



# PENGARUH KARAKTERISTIK DEWAN KOMISARIS TERHADAP *COST OF EQUITY CAPITAL* DENGAN *CSR DISCLOSURE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

(Studi Empiris Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

Wakhida Putri Irfani, Muchamad Syafruddin<sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6285695062585

## ABSTRACT

*This study aims to investigate the direct influence of the board characteristics, corporate social responsibility (CSR) Disclosures, and the cost of equity capital (CEQ) as well as indirect mediating impact of CSR Disclosures in the board characteristics-CEQ nexus, using agency theory, stakeholder theory, and signalling theory. This study applies panel data regression analysis to the population of non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2018 until 2020. By using a purposive sampling method, a sample of 32 non-financial companies was obtained, resulting in a total of 96 observations.*

*The main findings showed that board size, board independence, board gender diversity, and number of board meetings have a positive and significant effect on CSR Disclosure. In addition, three board characteristics (board size, board independence, and gender diversity) have a negative and significant effect on CEQ, but board meetings have an insignificant effect on CEQ. At the same time, CSR Disclosure has a negative and significant effect on CEQ and fully mediates the relationship between board characteristics (board size, board independence, board gender, and board meetings) and CEQ.*

*Keywords: Corporate social responsibility, Corporate governance, Board characteristics, Cost of equity capital.*

## PENDAHULUAN

Berkembangnya dunia bisnis yang lebih dinamis dan kompetitif membuat perusahaan semakin membutuhkan sumber pendanaan yang memadai untuk menghadapi persaingan tersebut. Sumber pendanaan dapat berasal dari modal sendiri maupun luar perusahaan (kreditor dan investor), yang tentunya pemberi dana mengharapkan imbalan atas dana yang diinvestasikan. Dari sisi perusahaan, imbalan tersebut dipandang sebagai biaya yang harus ditanggung perusahaan untuk mendapatkan dana. Biaya ini dikenal sebagai biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk membiayai operasi bisnis yang dapat berasal dari hutang, saham preferen, maupun laba ditahan (Harjito dan Martono, 2003). Salah satu dari biaya modal tersebut adalah biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*), yang memproyeksikan besarnya tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan oleh investor atas investasinya (Abu Afifa et al., 2023). Besarnya biaya modal ekuitas yang tinggi mencerminkan risiko yang tinggi pula, tetapi perusahaan akan lebih mudah dalam memperoleh dana karena investor lebih tertarik dengan *return* yang tinggi. Selain itu, tingginya biaya ini dapat berpengaruh dalam menurunkan kinerja perusahaan dan menjadi isu di beberapa negara berkembang.

Menurut Khalifa dkk. (2019), perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memiliki biaya modal ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara ASEAN lainnya seperti Malaysia, Filipina, dan Thailand. Tercatat biaya modal ekuitas Indonesia yang diukur menggunakan model Estrada sebesar 34.85, sementara Malaysia sebesar 28.51, Filipina sebesar 30.85, dan Thailand sebesar 29.82. Nilai tersebut menunjukkan bahwa kondisi pasar modal atau investasi di Indonesia

---

<sup>1</sup> Corresponding author

belum efektif dibandingkan dengan negara tetangga. Efektivitas tata kelola dan pengungkapan tanggung jawab menjadi dua hal yang dapat mempengaruhi penilaian investor dan besarnya biaya modal ekuitas perusahaan serta kinerja perusahaan di masa depan (Albarrak dkk., 2019).

Menurut teori keagenan, kualitas tata kelola yang baik membantu dalam mengurangi risiko yang dirasakan perusahaan, yang berdampak dalam membuat pemegang saham potensial meminta tingkat pengembalian yang lebih rendah atas modal yang mereka investasikan. Dengan cara ini, perusahaan dapat memperoleh pengurangan biaya modal ekuitas. Adanya mekanisme tata kelola perusahaan seperti peran dari dewan komisaris menjadi mekanisme yang mampu menyeimbangkan kepentingan diantara principal dan agen, membantu dalam meningkatkan kinerja keuangan, dan mengurangi besarnya biaya modal ekuitas.

Tak hanya berhubungan dengan praktik tata kelola perusahaan, biaya modal ekuitas juga memiliki keterkaitan terhadap pengungkapan sukarela perusahaan, salah satunya pengungkapan CSR. Penelitian Harjoto & Jo (2015) yang dilakukan terhadap perusahaan publik di AS menunjukkan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh terhadap asimetri informasi, *market risk*, biaya transaksi dan berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas. Keberhasilan pengungkapan CSR juga bergantung pada efektivitas tata kelola perusahaan, yaitu dari bagaimana persepsi manajer dan direksi dalam membuka jalan bagi pengungkapan perusahaan dan pengambilan keputusan terkait dengan CSR yang diawasi oleh dewan komisaris. Oleh sebab itu, mekanisme tata kelola perusahaan dan pengungkapan CSR saling melengkapi dalam menekan konflik keagenan yang dengan demikian mampu mengurangi risiko perusahaan dan besarnya biaya modal ekuitas.

Beberapa penelitian terkait tata kelola, biaya modal ekuitas dan CSR telah banyak diteliti sebelumnya, tetapi masih ditemukan perbedaan hasil temuan. Dalam Bertocelli et al. (2021) menunjukkan independensi dewan dan ukuran dewan tidak berpengaruh signifikan terhadap CEQ, sementara Abu Afifa et al. (2023) menunjukkan adanya pengaruh signifikan ukuran dewan dalam menurunkan biaya modal ekuitas. Lebih lanjut lagi, masih belum banyak juga penelitian yang melihat peran mediasi pengungkapan CSR dalam menjelaskan hubungan karakteristik dewan komisaris dan biaya modal ekuitas. Dengan demikian, penelitian terkait topik tersebut perlu dikaji lebih lanjut terutama sdalam konteks negara berkembang.

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Bagian ini menjelaskan teori yang digunakan dalam penelitian, kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel penelitian, dan pengembangan hipotesis penelitian.

### **Teori Agensi, Teori Stakeholder, dan Teori Sinyal**

Model penelitian ini didukung oleh tiga teori utama yaitu teori agensi, teori pemangku kepentingan (*stakeholder*), dan teori sinyal. Dalam konteks teori agensi, salah satu instrumen tata kelola perusahaan yaitu Dewan Komisaris menekankan perlunya penyajian laporan yang terintegrasi dan berkualitas kepada para pengguna laporan, salah satunya melalui pelaporan *Corporate Social Responsibility* untuk menyeimbangkan tujuan keseluruhan manajemen dengan pemangku kepentingan, sehingga mengurangi konflik keagenan. Dengan transparansi dalam pengungkapan praktik sosial perusahaan, mengindikasikan bahwa perusahaan secara terbuka memberikan lebih banyak informasi berkaitan dengan aktivitas sosial mereka kepada pihak eksternal yang dapat membangun kepercayaan investor, sehingga akan mengurangi besarnya biaya ekuitas (Mazzotta dan Veltri, 2014).

Menurut teori pemangku kepentingan, suatu perusahaan harus beradaptasi dengan lingkungan bisnis yang kompleks dan dapat membangun kepercayaan, keterlibatan serta komunikasi yang baik dengan berbagai pihak terkait, mempertimbangkan tujuan keseluruhan para pemangku kepentingan dan berusaha mencapainya tanpa ada bias. Dewan komisaris bertugas dalam menyeimbangkan dan melindungi kepentingan seluruh pemangku kepentingan tersebut. Lebih lanjut lagi, dalam perspektif teori sinyal, pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan serta ciri-ciri demografis administrator perusahaan dianggap sebagai sinyal positif kepada investor dalam mengurangi asimetri informasi dan risiko, yang bisa menurunkan biaya ekuitas perusahaan.

