

Corporate Social Responsibility Sebagai Pemoderasi: Determinan Efisiensi Investasi

Ni Luh Ayu Asih Tirta Devi^{1*}, Nyoman Ari Surya Darmawan², Anantawikrama Tungga
Atmadja³

^{1,2,3}Universitas Pendidikan Ganesha
ayu.asih@student.undiksha.ac.id

*Corresponding Author

Diajukan : 10 Juni 2025

Disetujui : 2 Juli 2025

Dipublikasi : 11 Juli 2025

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of ownership structure, financial reporting quality, and corporate governance on investment efficiency, and to test the role of Corporate Social Responsibility (CSR) as a moderating variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2018–2022 period. The results of the study indicate that ownership structure and financial reporting quality do not have a significant effect on investment efficiency. This condition is thought to be influenced by concentrated ownership, weak monitoring mechanisms, and low reliability of accounting information due to information asymmetry and financial reporting manipulation. In contrast, corporate governance has a positive and significant effect on investment efficiency, indicating the importance of effective managerial supervision. CSR is unable to moderate the relationship between ownership structure and financial reporting quality with investment efficiency, because its implementation is still symbolic and not strategic. However, CSR is able to moderate the relationship between governance and investment efficiency, indicating its role as a governance strengthening tool that encourages transparency, accountability, and more efficient investment decision making. This study presents novelty by showing that CSR is only effective as a moderator in the relationship between governance and investment efficiency, but not in ownership structure and financial reporting quality. The implication is that CSR needs to be integrated strategically to truly strengthen corporate governance and investment efficiency.

Keywords: Corporate governance, Corporate Social Responsibility, Financial report quality, Investment efficiency, Ownership structure

PENDAHULUAN

Investasi adalah suatu pengorbanan dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan dimasa sekarang untuk memperoleh sebuah keuntungan di masa yang akan datang. Efisiensi investasi menjadi masalah penting di Indonesia, mengingat tingkat efisiensi investasi di Indonesia kurang bagus. Jika dibandingkan dengan negara-negara ASEAN, efisiensi investasi di Indonesia termasuk dalam kategori cukup buruk (Bapenas, 2019). Efisiensi investasi merupakan kondisi investasi yang ideal atau optimal yang seharusnya dilakukan perusahaan. Suatu investasi dikatakan efisien jika tidak mengalami penyimpangan, baik positif maupun negatif.

Diketahui bahwa efisiensi investasi yang terjadi di Indonesia masih tergolong tidak efisien dan sangat buruk. Efisiensi investasi dapat mengukur kemampuan perusahaan untuk melakukan semua proyek dengan *Net Present Value* positif (Gomariz & J.P.S. Ballesta, 2014) dan kemampuan perusahaan untuk berinvestasi secara optimal, tidak *overinvestment* atau *underinvestment* (F. Chen et al., 2011; Cook et al., 2019). *Overinvestment* menunjukkan perusahaan berinvestasi di atas target, yang menyebabkan penyimpangan positif. Sebaliknya, penyimpangan negatif terjadi jika perusahaan berinvestasi di bawah target atau *underinvestment*. *Overinvestment* atau *underinvestment* tidak akan terjadi jika perusahaan berinvestasi secara optimal atau efisiensi

investasi. Efisiensi investasi perusahaan akan dapat meneruskan bisnis kegenerasi masa depan dan memberikan kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi suatu negara (Chen et al., 2011) Salah satu pendorong perusahaan berinvestasi adalah adanya peluang investasi dengan NPV positif dan akan terus berinvestasi sampai batas marginal (Chen et al., 2011). Namun, dalam praktiknya perusahaan mungkin menghadapi beberapa kendala keuangan yang membatasi kemampuan manajer untuk melaksanakan semua proyek dengan NPV positif. Hal ini menyebabkan terjadi penyimpangan dari investasi optimal perusahaan, yang akan menghasilkan *overinvestment* atau *underinvestment*. Pemilihan dan keputusan investasi dipengaruhi oleh pihak-pihak yang mengendalikan perusahaan (Shahzad et al., 2018).

Indonesia semakin fokus pada investasi hijau (*green investment*) dan keberlanjutan untuk menghadapi tantangan perubahan iklim dan mencapai target keberlanjutan. investasi dalam teknologi hijau dapat meningkatkan efisiensi operasional dan mengurangi dampak lingkungan. Industri manufaktur cenderung menghadapi regulasi lingkungan dan sosial yang lebih ketat dibandingkan sektor lainnya. Studi oleh (Wu et al., 2022) menemukan bahwa dalam industri manufaktur China, ESG (Environmental, Social, and Governance) berperan signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan, terutama dengan moderasi struktur kepemilikan. Ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan CSR yang tinggi cenderung memiliki tata kelola yang lebih baik dan keputusan investasi yang lebih efisien karena tekanan regulasi yang lebih besar dibanding sektor lain. Industri manufaktur sering kali menjadi sorotan terkait dampaknya terhadap lingkungan dan sosial, sehingga CSR memiliki peran yang lebih kuat dalam membentuk hubungan antara tata kelola dan efisiensi investasi. Studi oleh (Lu et al., 2021) dalam konteks perusahaan manufaktur Pakistan menunjukkan bahwa CSR berperan sebagai faktor kontrol dan moderasi yang meningkatkan profitabilitas serta efektivitas tata kelola internal, termasuk kepemilikan dan kualitas laporan keuangan. dalam konteks manufaktur, perusahaan yang memiliki CSR tinggi lebih cenderung mendapatkan akses pendanaan yang lebih murah dan memiliki disiplin tata kelola yang lebih baik, yang pada akhirnya meningkatkan efisiensi investasi. Perusahaan manufaktur menjadi sektor yang ideal untuk meneliti bagaimana CSR dapat memperkuat pengaruh struktur kepemilikan, kualitas laporan keuangan, dan tata kelola terhadap efisiensi investasi. Hal ini disebabkan oleh tekanan regulasi yang lebih tinggi, dampak lingkungan yang signifikan, serta keterlibatan pemangku kepentingan yang lebih besar dibandingkan sektor lain.

Efisiensi pasar merujuk pada sejauh mana harga aset mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dalam pasar yang efisien, keputusan investasi didasarkan pada informasi yang relevan dan akurat, sehingga sumber daya dialokasikan secara optimal. Namun, dalam praktiknya, pasar modal dan keuangan di negara berkembang seperti Indonesia sering kali menghadapi tantangan dalam mencapai efisiensi penuh, antara lain; simetri Informasi; tata kelola perusahaan yang lemah; kurangnya transparansi CSR dan ESG; regulasi dan kebijakan yang belum konsisten; hambatan akses pembiayaan.

Penelitian mengenai efisiensi investasi di Indonesia telah banyak dilakukan, namun masih terdapat beberapa celah penelitian (*research gap*) yang penting untuk ditelaah lebih lanjut. Mayoritas studi sebelumnya lebih menyoroti faktor-faktor tradisional seperti struktur kepemilikan, kendala keuangan, dan kualitas laporan keuangan dalam mempengaruhi efisiensi investasi, tanpa memperhatikan secara mendalam peran faktor non-keuangan seperti tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) sebagai variabel moderasi. Padahal, dalam konteks modern yang semakin menekankan pada keberlanjutan dan investasi hijau, CSR dapat menjadi instrumen penting yang memperkuat tata kelola dan keputusan investasi perusahaan.

