

# Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dan Akses Pendanaan (*Corporate Social Responsibility and Access to Funding*)

Wendy Tandiawan

Landis & Kadwell Indonesia, Jakarta

[wendy\\_tandiawan@yahoo.com](mailto:wendy_tandiawan@yahoo.com)



## Riwayat Artikel

Diterima pada 18 September 2022

Revisi 2 pada 20 September 2022

Revisi 3 pada 23 September 2022

Revisi 4 pada 1 Oktober 2022

Revisi 5 pada 5 Oktober 2022

Disetujui pada 7 Oktober 2022

## Abstract

**Purpose:** Purpose of this research is to find out the effect of Corporate Social Responsibility (CSR) on cost of equity and capital constraint, as well as the effect of the cost of equity itself to capital constraint. Moreover, this research attempts to see the relationship effect of the exogenous variable towards the endogenous variable, and to test the position of cost of equity variable as an intervener.

**Methodology/approach:** Type of this research is descriptive and verification, where the focus is to find the effect and amount of the effect itself between the exogenous and endogenous variable. In case of the cost of equity as an intervening variable, multiple linear regression with Two Stage Least Square is used. The sampling method for this research is a purposive sampling. To see the effect between the variables, t-test and F-test are used. Subjects of this research are the listed manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange, and the objects are Corporate Social Responsibility as the exogenous variable that consist of stakeholder engagement and CSR Disclosure as proxy, and cost of equity as the endogenous variable, as well as the capital constraint.

**Results/findings:** The research result proves that the first structural model to see the effect of CSR on cost of equity partially or simultaneously is not significant. As the opposite, the second model to test the effect of CSR on capital constraint has significant relationship partially and simultaneously. Nevertheless, cost of equity is not proven to be an intervening variable for CSR and capital constraint.

**Keywords:** *corporate social responsibility, capital constraint, cost of equity, stakeholder engagement, disclosure*

**How to cite:** Tandiawan, W. (2022). Tanggung Jawab Sosial Perusahaan dan Akses Pendanaan. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, dan Manajemen*, 3(4), 323-341.

## 1. Pendahuluan

### Latar Belakang

Kepedulian para pelaku bisnis terhadap lingkungan menjadi satu keharusan ketika akan menyusun strategi bisnisnya. Untuk dapat menyusun strategi yang baik, para pelaku bisnis dan eksekutif harus memiliki wawasan yang luas akan dunia bisnis dan ekonomi. Salah satu konsep yang sedang berkembang pesat di dunia bisnis saat ini adalah konsep mengenai *Corporate Sosial Responsibility*.

*Corporate Sosial Responsibility* (CSR) adalah suatu konsep tentang perusahaan atau entitas untuk berlaku secara etis terhadap para pemangku kepentingan, baik di dalam maupun di luar perusahaan, agar perusahaan memberikan kontribusi secara langsung ataupun tidak langsung terhadap entitas itu. Para pemangku kepentingan yang dimaksud dapat meliputi: suplier, pemerintah, komunitas sosial, lingkungan sekitar, dan lain sebagainya. Mereka memberikan kontribusi kepada perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Apabila CSR diterapkan dengan baik, maka nilai perusahaan dapat meningkat dan menghasilkan standar kehidupan yang lebih baik bagi masyarakat sekitar (Bowen, 1953).

Berkembangnya pemahaman akan pentingnya CSR ini dikarenakan sering munculnya permasalahan di berbagai perusahaan di seluruh dunia yang berdampak pada kelangsungan hidup perusahaan itu sendiri. Kasus bencana yang ditimbulkan oleh ledakan gas pada Union Carbide pada 3 Desember 1984 di Bophal India telah menimbulkan bencana kematian bagi lebih dari 15.000 orang sekitarnya. Bocornya pipa eksplorasi minyak lepas pantai milik BP pada Bulan Mei 2010 telah menyebabkan banyak kematian di sepanjang Teluk Mexico Amerika Serikat. Di Indonesia salah satu bencana lingkungan yang terbesar dan panjang adalah bocornya pipa eksplorasi minyak yang dilakukan oleh Lapindo Brantas, Inc. di Sidoarjo Jawa Timur. Masih banyak kasus lainnya. Semua itu berakibat pada bencana kemanusiaan dan lingkungan hidup. yang pada akhirnya besarnya kerugian akibat rusaknya lingkungan menjadi lebih besar dibandingkan manfaat keberadaan perusahaan itu sendiri. Bagi perusahaan bencana yang ditimbulkan berdampak pada kesulitan mendapatkan dana, keuntungan yang menurun, pelanggan berkurang, dan lain sebagainya.

Dalam beberapa dekade belakangan ini, CSR tengah menjadi perbincangan yang hangat di berbagai daerah di seluruh dunia. Hal ini dipicu oleh pemahaman dari para pelaku bisnis dan juga eksekutif akan pentingnya menerapkan CSR di dalam suatu perusahaan atau entitas. Menurut Compact (2021), 93% dari 766 partisipan yang adalah CEO dari seluruh dunia, telah menyatakan bahwa CSR merupakan faktor yang penting dan sangat penting bagi kesuksesan perusahaan di masa yang akan datang. Adapun, survey yang dilakukan oleh Edelman terhadap 5.000 orang konsumen menyatakan bahwa 2/3 dari mereka setuju akan pentingnya transparansi dan bisnis yang jujur dalam membangun reputasi perusahaan.

Di Indonesia, implementasi CSR telah menjadi topik yang sering dibicarakan di kalangan para pelaku bisnis dan eksekutif. Praktek CSR di Indonesia telah menjadi suatu kegiatan wajib yang harus dilakukan oleh perusahaan pada umumnya perseroan yang menjalankan kegiatan usahanya di bidang yang berkaitan dengan sumber daya alam wajib seperti yang tertuang dalam Undang Undang Perseroan Terbatas (UUPT) nomor 40 pasal 74 tahun 2007. Namun Retnaningsih (2015) menyatakan masih praktek CSR masih bersifat sukarela. Hal ini baru ditekankan pada aspek keamanan dan kenyamanan operasional.

Pelaporan CSR pun masih bersikap sukarela, karena untuk mewajibkan penyusunan laporan CSR masih perlu waktu terutama kesiapan dalam sistem pendukung seperti adanya standar pelaporan yang berterima umum dan ketersediaan tenaga yang berkompeten untuk menyusun laporan tersebut, termasuk tenaga yang melakukan fungsi asuransi. Walaupun begitu, Indonesia masih terus melakukan usaha pengembangan dan perbaikan implementasi CSR dari waktu ke waktu, seperti mengadopsi G3 GRI sebagai standar *CSR reporting* dan pembuatan UU Perseroan Terbatas (UUPT). Selain itu, banyak penghargaan dari berbagai organisasi yang peduli akan CSR seperti Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) terus bermunculan.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian tentang CSR sebelumnya, telah menjawab bahwa fungsi dari CSR tidaklah hanya untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan, melainkan ada banyak pengaruh lainnya yang dapat dihasilkan dari pelaksanaan CSR bagi perusahaan. Beragam hasil penelitian menyimpulkan bahwa CSR adalah kewajiban bagi setiap entitas bisnis. Namun ada pula yang menyatakan tidak wajib dan porsinya tergantung dari masing-masing entitas. Peneliti tidak hanya berhenti pada pengetahuan mengenai hubungan antara CSR dengan kelangsungan hidup perusahaan dan profitabilitas, juga meneliti dampak-dampak dari penerapan CSR terhadap aspek-aspek tertentu yang berperan penting bagi perusahaan, seperti: penciptaan nilai, pertumbuhan berkelanjutan, investasi, biaya modal, investasi dan lain sebagainya.

Aspek investasi dinilai penting karena dapat mempengaruhi kinerja dan pertumbuhan perusahaan. Untuk melakukan investasi, perlu adanya dana. Adanya keterbatasan dana pada umumnya disebabkan karena kurangnya profit akibat tidak efisien. Pentingnya ketersediaan dana bagi suatu perusahaan membuat para peneliti di bidang CSR melakukan penelitian untuk mencari hubungan antara CSR dengan akses pendanaan. Hasilnya, mereka menemukan bahwa ada hubungan yang kuat antara CSR dengan akses pendanaan. Tidak hanya itu, mereka juga menemukan adanya dampak terhadap

penurunan biaya modal saham (*cost of equity*) yang juga berpengaruh terhadap akses untuk pendanaan (Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014). Berdasarkan latar belakang permasalahan, maka pada penelitian ini akan diteliti tentang pengaruh Corporate Sosial Responsibility terhadap Akses Pendanaan di Indonesia.

