates significance at the 5% level

* Indicates significance at the 10% level

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

a. Uji Normalitas

Setiap variabel yang akan dibentuk dalam sebuah model regresi terlebih dahulu residu/eror variabel harus terdistribusi normal. Pada penelitian ini, pengujian normalitas

dilakukan dengan menggunakan uji *Jarque-Bera* dengan metode *Z-score* dalam penanganan data yang bersifat *outlier*. Masing-masing variabel akan berdistribusi secara normal bila memiliki nilai *probability* di atas 0,05.

TABEL-3: Normalitas Data (*Jarque-Bera Test*)

RESIDUAL	SRI			NON-SRI			Total Obs.
	Jarque-Bera	Prob.	N	Jarque-Bera	Prob.	N	
ROE	0,647	0,723	90	1,309	0,519	89	179
SG	2,817	0,244	84	0,792	0,672	89	173
Q	0,318	0,853	72	5,238	0,072	55	127
CGI	3,717	0,155	70	0,267	0,874	20	90
MS	0,451	0,104	89	3,758	0,152	94	183
IC	2,545	0,280	63	0,266	0,875	76	139
ID	3,927	0,140	65	3,521	0,171	92	157
WOB	4,949	0,084	81	4,434	0,108	81	162
BS	0,507	0,775	79	2,109	0,348	84	163
BD	2,103	0,349	40	4,824	0,089	80	120
BTO	5,254	0,072	85	5,987	0,050	54	139

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

b. Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya masalah multikolinieritas dalam penelitian ini dapat dilakukan dengan melihat nilai *Centered Variance Inflation Factor* (VIF). Dari Tabel 4, dapat diketahui bahwa nilai VIF pada masing-masing variabel independen kurang dari 10. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel independen memenuhi syarat uji multikolinieritas dengan pendekatan VIF dan tidak terjadi masalah multikolinieritas.

TABEL-4: Hasil Uji VIF

Dependent Variable	Centered Variance Inflation Factor (VIF)				Multicollinearity
	SRI	Firm's Age	Leverage	Firm's Size	
ROE	1,196	1,359	1,358	1,621	No
SG	1,273	1,188	1,303	1,652	No
Q	1,506	1,541	1,591	1,724	No
CGI	1,391	1,246	1,859	1,578	No
MS	1,202	1,191	1,293	1,596	No
IC	1,169	1,845	1,482	1,643	No
ID	1,336	1,209	1,318	1,726	No
WOB	1,252	1,209	1,290	1,613	No
BS	1,225	1,293	1,308	1,646	No
BD	1,144	1,322	1,214	1,628	No
BTO	1,324	1,304	1,360	1,538	No

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

c. Uji Heteroskedastisitas

Dalam mendeteksi ada tidaknya masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini digunakan 3 jenis uji, antara lain uji *Glejser*, *Park*, dan *scatterplot*. Uji *Glejser* dilakukan dengan cara regresi variabel-variabel independen terhadap nilai absolut residualnya dengan metode regresi *fixed effect* untuk uji *Glejser white (diagonal)*. Uji *Park* meregresikan variabel-variabel independen terhadap nilai log residualnya. Pada Uji-*Scatter Plot* tidak terdapat indikasi pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y. Hasil semua uji yang telah dilakukan memiliki nilai alpha atau signifikansi berada di bawah 0,05; dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi heteroskedastisitas. Berikut tabel hasil ujinya.

TABEL-5: Hasil Uji Heteroskedastisitas

Residual	Firm's Age	Leverage	Firm's Size	α	Heteroskedasticity	
	Prob.	Prob.	Prob.		Test	Conclusion
Return on Equity	0,959 (0,717)	0,055 (0,615)	0,522 (0,956)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
Sales Growth	0,4805 (0,598)	0,522 (0,754)	0,163 (0,919)	0,050	Park	Homoskedasticity
Tobin's Q	0,634 (0,992)	0,466 (0,169)	0,813 (0,946)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
CG Index	0,322 (0,339)	0,103 (0,192)	0,668 (0,250)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
Majority Shareholder	0,899 (0,693)	0,839 (0,113)	0,155 (0,985)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
Independent Commisioner	0,893 (0,404)	0,876 (0,213)	0,136 (0,877)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
Independent Director	0,984 (0,493)	0,483 (0,715)	0,279 (0,653)	0,050	Park	Homoskedasticity
Women on Board	0,538 (0,384)	0,211 (0,317)	0,935 (0,722)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
Board Size	0,424 (0,685)	0,386 (0,100)	0,260 (0,095)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
CEO Duration	0,724 (0,771)	0,737 (0,908)	0,458 (0,618)	0,050	Park	Homoskedasticity
CEO Turnover	0,798 (0,934)	0,925 (0,764)	0,438 (0,587)	0,050	Glejser	Homoskedasticity
				0,050	Glejser	Homoskedasticity

Nilai dalam tanda kurung merupakan nilai untuk Perusahaan NON-SRI

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

d. Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu, berkaitan antara satu sama lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data urutan waktu atau *time series*. Uji autokorelasi lebih tepat diterapkan pada data berjenis *time series*. Untuk mengetahui apakah dalam model regresi yang dibentuk terdapat atau tidaknya gejala autokorelasi maka penelitian ini menggunakan dua jenis pengujian, yaitu dengan uji *Durbin Watson* (DW) dan melakukan beberapa iterasi (*Cochrane-Orcutt Iteration*).

Tabel 6 berisi matriks korelasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini, dimana korelasi mempunyai rentang nilai besar dari -0,967 dan kecil dari 0,876 (tingkat signifikansi minimal kecil dari 5%). *Leverage* seperti yang diungkapkan oleh Hayat dan Kabir Hassan (2017) bisa menggantikan *governance* terlihat dari hasil korelasi. *Leverage* mempunyai nilai korelasi kuat dengan proksi *governance*, yakni *women on board* dan *board size* dengan tingkat signifikansi kecil dari 5%. Selain itu, *leverage* akan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. *Firm's age* mempunyai nilai korelasi kuat dengan proksi *governance*, yakni *independent commisioner*, *women on board*, *board size*, dan *board duration* dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. Di sisi lain, *firm's age* akan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. *Leverage* akan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sesuai dengan hasil penelitian Abor (2005).