Selain itu, penelitian yang mengkaji efisiensi investasi umumnya dilakukan secara umum tanpa membedakan sektor industri, sementara sektor manufaktur memiliki karakteristik yang sangat khas. Industri ini seringkali menghadapi regulasi lingkungan dan sosial yang lebih ketat serta memiliki dampak lingkungan yang besar, sehingga pengaruh CSR terhadap efisiensi investasi kemungkinan lebih signifikan dibandingkan sektor lainnya. Namun, kajian yang secara spesifik

menguji interaksi antara CSR dengan faktor-faktor seperti struktur kepemilikan dan tata kelola dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia masih sangat terbatas.

Gap lainnya terletak pada kurangnya perhatian terhadap peran CSR dalam meningkatkan akses pembiayaan dan menekan risiko investasi yang berdampak pada efisiensi. Penelitian sebelumnya di negara lain menunjukkan bahwa CSR dapat menjadi sinyal positif bagi investor dan kreditur, namun konfirmasi empiris di Indonesia, khususnya pada perusahaan manufaktur yang menghadapi tantangan regulasi dan keberlanjutan, masih minim. Oleh karena itu, diperlukan studi yang lebih fokus dan mendalam mengenai peran CSR sebagai moderator dalam hubungan antara struktur internal perusahaan dan efisiensi investasi di sektor manufaktur Indonesia.

Urgensi penelitian ini juga didukung oleh celah riset (research gap) yang masih ada, yaitu Kurangnya fokus pada peran CSR sebagai variabel moderasi dalam kaitannya dengan struktur internal perusahaan terhadap efisiensi investasi. Minimnya studi empiris di Indonesia, khususnya pada sektor manufaktur, padahal CSR berpotensi meningkatkan efisiensi melalui tata kelola yang lebih disiplin dan reputasi yang positif di mata investor. Belum banyak penelitian yang mengaitkan efisiensi investasi dengan kebijakan keberlanjutan seperti green investment dan green finance, padahal tren ini makin berkembang. Dengan demikian, penelitian ini sangat penting untuk mengisi celah keilmuan dan memberikan masukan kebijakan yang aplikatif dalam mendorong investasi yang efisien dan berkelanjutan, khususnya di sektor manufaktur Indonesia.

STUDI LITERATUR

Stakeholder Theory

Stakeholder theory dan CSR merupakan dua konsep yang melihat masalah bisnis yang sama dari sudut pandang yang berbeda (Freeman & Dmytriiev, 2017). Persamaan dari keduanya tersebut yaitu, sama-sama menekankan pentingnya memasukkan kepentingan masyarakat ke dalam operasional bisnis. *Stakeholder theory* menempatkan tanggung jawab bisnis sebagai tanggung jawab perusahaan lainnya. CSR dan *stakeholder theory* saling berkaitan, tanggung jawab sosial perusahaan merupakan bagian dari tanggung jawab perusahaan yang berorientasi pada semua *stakeholder*. *Shareholder* dan *stakeholder* saling bergantung satu sama lainnya dan dapat diwujudkan melalui aktivitas CSR sehingga pengungkapan CSR akan mampu memperlemah pengaruh negative kepemilikan keluarga terhadap efisiensi investasi. *Stakeholder theory* dapat menjelaskan tanggung jawab sosial perusahaan dikaitkan dengan efisiensi investasi.

Legitimacy Theory

Menurut *legitimacy theory*, operasional perusahaan harus *congruent* dengan nilai-nilai yang ada dalam masyarakat. Legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi pada keberpihakan terhadap masyarakat (*society*). Teori ini menganjurkan bahwa operasional perusahaan dapat diterima di masyarakat untuk mendapatkan legitimasi. Jika terjadi pergeseran yang menimbulkan ketidaksesuaian, akan mengancam legitimasi perusahaan di masyarakat. Hal ini menunjukkan bahwa legitimasi bermanfaat untuk mendukung keberlangsungan hidup suatu perusahaan. Strategi legitimasi dapat dilakukan melalui pengungkapan CSR. Perusahaan cenderung mengungkapkan kegiatan CSR yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa pengungkapan CSR, perusahaan berusaha mengkomunikasikan tindakan legitimasinya. Dalam *legitimacy theory*, motivasi perusahaan untuk mendapatkan legitimasi melalui kegiatan CSR diprediksi mampu meningkatkan citra perusahaan (Fernando & Lawrence, 2014). *Legitimacy theory* dalam penelitian ini digunakan untuk menjelaskan peran pengungkapan CSR dalam memediasi pengaruh tata kelola terhadap efisiensi investasi. Di samping itu, pengungkapan CSR juga memoderasi pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi.

Efisiensi Investasi

Secara konseptual, efisiensi investasi adalah investasi optimal, artinya perusahaan mengambil proyek-proyek yang menghasilkan investasi optimal. Secara khusus efisiensi investasi terjadi

ketika tidak ada penyimpangan dari tingkat investasi yang diharapkan. Ada dua jenis kegiatan penyimpangan investasi yang tidak efisien untuk perusahaan, yaitu *overinvestment* dan *underinvestment* (Jin & Yu, 2018). *Overinvestment* terjadi ketika perusahaan mengalokasikan modal untuk proyek-proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) negatif atau tingkat pengembalian yang lebih rendah dari biaya modal. *Underinvestment* terjadi ketika perusahaan gagal untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang seharusnya menguntungkan karena asimetri informasi, keterbatasan dana internal, dan tingginya risiko finansial. Efisiensi investasi sering dikaitkan dengan *empire-building*, manajer berusaha mengejar skala investasi untuk menghasilkan kepentingan pribadi yang lebih besar, tetapi bukan efisiensi. Perusahaan melakukan efisiensi supaya dapat mengurangi biaya dan memudahkan proses pengelolaan, sehingga mempermudah dalam pencapaian tujuan perusahaan. Efisiensi investasi ialah fungsi dari resiko manajemen, pengembalian, dan total biaya investasi.

Corporate Social Responsibility (CSR)

CSR menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan, karena menjadi salah satu dasar pemikiran yang melandasi etika bisnis suatu perusahaan. Semakin banyak perusahaan mengungkapkan tanggung jawab sosial dalam laporan tahunan, maka semakin baik pula citra perusahaan dimata investor dan masyarakat luas. Pengungkapan CSR sesuai dengan *stakeholder theory* mengadopsi kepentingan masyarakat dalam bisnis. Pengungkapan CSR merupakan hal penting karena memiliki konsekuensi ekonomi. Pengungkapan CSR membutuhkan pengeluaran tambahan jangka pendek, tetapi dalam jangka panjang bertujuan untuk mendapatkan keunggulan kompetitif. Hal ini disesuaikan dengan *stakeholder theory*, yaitu tindakan manajemen bertujuan untuk mendapatkan keunggulan kompetitif dimana biasanya membutuhkan biaya yang menyebabkan perusahaan mengurangi investasi yang berlebihan dan tergerak untuk melakukan investasi optimal. Strategi legitimasi dapat dilakukan melalui pengungkapan CSR. Perusahaan cenderung mengungkapkan kegiatan CSR yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa pengungkapan CSR, perusahaan berusaha mengkomunikasikan tindakan legitimasinya. Motivasi perusahaan untuk mendapatkan legitimasi melalui kegiatan CSR diprediksi mampu meningkatkan citra perusahaan (Fernando & Lawrence, 2014).

