

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A. Kajian Teori

1. *Signalling Theory*

Signalling Theory pertama kali diaplikasikan pada penelitian Spence (1973) yang menguraikan bahwa pengirim (pemilik informasi) mengirimkan informasi yang bermanfaat tentang suatu hal kepada pihak penerima namun dibawah kondisi asimetri informasi. *Signalling theory* menjelaskan bahwa informasi dari perusahaan menjadi hal penting bagi investor dalam pertimbangan alokasi investasinya (Svetek, 2022). Informasi dapat menyajikan kondisi, catatan historis, dan gambaran di periode berikutnya dari sebuah perusahaan dan menjadi unsur penting yang mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi.

Setelah Spence (1973) mempublikasikan makalah “*Job Market Signalling*” yang menjadi landasan bagi teori *signalling*, di awal tahun 1980-an, Stiglitz (1983) dalam penelitiannya semakin memperdalam pemahaman tentang asimetri informasi dan mengintegrasikan aspek-aspek yang lebih kompleks seperti informasi tersembunyi dan *moral hazard* yang ada dalam teori *signalling*. Selanjutnya, pada 1990-an, teori sinyal mulai diterapkan luas dalam berbagai bidang ekonomi, sementara pada awal abad ke-21, perkembangan teknologi digital semakin pesat, informasi dengan skala yang besar dapat dengan mudah diakses dan teori *signalling* pun mencoba di adaptasi pada berbagai ekonomi digital. Pada tahun 2010-an,

penelitian teori *signalling* semakin fokus pada aplikasi dalam ekonomi perilaku, *artificial intelligence*, dan analisis *big data*, sementara di era 2020-an, kemajuan penelitian seiring dengan kemajuan teknologi dan dinamika pasar yang terus berubah, mengembangkan aplikasi teori *signalling* dalam berbagai bidang ekonomi kontemporer.

Semakin berkembangnya zaman, kesadaran akan industri yang ramah lingkungan dan memiliki kepedulian sosial juga semakin meningkat, karena dapat menggambarkan prospek keberlangsungan hidup perusahaan kedepan. *CSR* dapat merepresentasikan tanggung jawab sosial dan lingkungan suatu perusahaan, sinyal dan informasi terkait *CSR* menjadi poin yang sangat penting bagi investor untuk kebijakan investasinya (Dahal *et al.*, 2024). Selain itu, informasi terkait *GCG* juga menjadi sinyal positif karena dapat menggambarkan tata kelola yang efektif. Hal ini meningkatkan nilai saham perusahaan yang aktif dan memiliki loyalitas tinggi terhadap program *CSR* dan *GCG*, sehingga akan menaikkan harga dan *return* saham perusahaan.

2. Agency Theory

Agency theory pertama kali muncul akibat adanya konflik kepentingan yang disebabkan oleh adanya asimetri informasi yang terjadi antar *principal* dan *agent* dan pada akhirnya *agent* tidak berjalan sesuai dengan kepentingan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). Asimetri informasi muncul karena inkonsistensi informasi antar *manager* dengan *owner*, dalam hal ini *manager* memiliki lebih banyak informasi tentang

perusahaan daripada *owner*. Asimetri informasi menyebabkan kekhawatiran *principal* terhadap perilaku *agent* (*moral hazard*) (Zhou, 2023). Hal ini dapat diselesaikan dengan beberapa program namun menimbulkan *agency cost*, antara lain praktik *GCG* dan *CSR*. Dalam *Agency theory*, umumnya terdapat tingkat independensi yang jauh lebih rendah antara *agent* dan prinsipal dibanding dengan pihak-pihak yang terikat kontrak, yang berarti bahwa hubungan prinsipal-agen bersifat lebih hierarkis dan impulsif dibandingkan dengan hubungan kontraktual, serta prinsipal memiliki lebih banyak kebebasan untuk memberikan imbalan, hukuman, dan mengontrol *agent* (Zogning, 2021).