ROE mempunyai nilai korelasi kuat dengan proksi *governance* yakni hanya dengan variabel *majority shareholder* dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. *Tobin's Q* mempunyai nilai korelasi kuat dengan proksi *governance*, yakni hanya dengan variable *women on board* dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. *SRI* berkorelasi kuat dengan *ROE*, *majority shareholder*, *women on board*, *board duration*, *board turn over*, *firm's age*, *leverage*, dan *firm's size* dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 5%. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Derwall et al. (2005) serta Statman dan Glushkov (2009).

TABEL-6: Hasil Analisa Kovarian Antar Variabel

Variable	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Return on Equity	1,000														
2 Sales Growth	0,334		1,000												
3 Tobin's Q	0,495	-0,064		1,000											
4 CG Index	0,013	-0,145	-0,520		1,000										
5 Majority Shareholder	-0,875	-0,141	-0,494	-0,148		1,000									
6 Independent Commisioner	0,359	0,236	-0,245	0,297	-0,030		1,000								
7 Independent Director	-0,281	-0,304	0,471	-0,671	0,385	-0,259		1,000							
8 Women on Board	-0,529	-0,050	-0,633	0,139	0,784	0,453	0,212		1,000						
9 Board Size	0,238	0,511	-0,454	0,466	-0,042	0,697	-0,622	0,283		1,000					
10 CEO Duration	0,103	0,326	-0,268	0,015	0,264	0,848	-0,019	0,620	0,721		1,000				
11 CEO Turnover	0,035	-0,172	0,031	0,292	-0,410	-0,643	-0,427	-0,647	-0,381	-0,896		1,000			
12 SRI	0,623	-0,036	0,481	0,130	-0,894	-0,364	-0,318	-0,890	-0,284	-0,667	0,745		1,000		
13 Firm's Age	-0,134	0,266	-0,756	0,516	0,326	0,708	-0,569	0,611	0,845	0,714	-0,390	-0,560		1,000	
14 Leverage	-0,432	0,146	-0,967	0,490	0,521	0,441	-0,441	0,730	0,599	0,495	-0,250	-0,609	0,876		1,000
15 Firm's Size	0,746	0,185	0,041	0,556	-0,839	0,355	-0,750	-0,480	0,471	0,029	0,310	0,648	0,210	-0,028	1,000

Cetak tebal merupakan korelasi variabel yang mempunyai signifikansi minimal kecil dari 5%

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

TABEL-7: Hasil Uji Autokorelasi

Residual	Durbin-Watson Test			Autocorrelation
	dW	dU	(4-dU)	
ROE	1,968	1,801	2,199	No
SG	1,949	1,799	2,201	No
Q	1,832*	1,776	2,224	No
CGI	1,766	1,751	2,249	No
MS	2,003	1,803	2,197	No
IC	1,808*	1,782	2,218	No
ID	2,055*	1,792	2,209	No
WOB	2,019	1,794	2,206	No
BS	1,903	1,794	2,206	No
BD	2,113	1,772	2,229	No
BTO	1,936	1,649	2,351	No

*Cochrane-Orcutt Transformed Data

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 7, dapat diketahui bahwa proksi ROE, Q, IC, WOB, dan BS mempunyai nilai Durbin-Watson stat yang masing-masing berada di daerah $(4-dW) > dU < dW$. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi. Pengujian Breusch-Godfrey juga berhasil dilakukan untuk proksi Q, BS, dan BD dengan nilai probabilitas Chi-Square di atas 0,05. Semua variabel independen penelitian tidak mengalami gejala autokorelasi kecuali proksi BTO yang tidak lolos uji Durbin-Watson maupun Breusch-Godfrey.

e. Model Regresi

Berdasarkan hasil pengujian untuk memilih model regresi terbaik dan uji normalitas yang telah dilakukan sesuai dengan kaidah statistik yang berlaku, model regresi yang dipakai dalam penelitian ini adalah Common Effect Model (CEM). SRI yang dipakai pada penelitian ini untuk membedakan kriteria perusahaan dengan metode multivariat statistik dan pada operasi regresinya tidak dilakukan bersamaan.

TABEL-8: Hasil Uji Model Regresi

Independent Variable	Chow Test	Hausmann Test	Lagrange Test	Regression Model
	Chi-square Prob	Prob.	Prob.	
Return on Equity	0,001 (0,989)	0,002 -	-	Fixed Effect
Sales Growth	0,083 (0,137)	-	0,127 0,350	Common Effect
Tobin's Q	0,312 (0,475)	-	0,662 0,811	Common Effect
CG Index	0,848 (0,013)	-	0,546 0,231	Common Effect
Majority Shareholder	0,998 (0,980)	(0,020)	-	Fixed Effect
Independent Commisioner	0,643 (0,723)	-	0,113 0,138	Common Effect
Independent Director	0,455 (0,616)	-	0,392 0,317	Common Effect
Women on Board	0,926 (0,943)	-	0,499 0,436	Common Effect
Board Size	0,509 (0,537)	-	0,436 0,178	Common Effect
CEO Duration	0,389	-	0,178 0,164	Common Effect
			0,530 0,505	Common Effect
			0,505 0,544	Common Effect

CEO Turnover	(0,999)	-	0,106	Common Effect
	0,982	-	0,133	Common Effect
	(0,996)	-	0,109	Common Effect

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

Nilai probabilitas *Chi-square* menunjukkan 0,000 dan lebih kecil dari 0,005 pada semua variabel dependen penelitian. Hal ini berarti bahwa uji tidak perlu dilakukan lebih lanjut ke model *random effect* karena model *fixed effect* adalah model regresi terbaik untuk penelitian ini. Hasil analisis pemilihan model regresi yang tepat untuk penelitian ini bisa dilihat pada tabel 8.