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi

Struktur kepemilikan yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang (*insiders*) dengan jumlah saham yang dimiliki investor (Ashara, Lusiana & Sari, 2025). Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti yayasan, bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun, perusahaan berbentuk perseroan (PT), dan institusi lainnya. Kepemilikan asing adalah presentase kepemilikan saham perusahaan oleh angka investor. Menurut UU No. 25 Tahun 2007 pasal 1 angka 6 kepemilikan asing adalah perseroan warga negara asing, badan usaha asing, dan pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah Republik Indonesia. Kepemilikan asing di Indonesia dibagi menjadi dua macam yaitu kepemilikan saham (*trade*) dan penambahan anak cabang (*ownership*). Dalam menjalankan kegiatannya, suatu perusahaan diwakili oleh direksi (*agents*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principal*). Dalam penelitian ini struktur kepemilikan yang akan diuji yaitu struktur kepemilikan manajerial. Dimana, menurut penelitian Ariani (2019) mengungkapkan bahwa variabel kepemilikan saham manajerial mempunyai hubungan yang berlawanan arah terhadap pengungkapan CSR. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa variabel kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap CSR. Hal ini dimungkinkan karena secara statistik rata-rata jumlah kepemilikan saham manajerial pada perusahaan sampel relatif kecil yang menyebabkan belum terdapat keselarasan kepentingan antara agen dan prinsipal. Berbeda dengan jurnal yang diteliti oleh E. R. Simanungkalit (2017) yaitu struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. Manajer yang memiliki saham di perusahaannya cenderung lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan

investasi karena hasilnya turut memengaruhi kepentingan pribadi mereka. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan manajerial, semakin tinggi pula efisiensi investasi perusahaan.

H₁ : Struktur Kepemilikan berpengaruh positif Terhadap Efisiensi Investasi

Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan Terhadap Efisiensi Investasi

Menurut teori agensi, hubungan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal) sering kali menghadapi masalah asimetri informasi dan konflik kepentingan. Informasi asimetri terjadi ketika manajer memiliki informasi lebih banyak tentang kondisi keuangan perusahaan dibandingkan investor eksternal. Laporan keuangan berkualitas tinggi dapat mengurangi asimetri informasi, sehingga investor dapat membuat keputusan investasi yang lebih efisien. Kualitas laporan keuangan yang baik meningkatkan transparansi, mengurangi ketidakpastian investor, dan meningkatkan efisiensi investasi. Ketika informasi keuangan yang disajikan akurat dan andal, perusahaan dapat mengalokasikan modal secara lebih optimal, menghindari *underinvestment* (investasi kurang dari optimal) atau *overinvestment* (investasi berlebihan yang tidak produktif). Dalam penelitian penelitian Ikhsan & Septiana (2019) menghasilkan bahwa kualitas laporan keuangan yang diukur dengan modal kerja akrual berpengaruh positif dan signifikan terhadap efisiensi investasi. Berbeda dengan penelitian Erawati, (2021) dan Widowati & Lasdi (2021) meneliti pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi tidak signifikan atau kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Hal ini dapat disebabkan oleh adanya asimetri informasi yang membuat pemegang saham memiliki akses informasi yang terbatas, serta membuka peluang terjadinya manipulasi dalam penyusunan laporan keuangan, sehingga laporan yang disajikan menjadi kurang dapat dipercaya.

H₂ : Kualitas Laporan Keuangan berpengaruh positif terhadap Efisiensi Investasi

Pengaruh Tata Kelola Terhadap Efisiensi Investasi

Tata kelola yang baik akan memiliki pola hubungan yang baik antara manajemen dan *stakeholder* untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Ketersediaan informasi bagi *stakeholder* dapat diwujudkan melalui pengungkapan informasi perusahaan, yang selanjutnya akan memengaruhi kualitas keputusan investasi. Efisiensi investasi merupakan langkah utama untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Pengungkapan merupakan proses penting dalam mewujudkan tata kelola yang baik, yang selanjutnya akan memengaruhi efisiensi dan kinerja perusahaan. Menurut penelitian E. Simanungkalit (2017) dewan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi, karena dewan komisaris independen memiliki peran utama dalam mengawasi dan mengontrol keputusan manajerial, sehingga dapat mengurangi risiko keputusan investasi yang tidak efisien. Berbeda dengan hasil penelitian dari A. Mistiani & Juliana (2022) dan Chandra (2022) menyatakan bahwa dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Hal ini mempunyai arti bahwa dari hasil penelitian yang dilakukan posisi atau jumlah dewan komisaris independen dalam perusahaan tidak berpengaruh terlalu besar terhadap pengambilan keputusan dalam mengelola serta meningkatkan efisiensi investasi.

H₃ : Tata Kelola berpengaruh positif Terhadap Efisiensi Investasi

Struktur Kepemilikan, Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, dan Efisiensi Investasi

Manajer yang memiliki saham di perusahaan cenderung menyelaraskan kepentingannya sebagai pengelola dengan perannya sebagai pemegang saham. Hal ini mendorong mereka untuk lebih memperhatikan keberlangsungan perusahaan, termasuk menjaga legitimasi di mata publik melalui pelaksanaan program CSR guna membangun kepercayaan para pemangku kepentingan. Selain itu, semakin besar kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi

pula tekanan yang diberikan kepada manajemen untuk mengungkapkan tanggung jawab sosial. Kehadiran investasi asing di perusahaan-perusahaan Indonesia juga menjadi faktor penting dalam mendukung pembangunan nasional, karena dianggap memberikan manfaat strategis dan finansial bagi perusahaan. Berdasarkan asumsi bahwa negara-negara asing cenderung lebih perhatian terhadap aktivitas serta pengungkapan CSR. Menurut penelitian Ariani (2019) pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) tidak berpengaruh signifikan dan untuk nilai t_{hitung} sebesar -0,388 dimana menunjukkan hasil negatif yang artinya variabel kepemilikan saham manajerial mempunyai hubungan yang berlawanan arah terhadap pengungkapan CSR. Pengungkapan CSR dapat memperlemah pengaruh struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi karena CSR sering kali menjadi alat legitimasi sosial daripada instrumen efisiensi ekonomi, terutama ketika dilakukan secara simbolik (*window dressing*). Secara teoritis, teori agensi menjelaskan bahwa meskipun kepemilikan manajerial atau institusional seharusnya menekan konflik kepentingan, fokus berlebihan pada pengungkapan CSR dapat mengalihkan perhatian manajer dari tujuan efisiensi investasi ke pencitraan sosial. Empirisnya, Ariani (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial justru berhubungan negatif dengan pengungkapan CSR, menandakan bahwa CSR yang tidak terintegrasi dengan strategi bisnis dapat melemahkan disiplin investasi yang optimal.