### **Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance)**

Secara umum, model Anglo-American dan Continental Europe merupakan dua model struktur tata kelola internal perusahaan di dunia. Model Anglo-Saxon dinamakan *Single-Board*

System, sedangkan model Continental Europe dinamakan sebagai *Two-Board System*. Manajemen perseroan terbatas di Indonesia mengikuti struktur tata kelola *two-board system*. Berbeda dengan sistem *single-board*, sistem *two-board* ini terdapat pemisahan tugas antara dewan komisaris yang menjalankan fungsi pengawasan dan direksi sebagai pihak eksekutif perusahaan dengan tugas mengelola operasional perusahaan (Arifin, 2005).

#### **Biaya Modal Ekuitas (*Cost of Equity Capital*)**

Biaya ekuitas berkontribusi penting bagi nilai perusahaan karena mengungkapkan proyeksi tingkat pengembalian yang investor inginkan. Biaya modal ekuitas tersirat *ex ante* dan return saham realisasi *ex post* merupakan dua ukuran biaya modal yang banyak digunakan. Dibandingkan dengan *ex ante*, ukuran *ex post* menimbulkan kesalahan estimasi karena memperhitungkan pergerakan terhadap peluang pertumbuhan perusahaan dan menggabungkan perbedaan dalam tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Sebaliknya, biaya ekuitas *ex ante* terbebas oleh masalah ini karena model penilaiannya secara eksplisit mengontrol arus kas masa depan dan potensi pertumbuhan dalam proses estimasi (Kim *et al.*, 2015). Perusahaan dengan tingkat risiko yang lebih tinggi seringkali lebih dibutuhkan oleh investor dalam hal tingkat return, sehingga menghasilkan CEQ yang lebih tinggi (Nguyen *et al.*, 2020).

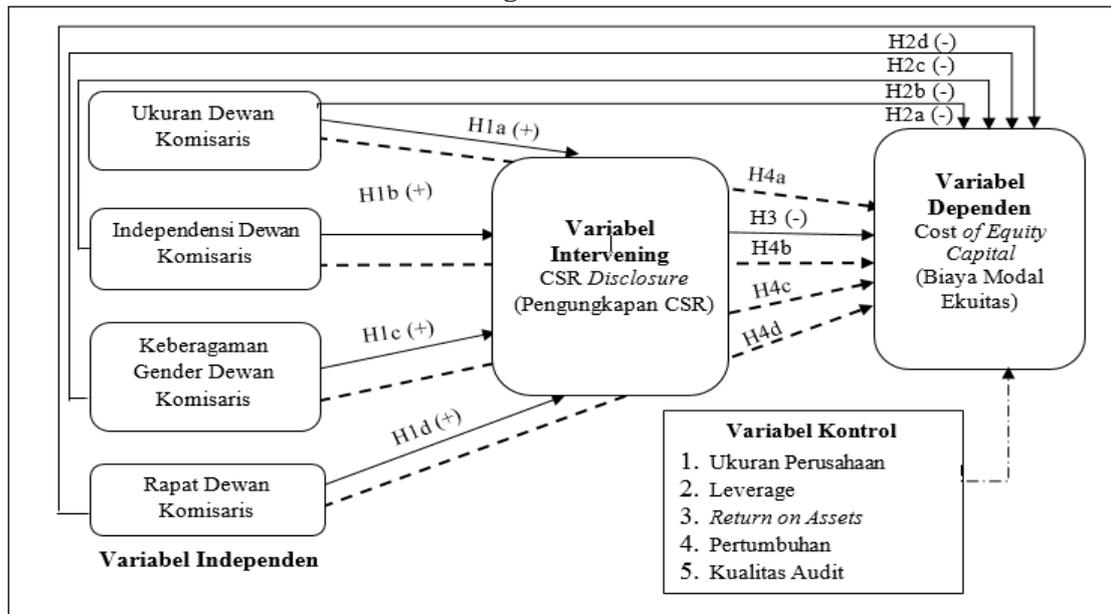
#### **Pengungkapan Tanggung jawab Sosial Perusahaan (*CSR Disclosure*)**

Pengungkapan informasi CSR merupakan proses pengungkapan dampak lingkungan dan sosial dari kegiatan ekonomi perusahaan kepada masyarakat serta pihak berkepentingan lainnya. Salah satu standar yang sudah banyak dijadikan sebagai pedoman dalam pelaporan CSR perusahaan baik perusahaan di Indonesia maupun secara global adalah Global Reporting Initiative G4 yang sederhana untuk diaplikasikan serta menyajikan kerangka kerja yang relevan terhadap standarisasi pelaporan secara global.

#### **Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran menggambarkan hubungan antar variabel penelitian dalam bentuk skema. Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen, variabel intervening, dan variabel kontrol. Hubungan variabel tersebut digambarkan seperti pada gambar 1 di bawah ini.

**Gambar 1**  
**Kerangka Pemikiran**



#### **Perumusan Hipotesis**

##### **Karakteristik Dewan Komisaris terhadap *CSR Disclosure***

Dewan Komisaris sebagai mekanisme tata kelola perusahaan memiliki pengaruh dalam membangun kinerja CSR yang berkualitas tinggi. Dwekat *et al.*, (2022b) mengungkapkan bahwa ukuran dewan yang besar memainkan peran penting dalam mendorong aktivitas sosial perusahaan. Perusahaan dengan anggota komisaris yang banyak memiliki akses yang lebih besar terhadap

sumber daya yang diperlukan dalam mengelola aktivitas sosial mereka. Selain itu, dewan komisaris yang besar cenderung memperkenalkan keberagaman pendapat dan pengalaman yang mengarah pada diskusi yang lebih mendalam mengenai implementasi program-program CSR. Beberapa artikel akademis seperti Cuadrado-Ballesteros *et al.* (2015) dan Garas dan ElMassah (2018) menunjukkan bahwa karakteristik dewan komisaris yaitu independensi dewan menjadi hal positif yang dapat meningkatkan kualitas pelaporan tanggung jawab sosial perusahaan, mengurangi perselisihan antara investor dengan manajer, juga melindungi hak-hak pemegang saham minoritas. Dewan yang independen mendorong transparansi dalam pelaporan CSR. Mereka memastikan bahwa perusahaan memberikan informasi yang akurat terkait dengan aktivitas sosial dan lingkungan kepada para pemangku kepentingan. Lalu, beberapa penelitian seperti Nekhili *et al.* (2017) dan Rao dan Tilt (2020) menunjukkan bahwa keterlibatan perempuan dalam dewan komisaris berpengaruh positif dalam meningkatkan CSR. Anggota perempuan dianggap lebih antusias dalam kegiatan sosial dan amal dibandingkan dengan laki-laki, mereka cenderung lebih sensitif terhadap isu-isu keberlanjutan, kesetaraan gender, HAM, dan tanggung jawab sosial perusahaan. Selanjutnya, karakteristik lain berupa rapat dewan menunjukkan bahwa hal tersebut berpengaruh dalam meningkatkan komitmen perusahaan terhadap CSR (Birindelli *et al.*, 2018). Semakin sering jajaran komisaris mengadakan pertemuan, semakin banyak diskusi yang dilakukan untuk membahas isu-isu CSR serta memiliki kesempatan untuk secara teratur melakukan monitoring dan evaluasi progres implementasi CSR dalam memastikan tujuan-tujuan sosial dan lingkungan yang telah ditetapkan tercapai. Oleh karena itu, berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis pertama dapat dirumuskan:

**H1a:** Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap CSR *Disclosure*.

**H1b:** Independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap CSR *Disclosure*.

**H1c:** Keberagaman gender komisaris berpengaruh positif terhadap CSR *Disclosure*.

**H1d:** Rapat dewan komisaris berpengaruh positif terhadap CSR *Disclosure*.

### **Karakteristik Dewan Komisaris terhadap *Cost of Equity Capital***

Dilihat dari sudut pandang teori keagenan, adanya dewan komisaris sebagai salah satu instrumen tata kelola berpengaruh dalam menurunkan biaya modal ekuitas (CEQ), hal ini karena dewan komisaris berperan penting dalam menyeimbangkan kepentingan diantara manajer dan pemegang saham (Mazotta dan Veltri, 2014). Pertama, ukuran dewan komisaris menunjukkan bahwa semakin besar ukuran dewan, maka semakin banyak keahlian dan pemahaman yang beragam yang dikuasai oleh para anggota membuat kontribusi mereka lebih maksimal, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan, mengurangi masalah keagenan, yang pada akhirnya menjadikan biaya modal ekuitas menjadi lebih kecil (Gambo *et al.*, 2018). Kedua, adanya komisaris independen dapat meningkatkan nilai pemegang saham dan mengawasi kinerja perusahaan secara efektif, yang mengakibatkan penurunan CEQ. Karena anggota komisaris independen tidak terlibat dalam kepentingan pribadi, investor akan lebih suka berinvestasi di perusahaan yang proporsi anggota independennya lebih banyak. Ini meningkatkan kualitas dan kuantitas informasi yang diungkapkan perusahaan sehingga kepercayaan investor akan pengungkapan perusahaan meningkat dan menurunkan CEQ (Shahbaz *et al.*, 2020). Lebih lanjut lagi, menurut Asher *et al.*, (2005), adanya keberagaman gender mampu meningkatkan independensi dan efisiensi karena berbagai perspektif, ide, dan pengalaman dalam proses pengambilan keputusan. Untuk itu, keberagaman gender selain bisa meningkatkan kinerja bisnis juga menguntungkan pemangku kepentingan dan mengurangi CEQ. Selain itu, rapat komisaris berpengaruh terhadap CEQ. Komunikasi yang baik dalam rapat dengan investor dapat mengurangi ketidakpastian pasar dan meningkatkan persepsi mereka terhadap perusahaan, sehingga menurunkan premi risiko yang diminta oleh investor dan mengurangi biaya ekuitas (Abu Afifa *et al.*, 2023). Oleh karena itu, berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis kedua dapat dirumuskan:

**H2a:** Ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*.

**H2b:** Independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*.

**H2c:** Keberagaman gender dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*.

**H2d:** Rapat dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *Cost of Equity Capital*.

### CSR Disclosure terhadap Cost of Equity Capital

Dalam kerangka hubungan pengungkapan CSR terhadap CEQ, investor dapat memanfaatkan praktik CSR sebagai sinyal bagi mereka untuk memperkirakan CEQ dan memproyeksikan laba atas investasi di masa depan (Taj, 2016). Perusahaan yang memiliki CEQ lebih tinggi memungkinkan untuk memulai pengungkapan CSR, dan CEQ yang lebih rendah menguntungkan bagi perusahaan yang berkinerja lebih bagus dalam hal tanggung jawab sosialnya (Dhaliwal *et al.*, 2014). Dengan demikian, hipotesis ketiga dapat dirumuskan:

**H3:** CSR Disclosure berpengaruh negatif terhadap Cost of Equity Capital.

### CSR Disclosure memediasi hubungan karakteristik dewan komisaris dan Cost of Equity Capital

Pendekatan organisasi untuk memeriksa fitur non-keuangan dan perselisihan antar pihak terkait secara efektif bisa mengurangi risiko bisnis dan asimetri data yang dihadapi oleh kreditor dan pemodal, sehingga meningkatkan kemungkinan pengurangan biaya pendanaan dan biaya keagenan. Akibatnya, praktik tata kelola yang didasarkan pada karakteristik dewan komisaris dan CSR dapat bekerja sama dalam mengurangi biaya keagenan dan perselisihan di antara pemangku kepentingan yang kemudian akan menghasilkan penurunan biaya modal ekuitas perusahaan (Nguyen *et al.*, 2021). Oleh karena itu, hipotesis berikut dapat dirumuskan:

**H4a:** CSR Disclosure memediasi hubungan Ukuran dewan dan Cost of Equity Capital.

**H4b:** CSR Disclosure memediasi hubungan Independensi dewan dan Cost of Equity Capital.

**H4c:** CSR Disclosure memediasi hubungan Keberagaman gender dan Cost of Equity Capital.

**H4d:** CSR Disclosure memediasi hubungan Rapat dewan dan Cost of Equity Capital.

### METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan populasi dan sampel penelitian, variabel-variabel yang digunakan beserta pengukurannya, serta model penelitian.

#### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian terdiri dari perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Lalu, sampel yang digunakan didapat dengan metode pengambilan sampel yaitu teknik purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut:

- (1) Perusahaan yang terdaftar secara berkala dari tahun 2018-2020 di BEI;
- (2) Perusahaan yang dari tahun 2018-2020 tidak mengalami rugi, dan
- (3) Perusahaan dengan nilai  $EPS_{t+2} > EPS_{t+1}$

#### Variabel dan Pengukurannya

Terdapat empat jenis variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Keseluruhan variabel beserta metode pengukurannya dijelaskan sebagaimana berikut:

**Tabel 1**  
**Variabel & Pengukurannya**

Variabel	Pengukuran
<b>Variabel Dependen</b> Cost of Equity Capital (CEQ)	$CEQ_{it} = \sqrt{\frac{EPS_{i(t+2)} - EPS_{i(t+1)}}{P_{it}}}$
<b>Variabel Independen</b> Ukuran Dewan (BSIZE)	Jumlah anggota dewan komisaris
Independensi Dewan (BINDEP)	Jumlah anggota komisaris independen dibagi dengan jumlah anggota komisaris keseluruhan
Keberagaman Gender (BGENDER)	Variabel <i>dummy</i> (1 jika perusahaan memiliki anggota perempuan dalam struktur dewan komisaris dan 0 jika sebaliknya)
Rapat Dewan (BMEET)	Jumlah rapat yang diselenggarakan oleh komisaris perusahaan

**Variabel Intervening  
Pengungkapan CSR**

$$CSR D_{it} = \frac{\sum \text{item CSR yang diungkapkan}}{\text{Maksimum item pengungkapan CSR GRI-G4}}$$

**Variabel Kontrol**

**Ukuran Perusahaan (COSIZE)** Logaritma natural dari total asset perusahaan

**Leverage (LEV)**  $LEV_{it} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$

**Return on Asset (ROA)**  $ROA_{it} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$

**Pertumbuhan Perusahaan (COGROWTH)**  $Growth_{it} = \frac{\text{Total Asset}_{it} - \text{Total Asset}_{i(t-1)}}{\text{Total Asset}_{i(t-1)}}$

**Kualitas Audit (AUQTY)** Variabel *dummy* (1 jika perusahaan diaudit oleh Big4 dan 0 jika sebaliknya)

Notes: *i* sebagai perusahaan dan *t* sebagai periode (tahun)