### **Masalah Penelitian**

Cakupan yang dibahas di dalam penelitian ini adalah: mengenai pengaruh *Corporate Sosial Responsibility* (CSR) terhadap keterbatasan modal (*capital constraint*) dan biaya modal saham (*cost of equity*), serta pengaruh dari biaya atas modal saham terhadap keterbatasan modal itu sendiri. Dalam penelitian ini, variabel CSR dibagi ke dalam dua sub variabel, yaitu: ikatan parapemangku kepentingan (*stakeholders engagement*) dan pengungkapan CSR (*CSR disclosure*). Ikatan para pemangku kepentingan akan dikaitkan dengan biaya agen (*agency cost*) dan pengungkapan CSR akan dikaitkan dengan ketidaksempurnaan informasi (*information asymmetry*). Secara rinci masalah dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- a. Apakah ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh terhadap biaya modal saham.
- b. Apakah pengungkapan CSR berpengaruh terhadap biaya modal saham.
- c. Apakah ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR secara bersama-sama berpengaruh terhadap biaya modal saham.
- d. Apakah ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh terhadap keterbatasan modal.
- e. Apakah pengungkapan CSR berpengaruh terhadap keterbatasan modal.
- f. Apakah biaya atas modal saham berpengaruh terhadap keterbatasan modal.
- g. Apakah ikatan para pemangku kepentingan, pengungkapan CSR, dan biaya modal saham secara bersama-sama berpengaruh terhadap keterbatasan modal.
- h. Apakah biaya modal saham memediasi hubungan tidak langsung antara ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR terhadap keterbatasan modal.

### **Tujuan dan Manfaat Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari CSR yang dilihat dari dua sub variabel, yaitu: ikatan para pemangku kepentingan (*stakeholders engagement*) dan pengungkapan CSR (*CSR disclosure*) terhadap akses pendanaan yang dilihat dari sub variabel keterbatasan modal dan biaya atas modal saham, serta pengaruh dari biaya atas modal saham terhadap keterbatasan modal itu sendiri.

Kegiatan penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat terhadap ilmu pengetahuan maupun praktis. Manfaat teoritis hasil penelitian ini menjadi bahan kajian lebih lanjut bagi para akademisi maupun masyarakat umum lainnya dan menghasilkan pandangan baru terhadap CSR dalam kajian ilmu manajemen di Indonesia. Bagi perusahaan, memberikan pemahaman bagaimana perusahaan mengurangi risiko kesempatan (*opportunity risk*) yang dikarenakan kurangnya dana untuk melakukan investasi dengan tetap melakukan CSR sehingga risiko kesempatan dapat dikurangi.

## **2. Tinjauan pustaka dan Pengembangan Hipotesis**

### **Grand theory**

Barako, Hancock, and Izan (2006) mengungkapkan bahwa isu yang utama dalam hubungan keagenan pada perusahaan adalah mengenai informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham. Manajer memiliki superior informasi dibandingkan dengan pemegang saham, sehingga pemegang saham menghadapi dilema karena mereka tidak secara tepat mengevaluasi dan menentukan nilai dari pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen. Pemisahan antara manajer dengan *shareholders* ini dan kebutuhan untuk mengurangi informasi asimetri dan biaya agensi telah menjadi penyebab utama untuk praktik pelaporan yang baik (Jaffar, Jamaludin, & Rahman, 2007). Praktik pelaporan yang baik tidak hanya mengungkapkan informasi keuangan, karena informasi non-keuangan juga berguna bagi pengambilan keputusan (Jaffar et al., 2007).

Teori Legitimasi menyediakan pandangan yang lebih luas mengenai pengungkapan CSR, bahwa perusahaan terikat oleh kontrak sosial agar perusahaan setuju untuk melakukan berbagai aksi sosial

sebagai imbalan dari persetujuan akan tujuan perusahaan. Hal ini akan menjamin kelangsungan hidupnya (Reverte, 2009). Lebih lanjut, Deegan (2002) menjelaskan fokus dari teori legitimasi adalah pada legitimasi sosial, yang mengarah pada penerimaan perusahaan oleh lingkungan sosial dan konstituen eksternalnya. Branco and Rodrigues (2008) menjelaskan pentingnya legitimasi sosial muncul dari asumsi teoritis bahwa perusahaan merupakan suatu bagian dari lingkungan tempat mereka beroperasi, dan bahwa kinerja dan ekspektasi mereka dipengaruhi oleh lingkungan. Bertahan atau tidaknya suatu perusahaan dipengaruhi oleh antarmuka.

Deegan (2002) secara eksplisit menjelaskan teori Pemangku Kepentingan (*Stakeholders Theory*) yang memperhatikan dampak dari harapan berbagai kelompok *stakeholders* yang berbeda dalam masyarakat terhadap kebijakan pengungkapan *corporate social responsibility*. Dalam teori ini, pengungkapan merupakan alat manajemen untuk mengatur kebutuhan informasional dari berbagai *stakeholders*. Perusahaan menggunakan informasi untuk memanipulasi *stakeholders* dalam mendapatkan dukungan untuk bisnis mereka. Salah Satu dukungan bisnis yang dapat diperoleh perusahaan adalah masalah kemudahan untuk memperoleh sumber pendanaan dari eksternal perusahaan.

### **Teori tentang Variabel**

#### *Corporate Sosial Responsibility*

*Corporate Sosial Responsibility* (CSR) menjadi satu yang dianggap penting sejak Carson (1962) memaparkan kepada dunia tentang kerusakan lingkungan dan kehidupan yang diakibatkan oleh racun pestisida yang mematikan. Paparan yang disampaikan Carson telah menggugah kesadaran banyak pihak bahwa tingkah laku korporasi harus diluruskan sebelum menuju kehancuran bersama. Dari sinilah, CSR pun mulai diagungkan.

(Elkington & Rowlands, 1999) yang mengatakan bahwa perusahaan harus memperhatikan 3P agar dapat terus berkembang di masa yang akan datang. 3P tersebut terdiri dari: keuntungan (*profit*), kesejahteraan pemangku kepentingan (*people*), dan kelestarian lingkungan (*planet*). (Chen, 2011) juga menambahkan bahwa ada empat komponen utama dari CSR, yaitu: akuntabilitas, transparansi, kompetitif, dan tanggung jawab. Apabila satu perusahaan telah memenuhi empat tersebut, berarti perusahaan tersebut telah menjalankan CSR dengan baik. (Jones, 1995) menyatakan bahwa perusahaan dengan performa CSR yang baik pasti memiliki akuntabilitas dan tanggung jawab yang baik juga. Hal tersebut dapat dilihat dari ikatan para pemangku kepentingannya (*stakeholders engagement*). Pelaksanaan CSR yang baik identik dengan ikatan para pemangku kepentingan yang kuat yang didasari oleh kepercayaan untuk saling menguntungkan dan saling bekerja sama.

Berkaitan dengan transparansi yang menjadi salah satu dari empat komponen utama CSR, (Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011) dalam penelitiannya baru-baru ini mengemukakan bahwa perusahaan dengan performa CSR yang baik cenderung untuk mengungkapkan kegiatan-kegiatan CSR-nya (CSR disclosure) kepada publik. Pengungkapan ini bagian dari prinsip transparansi yang menjadi salah satu dari empat komponen utama CSR. (Cheng et al., 2014) membagi variabel CSR menjadi dua sub variabel yaitu (1) Ikatan Para Pemangku Kepentingan (*stakeholder*) dan (2) Pengungkapan CSR.

#### *Ikatan Para Pemangku Kepentingan (stakeholder)*

Pengertian *stakeholder* menurut (Henriques & Sadorsky, 1996) adalah sebagai individu atau kelompok yang dapat mempengaruhi atau sangat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan suatu organisasi. Steiner and Risopoulos (2007) menyatakan *stakeholder* adalah kelompok orang yang memperoleh manfaat atau beban atau yang disusahkan karena kegiatan perusahaan. Lebih lanjut, menurut (Rudito, Budimanta, & Prasetyo, 2004) dari Indonesia Centre for Sustainable Development (ICSD), stakeholder adalah kelompok atau individu yang dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh aktivitas korporat.

Berdasarkan beberapa pengertian diatas dapat dipahami bahwa stakeholder adalah gambaran hubungan perusahaan dengan lingkungannya, individu atau kelompok yang memiliki kepentingan dan

mempengaruhi atau sangat mempengaruhi terhadap pencapaian tujuan perusahaan. Oleh karena itu, hubungan atau ikatan di antara perusahaan dengan para pemangku kepentingannya sangatlah penting.