H₄ : Pengungkapan CSR memperlemah pengaruh struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi

Kualitas Laporan Keuangan, Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, dan Efisiensi Investasi

Ada dua perspektif mengenai implikasi aktivitas CSR. Pertama, menurut pandangan teori ekonomi tradisional, peran manajer adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, sedangkan aktivitas CSR tidak mampu meningkatkan efisiensi investasi. Kedua, CSR merupakan komitmen perusahaan untuk berperilaku yang bertanggung jawab dan CSR berdampak terhadap efisiensi investasi. Laporan keuangan merupakan produk perusahaan dan bentuk tanggung jawab manajer sebagai *steward*. Laporan keuangan memiliki kelemahan yang menimbulkan kekhawatiran, yaitu aspek sosial dan lingkungan dari aktivitas perusahaan. Keterbatasan ini dapat diatasi dengan menginformasikan aktivitas sosial perusahaan dalam laporan tahunan atau dalam laporan CSR tersendiri. Pengungkapan aktivitas CSR perusahaan yang tidak terdapat dalam laporan keuangan diharapkan mampu memperkuat pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi. Menurut penelitian Erawati (2021) menunjukkan bahwa CSR tidak mampu memoderasi pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi. Dalam penelitian tersebut pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi, artinya dalam penelitian tersebut CSR berfungsi sebagai variabel eksogen terhadap efisiensi investasi. Rendahnya pengungkapan CSR perusahaan diikuti dengan rendahnya efisiensi investasi.

H₅ : Pengungkapan CSR memperkuat pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi.

Tata Kelola, Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, dan Efisiensi Investasi

Hubungan tata kelola dan CSR memiliki konsep yang jelas, yaitu perusahaan mempunyai tanggung jawab langsung terhadap *stakeholder* dan bersama-sama untuk mempertahankan atau menambah nilai perusahaan. Aktivitas CSR perusahaan merupakan salah satu bentuk aktivitas perusahaan untuk kepentingan *stakeholder*. *Stakeholder* merespon positif pengungkapan CSR perusahaan, yang selanjutnya akan mendukung aktivitas perusahaan. CSR yang dilakukan perusahaan juga merupakan salah satu cara untuk mendapatkan legitimasi dari masyarakat. Melalui aktivitas CSR perusahaan akan mendapatkan atau mempertahankan legitimasinya. Salah satu hal mendasar dari tata kelola adalah pengungkapan informasi perusahaan. Beberapa peraturan mungkin mengharuskan perusahaan untuk mengungkapkan informasi non keuangan, termasuk praktik tata kelola perusahaan. Pengungkapan CSR yang *mandatory* mampu mengurangi kelebihan dan kekurangan investasi. Pengungkapan tata kelola perusahaan dan CSR memiliki hubungan yang

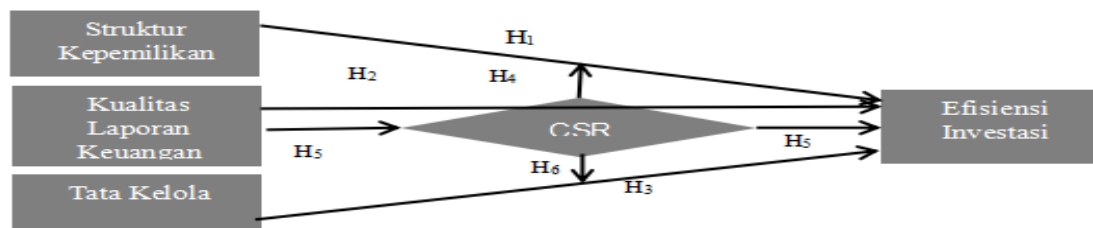
sangat erat. Keduanya saling terkait dengan tujuan yang sama, yaitu tanggung jawab kepada *stakeholder*. Dalam penelitian (Erawati, 2021) CSR dapat memoderasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi. Dimana hubungan tata kelola dapat dilihat dari berbagai sudut pandang. Pertama, tata kelola dapat dipandang sebagai prasyarat untuk keberlanjutan CSR. Kedua, CSR sebagai satu dimensi dari tata kelola, dalam bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap karyawan dan masyarakat. Ketiga, tata kelola dan CSR dapat menjadi pelengkap akuntabilitas perusahaan.

H₆ : Pengungkapan CSR memperkuat pengaruh tata kelola terhadap efisiensi investasi.

Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dan perumusan hipotesis selanjutnya dapat disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



METODE

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan *hypothetico-deductive method*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sektor makanan dan minuman pada tahun 2018-2022 berjumlah 41 perusahaan. Perusahaan manufaktur dipilih karena memiliki proses bisnis yang homogen dan merupakan kelompok industri terbesar di BEI. Homogenitas proses bisnis dalam manufaktur membuatnya lebih mudah dianalisis dalam penelitian terkait efisiensi investasi dan CSR. Industri manufaktur adalah kelompok industry terbesar di BEI, sehingga menawarkan data yang cukup untuk menghasilkan temuan yang representatif. Untuk memperoleh data yang diperlukan peneliti, data dikumpulkan dari sumber-sumber yang sudah ada atau informasi yang dikumpulkan oleh orang lain selain peneliti. Data dalam penelitian ini diperoleh melalui laporan keuangan, laporan tahunan, dan *Sustainability Report* (SR) perusahaan tahun 2018-2022 yang dapat diperoleh dari BEI melalui TICMI (*The Indonesia Capital Market Institute*) atau diunduh dari *website* BEI. Teknik sampling dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu sampel yang dipilih dari populasi dengan kriteria tertentu (Sekaran & Bougie, 2016). Prosedur pemilihan sampel dilakukan sesuai dengan kriteria populasi sebagai berikut; Perusahaan industri manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2022; Perusahaan industri manufaktur sektor makanan dan minuman yang tidak memiliki dewan komisaris independen; Perusahaan industri manufaktur sektor makanan dan minuman yang tidak memiliki laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan tahunan berakhir 31 Desember selama periode penelitian, yaitu tahun 2018-2022. Dimana pada rentang tahun 2018-2022 yaitu masa pandemi COVID-19 yang sangat berdampak pada sektor manufaktur sektor makanan dan minuman yang menyebabkan gangguan pada operasionalnya. Berdasarkan proses pemilihan sampel penelitian yang telah dilakukan, maka diperoleh 28 perusahaan yang memiliki kriteria dan dapat dijadikan sampel dalam penelitian. Dari 28 perusahaan yang telah menjadi sampel dalam penelitian ini akan diolah selama 5 tahun dari tahun 2018 hingga 2022 sehingga jumlah data adalah sebanyak 140 data perusahaan. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis data panel karena menggunakan data *cross section* dan data *time series*. Adapun data panel dalam penelitian ini adalah data sekunder yang digunakan untuk analisis deskriptif. Selanjutnya diolah

menggunakan bantuan *software Microsoft Excel* dan *EViews*. Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Linier Berganda dengan Data Panel dan Uji Variabel Moderasi Interaksi (*Moderated Regression Analysis*). Dalam penelitian ini, model regresi data panel akan ditentukan terlebih dahulu melalui uji pemilihan model, yaitu Uji *Chow*, dan Uji *Hausman*. Setelah model yang paling sesuai teridentifikasi, maka Uji Asumsi Klasik akan dilakukan sesuai dengan karakteristik model yang terpilih.