Sumber: Dibuat oleh Penulis

**Model Penelitian**

Pengaruh langsung karakteristik dewan komisaris dan pengungkapan CSR terhadap CEQ dan pengaruh langsung karakteristik dewan komisaris terhadap pengungkapan CSR dianalisis menggunakan regresi data panel. Lalu, untuk menguji pengaruh tidak langsung (mediasi) karakteristik dewan komisaris terhadap CEQ melalui pengungkapan CSR digunakan analisis jalur dan uji sobel. Adapun persamaan regresi yang digunakan dirumuskan sebagaimana di bawah ini:

$$CSR D_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BINDEP_{it} + \beta_3 BGENDER_{it} + \beta_4 BMEET_{it} + \beta_5 COSIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 COGROWTH_{it} + \beta_9 AUQTY_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

$$CEQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 BINDEP_{it} + \beta_3 BGENDER_{it} + \beta_4 BMEET_{it} + \beta_5 COSIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 COGROWTH_{it} + \beta_9 AUQTY_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

$$CEQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR D_{it} + \beta_2 COSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 COGROWTH_{it} + \beta_6 AUQTY_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (3)$$

Dalam menghitung koefien jalur digunakan dua persamaan struktural yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan, yaitu sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \beta_5 X5_{it} + \beta_6 X6_{it} + \beta_7 X7_{it} + \beta_8 X8_{it} + \beta_9 X9_{it} + \beta_{10} Z_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (4)$$

$$Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \beta_5 X5_{it} + \beta_6 X6_{it} + \beta_7 X7_{it} + \beta_8 X8_{it} + \beta_9 X9_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (5)$$

- Dimana:
- |                                   |                                 |               |                           |
|-----------------------------------|---------------------------------|---------------|---------------------------|
| CEQ (Y)                           | = <i>Cost of Equity Capital</i> | COSIZE (X5)   | = Ukuran Perusahaan       |
| CSR D (Z)                         | = <i>CSR Disclosure</i>         | LEV (X6)      | = Leverage                |
| $\beta_0$                         | = Konstanta Regresi             | ROA (X7)      | = <i>Return on Assets</i> |
| $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ , dst | = Koefisien Regresi             | COGROWTH (X8) | = <i>Company Growth</i>   |
| BFSIZE (X1)                       | = Ukuran Dewan.                 | AUQTY (X9)    | = Kualitas Audit          |
| BINDEP (X2)                       | = Independensi Dewan.           | $\varepsilon$ | = <i>Error</i>            |
| BGENDER (X3)                      | = Keberagaman Gender            | <i>i</i>      | = Perusahaan              |
| BMEET                             |                                 | <i>t</i>      | = Tahun                   |

Lalu, uji sobel digunakan rumus yang dikembangkan oleh Sobel (1982) sebagai berikut:

$$t = \frac{ab}{\sqrt{(b^2 SE_a^2) + (a^2 SE_b^2)}}$$

Dimana: a = koefisien regresi hubungan variabel bebas dengan mediator, b = koefisien regresi hubungan mediator dengan variabel terikat,  $SE_a$  = standar error hubungan variabel bebas dengan mediator, dan  $SE_b$  = standar error hubungan antara variabel mediator dengan variabel terikat.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bagian hasil penelitian dan pembahasan berisi penjelasan pemilihan sampel dan hasil temuan yang meliputi analisis statistik deskriptif, uji pemilihan model, uji asumsi klasik, uji hipotesis, pengujian analisis jalur dan uji sobel.

### Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Populasi yang digunakan terdiri dari perusahaan non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Metode *purposive sampling* digunakan untuk penentuan sampel berdasarkan beberapa kriteria. Kriteria pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini dijabarkan sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Pemilihan Sampel**

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan asuransi yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2018-2020	505
2.	Perusahaan yang mengalami rugi selama tahun penelitian	(330)
3.	Perusahaan dengan nilai $EPS_{t+2} < EPS_{t+1}$	(143)
<b>Jumlah perusahaan yang memenuhi syarat sampel</b>		<b>32</b>
<b>Jumlah sampel penelitian (32 x 3)</b>		<b>96</b>

### Statistik Deskriptif

Tabel 3 menunjukkan statistik deskriptif untuk variabel yang digunakan, yang berisi *range*, rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai minimum dan maksimum.

**Tabel 3**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Std.Dev	Mean	Median	Minimum	Maximum
<b>Variabel Dependen</b>						
CEQ	96	0.161	0.235	0.203	0.016	0.718
<b>Variabel Independen</b>						
BSIZE	96	1.919	4.646	4.000	2.000	10.000
BINDEP	96	0.084	0.384	0.330	0.170	0.600
BGENDER	96	0.494	0.406	0.000	0.000	1.000
BMEET	96	4.186	9.229	9.000	3.000	26.000
<b>Variabel Intervening</b>						
CSRD	96	0.103	0.209	0.190	0.030	0.450
<b>Variabel Kontrol</b>						
COSIZE	96	1.496	29.010	28.860	25.304	32.469
LEV	96	0.186	0.417	0.420	0.086	0.845
ROA	96	0.068	0.068	0.048	0.001	0.491
COGROWTH	96	0.214	0.128	0.076	-0.308	1.219
AUQTY	96	0.492	0.396	0.000	0.000	1.000

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

Berdasarkan analisis deskriptif tabel 3 tersebut terlihat perusahaan dalam sampel penelitian mempunyai jumlah dewan komisaris kurang lebih empat anggota dengan rata-rata dan standar deviasi sebesar 4.646 dan 1.919. Sebanyak 38% anggota diklasifikasikan sebagai komisaris independen, dengan rata-rata BINDEP sebesar 0.384 dan standar deviasi sebesar 0.084. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel telah mengikuti regulasi tata kelola yang baik dengan adanya minimal satu komisaris independen dalam perusahaan. Pada saat yang sama, keberagaman gender dengan nilai rata-rata dan standar deviasi sebesar 0.406 dan 0.494 diartikan ada sebanyak 40% perusahaan dalam sampel memiliki satu atau lebih komisaris perempuan dalam struktur dewan mereka. Selain itu, dengan rata-rata rapat dewan sebesar 9.229 dan standar deviasi 4.186 dapat diketahui bahwa rata-rata perusahaan melakukan rapat sembilan kali dalam setahun.

Nilai rata-rata dan standar deviasi CEQ sebesar 0.235 dan 0.161, lalu nilai tertinggi dan terendah masing-masing 0.718 dan 0.016. Perusahaan dengan nilai CEQ tertinggi memiliki risiko tinggi dalam penelitian adalah Baramulti Suksessarana Tbk pada tahun 2019, sementara perusahaan dengan nilai CEQ terendah memiliki risiko yang rendah yaitu Alakasa Industrindo Tbk pada tahun

2018. Nilai rata-rata dan standar deviasi CSRD sebesar 0.209 dan 0.103. Selain itu, untuk variabel kontrol disajikan rata-rata dan standar deviasi ukuran perusahaan (COSIZE) adalah 29.010 dan 1.496, rata-rata dan standar deviasi ROA sebesar 6.8%, menunjukkan bahwa secara umum perusahaan memperoleh laba bersih atas investasi mereka sepanjang tahun. Selanjutnya, rata-rata pertumbuhan perusahaan (COGROWTH) dan standar deviasi sebesar 0.128 dan 0.214. Rata-rata leverage (LEV) adalah 41.7% dan standar deviasi 18.6% yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sasaran memilih sumber pendanaan internal untuk menghindari biaya eksternal sumber pembiayaan, sedangkan kualitas audit (AUQTY) memiliki rata-rata dan standar deviasi sebesar 0.396 dan 0.492 menunjukkan sebanyak 39.6% dari perusahaan sasaran bermaksud mengaudit laporan keuangannya oleh firma Big-4 untuk meningkatkan kepercayaan pengguna laporan keuangan terhadap pengungkapan mereka serta sebagai jalan untuk menyelesaikan konflik keagenan yang timbul antara pihak terkait dengan manajer perusahaan.