Teori keagenan melibatkan dua pihak terkait (*agent* dan *principal*) yang melakukan bisnis, berkaitan dengan pemisahan kepemilikan dan manajemen di antara mereka (Heniwati & Essen, 2020). Semakin majunya ekonomi *modern*, manajemen perusahaan dan pengendaliannya semakin terpisah dari dari pemilik perusahaan. Kepemilikan saham pihak manajerial akan menumbuhkan insentif yang lebih besar untuk bertindak demi kepentingan perusahaan dan berhati-hati dalam pengambilan keputusan, karena pihak manajer ikut memiliki saham perusahaan tersebut.

3. *Corporate Social Responsibility (CSR)*

CSR adalah aktivitas integrasi perusahaan meliputi *ethical standard*, lingkungan, konsumen dan masyarakat sebagai bagian dari tanggung jawab sosialnya (Čertanec, 2019). Perusahaan memiliki tujuan untuk memperoleh profit (*profit oriented*) dari kegiatan usahanya, namun perusahaan harus

memikirkan dampak negatif dari kegiatan produksinya. Bisnis berkelanjutan adalah ketika perusahaan menjalankan operasionalnya tanpa merusak kualitas sosial dan lingkungan (Li *et al.*, 2022). CSR menurut Baskentli *et al.* (2020) memiliki beberapa hal pokok yang harus diperhatikan perusahaan, antara lain sebagai berikut:

- a. Dukungan perusahaan pada program-program kesehatan, pendidikan, dan komunitas (*community support*)
- b. Perusahaan menerapkan kesetaraan gender dan fisik pada setiap karyawan dan konsumen (*diversity*)
- c. Perlindungan terhadap tenaga kerja, terkait gaji, upah, insentif, imbalan, jaminan, dan pelatihan (*employee support*)
- d. Pengelolaan lingkungan yang sehat dan aman serta sistem pengolahan limbah yang efektif dan efisien (*enviromental management*)
- e. Pemberian *support* terhadap kemanusiaan meliputi HAM dan kebebasan (*human rights*)
- f. Setiap produk yang dikeluarkan perusahaan harus sudah terjamin dalam hal riset, pengembangan, higienisitas, dan kesehatannya (*product*)

Perusahaan diharapkan dapat menjalin hubungan sosialnya di lingkungan sebagai wujud kepedulian perusahaan pada kesejahteraan masyarakat, sehingga menghasilkan hubungan yang menguntungkan antar perusahaan dan masyarakat (Jao *et al.*, 2023). Konsep ini mencakup beragam inisiatif seperti partisipasi dalam program-program filantropi dan pembangunan masyarakat (Shayan *et al.*, 2022). Selain sosial dan

lingkungan, *CSR* juga mendorong perusahaan untuk mempertimbangkan aspek ketenagakerjaan dalam menjamin kesejahteraan dan keahlian dari seluruh karyawan guna meningkatkan produktivitas. Menurut Elkington (1998) *CSR* memiliki prinsip utama yang mendasar dan dikelompokkan menjadi *triple bottom line* sebagai berikut:

a. *Profit*

Perusahaan memiliki tujuan utama untuk memperoleh profit, tetapi perusahaan juga harus bisa memberi kemajuan secara ekonomi bagi para stakeholdernya.

b. *People*

Perusahaan dituntut untuk dapat memberi efek positif dalam hal perekonomian dan sumber daya manusia di masyarakat.

c. *Planet*

Perusahaan harus memperhatikan kondisi lingkungan terutama disekitar perusahaan tersebut melakukan aktivitas produksinya, seperti pengelolaan lingkungan dan limbah.