Ikatan para pemangku kepentingan merupakan prasyarat dasar dalam mengimplementasi CSR (Clement & Tse, 2005). Adapun, ikatan para pemangku kepentingan dapat diartikan sebagai kegiatan yang dilakukan perusahaan untuk melibatkan pemangku kepentingan dalam hal-hal positif (Greenwood, 2007).

#### Pengungkapan CSR

Hendriksen and Van Breda (2000) mengemukakan pengungkapan (*disclosure*) diartikan sebagai penjelasan atas suatu laporan keuangan yang dihasilkan dari suatu proses akuntansi sebagai alat akuntabilitas dalam bentuk informasi, secara lebih luas adalah peyampaian informasi keuangan yang dapat bersifat wajib (*mandatory*) atau yang bersifat sukarela (*Voluntary*). Mathews (1997) mendefinisikan pengungkapan sosial dan lingkungan merupakan pengungkapan informasi sukarela, baik secara kualitatif maupun kuantitatif yang dibuat oleh organisasi untuk menginformasikan aktivitasnya dimana pengungkapan kuantitatif berupa informasi keuangan dan non keuangan.

Prinsip full disclosure dalam pengungkapan laporan keuangan dengan menyajikan ringkasan transaksi keuangan perlu diperhatikan oleh perusahaan seperti yang dinyatakan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 1 paragraf 09:

“Perusahaan dapat pula menyajikan laporan tambahan seperti laporan mengenai laporan lingkungan hidup dan laporan nilai tambah (*value added statement*), khususnya bagi industri dimana faktor-faktor lingkungan hidup memegang peranan penting dan bagi industri yang menganggap pegawai sebagai pengguna laporan yang memegang peranan penting.”

#### Keterbatasan Modal

Keterbatasan modal (*capital constraint*) adalah keterbatasan perusahaan untuk mendapatkan modal dari sumber-sumber pendanaan yang tersedia untuk berinvestasi” (Hidayat, 2010). Keterbatasan modal meliputi: ketidakmampuan untuk berutang, ketidakmampuan untuk menerbitkan saham, ketergantungan terhadap pinjaman bank, dan aktiva yang tidak likuid (Lamont, Polk, & Saaá-Requejo, 2001).

(Gregory, 2009) mengatakan bahwa produktivitas marginal dari modal (*marginal productivity of capital*) merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap investasi. (Sofyaningsih & Hardiningsih, 2011) yang menyatakan bahwa implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Perusahaan-perusahaan yang mengalami keterbatasan modal cenderung untuk menghilangkan investasi dari aktivitas-aktivitas strategis (Campello, Graham, & Harvey, 2010; Hubbard, 1998), termasuk investasi dalam persediaan barang dagang (Carpenter, Fazzari, & Petersen, 1998), dan investasi dalam aktivitas research and development (Hall & Rosenberg, 2010; Himmelberg & Petersen, 1994). Dari uraian mengenai teori-teori hubungan antara keterbatasan modal dengan kemampuan investasi dapat disimpulkan bahwa keterbatasan modal dapat memperkecil bahkan menghilangkan kesempatan untuk melakukan investasi.

Beberapa peneliti baru-baru ini banyak menemukan bukti bahwa CSR dapat mengatasi masalah keterbatasan modal. Hal ini dibuktikan dalam beberapa hasil penelitian. (Cheng et al., 2014) menyatakan bahwa pelaksanaan CSR dengan dua sub variabelnya, yaitu: ikatan parapemangku kepentingan dan pengungkapan CSR dapat memperkecil keterbatasan modal.

(Kaplan & Zingales, 1997) mengungkapkan bahwa keterbatasan modal dapat dihitung dari rasio *cash flow*, *dividen*, *Tobin's Q*, *cash holding*, dan *leverage* (Baker, Stein, & Wurgler, 2003). Rasio *cash flow* dan *cash holding* yang tinggi mengisyaratkan bahwa perusahaan tersebut memiliki keterbatasan modal yang rendah karena adanya ketersediaan dana yang lebih untuk mendanai proyek-proyek baru.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa cash flow dan cash holding berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.

Tobin's Q adalah rasio harga pasar perusahaan terhadap ekuitas, yang mana juga sering disebut *market to book value*. Perusahaan yang memiliki rasio dividen yang tinggi dan *market to book value* yang rendah mengisyaratkan bahwa perusahaan tersebut tidak memiliki banyak kesempatan untuk melakukan pengembangan dan investasi lagi, yang mana berarti perusahaan tersebut tidak memerlukan banyak dana (Lamont et al., 2001). Rasio *market to book* yang rendah menunjukkan bahwa *market value* (nilai di pasar) lebih rendah dari *book value* (nilai buku perusahaan). Apabila *market value* lebih besar dari *book value* suatu perusahaan, harga saham dari perusahaan itu akan *undervalued* (murah). Dalam keadaan *undervalued*, para investor akan cenderung membeli saham tersebut (Sukamulja, 2005). Tingkat pembayaran dividen yang tinggi mengisyaratkan pendapatan perusahaan yang tinggi juga (Chan, Jegadeesh, & Lakonishok, 1996). Oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai rasio *market to book value* rendah dan tingkat pembayaran dividen yang tinggi cenderung memiliki banyak dana. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Tobin's Q berpengaruh positif terhadap keterbatasan modal dan pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.

Leverage adalah tingkat penggunaan utang, yang mana biasa dihitung dengan rumus *debt to total capital* (utang dibagi modal). Adapun, perusahaan yang memiliki *debt to total capital* yang tinggi cenderung mengalami kesulitan untuk memperoleh utang karena kemungkinan untuk tidak melunasi utangnya tinggi (Baker et al., 2003). Hal ini menyebabkan akses pendanaan menjadi terbatas. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap keterbatasan modal. (Lamont et al., 2001) berhasil menemukan persamaan untuk mengukur keterbatasan modal berdasarkan teori yang dikemukakan oleh (Kaplan & Zingales, 1997). Persamaan tersebut diberi nama KZ (Kaplan - Zingales) Index.

#### *Biaya Modal Saham*

(Dhaliwal et al., 2011) menyatakan perusahaan cenderung menginginkan biaya modal yang rendah. Dalam kaitannya dengan biaya modal yang rendah, pelaksanaan CSR dapat membantu mengurangi biaya atas modal saham. (Botosan, 1997) mengemukakan bahwa pengurangan biaya atas modal saham dapat terjadi karena adanya pengurangan pada masalah keagenan (*agency cost*) dan informasi (*information asymmetry*). Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh (El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011) memperjelas bahwa CSR mempunyai pengaruh terhadap biaya atas modal saham, yaitu jika pelaksanaan CSR dengan baik dapat memperkecil biaya atas modal saham.

#### **Hubungan antara variabel penelitian**

##### *Hubungan Ikatan para Pemangku Kepentingan Dengan Keterbatasan Modal*

Dalam kaitannya dengan arus dana perusahaan, (Foo, 2007) mengemukakan bahwa ikatan para pemangku kepentingan (*Stakeholders Engagement*) dapat menurunkan biaya keagenan (*agency cost*). (Halim & Iqbal, 2007) mengatakan bahwa biaya keagenan adalah biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik. *Agency cost* meliputi lima yaitu:

- a. Biaya audit untuk mengawasi wewenang manajer.
- b. Berbagai perjanjian atau kontrak yang menyatakan bahwa manajer tidak menyalahgunakan wewenangnya.
- c. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajer atas prestasinya.
- d. Kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, di mana pihak ketiga akan membayar perusahaan jika manajer tersebut bertindak merugikan perusahaan.
- e. Kontrak antara manajer dengan pemilik perusahaan, di mana pemilik perusahaan menjamin bahwa manajer akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu.

##### *Hubungan Ikatan para Pemangku Kepentingan Dengan Biaya modal Saham*

Biaya keagenan pada umumnya timbul karena perbedaan kepentingan di antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham perusahaan. Perbedaan kepentingan terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai hal tersebut karena

apa yang dilakukan manajer tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan dividen yang akan diterima pemegang saham. Pengaruh dari biaya keagenan ini dapat menyebabkan menurunnya nilai perusahaan (Rozeff, 1982).