HASIL

Deskripsi Data

Berikut hasil uji statistik deskriptif.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

| | Y | X1 | X2 | X3 | Z |
|----------|----------|------|-------|------|------|
| Mean | 16969.14 | 0.04 | 33.43 | 0.40 | 3.47 |
| Median | 6.0 | 0.00 | 33.47 | 0.33 | 3.00 |
| Maximum | 1.44 | 0.84 | 38.32 | 0.75 | 7.00 |
| Minimum | -1.24 | 0.00 | 29.56 | 0.25 | 3.00 |
| Std. Dev | 2.54 | 0.16 | 0.61 | 0.08 | 0.94 |

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan tabel diatas dapat diungkapkan bahwa penelitian ini menggunakan 140 data observasi dari 28 perusahaan manufaktur selama periode 2018–2022. Variabel independen meliputi struktur kepemilikan, kualitas laporan keuangan, dan tata kelola; variabel moderasi adalah *Corporate Social Responsibility* (CSR); dan variabel dependen adalah efisiensi investasi. Struktur kepemilikan diukur melalui kepemilikan manajerial, dengan rata-rata 4%, menunjukkan bahwa sebagian besar saham dimiliki oleh pihak eksternal. Kualitas laporan keuangan diukur dengan *accrual quality model*, dengan rata-rata 33,43 yang menunjukkan akrual belum sepenuhnya mencerminkan arus kas aktual. Tata kelola dinilai dari proporsi komisaris independen dengan rata-rata 40%, mencerminkan praktik *good governance* yang cukup baik. CSR diukur dari kualitas pengungkapan dengan skor rata-rata 3,47 (dari 7), menunjukkan bahwa pengungkapan masih pada tingkat sedang. Efisiensi investasi diukur dengan nilai absolut residual, dengan rata-rata sebesar 16.969 dan standar deviasi tinggi, mencerminkan adanya outlier signifikan akibat dampak pandemi COVID-19 terhadap sektor manufaktur. Secara umum, data menunjukkan variabilitas antar perusahaan yang cukup besar, terutama dalam efisiensi investasi dan praktik CSR.

Pemilihan Teknik Estimasi Regresi

1. Uji Chow (*Common Effect vs Fixed Effect*)

Hasil uji perhitungan dari uji chow disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 2. Hasil Uji Chow

| Effect test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|-----------|---------|-------|
| Cross-section F | 22.54 | (27,10) | 0.00 |
| Cross-section Chi-square | 260.15 | 27 | 0.00 |

Sumber: Data diolah, 2025

Hasil analisis pemilihan model estimasi berdasarkan uji chow menunjukkan bahwa diperoleh nilai *cross section F* dengan nilai probabilitas sebesar 0,00. Hal ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 ($0,00 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa berdasarkan hasil uji chow yang dilakukan diketahui bahwa model yang paling tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model* lebih tepat dibandingkan dengan *Common Effect Model*.

2. Uji Hausman (*Fixed Effect vs Random Effect*)

Hasil perhitungan dari uji hausman disajikan dalam tabel berikut ini :

Tabel 3. Uji Hausman

| Test Summary | Chi-sq. Statistic | Chi-sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|-------------------|--------------|-------|
| Cross-section random | 12.50 | 4 | 0.01 |

Sumber: Data diolah, 2025

Hasil analisis pemilihan model estimasi berdasarkan uji hausman menunjukkan bahwa diperoleh nilai *cross-section random* dengan nilai probabilitas sebesar 0,0140, dimana hal ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 ($0,01 < 0,05$). Maka dapat disimpulkan bahwa berdasarkan uji hausman yang dilakukan diketahui bahwa model yang paling tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini model uji regresi yang terpilih yaitu *Fixed Effect Model*, maka dari itu uji asumsi klasik dilakukan. Uji asumsi klasik berguna untuk menguji agar hasil dari persamaan regresi berganda valid saat akan digunakan untuk memprediksi suatu masalah.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk memperoleh keyakinan secara statistik bahwa model regresi bebas dari korelasi antara variabel independent. Uji ini dapat dilihat dari VIF tidak boleh lebih dari 10. Berikut hasil uji multikolinieritas:

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinieritas

| Variable | Coefficient Variance | Uncentered VIF | Centered VIF |
|----------|----------------------|----------------|--------------|
| C | 4.27 | 1.03 | NA |
| X1 | 1.72 | 1.01 | 1.01 |
| X2 | 1.71 | 1.01 | 1.01 |
| X3 | 5.79 | 1.03 | 1.03 |
| Z | 4.82 | 1.04 | 1.04 |
| X1Z | 2.64 | 1.02 | 1.02 |
| X2Z | 4.46 | 1.04 | 1.01 |
| X3Z | 9.36 | 1.05 | 1.04 |

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan hasil di atas dapat dilihat pada *uncentered VIF* bahwa nilai VIF pada semua variabel kurang dari 10 (<10) dimana berarti tidak terjadi multikolinieritas atau dalam model ini tidak terdapat korelasi antara variabel independen.

1. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dengan Glejser test merupakan uji untuk meyakinkan bahwa nilai residual model memiliki variansi yang konstan atau tidak melampaui batas jarak dari estimasi variabel dependen (Kuncoro, 2011). Jika nilai signifikansi t hitung variabel independen tidak signifikan secara statistik ($>5\%$) memengaruhi nilai absolut residualnya, dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas. Berikut hasil dari uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini:

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

| | | | |
|-------------|-------|---------------|------|
| F-statistic | 11.47 | Prob. F(7,13) | 0.00 |
|-------------|-------|---------------|------|

| | | | |
|---------------------|-------|---------------------|------|
| Obs*R-Squared | 52.83 | Prob. Chi Square(7) | 0.00 |
| Scaled explained SS | 98.25 | Prob. Chi Square(7) | 0.00 |

Sumber: Data diolah Eviews12, 2025

Berdasarkan pada tabel 5, disimpulkan bahwa nilai *Probability Obs*R-squared* < 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini terjadi gejala heterokedastisitas atau asumsi uji heterokedastisitas tidak terpenuhi.

Analisis Regresi Linier Berganda dengan Data Panel

Hasil regresi data panel disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 6. Regresi Data Panel

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
| C | 9775.85 | 8.82 | 1.11 | 1.00 |
| X1 | -8.05 | 8.00 | -1.01 | 0.32 |
| X2 | 3.53 | 1.73 | 0.20 | 0.84 |
| X3 | 4.89 | 1.50 | 3.27 | 0.00 |

Sumber: Data diolah, 2025

Dari tabel diatas dapat diinterpretasikan bahwa hasil uji t pada variabel struktur kepemilikan (X_1) diperoleh nilai hitung sebesar $1,00 < 1,98$ dan nilai signifikansinya $0,32 > 0,05$ yang berarti data tersebut berpengaruh negatif dan tidak signifikan, maka untuk H_1 ditolak. Hasil uji t pada variabel kualitas laporan keuangan (X_2) diperoleh nilai hitung sebesar $0,204 < 1,98$ dan nilai signifikan sebesar $0,84 > 0,05$ yang berarti kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi, maka untuk H_2 ditolak. Hasil uji t pada variabel tata kelola (X_3) diperoleh nilai hitung sebesar $3,27 > 1,98$ dan nilai signifikan sebesar $0,00 < 0,05$ yang berarti tata kelola berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi, maka H_3 diterima.