### Uji Pemilihan Model Data Panel

Tabel 4 menyajikan hasil uji pemilihan model data panel untuk menentukan model terbaik serta tepat untuk digunakan dengan tiga uji: Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Pemilihan Model**

Model	Uji Chow	Uji Hausman	Uji LM	Model Terpilih
1	0.0000	0.0173	-	<b>FEM</b>
2	0.0000	0.1172	0.0240	<b>REM</b>
3	0.0000	0.0945	0.0235	<b>REM</b>
4	0.0000	0.1339	0.0282	<b>REM</b>

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

Berdasarkan hasil uji pemilihan model di atas, didapatkan model terbaik untuk model (2), (3), dan analisis jalur (1) adalah *Random Effect Model*, sedangkan model (1) adalah *Fixed Effect Model*. Menurut Gujarati & Porter (2009:372), *Random Effect Model* termasuk dalam pendekatan GLS (*Generalized Least Square*) yang tidak memerlukan dilakukannya uji asumsi klasik karena sudah dianggap *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE).

### Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan *Central Limit Theorem* menyatakan bahwa suatu penelitian dengan sampel lebih dari 30 pengujian normalitas tidak diperlukan. Teori ini didukung oleh Ajija (2011) bahwa sampel yang lebih dari 30 distribusi *sampling error term* telah mendekati normal. Oleh karena itu, uji asumsi klasik yang digunakan adalah uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

### Uji Multikolinearitas

Dalam mendeteksi adanya gejala multikolinearitas digunakan pengujian dengan ketentuan memenuhi asumsi jika nilai VIF dibawah 10 dan nilai tolerance lebih dari 0.1 (Ghozali, 2016). Selain itu, koefisien korelasi nilainya tidak lebih dari 0.8 (Abu Afifa *et al.*, 2023). Berdasarkan pengujian tabel 5 dan gambar 2 di bawah ini, maka disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

Model	Tolerance	VIF	Kesimpulan
1 (Constant)			
BFSIZE	0.470	2.13	Tidak terjadi Multikolinearitas
BINDEP	0.914	1.09	Tidak terjadi Multikolinearitas
BGENDER	0.717	1.39	Tidak terjadi Multikolinearitas
BMEET	0.810	1.23	Tidak terjadi Multikolinearitas
COSIZE	0.523	1.91	Tidak terjadi Multikolinearitas
LEV	0.768	1.30	Tidak terjadi Multikolinearitas
ROA	0.819	1.22	Tidak terjadi Multikolinearitas
COGROWTH	0.809	1.24	Tidak terjadi Multikolinearitas
AUQTY	0.569	1.75	Tidak terjadi Multikolinearitas

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

**Gambar 2**  
**Matriks Korelasi**

Variabel	BSIZE	BINDEP	BGENDER	BMEET	COSIZE	LEV	ROA	COGRW	AUQ	CSRD
BSIZE	1	0.031	-0.176	0.234	0.568	0.035	0.149	-0.171	-0.507	0.544
BINDEP	0.031	1	0.169	0.084	0.187	0.069	0.009	-0.105	0.014	-0.054
BGENDER	-0.176	0.169	1	0.035	0.082	0.091	0.081	-0.196	-0.236	-0.047
BMEET	0.234	0.084	0.035	1	0.289	-0.069	0.144	-0.030	-0.365	0.545
COSIZE	0.568	0.187	0.082	0.289	1	0.297	0.128	-0.141	-0.390	0.157
LEV	0.035	0.069	0.091	-0.069	0.297	1	-0.205	0.110	-0.019	0.086
ROA	0.149	0.009	0.081	0.144	0.128	-0.205	1	0.187	-0.150	-0.190
COGRW	-0.171	-0.105	-0.196	-0.030	-0.141	0.110	0.187	1	0.165	-0.319
AUQTY	-0.507	0.014	-0.236	-0.365	-0.390	-0.019	-0.150	0.165	1	-0.250
CSRD	0.554	-0.052	-0.060	0.560	0.165	0.082	-0.193	-0.326	-0.245	1

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

**Uji Heteroskedastisitas**

Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk memeriksa adanya ketidakseragaman varians dari residual antar observasi dalam model regresi. Dari hasil uji Breusch-Pagan pada tabel 6 didapatkan nilai *prob. Chi-Square* sebesar  $0.7410 > 0.05$  yang artinya asumsi heteroskedastisitas terpenuhi.

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Prob. F(9,86)	0,7635
Prob. Chi-Square (9)	0,7410

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

**Uji Hipotesis**

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan tiga uji: Uji statistik F digunakan untuk menentukan pengaruh simultan variabel independen terhadap variabel dependen, Uji koefisien determinan ( $R^2$ ) untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas dalam mempengaruhi variabel terikat, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model, dan Uji parsial (t-test) untuk menganalisis seberapa jauh pengaruh variabel bebas secara parsial menjelaskan variasi variabel terikat. Apabila nilai probabilitas  $< 0.05$ , maka hipotesis diterima. Hasil pengujian hipotesis untuk ketiga model persamaan regresi disajikan dalam tabel 7.

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Hipotesis**

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3
(Constant)	0.3691 (0.2517)	0.3609 (0.0297)	0.1136 (0.7959)
CSRD	-	-	-0.3640 (0.0126)*
BSIZE	0.0146 (0.0000)*	-0.0340 (0.0015)*	-
BINDEP	0.1190 (0.0111)*	-0.5355 (0.0142)*	-
BGENDER	0.0293 (0.0122)*	-0.1227 (0.0200)*	-
BMEET	0.0061 (0.0000)*	-0.0072 (0.1041)	-
COSIZE	-0.0129 (0.2502)	0.0027 (0.4636)	0.0002 (0.9866)
LEV	0.0422 (0.2467)	0.1093 (0.3237)	0.0683 (0.5563)
ROA	-0.0737 (0.0500)*	-0.3100 (0.1840)	-0.2420 (0.3459)
COGROWTH	-0.0247 (0.0014)*	0.4152 (0.0001)*	0.3338 (0.0035)*
AUQTY	0.0270 (0.1467)	-0.1381 (0.0454)*	-0.1264 (0.0483)*
R-squared	0.9722	0.3130	0.1611
Adj r-squared	0.9521	0.2411	0.1045
F-statistic(p-value)	48.241 (0.0000)*	4.354 (0.0001)*	2.849 (0.0138)*

Notes: Signifikan at 0.05\*

Sumber: *Output Eviews 12, 2024*

Berdasarkan tabel 7 di atas, variabel BSIZE, BINDEP, BGENDER, dan BMEET berpengaruh positif dan signifikan terhadap CSRD lalu ROA dan COGROWTH berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CSRD karena nilai probabilitas uji t yang kurang dari 0.05. Lalu,

nilai *probability* uji F model 1 sebesar 0.0000 artinya variabel independen (karakteristik dewan komisaris) dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Pengungkapan CSR). Selain itu, besarnya nilai *adjusted r-squared* model 1 sebesar 0.9521 (artinya 95.2% variabel CSR dijelaskan oleh variabel karakteristik dewan komisaris, sementara sisanya 4.8% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian).