f. Uji-F Statistik

Berdasarkan hasil uji-F statistik pada Tabel 9 diperoleh tingkat signifikansi semua variabel dependen sebesar 0,000, lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Hal ini berarti bahwa variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Dapat disimpulkan bahwa model memenuhi *Goodness of Fit* dan hanya proksi *Sales Growth* yang memiliki nilai F-Statistik paling rendah. Secara umum, model regresi dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi dengan baik. Berikut ini tabel hasil uji-F statistik yang telah dilakukan:

TABEL-9: Hasil Uji-F Statistik

Dependent Variable	F	Sig.	Goodness of Fit
ROE	14,52 (18,66)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
SG	2,11 (1,19)	0,11 (0,32)	No (No)
Q	46,64 (54,42)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
CGI	11,72 (49,83)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
MS	3,10 (4,91)	0,00 (0,03)	Yes (Yes)
IC	41,82 (20,10)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
ID	7,36 (6,10)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
WOB	13,84 (29,17)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
BS	134,04 (13,77)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
BD	96,58 (8,55)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)
BTO	12,20 (17,17)	0,00 (0,00)	Yes (Yes)

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

g. Uji-t Statistik

Tabel 10 berisi hasil regresi dengan metode *Ordinary Least Square* dengan menggunakan model regresi yang telah diuji serta telah dikontrol oleh variabel *Firm's Age*, *Leverage*, dan *Firm's Size*. Model regresi yang digunakan relatif kuat dalam menjelaskan variabel dependen, dengan nilai *adjusted R²* paling tinggi adalah ROE (67%) dan paling rendah *sales growth* (7%). Kualitas tata kelola perusahaan di dalam penelitian ini secara umum tidak terlalu banyak ditemukan variasi apabila dibandingkan dengan karakteristik perusahaan di Indonesia. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Doidge et al. (2004).

TABEL-10: Pengaruh Perusahaan Berlabel SRI terhadap Profitabilitas, Nilai Perusahaan, dan Tata Kelola Perusahaan

Independent Variable	Dependent Variable										
	Return on Equity	Sales Growth	Tobin's Q	CG Index	Majority Shareholder	Independent Commisioner	Independent Director	Women on Board	Board Size	CEO Duration	CEO Turnover
<i>Intercept</i>											
SRI	0,174***	0,033	1,650***	0,773***	0,526***	0,451***	0,129***	-0,061*	5,573***	3,825***	0,561**
(NON-SRI)	(0,099)***	(0,017)	(1,610)***	(0,745)***	(0,538)***	(0,451)***	(0,105)***	(0,007)	(6,396)***	(3,489)***	(0,256)***
<i>Firm's Age</i>											
SRI	0,000	0,000	0,004***	0,000	0,001	-0,004***	0,000	0,004***	0,011	-0,032***	0,003
(NON-SRI)	(0,002)***	(0,001)	(0,008)***	(0,002)***	(0,001)	(-0,003)***	(0,000)	(0,003)***	(0,010)	(-0,001)	(-0,012)***
<i>Leverage</i>											
SRI	-0,157***	0,074	-1,250***	0,036	0,160**	0,121***	-0,098**	-0,072	-0,778	0,692***	1,716***
(NON-SRI)	(-0,167)***	(0,069)	(-1,224)***	(-0,093)**	(-0,091)	(0,161)***	(-0,079)***	(-0,013)	(-1,478)*	(1,129)***	(0,611)***
<i>Firm's Size</i>											
SRI	0,002***	0,000	0,003***	0,002***	0,002***	0,004***	-0,001*	0,001	0,095***	0,041***	-0,019***
(NON-SRI)	(0,000)	(-0,001)	(-0,002)	(0,003)***	(0,010)***	(0,006)***	(-0,001)	(0,014)***	(0,177)***	(0,012)	(-0,001)
Regression	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
Year Fixed Effects	Yes	No	No	Yes	No	No	No	No	No	No	No
Observations	179	173	127	90	183	139	157	162	163	120	139
F-Statistic	14,52***	2,11	46,64***	11,72***	4,91***	20,10***	7,32***	29,17***	13,77***	8,55***	12,19***
R-Squared	55%	7%	67%	35%	14%	46%	27%	53%	34%	25%	31%

*** Indicates significance at the 1% level

** Indicates significance at the 5% level

* Indicates significance at the 10% level

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

Jika nilai tiap variabel independen dianggap konstan dan nilai tersebut dimasukkan ke dalam persamaan regresi (1) dan (2), dapat diperoleh hasil interpretasi data perbandingan perusahaan berlabel SRI dengan NON-SRI sebagai berikut:

TABEL-II: Hasil Interpretasi Penelitian

VARIABEL	SRI	NO N-SRI	KESIMPULAN
Return on Equity	0,01 9***	- 0,066***	ROE SRI lebih tinggi
Sales Growth	0,107	0,086	SG SRI lebih tinggi
Tobin's Q	0,40 7***	0,39 2***	Tobin's Q SRI lebih tinggi
CG Index	0,811 ***	0,65 7***	CG Score SRI lebih tinggi
Majority Shareholder	0,68 9***	0,45 8***	Top Shareholder SRI lebih besar
Independent Commisioner	0,57 2***	0,61 5***	Independent Commisioner NON-SRI lebih banyak
Independent Director	0,03 0***	0,02 5***	Independent Director SRI lebih banyak
Women on Board	- 0,128*	0,011	Women on Board NON-SRI lebih banyak
Board Size	4,90 1***	5,10 5***	Board Size NON-SRI lebih gemuk
CEO Duration	4,52 6***	4,62 9***	CEO Duration NON-SRI lebih lama
CEO Turnover	2,261 **	0,85 4***	CEO Turnover SRI lebih tinggi

*** Indicates significance at the 1% level

** Indicates significance at the 5% level

* Indicates significance at the 10% level

Sumber: Ouput Eviews, data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel II dapat disimpulkan bahwa perusahaan berlabel SRI memiliki pengaruh terhadap ROE, Tobin's Q, CG Index, Majority Shareholder, Independent Director, CEO turnover, dan lebih unggul dari perusahaan NON-SRI (tingkat signifikansi 1%). Secara umum, proksi tata kelola perusahaan NON-SRI sedikit lebih baik apabila dibandingkan dengan perusahaan berlabel SRI, yakni unggul dalam hal jumlah Independent Commisioner, Women on Board, Board Size, dan CEO duration.

h. Koefisien Determinasi (*R-Squared*)

Penelitian ini lebih memakai nilai *R-Squared* dibandingkan *Adjusted R-Squared*. Hal ini karena penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dalam melakukan pengumpulan objek

penelitian, dengan banyak kriteria dan spesifikasi khusus di dalam populasi dan sampel penelitian. Koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel berikut.