Moderated Regression Analysis (MRA)

Hasil dari uji regresi moderasi sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji MRA

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
| C | 2.27 | 8.86 | 0.2 | 0.79 |
| X1Z | 4.13 | 7.03 | 0.59 | 0.56 |
| X2Z | 1.50 | 3.28 | 0.46 | 0.65 |
| X3Z | 5.64 | 1.64 | 3.43 | 0.01 |

Sumber: Data diolah, 2025

Berdasarkan tabel diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut; Nilai koefisien dan nilai probabilitas X_1*Z atau interaksi antara struktur kepemilikan dengan *corporate social responsibility* (CSR) sebesar 4.13 dan $0,56 > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa CSR tidak berpengaruh dan belum mampu memoderasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022. Nilai koefisien dan nilai probabilitas X_2*Z atau interaksi antara kualitas laporan keuangan dengan *corporate social responsibility* (CSR) sebesar 1.50 dan $0,65 > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa CSR tidak berpengaruh dan belum mampu memoderasi pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi

investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022. Nilai koefisien dan nilai probabilitas $X_3 * Z$ atau interaksi antara tata kelola dengan *corporate social responsibility* (CSR) sebesar 5.64 dan $0,01 < 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa CSR berpengaruh dan dapat memoderasi pengaruh tata kelola terhadap efisiensi investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_1 menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Maka dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi, sehingga H_1 ditolak. Hal ini sejalan dengan A. Mistiani & Juliana (2022) dimana dalam penelitiannya menyebutkan bahwa pihak manajemen tidak ikut andil dalam perusahaannya disebabkan saham yang dimiliki oleh manajemen rendah yang menyebabkan keuntungan tidak semua dimiliki oleh manajemen sehingga mereka lebih mementingkan pribadi dibandingkan mementingkan perusahaan. Kepemilikan saham manajemen yang rendah juga dapat membuat manajemen bekerja secara tidak seoptimal mungkin sehingga kinerjanya rendah dan tidak mampu untuk mempengaruhi efisiensi investasi.

Wijaya & Cahyati (2021) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Secara teori, struktur kepemilikan dianggap dapat mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan efisiensi investasi karena pemilik memiliki insentif untuk mengawasi manajer. Namun, dalam praktiknya di Indonesia terutama pada sektor manufaktur efektivitas pengawasan dari pemilik saham seringkali lemah dikarenakan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, dimana pemilik mayoritas cenderung tidak terdorong mengawasi secara aktif. Pemilik dan manajemen kadang berasal dari kelompok yang sama (misalnya pemilik keluarga), sehingga kontrol terhadap manajemen menjadi tidak efektif. Dan investor institusi seperti dana pensiun atau reksa dana lebih fokus pada portofolio, bukan manajemen operasional perusahaan.

Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan Terhadap Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_2 menunjukkan kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Maka dapat disimpulkan bahwa kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi, sehingga H_2 ditolak. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Shahzad et al. (2019) bahwa kualitas laporan keuangan yang baik mampu mengurangi *overinvestment* dan *underinvestment*. Penelitian ini menemukan bahwa kualitas laporan keuangan belum mampu mengurangi *underinvestment*. Hasil penelitian ini mendukung temuan Erawati, (2021) dan Widowati & Lasdi (2021) yang limeneliti pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi tidak signifikan atau kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi. Menurut Erawati (2021) dan (Widowati & Lasdi, 2021) kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh terhadap efisiensi investasi dapat dijelaskan secara rasional dan teoritis. Meskipun kualitas laporan keuangan tinggi secara formal, efektivitasnya dalam mendukung efisiensi investasi dilemahkan oleh asimetri informasi yang menyebabkan informasi penting tidak sampai ke pengambilan keputusan strategi, investor tidak cukup percaya terhadap informasi yang disajikan, dan terjadi *underinvestment* karena penghindaran risiko akibat informasi yang tidak lengkap atau tidak jelas. Potensi manipulasi dimana meskipun laporan keuangan tampak memenuhi standar, praktik manipulasi atau *earnings management* sering terjadi untuk mengejar target kinerja jangka pendek, bonus, atau menjaga citra perusahaan, dimana dalam kondisi yang demikian laporan keuangan tetap tampak berkualitas (secara formal), namun substansi informasinya bias, sehingga gagal memberikan sinyal yang akurat untuk efisiensi investasi. Pengaruh faktor internal non-akuntansi, serta krisis ekonomi seperti pandemi dimana sampel dalam penelitian ini yaitu diuji pada tahun 2018-2022 dimana antara tersebut terjadi pandemi COVID-19 di Indonesia dimana situasi ekonomi sangat dinamis dan tidak terduga.

Pengaruh Tata Kelola Terhadap Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_3 menunjukkan bahwa tata kelola berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi. Maka dapat disimpulkan bahwa tata kelola berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi, sehingga H_3 diterima. Hasil ini didukung oleh penelitian E. Simanungkalit (2017) Dewan Komisaris Independen berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi, karena Dewan Komisaris Independen memiliki peran utama dalam mengawasi dan mengontrol keputusan manajerial, sehingga dapat mengurangi risiko keputusan investasi yang tidak efisien. Tata kelola yang baik akan memiliki pola hubungan yang baik antara manajemen dan *stakeholder* untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Ketersediaan informasi bagi *stakeholder* dapat diwujudkan melalui pengungkapan informasi perusahaan, yang selanjutnya akan memengaruhi kualitas keputusan investasi. Tata kelola berperan dalam menciptakan keseimbangan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, serta meningkatkan akuntabilitas manajerial dalam pengambilan keputusan investasi. Dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia, yang pada umumnya bersifat padat modal dan menghadapi tantangan persaingan secara fluktuasi pasar, praktik tata kelola menjadi semakin krusial. Selain itu, dalam kondisi ketidakpastian ekonomi seperti pada masa pandemi COVID-19, tata kelola perusahaan memiliki peran yang lebih besar. Perusahaan dengan tata kelola yang baik cenderung lebih adaptif dan akuntabel dalam merespon perubahan lingkungan bisnis, serta lebih berhati-hati dalam merancang dan merealisasikan investasi. *Governance* yang kuat tidak hanya berfungsi sebagai pengendali risiko, tetapi juga menjadi fondasi dalam menjaga efisiensi investasi pada situasi krisis sekalipun. Maka dapat disimpulkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik tidak hanya meningkatkan integritas dan transparansi organisasi, tetapi juga secara langsung berkontribusi terhadap peningkatan efisiensi investasi perusahaan. Hasil ini memperkuat pentingnya peran tata kelola dalam mendukung kinerja jangka panjang dan penciptaan nilai perusahaan.