Berdasarkan tabel 7 di atas, variabel BSIZE, BINDEP, BGENDER, dan AUQTY berpengaruh negatif dan signifikan, COGROWTH berpengaruh positif dan signifikan terhadap CEQ dengan nilai probabilitas uji t yang kurang dari 0.05, sedangkan BMEET, COSIZE, LEV, dan ROA tidak berpengaruh signifikan. Lalu, nilai *probability* uji F model 2 sebesar 0.0001 artinya (karakteristik dewan komisaris) dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (CEQ). Selain itu, besarnya nilai *adjusted r-squared* model 2 sebesar 0.2411 (artinya 24.1% variabel CEQ dijelaskan oleh variabel karakteristik dewan komisaris, sementara sisanya 75.9% dipengaruhi oleh variabel diluar model penelitian).

Berdasarkan tabel 7 di atas, variabel CSR dan AUQTY berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CEQ, COGROWTH berpengaruh positif dan signifikan terhadap CEQ dengan nilai probabilitas uji t yang kurang dari 0.05, sedangkan COSIZE, LEV dan ROA tidak berpengaruh signifikan. Lalu, nilai *probability* uji F model 3 sebesar 0.0138 artinya variabel independen (karakteristik dewan komisaris) dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (CEQ). Selain itu, besarnya nilai *adjusted r-squared* model 2 sebesar 0.1045 (artinya 10.5% variabel CEQ dapat dijelaskan oleh variabel pengungkapan CSR, sementara sisanya 89.5% dipengaruhi oleh variabel lain).

### Analisis Jalur dan Uji Sobel

Berdasarkan Ghazali (2018), analisis jalur digunakan untuk menganalisis pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen dan pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel mediasi (intervening). Namun, analisis jalur hanya berguna untuk mengidentifikasi pola hubungan tiga variabel penelitian atau lebih, itu tidak bisa diaplikasikan untuk mendukung atau menyangkal hipotesis kausalitas imajiner. Oleh karena itu, dalam membuktikan hipotesis H4a, H4b, H4c, dan H4d signifikan atau tidaknya perlu dipastikan dengan menggunakan pengujian yang disebut dengan Uji Sobel. Ketentuan dikatakan signifikan untuk uji sobel yaitu jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ , maka variabel intervening (mediasi) mampu memediasi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Hasil pengujian terhadap model analisis jalur persamaan (5) disajikan dalam tabel 7, sedangkan model persamaan (4) disajikan dalam tabel 8 berikut ini.

**Tabel 8**  
**Hasil Uji Persamaan 4 (Mediasi)**

Model	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>4 (Constant)</b>	0.602420	0.173123	3.479723	0.0008
CSR	-0.364314	0.142805	-2.551125	0.0125
BSIZE	-0.023936	0.009919	-2.413201	0.0180
BINPEP	-0.540571	0.207552	-2.604514	0.0109
BGENDER	-0.158097	0.050378	-3.138190	0.0023
BMEET	-0.101788	0.042211	-2.411397	0.0180
COSIZE	0.000624	0.003727	0.167371	0.8675
LEV	0.132997	0.101171	1.314569	0.1922
ROA	-0.231940	0.221577	-1.046769	0.2982
COGROWTH	0.456820	0.096356	4.740942	0.0000
AUQTY	-0.162409	0.062308	-2.606551	0.0108

*Adjusted R-squared* = 0.294303

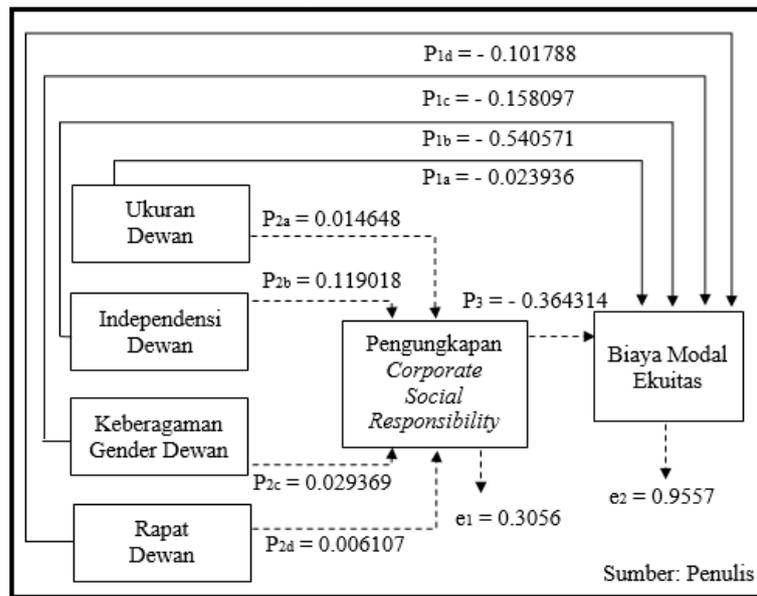
Sumber: *Output Eviews* 12, 2024

Berdasarkan pada tabel 7 dan tabel 8, didapat nilai masing-masing koefisien *path*, selanjutnya dilanjutkan dengan menghitung ukuran e1 dan e2 sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 e1 &= \sqrt{1 - R^2} & e2 &= \sqrt{1 - R^2} \\
 &= \sqrt{1 - (0.952133)^2} & &= \sqrt{1 - (0.294303)^2} \\
 &= \sqrt{1 - 0.9065572} & &= \sqrt{1 - 0.0866143} \\
 &= \sqrt{0.0934428} & &= \sqrt{0.9133857} \\
 &= 0.3056841 & &= 0.9557122
 \end{aligned}$$

Dengan demikian, berdasarkan perhitungan di atas, dapat digambarkan diagram jalurnya sebagaimana pada tampilan gambar 2. Selanjutnya, hasil pengujian uji sobel didapatkan nilai t hitung dapat dilihat pada tabel 9 berikut.

**Gambar 3**  
**Diagram Analisis Jalur**



**Tabel 9**  
**Hasil Uji Sobel**

Variabel	t-sobel	Kesimpulan
BSIZE	-2.2628	Mediasi diterima*
BINDEP	-1.8305	Mediasi diterima*
BGENDER	-1.8184	Mediasi diterima*
BMEET	-2.3184	Mediasi diterima*

\* Nilai t-sobel > t tabel (1.66088)

Sumber: Perhitungan penulis melalui Ms. Excel

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan yang terdiri dari uji t, analisis jalur, dan uji sobel, maka diperoleh hasil penelitian sebagai berikut.