Penurunan nilai perusahaan akan menyebabkan para investor cenderung untuk menawar harga saham perusahaan dengan harga yang rendah. Penurunan harga saham ini berakibat pada kenaikan biaya modal atas saham (*cost of equity*) (Setyawan & Sutapa, 2017). Penurunan harga saham menyiratkan peningkatan biaya modal ekuitas perusahaan dan mendorong manajer untuk mengungkapkan lebih banyak informasi (Dhaliwal et al., 2011). Dengan kata lain, apabila biaya keagenan dapat diperkecil dengan mengurangi informasi tidak simetris. Hal ini berdampak pada biaya modal saham akan menjadi lebih rendah. CSR yang melalui ikatan para pemangku kepentingan dapat menurunkan biaya keagenan. Biaya keagenan yang menurun tersebut dapat juga memperkecil biaya modal atas saham.

#### *Hubungan Pengungkapan CSR Dengan Keterbatasan Modal*

Pada umumnya, perusahaan-perusahaan yang memiliki performa CSR yang baik cenderung untuk mengungkapkan CSR (*CSR Disclosure*) mereka. Isu ini diungkap untuk memberikan dampak pada laporan sustainabilitas (Dhaliwal et al., 2011) dan untuk mengurangi asimetri informasi (*informational asymmetry*) (Hubbard, 1998). Informasi yang tidak simetris berdampak pada keterbatasan akses perusahaan pada sumber pendanaan dari luar. Myers and Majluf (1984) dalam Leary and Roberts (2010) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, para investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Investor eksternal akan menilai saham perusahaan dengan nilainya yang rendah. Investor enggan membeli saham tersebut. Selain itu, asimetri informasi juga membuat para investor terkadang merasa ragu apakah perusahaan tersebut mempunyai sustainabilitas yang baik atau tidak. Dengan demikian, para investor cenderung tidak akan membeli saham dari perusahaan-perusahaan yang mempunyai asimetri informasi. Jadi pengungkapan CSR akan memperkecil informasi tidak simetris. Pengurangan informasi tidak simetris berdampak pada meningkatnya minat investor untuk membeli saham dari perusahaan tersebut. Hal ini dapat memperbesar perusahaan memperoleh akses pendanaan.

#### *Hubungan Pengungkapan CSR Dengan Biaya Modal Saham*

Telah dijelaskan dalam sub bab sebelumnya bahwa pengungkapan CSR dapat mengurangi asimetri informasi. Asimetri informasi menyebabkan pihak investor tidak mendapatkan informasi yang lengkap tentang perusahaan tempat investor akan melakukan investasi sahamnya. Hal ini menyebabkan pihak investor cenderung untuk menginterpretasikan hal-hal yang negatif (Myers & Majluf, 1984). Kualitas informasi itu akan ditransformasi menjadi informasi biaya atas modal saham (*cost of equity*) (Merton, 1987). Pengurangan asimetri informasi menunjukkan dampak terhadap pengurangan biaya atas modal saham (Lang & Lundholm, 1996). Semakin besar tingkat pengungkapan akuntansi yang dilakukan oleh perusahaan, semakin rendah biaya atas modal sahamnya (Botosan, 1997).

#### *Hubungan Biaya Modal Saham Dengan Keterbatasan Modal*

Biaya modal yang tinggi dapat menurunkan profitabilitas perusahaan, sebaliknya, biaya modal yang rendah dapat meningkatkan profitabilitas. (Kartini & Arianto, 2008) menyatakan bahwa biaya modal yang tinggi dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Menurut Susilawati (2004), "Hubungan biaya modal terhadap profitabilitas menunjukkan hubungan yang negatif, yaitu ketika biaya modal naik, maka profitabilitas akan turun, dan demikian sebaliknya".

#### **Hipotesis**

Berdasarkan hasil kajian teori dan penelitian yang relevan, maka hipotesis penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut:

- a. Ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh negatif terhadap biaya modal saham.
- b. Pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap biaya atas modal saham.

- c. Ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR secara bersama-sama berpengaruh terhadap biaya modal saham.
- d. Ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.
- e. Pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.
- f. Biaya atas modal saham berpengaruh positif terhadap keterbatasan modal.
- g. Ikatan para pemangku kepentingan, pengungkapan CSR, dan biaya modal saham secara bersama-sama berpengaruh terhadap keterbatasan modal.
- h. Biaya modal saham memediasi hubungan antara Ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR terhadap keterbatasan modal.

### 3. Metode penelitian

#### *Obyek dan Subyek Penelitian*

Subjek penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam kelompok industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan industri manufaktur karena industri ini melakukan proses produksi yang memberikan dampak langsung pada lingkungan sosial dan atau fisik. Obyek adalah pelaksanaan CSR dengan menggunakan dua proksi yaitu ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR, biaya modal saham, dan keterbatasan modal.

#### *Desain Penelitian*

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah desain penelitian deskriptif dan analisis verifikatif. Analisis verifikatif pada dasarnya digunakan untuk menguji kebenaran dari suatu hipotesis yang menjelaskan hubungan antara variabel penelitian. Jenis data adalah *pooled data* berdasarkan data tiap perusahaan periode tahun 2010 dan 2011. Teknik sampling adalah *purposive sampling* yang didasarkan beberapa kriteria data. Metode analisis statistik menggunakan *Two Stage Least Square (TSLS)* untuk menguji hipotesis mengenai pengaruh antara variabel dalam model penelitian.

#### *Operasionalisasi Variabel*

##### *Variabel endogenus*

##### Keterbatasan Modal

Keterbatasan modal (*capital constraint*) adalah keterbatasan perusahaan untuk mendapatkan modal dari sumber-sumber pendanaan yang tersedia untuk berinvestasi” (Hidayat, 2010). Keterbatasan modal diukur dengan indeks KZ (Kaplan and Zingales) Index (KZ Indeks) sebagai berikut:

$$KZ \text{ Index} = -1.001909 \times CF/K + 0.282638 Q + 3.139193 Lev - 39.3678 Div/K - 1.314759 \text{ Cash/K}$$

(Lamont et al., 2001)

Keterangan:

<i>CF</i>	= Laba bersih sebelum akun-akun luar biasa + Total depresiasi dan amortisasi
<i>K</i>	= PP&Et-1 ( <i>Property, Plant, and Equipment</i> tahun sebelumnya)
<i>Q</i> (Tobin’s <i>Q</i> )	= ( <i>Market capitalization</i> + Jumlah Saham Preferen – <i>Deferred Tax Asset</i> ) / Total Ekuitas dalam waktu kurang dari 1 tahun + Wesel bayar) / Total Aktiva
<i>Div</i>	= Dividen (Total Dividen saham biasa dan preferen)
<i>Cash</i>	= Kas dan Investasi Jangka Pendek

#### 3.3.1.1 Biaya Modal Saham

(Sartono, 2000) menyatakan biaya saham adalah *expected rate of return* dari saham yang dimiliki investor. Biaya modal saham dihitung dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

$$R_m = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_{t-1}$$

$\beta$  = Koefisien regresi antara  $R_i$  dengan  $R_m$  ( $R_m$  = variabel independen)

Keterangan:

$R$  = Expected return on a given risky security

$R_f$  = Risk free rate

$R_m$  = Expected return on the stock market as a whole



- t = waktu hari
- $\beta$  = Risiko unik dari satu saham tertentu.

*Variabel eksogenus*

**Ikatan para Pemangku Kepentingan**

adalah sebagai individu atau kelompok yang dapat mempengaruhi atau sangat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan suatu organisasi (Henriques & Sadorsky, 1996) atau sebagai kelompok orang yang memperoleh manfaat atau beban atau yang disusahkan karena kegiatan perusahaan (Steiner & Risopoulos, 2007).

Variabel ini diukur menggunakan tujuh indikator yang digunakan oleh *The Environment Council* (TEC). Tiap indikator terdiri beberapa kriteria yang harus diungkap pada laporan tahunan perusahaan. Adanya satu kriteria yang diungkap pada laporan tahunan akan diberi skor satu. Total kriteria sebanyak 22 item. Nilai variabel ini adalah jumlah skor yang diungkap dibagi total skor (22). Adapun indikator dan item yg diungkap tiap item disajikan pada tabel 1(Kaur & Lodhia, 2014).