Struktur Kepemilikan, Pengungkapan CSR, dan Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_4 menunjukkan CSR belum mampu memoderasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi. Maka dapat disimpulkan bahwa CSR berpengaruh positif namun belum mampu memoderasi hubungan antara struktur kepemilikan dan efisiensi investasi, sehingga H_4 ditolak. Hasil ini didukung oleh penelitian dari Karmilayani & Damayanthi (2016) dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada kinerja perusahaan. Hal ini berarti adanya CSR di dalam suatu perusahaan tidak memberikan dampak kepada pengaruh kepemilikan manajerial pada efisiensi investasi. Salah satu penyebab utamanya adalah karena CSR belum berfungsi sebagai alat pengawas atau pengendali internal dalam perusahaan. Dalam banyak perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur di Indonesia, pengungkapan CSR lebih sering dilakukan sebagai bentuk kepatuhan terhadap regulasi atau pencitraan perusahaan, bukan sebagai bagian yang terintegrasi dalam strategi investasi dan pengambilan keputusan manajerial. Asimetri informasi yang tinggi antara manajemen dan pemilik saham minoritas juga turut menyebabkan rendahnya transparansi, sehingga CSR tidak dapat menjembatani ketimpangan tersebut. Kondisi ini mendukung pandangan bahwa meskipun CSR dapat memainkan peran dalam hubungan antara perusahaan dan *stakeholder* (*stakeholder theory*), dalam praktiknya, peran tersebut terbatas jika manajemen tidak memiliki komitmen yang nyata terhadap pelaksanaan CSR yang strategis (Karmilayani & Damayanthi, 2016).

Kualitas Laporan Keuangan, Pengungkapan CSR dan Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_5 menunjukkan CSR tidak berpengaruh dan belum mampu memoderasi pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi. Maka dapat disimpulkan bahwa CSR berpengaruh positif namun belum mampu memoderasi hubungan antara kualitas laporan keuangan dan efisiensi investasi secara signifikan, sehingga H_5 ditolak. Hal ini sejalan dengan penelitian Erawati (2021) menunjukkan bahwa CSR tidak mampu memoderasi pengaruh kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi. Dalam penelitian tersebut CSR berfungsi sebagai

variabel eksogen terhadap efisiensi investasi. Rendahnya pengungkapan CSR perusahaan diikuti dengan rendahnya efisiensi investasi. Pada perusahaan manufaktur di Indonesia, khususnya tahun 2018-2022, pengungkapan CSR masih tergolong rendah dan bersifat simbolis. Banyak perusahaan yang menjalankan CSR sebatas pemenuhan kewajiban regulasi, bukan sebagai strategi bisnis yang terintegrasi. Selain itu, belum adanya standar buku yang mengatur format dan kualitas pengungkapan CSR membuat informasi yang disampaikan kurang mampu mendukung pengambilan keputusan oleh investor atau pemangku kepentingan lainnya. Dengan demikian, hasil dari uji hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun CSR memiliki arah pengaruh positif, CSR belum mampu memoderasi hubungan antara kualitas laporan keuangan dan efisiensi investasi secara signifikan, khususnya dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia yang menghadapi tantangan dalam pengungkapan dan penerapan CSR secara efektif dan strategis.

Tata Kelola, Pengungkapan CSR, dan Efisiensi Investasi

Hasil uji hipotesis H_6 menunjukkan CSR berpengaruh dan dapat memoderasi pengaruh tata kelola terhadap efisiensi. Maka dapat disimpulkan bahwa CSR berpengaruh positif dan mampu memoderasi hubungan antara tata kelola dan efisiensi investasi secara signifikan, sehingga H_6 diterima. Penelitian ini menunjukkan bahwa CSR dapat memperkuat hubungan antara tata kelola yang baik dan efisien investasi. Dalam konteks ini, tata kelola yang kuat saja belum tentu cukup menjamin efisiensi investasi tanda di dukung oleh komitmen perusahaan terhadap tanggung jawab sosial. Kehadiran CSR sebagai moderator menjembatani kepentingan antara perusahaan dengan para pemangku kepentingan eksternal, sehingga menciptakan lingkungan bisnis yang lebih transparansi, etis dan berkelanjutan. Hal ini pada akhirnya berdampak positif terhadap efisiensi dalam pengambilan keputusan. Hal ini sejalan dengan penelitian (Erawati, 2021) CSR dapat memoderasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi. Dimana hubungan tata kelola dapat dilihat dari berbagai sudut pandang. Pertama, tata kelola dapat dipandang sebagai prasyarat untuk keberlanjutan CSR. Kedua, CSR sebagai satu dimensi dari tata kelola, dalam bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap karyawan dan masyarakat. Ketiga, tata kelola dan CSR dapat menjadi pelengkap akuntabilitas perusahaan.

Ketika perusahaan menjalankan praktik CSR yang baik, kepercayaan dan dukungan *stakeholder* akan meningkat, sehingga menurunkan risiko informasi asimetris dan meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap manajemen. Dalam kondisi seperti ini, pengaruh tata kelola terhadap efisiensi investasi menjadi lebih kuat. Penelitian ini juga diperkuat oleh temuan Karmilayani & Damyanthi (2016) yang menyatakan bahwa praktik CSR yang strategis berkontribusi dalam memperkuat mekanisme tata kelola perusahaan, yang pada gilirannya mendorong pencapaian tujuan keuangan dan non-keuangan perusahaan, termasuk efisiensi investasi. Selain itu, E. Simanungkalit (2017) menunjukkan bahwa dewan komisaris independen yang efektif dalam tata kelola akan semakin berdaya guna jika perusahaan memiliki komitmen terhadap CSR yang tinggi. Perusahaan manufaktur di Indonesia banyak menghadapi tekanan eksternal yang tinggi dari konsumen, regulator, dan masyarakat untuk lebih transparan dan bertanggung jawab secara sosial. Oleh karena itu, perusahaan menerapkan CSR secara konsisten mampu memperkuat mekanisme tata kelola internalnya, mengurangi praktik manajerial oportunistik, serta mendorong investasi yang lebih efisien dan tepat sasaran. Maka, dapat disimpulkan bahwa CSR bukan hanya berperan sebagai aktivitas tambahan atau pelengkap, melainkan sebagai faktor strategis yang memperkuat efektivitas tata kelola perusahaan dalam meningkatkan efisiensi investasi.

Selain memperkuat kepercayaan publik dan menurunkan risiko informasi asimetris, CSR juga mampu meningkatkan akses perusahaan terhadap sumber pendanaan eksternal yang secara tidak langsung memperbaiki efisiensi investasi. Perusahaan yang memiliki reputasi CSR yang baik cenderung dipersepsikan lebih kredibel, bertanggung jawab, dan memiliki risiko yang lebih rendah oleh investor dan lembaga keuangan. Hal ini mendorong investor institusional untuk lebih percaya dalam menanamkan modalnya dan memudahkan perusahaan memperoleh pembiayaan dengan

biaya modal yang lebih rendah. Dalam konteks tata kelola, akses terhadap pembiayaan yang lebih luas dan murah ini memungkinkan perusahaan untuk memilih proyek investasi yang benar-benar bernilai positif (NPV positif) dan menghindari keputusan investasi yang spekulatif atau tidak rasional. Oleh karena itu, CSR memperkuat pengaruh tata kelola terhadap efisiensi investasi dengan menghubungkan perusahaan pada jaringan keuangan yang lebih sehat dan berkelanjutan.