TABEL-12: Hasil Uji Koefisien Determinasi

Variable	Dependent	R-Squared	
	SRI	(NON-SRI)	
ROE	55%	(40%)	
SG	7%	(4%)	
Q	67%	(76%)	
CGI	35%	(97%)	
MS	10%	(14%)	
IC	68%	(46%)	
ID	27%	(17%)	
WOB	35%	(53%)	
BS	84%	(34%)	
BD	89%	(25%)	
BTO	32%	(51%)	

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

Nilai *R-Squared* tertinggi dari hasil analisis Tabel 10 untuk SRI yakni BD sebesar 89% dan terendah variabel SG (4%), sedangkan NON-SRI yakni CGI sebesar 97% dan terendah SG (7%). Secara umum, variabel independen dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel kontrol seperti variabel Q oleh kontrol dalam penelitian ini dengan sangat baik sebesar 67% dan 76%, sedangkan 33% dan 24% dijelaskan oleh variabel diluar model regresi. Namun demikian, pada variabel MS, ID, dan SG, variabel kontrol kurang berpengaruh dalam penelitian ini.

i. Pembahasan Hasil Penelitian

1) Profitabilitas: SRI vs NON-SRI

Berdasarkan hasil pengujian multivariat statisitik, untuk perusahaan berlabel SRI, tingkat profitabilitas ROE dan pertumbuhan penjualan lebih tinggi apabila dibandingkan dengan Perusahaan NON-SRI. Perusahaan berlabel SRI unggul 8,5% dalam tingkat ROE (signifikansi 1%) dan 2,1% dalam tingkat pertumbuhan penjualan. Leverage perusahaan berlabel SRI lebih kecil (tingkat signifikansi 1%), dan pertumbuhan aset perusahaan berlabel SRI lebih tinggi (tingkat signifikansi 1%). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hassel (2013) dan Eccles et. al (2012) bahwa perusahaan besar yang menganut konsep ESG terbaik dan memimpin di pasar global dan telah beroperasi selama 18 tahun lebih mempunyai kemampuan *sustainable* tinggi, pasarnya lebih berkembang, kinerja keuangan tumbuh secara signifikan, dan memiliki profitabilitas lebih baik dalam rasio ROE serta kapasitas pertumbuhan perusahaan yang baik.

Perusahaan yang berlabel SRI sudah melalui tahap seleksi dari aspek finansial dan fundamental sehingga mempunyai kecenderungan memiliki prospek bisnis yang bagus, kinerja

keuangan sangat baik, lebih *sustain*, dan pengelolaan perusahaan yang baik. Meningkatnya laba perusahaan bisa meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membeli aset baru untuk meningkatkan *competitive advantage* perusahaan, menunjang kinerja operasional, mendongkrak penjualan, dan mempertahankan posisi di pasar sehingga tingkat pengembalian ekuitas pun bisa tumbuh dari waktu ke waktu. Respon pasar dalam melihat tingkat hutang perusahaan terhadap kenaikan kinerja keuangan akan menjadi sentimen positif. Hal ini berarti bahwa manajemen bisa mengelola hutang tersebut menjadi laba untuk perusahaan sehingga tingkat *leverage* menjadi lebih kecil. Risiko hutang bisa diminimalisir jika perusahaan dapat mengelola hutang dengan baik sehingga diperlukan pengawasan ketat dan kualitas *Corporate Governance* yang baik. Akibatnya, hutang dengan penanganan, pengawasan, dan penggunaan yang tepat akan membawa efek positif terhadap profitabilitas dan penjualan (Doidge et al., 2004).

Perusahaan dengan tata kelola yang baik akan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (Brown dan Caylor, 2004b) dan nilai perusahaan (Jackling dan Johl, 2009). Menurut Hayat dan Kabir Hassan (2017), *leverage* adalah sebuah mekanisme tata kelola dalam mendisiplinkan manajer. Perusahaan dengan *leverage* lebih rendah memiliki tata kelola yang baik. Beberapa hasil penelitian terdahulu menyebutkan bahwa terdapat gap antara tata kelola yang baik dengan kinerja perusahaan, khususnya di Indonesia. Hasil penelitian pada Tabel 10 menunjukkan secara keseluruhan proksi tata kelola perusahaan NON-SRI yang lebih baik, namun perusahaan berlabel SRI lebih unggul dalam profitabilitas dan nilai perusahaan. Apabila *leverage* bisa menjadi proksi pengganti tata kelola, perusahaan berlabel SRI memiliki rasio *leverage* lebih rendah (tingkat signifikansi 1%), artinya mekanisme tata kelola berjalan dengan baik juga. Tujuan awal dari penerapan tata kelola perusahaan yang sesuai dengan prinsip-prinsipnya adalah membawa pengaruh positif. Hal ini berarti bahwa tata kelola yang diperlukan harus lebih efektif dan perusahaan berlabel SRI terbukti unggul profitabilitas dan nilai perusahaan.