Penerapan *CSR* menandakan adanya strategi untuk keberlanjutan perusahaan dengan mengurangi dampak merugikan dan memaksimalkan dampak yang menguntungkan bagi masyarakat, lingkungan, karyawan, dan konsumen (Sembiring & Yanti, 2023). Perusahaan harus berinvestasi pada *CSR* untuk meningkatkan *brand value* suatu perusahaan (Bhattacharya *et al.*, 2020). Sesuai dengan *signalling theory*, perusahaan yang menerapkan praktik tanggung jawab sosial dapat memberi sinyal positif kepada para

stakeholders tentang komitmen mereka terhadap keberlanjutan hidup perusahaan dan tanggung jawab sosial, sehingga akan meningkatkan reputasi suatu perusahaan di mata investor dan konsumen (Pérez *et al.*, 2020).

4. *Good Corporate Governance (GCG)*

GCG merupakan program yang berfokus pada tata kelola yang berlandaskan prinsip akuntabilitas, transparansi, independen, kesetaraan, tanggung jawab, dan kewajaran (Şahin, 2020). *GCG* adalah suatu sistem yang memiliki landasan utama teori keagenan (*agency theory*) sebagai media jaminan kepada investor bahwa investor akan memperoleh *return* dari alokasi investasi mereka (Bagaswara & Wati, 2020). Hal ini karena *GCG* dapat memberi suatu jaminan kepada investor bahwa *agent* (pihak manajer) akan menghasilkan keuntungan bagi investor dan tidak akan melakukan aktivitas yang dapat merugikan investor dari apa yang mereka investasikan seperti penggelapan dana untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Perusahaan harus menanggung biaya keagenan, termasuk pembayaran untuk mengawasi aktivitas manajemen, mengatur struktur organisasi untuk mengurangi kemungkinan perilaku manajemen yang tidak diinginkan, dan biaya kesempatan yang timbul karena kehilangan peluang untuk memperoleh laba akibat pembatasan kewenangan manajemen, yang seharusnya dapat diambil jika manajer memiliki kepemilikan perusahaan atau kepemilikan manajerial.

Penelitian ini mengaplikasikan salah satu indikator yang difungsikan untuk mengevaluasi GCG, yaitu kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial mengacu pada bagian saham milik para manajer perusahaan yang berwenang dalam *decision making*, seperti dewan direksi dan komisaris perusahaan (Alexander & Yusbardini, 2024). Memberi sebagian kepemilikan saham pada manajer, akan membantu pemilik perusahaan dalam meningkatkan motivasi dan kinerja para manajer, sehingga diharapkan manajer dapat terus meningkatkan produktivitasnya dan memunculkan inovasi baru untuk meningkatkan laba serta menaikkan reputasi perusahaan (Sanjaya & Cahyonowati, 2022). Kepemilikan saham oleh manajer akan menumbuhkan rasa saling memiliki perusahaan, sehingga meningkatkan tanggung jawab manajer terhadap seluruh aktivitas yang ada di perusahaan, karena tinggi rendahnya nilai perusahaan yang mempengaruhi fluktuatifitas harga dan *return* saham bergantung pada kinerja para manajer itu sendiri.

5. Return Saham

Return merupakan hasil atau pengembalian yang diperoleh dari alokasi investasinya (Yani & Santosa, 2020). Tujuan utama alokasi investasi adalah memperoleh *profit*. Kegiatan investasi terdiri dari 2 kategori, yaitu investasi jangka panjang dan investasi jangka pendek (Kannadas, 2021). Investasi jangka panjang merupakan kegiatan investasi dengan menanamkan modalnya berupa aset keuangan atau non keuangan seperti properti dengan tujuan untuk memperoleh perumbuhan modal dan keuntungan secara

signifikan dalam waktu yang lama, biasanya lebih dari 5 tahun, sedangkan investasi jangka pendek memiliki definisi yang sama yaitu kegiatan menanamkan aset keuangan atau instrumen investasi lainnya dengan tujuan memperoleh keuntungan dari pertumbuhan modal dalam waktu yang relatif singkat, biasanya kurang dari 1 tahun.