Tabel 1. Kriteria dan indikator Kriteria untuk mengukur Ikatan para Pemangku Kepentingan

No	Kriteria dan Item yang harus diungkap
1	Identifikasi Pemangku Kepentingan ( <i>Stakeholder identification</i> )
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) Apakah perusahaan ada mendefinisikan/menerangkan tentang para pemangku kepentingannya,</li> <li>2) Apakah perusahaan mempunyai daftar para pemangku kepentingannya,</li> <li>3) Apakah perusahaan menyingkapkan adanya atribut-atribut penting dari setiap kelompok para pemangku kepentingan, dan</li> <li>4) Apakah perusahaan dapat mengetahui dan menyingkapkan ketika ada terdapat hubungan dengan para pemangku kepentingannya.</li> </ul>
2	<i>Basis for stakeholder identification and selection</i>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) Apakah perusahaandapat membedakan antara para pemangku kepentingan yang memegang peranan penting dan tidak,</li> <li>2) Apakah perusahaan memiliki cara untuk mengidentifikasi dan menyeleksi para pemangku kepentingannya, dan</li> <li>3) Apakah para pemangku kepentingan di perusahaan mempunyai keinginan untuk menjalin ikatan/hubungan dengan perusahaan dan para pemangku kepentingan lainnya.</li> </ul>
3	<i>Approaches/media used for stakeholder engagement</i>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) Apakah ada media-media atau cara-cara pendekatan tertentu yang sering dijadikan sebagai alat untuk membangun ikatan para pemangku kepentingan,</li> <li>2) Apakah dalam merencanakan dan menjalankan kegiatan-kegiatan penting perusahaan, banyak pemangku kepentingan di perusahaan yang terlibat, dan</li> <li>3) Apakah para pemangku kepentingan perusahaan sering terlibat dalam kegiatan-kegiatan perusahaan.</li> </ul>
4	<i>Key concerns and issues raised through stakeholder engagement</i>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) Terdapat hal-hal yang muncul akibat hubungan antar para pemangku kepentingan di perusahaan dengan perusahaan,</li> <li>2) Terdapat komentar, saran, atau pertanyaan dari hasil ikatan para pemangku kepentingan di perusahaan untuk kemajuan perusahaan.</li> <li>3) Terdapat komentar, saran dan pertanyaan dari para pemangku kepentingan di perusahaan disampaikan dengan baik dan tepat.</li> </ul>
5	<i>Evidence of stakeholder engagement</i>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) Terdapat terjadi kasus mengenai ikatan para pemangku kepentingan dalam perusahaan,</li> <li>2) Terdapat foto-foto atau gambar-gambar yang pernah diambil dari kegiatan-</li> </ul>

	kegiatan untuk mempererat para pemangku kepentingan. 3) Ada sertifikat yang menyatakan bahwa perusahaan mempunyai ikatan para pemangku kepentingan yang baik.
6	<i>Future targets for stakeholder engagement</i>
	1) Perusahaan mempunyai rencana ke depan untuk mempererat ikatan dengan para pemangku kepentingannya, dan 2) Terdapat laporan atas pencapaian target untuk mempererat ikatan dengan para pemangku kepentingan dari tahun-tahun sebelumnya.
7	<i>Opportunities for feedback</i>
	1) Perusahaan terbuka untuk saran-saran dari para pemangku kepentingannya, 2) Terdapat formulir di perusahaan khusus untuk pemberian saran dari para pemangku kepentingannya, 3) Perusahaan menyediakan kontak-kontak yang dapat dihubungi seperti: nomor handphone, email, atau website, dan 4) Perusahaan memberikan keterangan atau penjelasan atas saran-saran yang pernah digunakan.

### Pengungkapan CSR

Pengungkapan CSR terjadi apabila suatu perusahaan mengungkapkan CSRnya kepada publik. Dalam penelitian ini, pengungkapan CSR diukur berdasarkan diungkapkan atau tidaknya kegiatan-kegiatan CSR di dalam laporan tahunan perusahaan. Indikator-indikator yang digunakan dari ikatan para pemangku kepentingan berdasarkan *Thomson Reuters ASSET4 Categories* yang terdiri dari tiga dimensi. Tiap dimensi terdiri dari beberapa item yang harus diungkap pada laporan keuangan. Total terdapat sebanyak 15 item. Satu item yang diungkap diberi nilai skor satu. Nilai dari variabel Pengungkapan CSR ini adalah total item yang diungkap pada laporan keuangan satu perusahaan dibagi total skor (15). Dimensi dan itemnya sebagai berikut:

A. Kategori performa lingkungan (*environmental performance*), dengan dimensi-dimensi sebagai berikut:

1. Pengurangan Sumber Daya (*Resource Reduction*) yaitu kapasitas perusahaan dalam mengurangi penggunaan material, energi, dan air, serta peningkatan supply chain management (manajemen rantai suplai).
2. Pengurangan Emisi (*Emission Reduction*) yaitu kapasitas perusahaan dalam mengurangi polusi udara
3. Inovasi Produk (*Product Innovation*) yaitu kapasitas perusahaan dalam menciptakan produk-produk yang ramah lingkungan dengan penggunaan material yang lebih sedikit dengan durabilitas yang besar.

B. Kategori performa sosial (*social performance*), dengan dimensi-dimensi sebagai berikut:

1. Kualitas Kerja (*Employment Quality*) yaitu kapasitas perusahaan dalam meningkatkan kesetiaan dan produktivitas para karyawannya melalui pemberian reward (penghargaan) dan benefit (keuntungan) yang adil, serta adanya fokus terhadap pertumbuhan karyawan-karyawan untuk jangka panjang
2. Kesehatan dan Keselamatan (*Health and Safety*) yaitu kapasitas perusahaan dalam memperhatikan kesehatan fisik dan mental para karyawan-karyawannya.
3. Pelatihan dan Pengembangan (*Training and Development*) yaitu kapasitas perusahaan dalam meningkatkan intellectual capital (modal intelektual) dan kemampuan kerja dari para karyawan-karyawannya melalui pemberian pelatihan dan edukasi.
4. Keragaman dan Kesempatan (*Diversity and Opportunity*) yaitu kapasitas perusahaan dalam menciptakan kehidupan kerja yang seimbang dan bersifat kekeluargaan dimana tidak ada perbedaan jenis kelamin, umur, ras, dan agama.
5. Hak Asasi (*Human Rights*) yaitu kapasitas perusahaan dalam memberikan jaminan kebebasan berasosiasi dan jaminan tidak adanya buruh-buruh anak.

6. Komunitas (*Community*) yaitu kapasitas perusahaan dalam mempertahankan reputasinya di dalam komunitas (global, nasional, ataupun lokal) melalui perlindungan kesehatan umum, menghormati etika bisnis (menghindari sogok, korupsi, dan sebagainya).
7. Pelanggan/Responsibilitas Produk (*Customer/Product Responsibility*) yaitu kapasitas perusahaan dalam memberikan jaminan kualitas produk dan jasa yang baik, kesehatan dan keselamatan pelanggan, serta adanya pemeliharaan integritasnya melalui penggunaan informasi dan label produk yang akurat.

C. Kategori kepemimpinan perusahaan (*corporate governance*), dengan dimensi-dimensi sebagai berikut:

1. *Board Structure* yaitu kapasitas perusahaan dalam memastikan adanya pertukaran ide dan proses pembuatan keputusan secara independen diantara pihak-pihak di dalam manajemen.
2. *Compensation Policy* yaitu kapasitas perusahaan dalam memprediksi target-target keuangannya atas kompensasi-kompensasi yang diberikan kepada para eksekutifnya yang memiliki keahlian.
3. *Board Functions* yaitu kapasitas perusahaan dalam menghasilkan efektifitas manajemen dengan pengalokasian tugas dan tanggung jawab yang baik.
4. *Shareholder Rights* yaitu kapasitas perusahaan dalam memberikan kepastian akan adanya hak-hak yang adil kepada para pemegang saham minoritas.
5. *Vision and Strategy* yaitu kapasitas perusahaan dalam menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan dimensi-dimensi ekonomi, sosial, dan lingkungan dalam proses pengambilan keputusan.