**Pembahasan Hasil Penelitian**

**Karakteristik Dewan Komisaris dan CSR Disclosure**

Hasil pengujian hipotesis pada tabel 7 menunjukkan bahwa hipotesis **H1a diterima** dengan nilai koefisien 0.0146 dan nilai probabilitas sebesar 0.0000. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023) dan Lin & Nguyen (2022) bahwa dewan yang lebih besar memiliki pengetahuan, kemampuan, dan pengalaman yang lebih beragam yang meningkatkan fungsi pemantauan khususnya dalam praktik sosial dan pengungkapan keberlanjutan. Hasil menunjukkan hipotesis **H1b diterima** dengan nilai koefisien 0.1190 dan nilai probabilitas sebesar 0.0111. Hasil tersebut senada dengan penelitian Garas & ElMassah (2018) bahwa adanya komisaris independen

akan meningkatkan manajemen untuk bertindak tidak memihak dan melindungi semua pihak yang terlibat dalam perusahaan, sehingga mendorong peningkatan pelaporan CSR. Hasil menunjukkan hipotesis **H1c diterima** dengan nilai koefisien 0.0293 dan nilai probabilitas sebesar 0.0122. Menurut teori keagenan, komisaris perempuan adalah pendorong yang baik dalam isu CSR. Hal ini dikarenakan karakteristik mereka yang terlihat lebih simpatik, sensitif, dan peduli terhadap isu sosial dibandingkan dengan laki-laki menghasilkan kerjasama yang efektif dan meningkatkan fungsi pengawasan. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023) dan Rao & Tilt (2020) yang menunjukkan bahwa keterlibatan perempuan berpengaruh positif dalam meningkatkan CSR. Hasil menunjukkan hipotesis **H1d diterima** dengan nilai koefisien 0.0061 dan nilai probabilitas sebesar 0.0000. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023) bahwa dilakukannya rapat secara rutin dapat meningkatkan interaksi antara dewan komisaris dan pemegang saham yang mengarah pada peningkatan dedikasi dan kinerja sosial perusahaan.

### **Karakteristik Dewan Komisaris dan *Cost of Equity Capital***

Hasil pengujian hipotesis tabel 7 Model 2 menunjukkan hipotesis **H2a diterima** dengan nilai koefisien -0.0340 dan nilai probabilitas sebesar 0.0015. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023) dimana perusahaan dengan dewan yang lebih besar di struktur dewan perusahaan menunjukkan beragamnya pengalaman dan keterampilan yang dimiliki terkait dengan keputusan investasi, sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan dan akibatnya dapat menurunkan CEQ. Kemudian, untuk hipotesis **H2b diterima** dengan nilai koefisien -0.5355 dan nilai probabilitas sebesar 0.0142. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023), dimana dewan komisaris independen kompeten untuk bertindak sebagai perwakilan mekanisme pengendalian internal yang memonitor serta menahan perilaku oportunistik manajer perusahaan. Dengan adanya pengawasan yang dilakukan akan menjadi pertimbangan bagi investor untuk mengurangi return investasi yang diharapkan (biaya modal ekuitas yang rendah). Untuk hipotesis **H2c diterima** dengan nilai koefisien -0.1227 dan nilai probabilitas sebesar 0.0200. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023), dimana adanya adanya wanita dalam struktur dewan komisaris menghasilkan penurunan terhadap biaya modal ekuitas. Untuk hipotesis **H2d ditolak** dengan nilai probabilitas sebesar 0.1041. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023) bahwa rapat dewan komisaris tidak selalu mampu mengendalikan faktor eksternal seperti fluktuasi pasar, kebijakan pemerintah, atau kondisi perekonomian global yang dapat mempengaruhi besarnya imbal hasil (*return*) yang diharapkan oleh investor.

### **CSR Disclosure dan *Cost of Equity Capital***

Hasil pengujian hipotesis tabel 7 Model 3 menunjukkan hipotesis **H3 diterima** dengan nilai koefisien -0.3640 dan nilai probabilitas sebesar 0.0126. Hasil tersebut senada dengan penelitian Abu Afifa *et al.* (2023), dimana CSR menjadi sinyal yang baik dalam mengurangi risiko investasi. Penurunan risiko terjadi karena inisiatif CSR menunjukkan kepedulian perusahaan terhadap aspek lingkungan dan sosial, sehingga menurunkan kemungkinan risiko terjadinya sanksi lingkungan dan kerusakan sosial. Dengan demikian, penurunan risiko membuat investor menurunkan jumlah return yang mereka harapkan. Jika investor menurunkan return yang diinginkan, maka biaya modal ekuitas perusahaan juga semakin kecil.

### **Pengungkapan CSR memediasi hubungan karakteristik dewan komisaris dan *Cost of Equity Capital***

Berdasarkan hasil uji tabel 8 menunjukkan bahwa pengungkapan CSR sepenuhnya memediasi hubungan ketiga karakteristik dewan (ukuran, independensi, gender, dan rapat) dan biaya modal ekuitas. Ini berarti hipotesis **H4a, H4b, H4c, dan H4d diterima**. Hasil ini senada dengan Abu Afifa *et al.* (2023). Perusahaan dengan dewan komisaris yang lebih besar cenderung memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah melalui mekanisme pengungkapan CSR yang lebih besar, karena investor memandangnya sebagai investasi yang lebih aman dan berkelanjutan. Lalu, investor umumnya melihat perusahaan dengan jumlah komisaris independen yang lebih banyak akan lebih dapat dipercaya sehingga kualitas dan kuantitas pengungkapan CSR meningkat, yang

kemudian berdampak positif pada persepsi risiko investor dan dapat menurunkan besarnya biaya ekuitas.

Lebih lanjut lagi, adanya keberagaman gender di dewan komisaris membuat perusahaan cenderung lebih memperhatikan isu-isu sosial, lingkungan hidup, dan tata kelola perusahaan yang bertanggung jawab. Karena meningkatnya kesadaran akan isu-isu, hal ini mendorong perusahaan untuk mengungkapkan lebih banyak informasi terkait CSR. Akibatnya, peningkatan transparansi CSR mempengaruhi cara investor memandang bisnis. Perusahaan yang banyak mengungkapkan tanggung jawab sosial perusahaannya (CSR) umumnya dipandang oleh investor sebagai perusahaan yang bertanggung jawab dan berkinerja lebih baik dalam jangka panjang. Akibatnya, risiko berinvestasi pada perusahaan dinilai lebih rendah sehingga dapat menurunkan biaya modal ekuitas. Selain itu, karena persepsi investor terhadap risiko investasi yang lebih rendah dan keberlanjutan perusahaan yang lebih tinggi, yang tercermin dalam pengungkapan CSR yang lebih besar, perusahaan dengan rapat dewan yang lebih sering atau intens biasanya memiliki biaya modal ekuitas yang lebih rendah. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan dewan komisaris yang lebih besar, jumlah komisaris independen yang lebih banyak, adanya keberagaman gender dalam struktur dewan komisaris, dan juga diadakannya rapat dewan yang lebih sering atau teratur cenderung memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah melalui mekanisme pengungkapan CSR sebagai perantara.

## **KESIMPULAN DAN KETERBATASAN**

Bagian ini berisi kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian kedepannya.

### **Kesimpulan**

Dalam konteks implikasi teoritis, manajerial, dan kebijakan, dapat dikatakan bahwa temuan ini dapat menambah literatur tentang teori keagenan, teori pemangku kepentingan, dan teori sinyal dengan mengkaji hubungan antara karakteristik dewan komisaris, pengungkapan CSR, dan CEQ. Selain itu, penelitian ini juga mengeksplorasi peran pengungkapan CSR dalam memediasi hubungan karakteristik dewan-CEQ. Hasil temuan menunjukkan bahwa ukuran dewan, independensi dewan, variasi gender dewan, dan frekuensi rapat dewan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan CSR. Ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran dewan, jumlah komisaris independen, jumlah komisaris perempuan, dan frekuensi rapat, maka semakin tinggi CSR di perusahaan non keuangan Indonesia.

Di sisi lain, ukuran dewan, independensi dewan, dan keberagaman gender terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CEQ, tetapi tidak demikian dengan rapat dewan komisaris yang tidak berpengaruh signifikan terhadap CEQ. Pada saat yang sama, pengungkapan CSR memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap CEQ, dan sepenuhnya memediasi hubungan ketiga karakteristik dewan (ukuran, independensi, gender, dan rapat) dan biaya modal ekuitas.