Return dari sebuah investasi terdiri dari *return* realisasi dan *return* ekspektasi (Asrini, 2020). *Return* ekspektasi dapat diperkerikan dengan *return* realisasi menggunakan model merton yang mengindikasikan bahwa *return* yang diharapkan harus mencerminkan kompensasi untuk risiko yang dihadapi investor. Jika *return* yang direalisasikan secara konsisten lebih rendah dari *return* yang diharapkan menurut model, ini bisa berarti kompensasi risiko pasar tidak memadai atau risiko pasar lebih tinggi dari perkiraan. Sebaliknya, jika *return* yang direalisasikan sering kali lebih tinggi dari yang diharapkan, mungkin pasar mengalami varians yang lebih rendah dari yang diperkirakan atau investor menerima kompensasi risiko yang lebih besar dari yang diperlukan (Antell & Vaihekoski, 2019). Investasi saham memiliki risiko yang tinggi karena fluktuatifitas harga sahamnya yang tidak pasti, sesuai dengan prinsip *high risk, high return* (Birru *et al.*, 2022). *Return* merupakan faktor yang penting, karena selain untuk mengukur tingkat pengembalian dari suatu investasi, *return* juga berperan untuk menilai dan mengevaluasi kinerja sebuah perusahaan (Zachriani *et al.*, 2023).

6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah faktor yang menjadi pertimbangan investor sebelum memutuskan alokasi investasi pada suatu perusahaan, karena dapat memberi gambaran tentang pertumbuhan, stabilitas, dan potensi perusahaan untuk jangka waktu panjang. Beberapa proksi untuk menilai ukuran perusahaan antara lain: *total asset*, *total sales*, dan *average sales* (Zhou *et al.*, 2021). Penelitian ini berfokus untuk menggunakan proksi total aset karena perusahaan dengan aset yang besar dianggap kapabel untuk menanggung seluruh resiko dari kegiatan investasi seperti fluktuasi harga saham di pasar modal, karena ukuran perusahaan skala besar cenderung memiliki stabilitas pertumbuhan dan laba yang maksimal (Wahyudi, 2022).

Perusahaan dengan skala yang besar juga dapat mengurangi risiko dari kegiatan operasionalnya, seperti resiko kegagalan penjualan produk secara signifikan karena perusahaan dengan skala besar memiliki *brand and merk reputation* yang kuat, sehingga dapat memperoleh keyakinan dan loyalitas yang tinggi dari konsumen mereka. Sesuai dengan *signalling theory*, ini akan memberi *positive signal* kepada investor untuk alokasi investasi di perusahaan tersebut.

B. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Penulis, Tahun, Judul	Variabel	Alat Uji	Hasil
1	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Return Saham dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Sanjaya & Cahyonowati, 2022)	Independen: Kepemilikan manajerial Dependen: Return saham Intervening: Profitabilitas	Regresi linier berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap return saham 2. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap profitabilitas 3. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap return saham 4. Profitabilitas gagal memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap return saham
2	Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kinerja Keuangan terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Sektor 5 Industri Barang Konsumsi Tahun Periode 2016-2018 (Aini, 2019)	Independen: Struktur Kepemilikan (manajerial), Kinerja keuangan (ROA) Dependen: Return saham	Regresi linier berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. Struktur kepemilikan (manajerial) berpengaruh positif terhadap return saham 2. Kinerja keuangan (ROA) berpengaruh negatif terhadap return saham
3	Peran Corporate Social Responsibility	Independen: CSR	Regresi linier berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. CSR berpengaruh