2) Nilai Perusahaan: SRI vs NON-SRI

Berdasarkan hasil interpretasi Tabel 10, proksi nilai perusahaan mampu dijelaskan oleh variabel kontrol dengan sangat baik, dimana nilai *R-Squared* sebesar 67% dengan tingkat signifikansi 1%. Perusahaan berlabel SRI berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, lebih tinggi 1,5% apabila dibandingkan dengan perusahaan NON-SRI. Hasil penelitian selaras dengan apa yang dijelaskan oleh Eccles et al. (2012) yang menyatakan perusahaan berkonsep ESG yang peduli terhadap lingkungan secara signifikan akan meningkatkan nilai perusahaan di pasar (*Tobin's Q*).

Selanjutnya, hasil temuan penelitian yang senada dengan penelitian terdahulu, yakni umur perusahaan berpengaruh positif (tingkat signifikansi 1%) terhadap *Tobin's Q*. Rataan umur perusahaan dalam penelitian ini adalah 46 tahun, sebagaimana dijelaskan oleh Eccles et al. (2012) bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan *sustainability* tinggi pasarnya akan lebih berkembang, kepercayaan terhadap kemampuan dan kinerja perusahaan yang terus mempertahankan posisinya di pasar selama bertahun-tahun merupakan sebuah nilai tambah bagi perusahaan. Di sisi lain, untuk *leverage* ditemukan pengaruh negatif (tingkat signifikansi 1%) terhadap *Tobin's Q*. Hal ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Black dan Kim (2006) yang membahas salah satunya tentang pengaruh positif dan signifikan *leverage* terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Beberapa penelitian lain sudah membahas korelasi antara proksi *Tobin's Q* dan tata kelola perusahaan secara spesifik. Black dan Kim (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki rasio *Tobin's Q* tinggi adalah perusahaan yang mampu menerapkan *effective governance*, mampu menerapkan prinsip tata kelola keadilan (*fairness*) dan pengawasan (*accountability*), yaitu mempunyai jumlah komisaris independen yang proporsional (50% dari jumlah Dewan

Komisaris) dan jumlah struktur jajaran direksi yang lebih gemuk dan untuk perusahaan kecil-menengah jangan lebih dari 6 orang. Bennedsen et al. (2006); Yermack (1996); dan Fisman et al. (2014) menyampaikan bahwa perusahaan yang sering melakukan pemecatan terhadap direksi akan direspon negatif oleh pasar (*Tobin's Q* turun). Beberapa penjelasan tersebut sama dengan hasil temuan penelitian ini dan gambaran perusahaan-perusahaan besar di Indonesia dimana investor lebih sederhana dalam menilai sebuah perusahaan (profitabilitas).

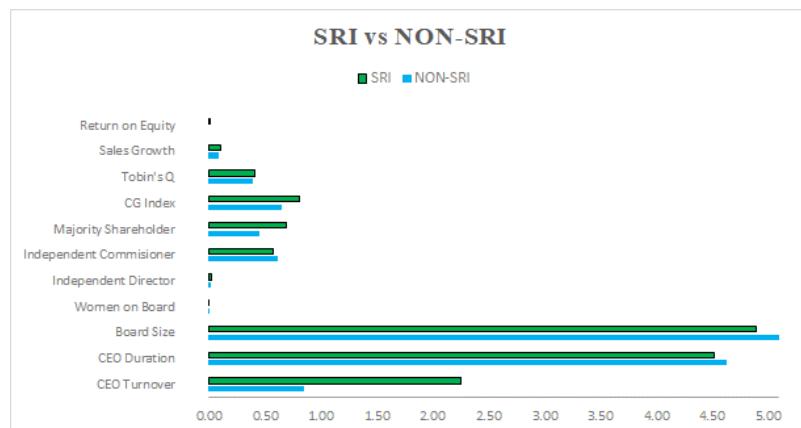
Paradigma tentang tata kelola perusahaan yang hanya sebuah formalitas semata dan masih adanya intervensi pemegang saham mayoritas lewat perpanjangan tangan seorang pejabat perusahaan menjadikan penerapan tata kelola perusahaan tidak efektif dan jauh dari prinsip tata kelola itu sendiri (Lukviarman, 2006; Gompers 2001). Namun demikian, hasil temuan penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan berlabel SRI tidak mengalami pertumbuhan aset maka kepemilikan saham mayoritas meningkat. Hal ini berarti bahwa kontrol dari saham mayoritas (*stronger shareholder*) meningkat dan fungsi tata kelola lebih maksimal (efisien) sehingga berdampak kepada peningkatan kinerja keuangan dan nilai perusahaan SRI.

Beberapa penelitian mengenai perusahaan besar ESG/SRI dan Indeks Skor Tata Kelola menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut memiliki profitabilitas dan nilai perusahaan lebih tinggi (Brown dan Caylor, 2004a dan 2004b); dan Hassel, 2013). Secara umum, proksi tata kelola perusahaan NON-SRI lebih unggul (berbeda 14%). Namun demikian, apakah nilai indeks yang telah diberikan tersebut sudah benar-benar mewakili penerapan tata kelola perusahaan, sesuai dengan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan atau efisien dalam penerapannya sehingga bisa mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan.

3) *Effective Corporate Governance: SRI vs NON-SRI*

Beberapa penelitian terdahulu memiliki hasil temuan penelitian yang sangat berbeda. Secara umum tata kelola perusahaan NON-SRI lebih baik apabila dibandingkan dengan perusahaan berlabel SRI seperti yang ditunjukkan pada Gambar 3.