### **Keterbatasan**

Dalam penelitian ini ditemukan adanya beberapa keterbatasan yang didapatkan, diantaranya:

1. Penelitian ini hanya berfokus pada ukuran dewan, independensi dewan, keragaman gender, dan rapat dewan sebagai karakteristik dewan komisaris yang menjadi faktor hasil evaluasi tata kelola perusahaan, sehingga luasnya pengaruh tata kelola perusahaan terhadap besarnya biaya modal ekuitas belum sepenuhnya tereksplorasi dikarenakan masih terdapat instrumen tata kelola perusahaan lainnya, seperti direksi, komite audit, dan sebagainya.
2. Penelitian ini hanya berfokus pada pengukuran CEQ model Easton dalam konteks pengaruh karakteristik dewan komisaris dan CSR *Disclosure*, sehingga terdapat kemungkinan adanya perbedaan hasil apabila menggunakan proksi pengukuran yang berbeda selain yang terdapat dalam penelitian ini.
3. Penelitian ini hanya mengkaji pengaruh variabel penelitian yang ada dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan selama tahun 2018 hingga tahun 2020. Dikarenakan penelitian dilakukan pada saat terjadinya pandemi Covid-19 dan perusahaan non keuangan, maka terdapat kemungkinan adanya perbedaan hasil apabila penelitian dilakukan pada saat setelah terjadinya pandemi Covid-19 serta dalam sektor yang berbeda.

### Saran

Berdasarkan temuan penelitian dan mempertimbangkan keterbatasan pada penelitian ini, terdapat beberapa saran untuk penelitian selanjutnya antara lain:

1. Penelitian lebih lanjut dapat mempelajari pengaruh rapat dewan komisaris dan variabel independen lainnya seperti kinerja keuangan (ROE) dan nilai perusahaan (Tobins'Q) terhadap biaya modal ekuitas (CEQ), sehingga menghasilkan kerangka teori yang lebih komprehensif mengingat ketidaksignifikanan hubungan rapat dewan komisaris dan CEQ.
2. Penelitian di masa depan dapat menggunakan proksi lain untuk melakukan pengukuran variabel CEQ supaya memberikan bukti tambahan bahwa temuan dengan topik yang sama dalam penelitian ini kuat dan andal.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan bukti empiris perusahaan lain dalam sektor yang berbeda atau dari negara berkembang lainnya yang mungkin dapat memberikan kesimpulan dan interpretasi yang berbeda.

### REFERENSI

- Abu Afifa, M. M., Saleh, I., Al-Zaghilat, M., Thuneibat, N., & Nguyen, N. M. (2023). Does CSR Disclosure mediate the board characteristics-Cost of Equity Capital nexus? Evidence from Jordanian services companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2023-0143>
- Ajija, Shochrul R., Sari, Dyah W., Setianto, Rahmat H., dan Primanti, M.R. (2011). Cara Cerdas Menguasai Eviews. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Albarrak, M.S., Elnahass, M., dan Salama, A. (2019). The effect of carbon dissemination on cost of equity. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1179-1198.
- Arifin. (2005). Peran Akuntan Dalam Menegakkan Prinsip Good Corporate Governance Pada Perusahaan Di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan). Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Asher, C.C., Mahoney, J.M. and Mahoney, J.T. (2005). "Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm", *Journal of Management and Governance*, Vol. 9 No. 1, pp. 5-32. <https://doi.org/10.1007/s10997-005-1570-2>
- Bertoncelli, F., Fandella, P. and Sironi, E. (2021). "The relationship between governance quality and the Cost of Equity Capital in Italian listed firms: an update", *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 14 No. 3, pp. 1-16. <https://doi.org/10.3390/jrfm14030131>
- Birindelli, G., Dell'Atti, S., Iannuzzi, A.P. and Savioli, M. (2018). "Composition and activity of the board of directors: impact on ESG performance in the banking system", *Sustainability*, Vol. 10 No. 12, pp. 1-20. <https://doi.org/10.3390/su10124699>
- Cuadrado-Ballesteros, B., Rodríguez-Ariza, L., & García-Sánchez, I. M. (2015). The role of independent directors at family firms in relation to corporate social responsibility Disclosures. *International Business Review*, 24(5), 890-901.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.G. (2014). "Corporate social responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 33 No. 4, pp. 328-355. <http://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- Dwekat, A., Seguí-Mas, E., Zaid, M.A.A. and Tormo-Carbó, G. (2022b), "Corporate governance and corporate social responsibility: mapping the most critical drivers in the board academic literature", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 30 No. 6, pp. 1705-1739.



- Gambo, E.M.J., Bello, B.A. and Rimamshung, S.A. (2018). "Effect of board size, board composition and board meetings on financial performance of listed consumer goods in Nigeria. *International Business Research*, 11(6), 1-10. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n6p1>
- Garas, S. and ElMassah, S. (2018). "Corporate governance and corporate social responsibility Disclosures: the case of GCC countries", *Critical Perspectives on International Business*, Vol. 14 No. 1, pp. 2-26. <https://doi.org/10.1108/cpoib-10-2016-0042>
- Ghozali, I. (2016) Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS 23. Edisi 8. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harjito, A., dan Martono. (2003). *Manajemen Keuangan*, Cetakan Ketiga November 2003. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.
- Harjoto, M.A. and Jo, H. (2015). "Legal vs. normative CSR: differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value", *Journal of Business Ethics*, Vol. 128 No. 1, pp. 1-20. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2082-2>
- Khalifa, M., Zouaoui, H., Ben Othman, H., & Hussainey, K. (2019). Exploring the nonlinear effect of conditional conservatism on the biaya modal ekuitas: Evidence from emerging markets. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36, 100272. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2019.100272>
- Kim, J.B., Ma, M.L. and Wang, H. (2015). "Financial development and the *Cost of Equity Capital*: evidence from China", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 8 No. 4, pp. 243-277.
- Mazzotta, R. and Veltri, S. (2014). "The relationship between corporate governance and the *Cost of Equity Capital*: evidence from the Italian stock exchange", *Journal of Management and Governance*, Vol. 18 No. 2, pp. 419-448. <http://doi.org/10.1007/s10997-012-9230-9>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Nekhili, A. (2017). "Gender-diverse board and the relevance of voluntary CSR reporting". *International Review of Financial Analysis*, 50, 81-100. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.02.003>
- Nguyen, K.T.A., Mai, K.N. and Cao, M.M. (2021). "Investigating the relationship between CSR and financial performance based on corporate reputation: evidence from Vietnamese enterprises", *Global Business and Economics Review*, Vol. 24 No. 2, pp. 107-127. <https://doi.org/10.1504/GBER.2021.113118>
- Nguyen, P. (2020). Board gender diversity and cost of equity. *Applied Economics Letters*, 27(18), 1522-1526. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1693693>
- Rao, K.K. and Tilt, C. (2020). "Gender and CSR decisions: perspectives from Australian boards", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 29 No. 1, pp. 60-85. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2019-0609>
- Shahbaz, M., Karaman, A.S., Kilic, M. and Uyar, A. (2020). "Board attributes, CSR engagement, and corporate performance: what is the nexus in the energy sector?" *Energy Policy*, Vol. 143 No. 1, p. 111582. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111582>
- Taj, S.A. (2016). "Application of signaling theory in management research: addressing major gaps in theory", *European Management Journal*, Vol. 34 No. 4, pp. 338-348. <http://doi.org/10.1016/j.emj.2016.02.001>