	dalam Meningkatkan Reputasi Perusahaan serta Dampaknya terhadap Stock Return (Jao <i>et al.</i> , 2023)	<p>Dependen: Return saham</p> <p>Mediasi: Reputasi perusahaan</p>		<p>positif terhadap reputasi perusahaan</p> <p>2. CSR berpengaruh positif terhadap return saham</p> <p>3. Reputasi perusahaan berpengaruh positif terhadap return saham</p> <p>4. Reputasi perusahaan memediasi hubungan CSR terhadap return saham</p>
4	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial terhadap Volatilitas Idiosinkratik Return Saham dan Asimetri Informasi sebagai Variabel Moderating (Alieska & Sukarmanto, 2024)	<p>Independen: Kepemilikan institusional, Kepemilikan manajerial</p> <p>Dependen: Return saham</p> <p>Moderasi: Asimetri informasi</p>	Regresi linier berganda	<p>1. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap return saham</p> <p>2. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap return saham</p> <p>3. Kepemilikan institusional dengan dimoderasi asimetri informasi berpengaruh negatif terhadap return saham</p> <p>4. Kepemilikan manajerial yang dimoderasi</p>

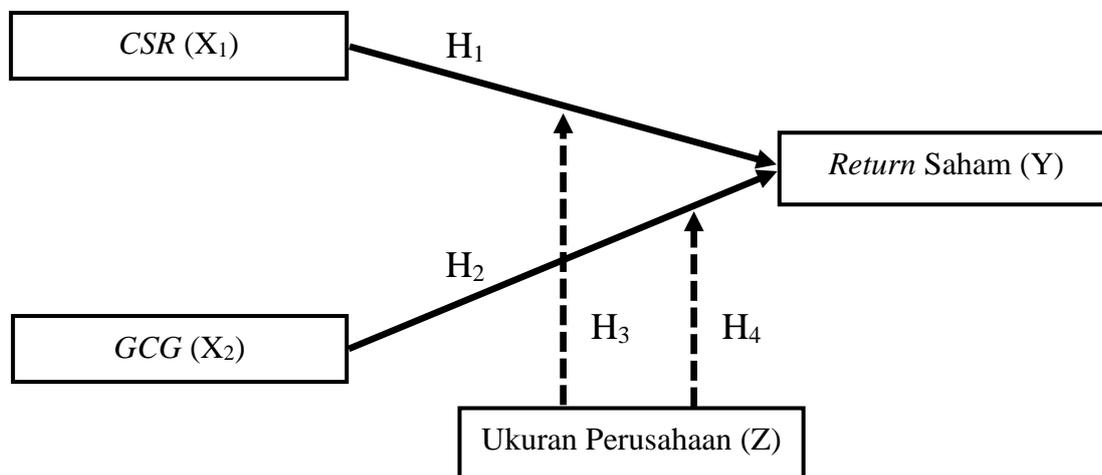
				asimetri informasi berpengaruh negatif terhadap return saham
5	Pengaruh Informasi Laba Akuntansi dan Informasi Corporate Social Responsibility pada Return Saham (Saori, 2024)	Independen: Informasi laba akuntansi, Informasi corporate social responsibility Dependen: Return saham	Regresi linier	1. Informasi laba akuntansi berpengaruh negatif terhadap return saham 2. CSR berpengaruh negatif terhadap return saham
6	Analisis Pengaruh Penerapan <i>Green Accounting</i> Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan CSR terhadap Return Saham (Sembiring & Yanti, 2023)	Independen: Green accounting, Kinerja lingkungan, CSR Dependen: Return saham Kontrol: Ukuran perusahaan, profitabilitas (ROE), DCOVID	Regresi linier berganda	1. Green accounting berpengaruh positif terhadap return saham 2. Kinerja lingkungan tidak berpengaruh terhadap return saham 3. CSR berpengaruh positif terhadap return saham 4. Ukuran perusahaan, ROE, DCOVID berpengaruh negatif terhadap return saham
7	Pengaruh Earning per Share dan Price Earning Ratio terhadap Return Saham dengan Kebijakan Dividen	Independen: EPS, PER Dependen: Return saham Intervening:	Regresi linier berganda	1. EPS berpengaruh positif terhadap return saham 2. PER berpengaruh