GAMBAR-3: Grafik perbandingan SRI vs NON-SRI



Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

Penerapan tata kelola perusahaan yang berjalan dengan baik harus memiliki dampak positif terhadap kemajuan perusahaan itu sendiri. Dengan demikian, tata kelola menjadi lebih efektif dan sejalan dengan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan. Hasil temuan penelitian ini menyebutkan bahwa perusahaan berlabel SRI lebih baik dalam hal kinerja keuangan (ROE) dan *value* perusahaan. Hal ini berarti bahwa perbandingan kedua jenis perusahaan ini bisa memperlihatkan kondisi perusahaan-perusahaan besar di Indonesia dalam menerapkan kebijakan pengelolaan perusahaan. Terdapat perusahaan-perusahaan yang belum terlalu

efektif dalam pengelolaannya sehingga berdampak pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, terdapat 2 pilihan. Pertama, mekanisme tata kelola perusahaan maksimal dan baik sehingga kekuatan pemegang saham terhadap manajemen berkurang. Kedua, pemegang saham mayoritas memegang kendali terhadap sistem dan mekanisme tata kelola perusahaan. Tata kelola yang baik ataukah tata kelola yang efektif? Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan berlabel SRI memiliki karakteristik kepemilikan saham mayoritas berbeda 23,1% dibanding NON-SRI, setelah regresi dengan variabel kontrol (tingkat signifikansi 1%). Gambaran umum karakter tata kelola perusahaan di Indonesia cenderung sama (Doidge et al. 2004).

Beberapa penelitian terdahulu sudah mampu untuk mengukur efektivitas tata kelola perusahaan. Penelitian Yermack (1996) membahas frekuensi pergantian CEO berdampak negatif terhadap nilai perusahaan (*Tobins' Q*). Hal ini tidak sesuai dengan hasil temuan penelitian bahwa perusahaan SRI yang lebih sering mengganti CEO (tingkat signifikansi 1%) memiliki nilai *Tobin's Q* lebih tinggi dari perusahaan SRI. Ada banyak faktor yang mempengaruhi tingginya pergantian CEO, seperti halnya tidak memperpanjang kontrak kerja karena ada penawaran gaji lebih tinggi dari perusahaan kompetitor atau karena kinerja di bawah standar. Namun demikian, yang perlu menjadi perhatian adalah terlepas dari baik atau buruknya kinerja seorang CEO di perusahaan SRI, fungsi pengawasan terhadap manajemen berjalan maksimal dan efektif dalam peningkatan profit dan nilai perusahaan.

Perusahaan SRI memiliki rataan jabatan CEO selama 4,5 tahun (setelah regresi dengan variabel kontrol dengan tingkat signifikansi 1%), lebih dinamis dan kompetitif karena direksi/CEO yang dianggap bekerja di bawah standar akan diganti. Hal ini menandakan penerapan prinsip tata kelola *fairness* dan *accountability* berjalan baik. Intervensi dari pemegang saham dan konflik kepentingan lebih bisa terlihat dari pergantian pejabat-pejabat perusahaan. Untuk itu, diperlukan transparansi perusahaan. Diperkuat dengan hasil penelitian dari Fisman et al. (2014) dan Lukviarman (2006) dimana perusahaan dengan penerapan tata kelola perusahaan yang lemah cenderung akan mempertahankan CEO yang dianggap bisa mewakili kepentingan mayoritas dan menganggap hal tersebut sebagai beban biaya perusahaan dan mengurangi nilai perusahaan. Sesuai dengan hasil penelitian ini, perusahaan NON-SRI dalam periode 5 tahun memiliki rataan pergantian CEO hanya sekali saja. Kurang efektifnya mekanisme tata kelola tersebut terjadi karena cenderung mempertahankan seorang CEO meskipun CEO tersebut belum maksimal dalam mengangkat profitabilitas dan nilai perusahaan.

Kontrol internal perusahaan tidak akan menjadi efektif karena tidak independennya dewan komisaris dari intervensi pemilik saham mayoritas (Lukviarman, 2006). Untuk itu, kehadiran komisaris/direktur independen dan jumlah jajaran direksi membawa dampak positif terhadap kinerja perusahaan dan meningkatkan *value* perusahaan (Jackling dan Johl, 2009). Berdasarkan Tabel 10, perusahaan SRI mempunyai jumlah persentase direktur independen lebih banyak (tingkat signifikansi 1%) dan jumlah komisaris independen lebih efektif, yakni 57,2% (setelah regresi dengan variabel kontrol, tingkat signifikansi 1%). Menurut Black dan Kim (2006); Asean Capital Markets Forum (2015) bahwa perusahaan yang mempunyai *Proportion of Board Independence* 50% dari jumlah total dewan komisaris perusahaan, akan direspon positif oleh pasar. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian bahwa respon positif pasar dengan tingginya harga saham ini menunjukkan kinerja perusahaan yang baik, khususnya penerapan beberapa prinsip tata kelola perusahaan yang baik, yakni tanggung jawab (*responsibility*) terhadap peraturan di Indonesia yang dibuat oleh regulator, keterbukaan (*transparency*), dan kemandirian (*independency*) perusahaan tanpa benturan kepentingan dan intervensi dari pihak manapun dan dikelola secara profesional, serta keadilan (*fairness*) untuk

menjaga kesetaraan hak-hak *stakeholders* dan *shareholders* untuk menghindari masalah keagenan (*agency problem*).

Pada proksi komisaris independen juga ditemui pengaruh positif dan signifikan (level 1%) *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap jumlah komisaris independen (Abor, 2005; Black dan Kim, 2006). Di sisi lain, untuk umur perusahaan, hasil temuan penelitian memiliki kesamaan dengan hasil penelitian Hayat dan Kabir Hassan (2017) bahwa perusahaan yang lebih tua umurnya lebih sulit untuk menerapkan praktik tata kelola perusahaan dengan baik.