#### **Model dan Persamaan Statistik**

Berdasarkan kajian teori, penelitian yang relevan, dan hipotesis penelitian maka model penelitian yang disajikan pada gambar 1. Berdasarkan model pada Gambar 1, maka dapat diturunkan dalam persamaan statistik menjadi dua bentuk persamaan struktural, yaitu Persamaan 1 dan 2;

Persamaan struktural 1:

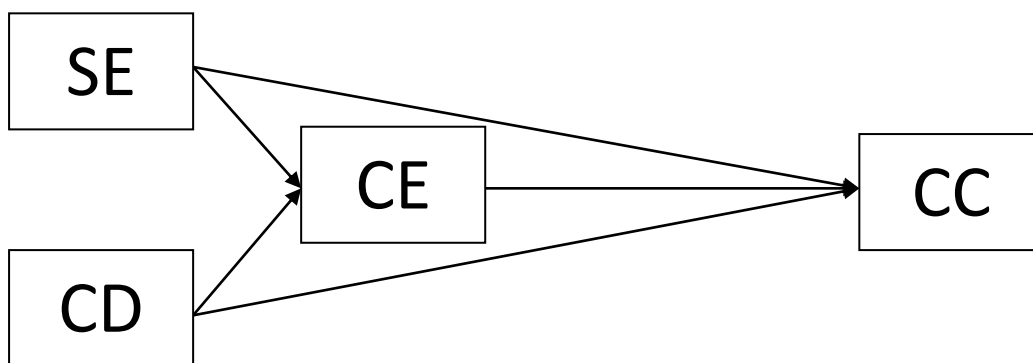
$$CE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 SE_{it} + \beta_2 CD_{it} + e_{it}$$

Variabel  $CE_{it+1}$  pada Persamaan 1 sebagai variabel dependen, pada Persamaan 2 menjadi variabel independen. Oleh karena itu pada Persamaan 2 variabel ini diubah menjadi  $CE_{it+1}$  prediksi ( $C^E_{it+1}$ ).

Persamaan 2 dapat dirumuskan sebagai berikut:

Persamaan struktural 2:

$$CC_{it+1} = \beta_0 + \beta_3 SE_{it} + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 C^E_{it+1} + e_{it}$$



Gambar 1. Model Penelitian CE sebagai Variabel intervening

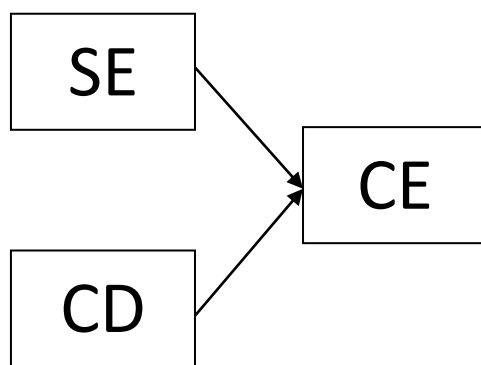
Keterangan:

- SE = *Stakeholders Engagement* (ikatan para pemangku kepentingan)
- CD = *CSR Disclosure* (pengungkapan CSR)
- CE = *Cost of Equity* (biaya atas modal saham)
- CC = *Capital Constraint* (keterbatasan modal)

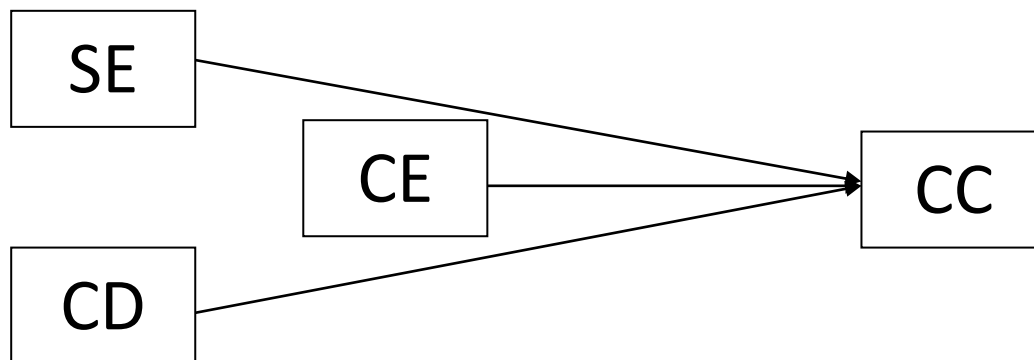
### Analisis statistik

Analisis statistik dilakukan untuk menguji validitas model, model statistik, dan uji hipotesis penelitian. Uji validitas model dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Uji hipotesis dilakukan uji t dan F. Untuk menguji apakah variabel biaya modal saham (CE) adalah variabel *intervening* dari variabel Ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR terhadap keterbatasan modal maka diuji dengan uji Pearson. Jika hasil uji *Pearson* diperoleh hasil bahwa variabel CE sebagai variabel yang memediasi SE dan CD terhadap variabel CC, maka model paradigma penelitian akan digunakan metode regresi *Two Stage Least Square*. Apabila dari hasil uji Pearson diperoleh hasil bahwa variabel CE (biaya atas modal saham) hanya memediasi salah satu dari variabel SE (ikatan para pemangku kepentingan) atau CD (pengungkapan CSR) terhadap keterbatasan modal (CC), maka model penelitian terdiri dari dua model yang disajikan pada Gambar 2. (Trihendradi, 2012)

Model 1:



Model 2:



Gambar 2. Model Penelitian jika CE bukan sebagai variabel *intervening*

Adapun persamaan model struktural dari Gambar 2 sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } CE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 SE_{it} + \beta_2 CD_{it} + e_{it}$$

$$\text{Model 2: } CC_{it+1} = \beta_0 + \beta_3 SE_{it} + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 CE_{it+1} + e_{it}$$

#### 4. Hasil dan Pembahasan

##### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel untuk penelitian ini disajikan pada Tabel 2. Berdasarkan Tabel 2 yang terdiri dari empat variabel penelitian, yaitu: SE, CD, CE, dan CC. Jumlah data *valid* yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 60 data untuk masing-masing variabel, dan tidak ada data yang hilang (*missing*). Dari Tabel 2 data untuk variabel SE, CE, dan CC diketahui tidak normal. Variabel CD terdistribusi normal.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

		statistic			
		SE	CD	CE	CC
N	Valid	60	60	60	60
	Missing	0	0	0	0
Mean		.3738	.4900	.2584	-9.1580
Median		.2857	.4667	.0901	-2.1734
Std. Deviation		.22943	.19245	.23832	17.24659
Variance		.053	.037	.057	297.445
Skewness		.912	.538	1.102	-2.400
Kurtosis		.349	-.580	.178	5.353
Range		.86	.73	.87	81.14
Minimum		.14	.20	.07	-75.74
Maximum		1.00	.93	.94	5.40

##### Uji Keberadaan Variabel CE sebagai variabel *intervening*

Untuk melihat gambaran hubungan kausal antar variabel, yang berkaitan kedudukan variabel CE apakah sebagai variabel *intervening* yang memediasi antara variabel endogenus SE dan CD terhadap variabel endogenus CC atau bukan, maka digunakan uji korelasi menggunakan uji *Pearson*. Hasil dari uji *Pearson* adalah sebagai berikut disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Hubungan Antar Variabel uji *Pearson*

		Correlations			
Rsa		SE	CD	CE	CC
SE	Pearson Correlation	1	.761(**)	.201	-.772(**)
	Sig. (2-tailed)		.000	.124	.000
	N	60	60	60	60
CD	Pearson Correlation	.761(**)	1	.133	-.711(**)
	Sig. (2-tailed)	.000		.310	.000
	N	60	60	60	60
CE	Pearson Correlation	.201	.133	1	-.034
	Sig. (2-tailed)	.124	.310		.799
	N	60	60	60	60
CC	Pearson Correlation	-.772(**)	-.711(**)	-.034	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.799	
	N	60	60	60	60

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Dari hasil analisis korelasi pada Tabel 3, diperoleh koefisien korelasi antara variabel SE dan CD terhadap CE dengan t sig. (2-tailed) dapat diketahui hubungan antar variabel dengan melihat Sig (2-tailed) lebih besar dari 10%. maka dapat disimpulkan variabel CE bukan sebagai variabel *intervening*.

Ini berarti model penelitiannya menggunakan model pada Gambar 2. Sehingga model regresinya dengan metode OLS dengan dua model yang terpisah. Hal ini juga membatalkan hipotesis (h).

**Hasil Uji Asumsi Klasik**

Uji normalitas model penelitian dengan uji Kolmogorov-Smirnov diperoleh model regresi Model Pertama tidak distribusi normal (Tabel 4 Panel A) dan regresi Model Kedua terdistribusi normal (Tabel 4 Panel B).

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Model Penelitian

<b>One-Sample Test</b>	
<b>Panel A (Model 1)</b>	Unstandardized Residual
N	60
Kolmogorov-Smirnov Z	1.970
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001
<b>Panel B (Model 2)</b>	Unstandardized Residual
N	60
Kolmogorov-Smirnov Z	.882
Asymp. Sig. (2-tailed)	.418

Hasil uji multikolinearitas terhadap variabel bebas untuk model pertama (SE dan CD) maupun model kedua (SE, CD, dan CE) diperoleh model kedua model penelitian tidak terdapat multikolinearitas karena seluruh variabel penelitian mempunyai nilai VIF antara 1,043 – 2,431 (VIF < 10,00).