	sebagai Variabel Intervening (Asrini, 2020)	Kebijakan Deviden		positif terhadap return saham 3. EPS berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden 4. PER berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden 5. Kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap return saham
8	<i>A Study of the Relationship Between Corporate Social Responsibility Report and The Stock Market</i> (Chiu <i>et al.</i> , 2020)	Independen: CSR Long Term & Short Term Dependen: Return saham	Regresi linier	1. CSR secara <i>mid term</i> maupun <i>short term</i> berpengaruh positif terhadap return saham
9	<i>The Nonlinear Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Returns</i> (Zhang <i>et al.</i> , 2020)	Independen: CSR Dependen: Return saham	Regresi linier	1. CSR berpengaruh positif terhadap return saham
10	Pengaruh Dividend Payout Ratio, Volume Perdagangan dan Corporate Social Responsibility terhadap Return Saham (Zachriani <i>et al.</i> , 2023)	Independen: Dividend payout ratio, volume perdagangan, CSR Dependen: Return saham	Regresi linier berganda	1. Dividend payout ratio berpengaruh negatif terhadap return saham 2. Volume perdagangan memiliki pengaruh positif terhadap return saham 3. CSR berpengaruh negatif terhadap return saham

11	<i>Impact of Corporate Board Size and Board Independence on Stock Returns Volatility in Ghana</i> (Doku <i>et al.</i> , 2023)	Independen: <i>Corporate Board Size, Corporate Board Independence, CEO Duality, and Board gender diversity</i> Dependen: Return saham	<i>Panel-corrected standard error (PCSE), Driscoll-Kraay and robust ordinary least square (OLS)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Corporate Board Size</i> berpengaruh negatif terhadap return saham 2. <i>Corporate Board Independence</i> berpengaruh positif terhadap return saham 3. <i>CEO Duality</i> berpengaruh negatif terhadap return saham 4. <i>Board gender diversity</i> berpengaruh negatif terhadap return saham
12	<i>The Impact CSR and Green Investment on Stock Return of Chinese Export Industry</i> (Li <i>et al.</i> , 2022)	Independen: <i>CSR, Green Investment and Green Credit</i> Dependen: Return saham	<i>Robust standard error and FEM</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>CSR</i> berpengaruh positif terhadap return saham 2. <i>Green Investmen</i> berpengaruh positif terhadap return saham
13	<i>Does Online Ivestor Sentiment Impact Stock Return? Evidence from the Chinese Stock Market</i> (Yanzhao <i>et al.</i> , 2022)	Independen: <i>Investor Sentimen Indicator</i> Dependen : Return saham	VAR Model	<i>Investor sentiment indicator</i> berpengaruh negatif terhadap return saham

C. Kerangka Pikir

Gambar 2.1 Kerangka Pikir



Keterangan:

—————▶ = Parsial

- - - - -▶ = Moderasi

Kerangka berpikir menggambarkan hubungan variabel independen berupa *CSR (X₁)* dan *GCG (X₂)* terhadap variabel dependen berupa *return saham (Y)* dengan ukuran perusahaan (*Z*) menjadi variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen (*X*) terhadap variabel dependen (*Y*).

D. Hipotesis

Pengaruh *CSR* Terhadap *Return Saham*

Perusahaan dalam melakukan kegiatan operasionalnya harus memerhatikan dampak dari kegiatan tersebut pada masyarakat dan lingkungan sebagai bentuk tanggung jawabnya. Penerapan *CSR* memerlukan biaya yang besar namun dapat berefek positif untuk keberlanjutan perusahaan jangka