Hasil interpretasi *women on board* menunjukkan nilai *R-Squared* 53%, perusahaan berlabel SRI yang berpengaruh dengan tingkat signifikansi 1% terhadap jumlah wanita di dalam jajaran direksi. Carter et al. (2010) menyampaikan bahwa tidak ditemukan hubungan antara nilai perusahaan dengan kehadiran wanita di dalam jajaran direksi perusahaan. Walaupun begitu, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut untuk mengetahui terjadinya *tokenism* Rhode dan Packel (2010) dalam suatu perusahaan dan kehadiran wanita dalam Dewan Komisaris/Direksi memiliki ciri khas tersendiri dalam memimpin sehingga berdampak pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Erhardt dan Werbel, 2003; Adams dan Ferreira, 2008). Selain itu, dalam temuan penelitian ini *leverage* perusahaan SRI memiliki pengaruh negatif dan signifikan (tingkat signifikansi 5% untuk SRI dan 1% untuk NON-SRI) terhadap jumlah direksi wanita. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Adams dan Ferreira (2008); Erhardt dan Werbel (2003); Rhode dan Packel (2010) bahwa kemampuan wanita dalam menjalankan fungsi kontrol dan pengawasan lebih dibutuhkan di ruangan direksi dan lebih rajin datang hadir rapat direksi. Hal ini menjadikan organisasi lebih efektif dan dinamis sehingga berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Untuk menjaga keseimbangan di dalam tubuh organisasi agar tercapai kualitas kinerja yang efisien dan efektif diperlukan jumlah direksi perusahaan yang lebih ramping. Menurut Jackling dan Johl (2009), semakin gemuk struktur jajaran direksi di dalam perusahaan maka semakin tidak efisien dan kualitas kinerja perusahaan pun menurun. Perusahaan yang memiliki struktur direksi yang gemuk cenderung memiliki angka *board turnover* yang tinggi pula. Hal ini terbukti dari temuan penelitian bahwa perusahaan NON-SRI memiliki jumlah jajaran direksi dan frekuensi pergantian CEO lebih banyak.

Hasil temuan penelitian lain menunjukkan *leverage* perusahaan SRI dan NON-SRI berpengaruh positif dan signifikan (level 1%) terhadap pergantian CEO (Black dan Kim 2006). Ukuran perusahaan SRI berpengaruh negatif dan signifikan (level 1%) terhadap pergantian CEO. Yermack (1996) dan Bennedsen et.al (2006) menyatakan bahwa efek negatif akan terasa secara signifikan jika struktur direksi dalam suatu perusahaan berjumlah enam orang atau lebih sehingga fungsi organisasi kurang efektif. Hasil temuan penelitian sesuai dengan beberapa penelitian di atas bahwa perusahaan NON-SRI memiliki jumlah jajaran direksi lebih banyak, yakni lima orang atau lebih (setelah regresi dengan variabel kontrol dengan tingkat signifikansi 1%) sedangkan perusahaan berlabel SRI empat orang atau lebih (setelah regresi dengan variabel kontrol dengan tingkat signifikansi 1%). Bisa disimpulkan bahwa perusahaan berlabel SRI lebih efektif, dengan rataan jajaran direksi dan komisaris independen lebih ramping di dalam organisasi bisa mengungguli perusahaan NON-SRI dalam hal kinerja keuangan (ROE) dan *value* (*Tobin's Q*) perusahaan. Seperti yang telah dirumuskan oleh Bennedsen et al. (2006) dan Yermack (1996) bahwa untuk mencapai efisiensi kinerja perusahaan, baik itu kinerja keuangan dan kinerja perusahaan di bursa saham sebaiknya berjumlah antara 4-7 orang saja.

j. *Robustness*

Berdasarkan Tabel 13 hasil regresi *robust*, secara keseluruhan tidak terdapat perbedaan besar hasil estimasi yang dihasilkan regresi OLS sebelumnya. Metode yang dipakai

menggunakan *M-Estimation*, yaitu estimasi berdasarkan median lebih *resistance* terhadap *outlier*. Hasil perbandingan regresi *robust* dengan model regresi yang dipilih sebelumnya (*common effect* dan *fixed effect*) dapat memperkuat hasil interpretasi penelitian dan analisis multivariat statistik yang telah dilakukan.

Secara umum tidak banyak terdapat perbedaan yang dihasilkan regresi *robust* dengan OLS. Beberapa proksi tata kelola perusahaan yang berbeda dari hasil regresi *robust* antara lain perbedaan tingkat signifikansi *Women on Board* pada perusahaan SRI dengan hasil regresi *robust* memiliki tingkat signifikansi lebih tinggi, yakni 1%.

TABEL-13: Hasil Regresi Robust

Independent Variable	Dependent Variable										
	Return on Equity	Sales Growth	Tobin's Q	CG Index	Majority Shareholder	Independent Commisioner	Independent Director	Women on Board	Board Size	CEO Duration	CEO Turnover
<i>Intercept</i>											
SRI	0,178*** (0,105)***	0,031 (0,018)	1,648*** (1,681)***	0,778*** (0,737)***	0,601*** (0,541)***	0,445*** (0,456)***	0,133*** (0,100)***	-0,028*** (0,000)	5,585*** (6,514)***	3,827*** (3,418)***	0,582** (0,688)***
(NON-SRI)											
<i>Firm's Age</i>											
SRI	0,000 (0,002)***	0,000 (0,000)	0,004*** (0,006)***	0,000 (0,002)***	-0,002*** (0,000)	-0,004*** (-0,003)***	0,000 (0,000)	0,000*** (0,001)***	0,010 (0,009)	-0,031*** (-0,001)	0,001 (0,001)
(NON-SRI)											
<i>Leverage</i>											
SRI	-0,161*** (-0,181)***	0,058 (0,067)	-1,219*** (-1,263)***	0,036 (-0,026)	0,249*** (-0,088)	0,115*** (0,164)***	-0,107*** (-0,095)***	0,023*** (-0,015)	-0,691 (-1,647)**	0,696*** (1,231)***	1,768*** (0,091)
(NON-SRI)											
<i>Firm's Size</i>											
SRI	0,001*** (0,000)	0,000 (0,000)	0,004*** (0,000)	0,002*** (0,002)***	-0,002*** (0,010)***	0,004*** (0,006)***	-0,001 (-0,001)	0,002*** (0,014)***	0,093*** (0,181)***	0,041*** (0,011)	-0,020*** (0,000)
(NON-SRI)											
Regression	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS	RLS
M-Estimation	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	190	190	190	90	190	190	190	190	190	190	190
Rn-Squared Statistic	63,85***	5,05	130,13***	29,86***	68,14***	108,71***	20,41***	611,37***	359,38***	262,90***	0,91
R-Squared	38%	6%	59%	32%	19%	56%	26%	56%	64%	77%	29%