Uji heteroskedastisitas digunakan uji *Spearman's rho*. Hasil uji model pertama dan model kedua dengan uji *Spearman's rho* menunjukkan tidak ada masalah heteroskedastisitas karena tingkat signifikansi (sig) dari seluruh variabel lebih dari 0,05 (p>0,05).

*Uji model hipotesis statistik*

Dengan menggunakan metode OLS diperoleh persamaan regresi dan hasil uji hipotesis dari tiap model sebagai berikut:

Persamaan struktural model pertama:  
 $CE_{it+1} = 0.199 + 0.236 SE_{it} - 0.056 CD_{it}$   
 t. sig : 0,255 0,823  
 F. Sig = 0,312  
 $R^2 = 4,1\%$

Persamaan struktural model kedua:  
 $CC_{it+1} = 16.820 - 40.770 SE_{it} - 26.754 CD_{it} + 8.427 CE_{it+1}$   
 t. sig : 0,000\*\* 0,022\* 0,164  
 F. Sig = 0,000\*\*  
 $R^2 = 64,7\%$

Hasil regresi model pertama menunjukkan bahwa variabel SE dan CD mempunyai tingkat signifikansi (t sig.) sebesar 0.255 dan 0.823. Nilai menunjukkan bahwa hubungan diantara variabel tidak signifikan, karena *p value* dari masing-masing variabel > 5%. Ini berarti belum ada cukup bukti bahwa ada hubungan antara ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR terhadap biaya atas modal saham. Hasil regresi pada model kedua menunjukkan bahwa variabel SE dan CD mempunyai tingkat signifikansi (t sig.) sebesar 0.000 dan 0.022 (*p value* < 5%). Sedangkan pengaruh variabel CE terhadap CC mempunyai nilai *p value* > 5%. Hal ini membuktikan bahwa hubungan antara ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR terhadap keterbatasan modal bersifat signifikan. Adapun untuk variabel CE terhadap CC bersifat tidak signifikan. Hal ini menyimpulkan bahwa:

- a. Ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.
- b. Pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal.
- c. Biaya modal saham tidak berpengaruh terhadap keterbatasan modal.

Uji signifikansi secara bersama-sama (F-test) untuk model pertama membuktikan tidak signifikan, karena  $F_{sig.} = 0,312 (> 0,05)$ . Untuk model kedua membuktikan pengaruh yang signifikan, karena  $F_{sig.} = 0,000 (< 0,05)$ . Koefisien determinasi ( $R^2$ ) hasil regresi model pertama = 0,040, dan untuk model kedua  $R^2 = 0,634$ . Karena model pertama bersifat tidak signifikan, maka nilai  $R^2 = 0,040$  tidak dapat menjelaskan apa-apa. Untuk model kedua, karena hasil  $R^2$  signifikan, maka dapat dikatakan bahwa variabel independen menjelaskan variabel dependen sebesar 63,4%.

### **Pembahasan**

Penelitian ini adalah penelitian yang bersifat perifikatif, yaitu untuk melihat hubungan sebab akibat antara variabel independen dengan variabel dependen yang membentuk model penelitian. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kembali mengetahui kebenaran dari hipotesis-hipotesis yang telah dibuat berdasarkan teori-teori dan penelitian-penelitian sebelumnya apakah dapat diterapkan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Dari hasil uji hipotesis model persamaan pertama, yaitu pengaruh Ikatan para pemangku kepentingan (SE) dan Pengungkapan CSR (CD) terhadap keterbatasan modal biaya modal saham (CE), baik secara sendiri-sendiri maupun bersama mempunyai hubungan yang tidak signifikan. Hubungan yang tidak signifikan ini disebabkan karena data yang digunakan tidak berdistribusi normal. Dengan demikian, hasil penelitian ini menolak hipotesis 1, 2, dan 3. Ikatan para pemangku kepentingan (SE) berpengaruh tidak signifikan terhadap biaya modal saham (CE). Jadi peningkatan ikatan para pemangku kepentingan (SE) tidak dapat mengurangi biaya modal saham. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian (Rozeff, 1982) dan (Setyawan & Sutapa, 2017) yang menyatakan bahwa Ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh negatif terhadap biaya modal saham.

Pengungkapan CSR (CD) berpengaruh tidak signifikan terhadap biaya modal saham (CE). Jadi peningkatan pengungkapan CSR tidak dapat mengurangi biaya modal saham, atau CSR yang diungkap pada publik tidak cukup mengurangi informasi yang tidak simetris, akibatnya tidak berdampak signifikan terhadap biaya modal saham. Penemuan ini bertentangan dengan hasil penelitian (Heinkel, Kraus, & Zechner, 2001) yang mengemukakan bahwa para investor cenderung untuk meminta tingkat pengembalian yang diharapkan (*expeted rate of return*) yang lebih tinggi atas saham-saham dari perusahaan yang mencemari lingkungan. (Hong & Kacperczyk, 2009) menemukan hasil yang sama dengan subjek penelitian pada saham dosa (*sin stock*) yang bergerak di bidang alkohol, tembakau, dan sejenisnya.

Ikatan para pemangku kepentingan (SE) dan Pengungkapan CSR (CD) merupakan sub variabel dari variabel *Corporate Social Responsibility* (CSR), dan secara bersama-sama keduanya tidak berpengaruh terhadap biaya modal saham (CE). Temuan ini membuktikan bahwa variabel *Corporate Social Responsibility* (CSR) tidak menjadi variabel penting yang menjadi pertimbangan investor dalam menginvestasikan pada saham. (Hong & Kacperczyk, 2009) meneliti pengaruh variabel CSR terhadap biaya modal saham hanya pada subjek saham dosa (*sin stock*) yang bergerak di bidang alkohol, tembakau, dan sejenisnya. Sedangkan subjek pada penelitian ini sebagian besar adalah perusahaan manufaktur yang relatif bukan saham dosa (*sin stock*) atau perusak lingkungan. Atas dugaan ini maka perlu dipertimbangkan untuk memisahkan antara perusahaan yang wajib melaksanakan CSR dan yang tidak wajib melaksanakan CSR. Undang-Undang Perusahaan di Indonesia masih belum mewajibkan pelaksanaan CSR. Jika pun CSR wajib dilaksanakan, maka sanksi yang diberikan belum mampu mendorong perusahaan melaksanakan CSR. Pelaksanaan CSR di Indonesia masih dilihat sebagai kegiatan yang filantropis untuk pencitraan nama baik saja.

Dari model penelitian kedua, yaitu pengaruh Ikatan para pemangku kepentingan (SE), Pengungkapan CSR (CD) dan biaya modal saham (CE) terhadap keterbatasan memperoleh modal (*Capital*

*Constraint* atau CC), hanya variabel SE dan CD yang berpengaruh signifikan, sedangkan CE tidak berpengaruh signifikan, terhadap keterbatasan modal. Secara bersama-sama ketiga variabel berpengaruh signifikan terhadap keterbatasan modal. Ikatan para pemangku kepentingan berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal. Hal ini berarti Ikatan para pemangku kepentingan adalah sub variabel penting dari Variabel CSR untuk mengurangi keterbatasan modal yang dipertimbangkan oleh pasar modal dari perspektif teori keagenan. Teori-teori dalam sub bab ini menjelaskan bahwa ikatan para pemangku kepentingan dapat memperkecil keterbatasan modal (*capital constraint*) dikarenakan adanya penurunan biaya keagenan dan peningkatan profit sebagai dampak dari ikatan tersebut. Hasil temuan ini mendukung penemuan oleh Foo (2007) dan Halim and Iqbal (2007).

Pengungkapan CSR (CD) berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal. Teori ini menjelaskan bahwa pengungkapan CSR dapat mengurangi asimetri informasi suatu perusahaan. Hal ini berdampak pada meningkatnya minat investor untuk membeli saham dari perusahaan tersebut, dampaknya dapat memperkecil keterbatasan perusahaan memperoleh modal. Myers and Majluf (1984) dalam Leary and Roberts (2010) menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi, para investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Investor yang mempunyai informasi tidak simetris mengenai perusahaan, menyebabkan investor akan ragu untuk menginvestasikan dananya pada saham tersebut. Hasil penelitian ini berlawanan dengan penemuan oleh (El Ghouli et al., 2011) yang menyatakan hubungan yang positif.