panjang. Perusahaan yang menerapkan *CSR* secara *sustainable* memberi efek yang *positive* terhadap *value* dan citra perusahaan, karena menunjukkan bahwa perusahaan berorientasi pada keberlanjutan. Pengungkapan *CSR* oleh perusahaan membuat investor berminat mengalokasikan investasi pada perusahaan tersebut (Huang *et al.*, 2023). Ini karena perusahaan dengan penerapan *CSR* membutuhkan dana yang besar, sehingga investor akan beranggapan bahwa perusahaan tersebut, selain memiliki tanggung jawab sosial lingkungan yang tinggi, juga mempunyai kestabilan dana dan modal yang kuat untuk menunjang kegiatan investasinya. Hal ini sesuai dengan *signalling theory*, yaitu setiap informasi dari perusahaan akan berpengaruh terhadap keputusan investasi dari seorang investor. Informasi dalam *signalling theory* dapat berupa *positive signal* dan *negative signal*. Semakin banyak perusahaan mengungkapkan *CSR*, maka akan menjadi *positive signal* untuk investor mengalokasikan investasi pada perusahaan dan akan mempengaruhi harga serta *return* sahamnya (Chiu *et al.*, 2020).

Hal tersebut didukung oleh riset yang membuktikan *CSR* berpengaruh secara positif pada *return* saham karena penerapan *CSR* dapat meningkatkan reputasi perusahaan (Zhang *et al.*, 2020). Selain itu, *CSR* juga dapat meningkatkan loyalitas konsumen, supplier, karyawan, dan investor (Li *et al.*, 2022). Hal ini dapat meningkatkan permintaan saham perusahaan di bursa efek sehingga akan menaikkan harga serta *return* sahamnya. Berdasarkan teori dan riset terdahulu tersebut, maka diajukan hipotesis berikut:

H₁: *CSR* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham.

Pengaruh GCG Terhadap Return Saham

Asimetri informasi sering terjadi antara *agent* dan prinsipal, hal tersebut menimbulkan *agency cost* untuk meminimalkan asimetri informasi yang terjadi. GCG merupakan bentuk *agency cost* yang berguna menciptakan tata kelola yang transparan, akuntabel, independen, dan tanggung jawab. Salah satu program dari GCG, yaitu kepemilikan manajerial. Memberikan sebagian kepemilikan saham kepada manajerial dapat berpotensi meningkatkan *return* saham perusahaan (Sanjaya & Cahyonowati, 2022). Hal ini merupakan penerapan *agency theory* yang berfungsi mengurangi konflik keagenan antar *agent* dan prinsipal (Doku *et al.*, 2023). Kepemilikan saham oleh manajer akan menumbuhkan rasa saling memiliki perusahaan, sehingga meningkatkan tanggung jawab manajer terhadap seluruh aktivitas yang ada di perusahaan. Hal ini karena pemberian remunerasi berupa saham pada manajer akan meningkatkan motivasi manajer pada perusahaan, yang berefek positif pada *companies performance* (Hartikainen *et al.*, 2021). Meningkatnya motivasi dan kinerja manajer berpotensi menghasilkan peningkatan kinerja perusahaan secara menyeluruh, dimana hal ini akan menjadi *positive signal* bagi investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sehingga akan meningkatkan permintaan saham. Hal ini dapat membawa dampak positif yang berkelanjutan pada *return* saham perusahaan.

Hal tersebut didukung riset yang membuktikan kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif pada *return* saham karena akan mempengaruhi pengambilan keputusan oleh pihak manajer untuk keberlangsungan pemegang

saham dan peningkatan laba (Aini, 2019; Sanjaya & Cahyonowati, 2022). Hal tersebut dapat menjadi positive signal bagi investor terhadap fundamental perusahaan, sehingga dapat meningkatkan permintaan saham perusahaan. Berdasarkan *theory* dan riset terdahulu tersebut, maka diajukan hipotesis berikut:

H₂: *GCG* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham.

Ukuran Perusahaan Dalam Memoderasi Pengaruh Positif *CSR* Terhadap *Return* Saham

Perusahaan dengan aset yang besar diyakini memiliki kapasitas untuk menanggung segala risiko dari aktivitas investasi, memiliki pertumbuhan, penjualan, dan laba optimal (Wahyudi, 2022). Hal ini disebabkan oleh kemampuan perusahaan yang memiliki skala besar untuk menyediakan stabilitas keuangan yang kuat serta sumber daya finansial yang memadai, dan juga keragaman usaha yang luas. Perusahaan dengan aset yang besar sering kali memiliki tanggung jawab lebih besar kepada masyarakat dan lingkungan di sekitarnya (Safrianti, 2020).