*** Indicates significance at the 1% level

** Indicates significance at the 5% level

* Indicates significance at the 10% level

Sumber: Output Eviews, data sekunder yang diolah

5. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Corporate governance berisi informasi mengenai situasi internal, karakteristik, dan nilai-nilai perusahaan secara keseluruhan dari puncak *shareholder* ke *stakeholder*, dan pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan. Pada akhirnya, *corporate governance* adalah sebuah sistem yang bekerja untuk menjaga perusahaan tetap bertahan pada jalurnya (etika bisnis dan prinsip tata kelola perusahaan) dan mampu mencapai tujuan sesuai visi-misi perusahaan sehingga tumbuh berkelanjutan dari waktu ke waktu (*sustainability*). *Corporate governance* yang efektif berarti memiliki pengaruh positif, khususnya dari hasil penelitian yang membuktikan pertumbuhan profitabilitas dan nilai perusahaan berlabel SRI.

Perlu diberikan apresiasi dan pujian kepada perusahaan-perusahaan besar di Indonesia, baik perusahaan yang termasuk dalam Indeks SRI-KEHATI maupun yang bukan termasuk ke dalam anggota Indeks SRI, yang telah berusaha menerapkan tata kelola perusahaan sebaik mungkin dan menjadi contoh bagi perusahaan-perusahaan lain yang masih berkembang. Hal ini bertujuan agar perusahaan tersebut mampu mencapai kinerja *Environment, Sustainable, and Governance* sesuai dengan perkembangan pasar global ekonomi saat ini, khususnya pasar modal di Indonesia. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mencermati beberapa hal yang bisa mempertajam interpretasi penelitian, seperti penambahan objek observasi perusahaan anggota indeks SRI-KEHATI dan NON-SRI, penambahan periode waktu pengamatan, dan penambahan variabel untuk lebih menjelaskan proksi kualitas tata kelola dan *women on board*. Selain itu, penelitian selanjutnya kiranya bisa menjelaskan bagaimana problema kepentingan pemilik saham mayoritas dengan minoritas yang umumnya terjadi di perusahaan Indonesia, seperti memiliki seorang/lebih pejabat yang bisa mengontrol arah jalan perusahaan yang merupakan perpanjangan tangan pemilik saham mayoritas (Lukviarman 2016).

Sebagai tambahan, penelitian selanjutnya disarankan untuk mempertajam dan fokus terhadap proksi tata kelola perusahaan berlabel SRI yang sudah terbukti efektif dan meneliti variable-variabel tata kelola yang memiliki pengaruh signifikan terhadap ROE dan nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

6. DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2008). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Center for Economic Institutions*, 1–57.
- Asean Capital Markets Forum (ACMF). (2015). ASEAN CORPORATE GOVERNANCE SCORECARD Principles Underlying the Scorecard.
- Bassen, Alexander; Kovács, A. M. (2008). Environmental , Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective. *Zeitschrift Für Wirtschafts- Und Unternehmensethik*, 9(2), 182–193.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Kasper Meisner Nielsen. (2006). The Causal Effect of Board Size in the Performance of The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms.
- Black, B. S., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms ' Market Values ? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization* (Vol. 413).
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston. 2001. Fundamentals of Financial Management, Ninth Edition, Horcourt College, United States of America
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004a). Corporate governance and firm performance. *The China Boom and Its Discontents*.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004b). The Correlation between Corporate Governance and Company Performance.
- Buchwald, A., & Hottenrott, H. (2015). Women on the Board and Executive Duration – Evidence for European Listed Firms. *Ssrn*.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51–63.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2004). Why do country characteristics matter so much for corporate governance. *European Corporate Governance Institute Discussion Paper*.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance. *SSRN Electronic Journal*.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14, 57–74.
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37–51.
- Erhardt, N. L., & Werbel, J. D. (2003). Board of Director and Committee Diversity and Firm Financial Performance. *Academy of Management Proceedings*, 11(2), 102–111.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307 13505.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325 18391.

- Fisman, R. J., Khurana, R., & Rhodes-Kropf, M. (2005). Governance and CEO Turnover: Do Something or Do the Right Thing? *Ssrn*.
- Gompers. (2001). Corporate Gov and Equity Prices. *National Bureau of Economic Research*, 3.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies, 8(2), 78–101.
- Hassel, L. G. (2013). The Added Value of ESG / SRI on Company and Portfolio Levels – What Can We Learn From Research ? *SIRP Working Paper*, 1–30.
- Hayat, R., & Kabir Hassan, M. (2017). Does an Islamic label indicate good corporate governance? *Journal of Corporate Finance*, 43, 159–174.
- Huber, P.J. 1981. Robust Statistic. Canada: John Wiley & Sons Inc.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, 3, 305–360.
- Jiraporn, P., & Gleason, K. C. (2007). Capital structure, shareholder rights, and corporate governance, XXX(1), 21–33.
- Lukviarman, N. (2006). Etika Bisnis Tidak Berjalan di Indonesia: Ada apa dalam Corporate Governance? *Jurnal Siasat Bisnis*, 9(2), 139–156.
- Lukviarman, N. (2016). Perspektif Shareholding Versus Stakeholding di Dalam Memahami Fenomena Corporate Governance, 2 (December 2005), 141–161.
- Manescu, C. (2011). Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk? *Sustainable Development*, 19(2), 95–118.
- Rhode, D., & Packel, A. K. (2010). Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make? *Ssrn*, 377–426.
- Siebens. (2002). Concepts and Working Instruments for Corporate Governance.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The wages of social responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33–46.
- Smithers, Andrew dan Wright, Stephen. 2008. Valuing Wall Street, McGraw Hill.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1 (Feb., 1969), Pp. 15–29, 1(1), 15–29.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(1494), 185–211.