Biaya modal saham (CE) tidak berpengaruh signifikan terhadap keterbatasan modal (CC). Artinya CE bukan variabel penting terhadap CC. Biaya modal saham hanya akan menjadi pertimbangan dalam memilih saham yang dikaitkan dengan *return* dan risikonya. Investor akan memilih saham yang biaya modal sahamnya tinggi jika saham itu memberikan *return* yang tinggi dan risiko yang rendah. (Kartini & Arianto, 2008) menyatakan bahwa biaya modal yang tinggi dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan. Ikatan para pemangku kepentingan (SE), Pengungkapan CSR (CD), dan Biaya modal saham (CE) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keterbatasan modal (CC). Penelitian ini mendukung hasil penelitian oleh (Cheng et al., 2014) dan Ghouli et al. (2011), tapi kedua hasil penelitian ini tidak menggunakan variabel CE.

### ***Temuan Penelitian***

Setelah seluruh proses penelitian dilakukan, ada beberapa temuan yang diperoleh dari penelitian ini. Temuan-temuan tersebut meliputi:

- a. Mengacu pada referensi yang digunakan, variabel ikatan para pemangku kepentingan (SE) menggunakan data primer dengan menyebarkan kuesioner pada perusahaan sampel. Dalam penelitian ini hal tersebut sukar dilakukan, karena dari semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), hanya 3 responden yang memberikan jawaban. Hal ini dapat menjadi indikasi bahwa pasar modal Indonesia tidak efisien, dan informasi tidak simetris cukup besar
- b. Berdasarkan hasil analisis laporan tahunan dan statistik deskriptif, ditemukan bahwa pelaksanaan ikatan para pemangku kepentingan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia masih tergolong minim. Hal ini dibuktikan dengan jumlah indikator yang paling sering muncul di perusahaan sampel adalah dari 1 sampai 7 indikator. Pembuktian berdasarkan hasil statistik deskriptif dapat dilihat dari *mean* variabel ikatan para pemangku kepentingan yang hanya sebesar 0.3738.

## **5. Kesimpulan**

### ***Kesimpulan***

Dari model yang dibangun berdasarkan kajian teori, hasil penelitian yang relevan, serta didukung dari analisis penelitian, maka berdasarkan hasil uji model pertama dapat disimpulkan bahwa ikatan para pemangku kepentingan tidak berpengaruh terhadap biaya atas modal saham, pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap biaya atas modal saham, dan ikatan para pemangku kepentingan dan pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap biaya atas modal saham secara bersama-sama. Berdasarkan hasil uji model kedua dari penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa ikatan para pemangku



kepentingan berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal, pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap keterbatasan modal, biaya modal saham tidak berpengaruh terhadap keterbatasan modal. Akan tetapi, ikatan para pemangku kepentingan, pengungkapan CSR, dan biaya modal saham berpengaruh terhadap keterbatasan modal secara bersama-sama.

Adapun, dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa biaya modal saham bukan merupakan variabel mediasi (*intervening*) baik antara ikatan para pemangku kepentingan terhadap keterbatasan modal maupun pengungkapan CSR terhadap keterbatasan modal.

### **Saran**

Berdasarkan hasil kajian dan temuan selama proses penelitian, maka penulis mengajukan saran sebagai berikut:

- a. Bagi pemerintah, disarankan agar pelaksanaan CSR seperti yang telah diamanatkan dalam Undang-Undang perseroan terbatas, untuk terus mendorong perusahaan di Indonesia melaksanakan secara konsisten dan berkelanjutan. Hal ini perlu dilakukan karena masih banyak perusahaan belum melaksanakan CSR secara penuh, dan tidak ada sanksi yang tegas untuk pelanggaran hal ini.
- b. Bagi regulator pasar modal, diharapkan agar terus mendorong emiten melaksanakan CSR. Hal ini dilatarbelakangi dari hasil temuan dalam riset ini, bahwa pelaksanaan CSR mampu mengurangi informasi yang tidak simetris, yang berdampak pada efisiensi pasar modal di Indonesia.
- c. Bagi peneliti, disarankan jika akan meneliti pengaruh CSR terhadap keterbatasan modal, dimasukkan variabel dummy dari modal saham biasa berdasarkan ukuran biaya modal saham.

### **Referensi**

- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The quarterly journal of economics*, 118(3), 969-1005.
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: an international review*, 14(2), 107-125.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- Bowen, H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. Harper & Row: N. Y. Y, USA.
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), 685-701.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Carpenter, R. E., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1998). Financing constraints and inventory investment: A comparative study with high-frequency panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 513-519.
- Carson, R. (1962). *Silent Spring* Mariner Books. *Any edition (October 22, 2002)*.
- Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies. *The Journal of Finance*, 51(5), 1681-1713.
- Chen, C. H. (2011). The major components of corporate social responsibility. *Journal of global responsibility*.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895-907.
- Christianti, A. (2008). PENGUJIAN PECKING ORDER THEORY (POT): Pengaruh Leverage Terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 4(2), 86-99.
- Clement, M. B., & Tse, S. Y. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *The Journal of Finance*, 60(1), 307-341.
- Compact, U. N. G. (2021). *Climate Leadership in the Eleventh Hour: United Nations Global Compact*.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, auditing & accountability journal*.

- 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. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of banking & finance*, 35(9), 2388-2406.
- Elkington, J., & Rowlands, I. H. (1999). Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business. *Alternatives Journal*, 25(4), 42.
- Foo, L. M. (2007). Stakeholder engagement in emerging economies: considering the strategic benefits of stakeholder management in a cross-cultural and geopolitical context. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Greenwood, P. M. (2007). Functional plasticity in cognitive aging: review and hypothesis. *Neuropsychology*, 21(6), 657.
- Gregory, N. M. (2009). November 30. *Macroeconomics*.-Worth Publishers.
- Halim, A., & Iqbal, M. (2007). Pengelolaan keuangan daerah. *Yogyakarta: Upp Stim Ykpn*.
- Hall, B. H., & Rosenberg, N. (2010). *Handbook of the Economics of Innovation* (Vol. 1): Elsevier.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of financial and quantitative analysis*, 36(4), 431-449.
- Hendriksen, E., & Van Breda, M. (2000). Accounting Theory: Per. from English/Ed. prof. IV Sokolov. *M.: Finansi i statistika, P*, 205.
- Henriques, I., & Sadorsky, P. (1996). The determinants of an environmentally responsive firm: An empirical approach. *Journal of environmental economics and management*, 30(3), 381-395.
- Hidayat, R. (2010). Keputusan Investasi Dan Financial Constraints: Studi Empiris Pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 12(4), 457-479-457-479.
- Himmelberg, C. P., & Petersen, B. C. (1994). R & D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries. *The review of economics and statistics*, 38-51.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.
- Jaffar, R., Jamaludin, S., & Rahman, M. R. C. A. (2007). Determinant factors affecting quality of reporting in annual report of Malaysian companies. *Management & Accounting Review (MAR)*, 6(2), 19-42.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20(2), 404-437.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215.
- Kartini, K., & Arianto, T. (2008). Struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(1), 11-21.
- Kaur, A., & Lodhia, S. K. (2014). The state of disclosures on stakeholder engagement in sustainability reporting in Australian local councils. *Pacific Accounting Review*.
- Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The review of financial studies*, 14(2), 529-554.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting review*, 467-492.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.
- Lukas, S. A. (2003). Manajemen Keuangan. *Edisi Revisi. Yogyakarta: ANDI*.
- Mathews, M. R. (1997). Twenty-five years of social and environmental accounting research: is there a silver jubilee to celebrate? *Accounting, auditing & accountability journal*.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Retnaningsih, H. (2015). Permasalahan corporate social responsibility (csr) dalam rangka pemberdayaan masyarakat. *Aspirasi: Jurnal Masalah-Masalah Sosial*, 6(2), 177-188.

- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351-366.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Rudito, B., Budimanta, A., & Prasetijo, A. (2004). *Corporate Social Responsibility: Jawaban bagi model pembangunan Indonesia masa kini*: Indonesia Center for Sustainable Development.
- Sartono, A. (2000). Manajemen Keuangan Edisi 3. *Yogyakarta: BPFE*.
- Setyawan, H., & Sutapa, S. (2017). Analisis Faktor Penentu Struktur Modal (Studi Empiris pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta 2001-2004). *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(2), 203-215.
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Dinamika keuangan dan perbankan*, 3(1), 68-87.
- Steiner, G., & Risopoulos, F. (2007). Stakeholder communication as basis for sustainable innovations.
- Sukamulja, S. (2005). Analisis Fundamental, Teknikal dan program Meta stock. *Finance Club Training*.
- Susilawati. (2004). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan manufaktur. Retrieved from
- Trihendradi, C. (2012). Step by step SPSS 20 analisis data statistik. *Yogyakarta: Andi*.