Perusahaan sering memiliki dampak yang lebih besar dalam komunitas tempat mereka beroperasi, oleh karena itu, diharapkan untuk bertanggung jawab secara sosial dan lingkungan, karena seluruh aktivitas perusahaan pasti akan memiliki dampak pada masyarakat, komunitas, dan lingkungan di sekitarnya. Perusahaan dengan skala aset yang besar memiliki lebih banyak potensi untuk memaksimalkan pengadaan program sosial dan lingkungan sebagai bentuk tanggung jawabnya, karena pengadaan program-program

tersebut memerlukan biaya yang besar. Pengalokasian sumber daya ke program *CSR* membuat perusahaan dapat memperkuat hubungannya dengan masyarakat dan meningkatkan citra mereka di mata publik. Hal ini pada akhirnya dapat berkontribusi pada peningkatan *return* saham, karena perusahaan yang dikelola secara bertanggung jawab cenderung menarik bagi investor jangka panjang. Hal ini terjadi karena, sesuai dengan *signalling theory*, perusahaan besar dengan aktivitas *CSR* yang optimal dapat menjadi *positive signal* bagi investor sehingga akan meningkatkan permintaan saham perusahaan tersebut di bursa efek dan secara langsung dapat meningkatkan harga serta *return* sahamnya. Berdasarkan hal tersebut, maka diajukan hipotesis berikut:

H₃: Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh positif *CSR* terhadap *return* saham.

Ukuran Perusahaan dalam Memoderasi Pengaruh Positif *GCG* terhadap *Return* Saham

Menurut *agency theory*, terdapat asimetri informasi antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajemen) yang sering kali merugikan pihak *principal* (Zhou, 2023). Asimetri informasi terjadi karena inkonsistensi informasi antara *agent* dan prinsipal, dimana *agent* memiliki lebih banyak informasi daripada prinsipal, sehingga terjadi kecurigaan bahwa *agent* akan menguntungkan dirinya sendiri (*moral hazard*). Hal ini menimbulkan *agency cost* dan urgensi untuk memaksimalkan program tata kelola berupa *GCG* yang berguna untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi antara *agent* dan prinsipal. Salah

satu bentuk program *GCG*, yaitu kepemilikan saham manajerial. Kepemilikan saham manajerial merupakan komposisi kepemilikan saham oleh pihak manajerial yang secara langsung terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan, dimana pihak tersebut adalah direksi dan dewan komisaris (Alexander & Yusbardini, 2024). Manajemen yang memiliki saham di perusahaan yang mereka kelola diharapkan memiliki insentif yang tinggi untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Wang *et al.*, 2021). Perusahaan dengan skala aset yang besar dapat lebih optimal dalam mengalokasikan asetnya untuk memaksimalkan *agency cost* tata kelola perusahaan berupa program *GCG* guna mewujudkan tata kelola yang adil, transparan, akuntabel dan bertanggung jawab, dimana hal tersebut menjadi kelemahan bagi perusahaan yang memiliki skala aset lebih kecil karena keterbatasan dalam pembiayaan.

Pengadaan program kepemilikan manajerial dilakukan sebagai bentuk *agency cost* dalam meredam konflik keagenan dan mengurangi asimetri informasi antara *agent* dan prinsipal. Hal tersebut diharapkan dapat meningkatkan transparansi dan performa manajer yang akhirnya berdampak pada kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang optimal dapat menjadi *positive signal* bagi investor, selain itu dilihat dari skala aset yang besar dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki fundamental yang solid, sehingga akan meningkatkan permintaan saham, yang berdampak pada kenaikan harga serta *return* sahamnya. Berdasarkan hal tersebut, maka diajukan hipotesis berikut:

H₄: Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh positif *GCG* terhadap *return* saham.