Lebih lanjut, CSR juga berfungsi sebagai mekanisme pengawasan sosial tambahan terhadap manajemen, yang memperkuat fungsi-fungsi tata kelola internal. Dalam lingkungan bisnis yang kompleks dan sarat tekanan dari berbagai pemangku kepentingan, CSR berperan sebagai sarana dialog dan pelaporan yang memungkinkan perusahaan lebih terbuka dalam mengkomunikasikan tujuan, aktivitas, serta kinerjanya. Transparansi ini meningkatkan partisipasi dan ekspektasi publik terhadap manajemen, sehingga membatasi ruang bagi perilaku manajerial yang oportunistik. Hal ini menjadi penting terutama di perusahaan manufaktur yang memiliki eksposur tinggi terhadap dampak sosial dan lingkungan. CSR yang terstruktur dan berkelanjutan akan menumbuhkan budaya perusahaan yang lebih berorientasi pada keberlanjutan jangka panjang, bukan semata-mata profit jangka pendek, sehingga memperkuat dampak positif tata kelola terhadap efisiensi alokasi investasi perusahaan.

Kebaruan Penelitian

Penelitian ini menghadirkan kebaruan (novelty) dalam kajian efisiensi investasi perusahaan manufaktur di Indonesia dengan menambahkan perspektif Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai variabel moderasi yang menghubungkan struktur kepemilikan, kualitas laporan keuangan, dan tata kelola terhadap efisiensi investasi. Studi ini merupakan salah satu yang pertama mengkaji secara simultan peran CSR sebagai moderator dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia pascapandemi COVID-19, periode yang ditandai oleh ketidakpastian ekonomi dan tekanan pada efisiensi alokasi dana investasi.

Kebaruan penting dari temuan penelitian ini adalah bahwa CSR terbukti tidak mampu memoderasi hubungan antara struktur kepemilikan dan efisiensi investasi serta antara kualitas laporan keuangan dan efisiensi investasi. Hasil ini memberikan pemahaman baru bahwa meskipun CSR sering dianggap sebagai bentuk komitmen perusahaan terhadap tanggung jawab sosial dan tata kelola yang baik, dalam praktiknya di Indonesia, pelaksanaannya masih bersifat simbolik dan belum menjadi bagian integral dari strategi bisnis. Hal ini menunjukkan bahwa CSR belum berperan efektif dalam memperbaiki kelemahan mekanisme internal seperti kepemilikan terpusat dan informasi keuangan yang kurang andal. Sebaliknya, temuan bahwa CSR mampu memoderasi hubungan antara tata kelola dan efisiensi investasi memberikan kontribusi teoretis yang signifikan dalam mendukung teori agensi dan stakeholder. CSR yang dijalankan secara strategis mampu memperkuat pengawasan dan transparansi dalam tata kelola, serta menciptakan keseimbangan antara kepentingan perusahaan dan pemangku kepentingan. Dengan demikian, penelitian ini menyarankan bahwa efektivitas CSR sebagai instrumen tata kelola tergantung pada konteks implementasinya dan kedalaman integrasinya dalam strategi perusahaan. Ini menjadi masukan penting bagi regulator dan manajemen perusahaan untuk mendorong CSR dari sekadar kewajiban formal menjadi alat penggerak efisiensi dan keberlanjutan investasi.

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa struktur kepemilikan dan kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2018–2022, sementara tata kelola perusahaan terbukti berpengaruh positif dan signifikan. Selain itu, CSR tidak mampu memoderasi hubungan antara struktur kepemilikan maupun kualitas laporan keuangan terhadap efisiensi investasi, namun mampu memoderasi hubungan antara tata kelola dan efisiensi investasi secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa praktik CSR yang strategis dan terintegrasi dapat memperkuat fungsi tata kelola dalam meningkatkan efisiensi alokasi dana

investasi perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur dengan menunjukkan pentingnya peran CSR sebagai moderator dalam memperkuat efektivitas tata kelola terhadap efisiensi investasi, khususnya di sektor manufaktur yang menghadapi tekanan regulasi tinggi. Kelemahan utama penelitian ini adalah keterbatasan dalam mengukur kualitas CSR secara mendalam, yang masih mengandalkan aspek kuantitatif dari pengungkapan, bukan kualitas implementasi di lapangan. Ke depan, riset ini dapat dikembangkan dengan pendekatan mixed methods yang menggabungkan data kuantitatif dan kualitatif, serta mempertimbangkan pengaruh faktor eksternal seperti tekanan institusional, green finance, atau persepsi stakeholder terhadap praktik CSR perusahaan untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariani, R. A. N. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) Pada Perusahaan Manufaktur (Sektor Industri Barang Konsumsi) Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Media Riset Akuntansi*, 3(2).
- Ashara, R. A., Lusiana, L., & Sari, D. P. (2025). Ownership Structure and Company Growth on Company Value: Intervened By Profitability. *GOVERNORS*, 3(3), 180–195. <https://doi.org/10.47709/governors.v3i3.5575>
- Bassiouny, D. El, & Bassiouny, N. El. (2018). Diversity, Corporate Governance, and CSR Reporting: A Comparative Analysis Between Top-Listed Firms in Egypt, Germany and the USA. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 116–136.
- Borghesi, R., Chang, K., & Li, Y. (2019). Firm Value in Commonly Uncertain Times The Divergent Effects Of Corporate Governance and CSR. *Applied Economics*, 4726–4741.
- Chandra, M. A. (2022). Pengaruh Dewan Komisaris Independen, Diversitas Manajerial, Dan Koneksi Politik Terhadap Efisiensi Investasi. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 11(2), 96–109. <https://doi.org/10.33508/jima.v11i2.4570>
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *Accounting Review*, 1255–1288.
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sánchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 46(3–4), 494–537. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12360>
- El-Bassiouny, D., & El-Bassiouny, N. (2019). Diversity, corporate governance and CSR reporting: A comparative analysis between top-listed firms in Egypt, Germany and the USA. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 116–136. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0150>
- Erawati, N. M. A. (2021). The role of corporate social responsibility in the investment efficiency: is it important?. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (1), 169-178
- Fernando, S., & Lawrence, S. (2014). A theoretical framework for CSR practices: Integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 10(1), 149-178.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 1, 7–15. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriiev>
- Gomariz, M. F. C., & J.P.S. Ballesta. (2014). Financial Reporting Quality, Debt Maturity, and Investment Efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40, 494–506.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Ikhsan, L. Y., & Septiana, G. (2019). Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan Dan Debt Maturity Terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan Manufaktur Sektor Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 8(2), 342–353. <https://doi.org/10.34006/jmbi.v8i2.121>

- Jin, X., & Yu, J. (2018). Government governance, executive networks and corporate investment efficiency. *China Finance Review International*, 8(2), 122–139. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2016-0053>
- Karmilayani, N. K., & Damayanthi, I. Gst. A. E. (2016). Corporate Social Responsibility Sebagai Pemoderasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kinerja Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(3).
- Kartini, P. T., Maiyarni, R., Tiswiyanti, W., Akuntansi, J., Ekonomi, F., Bisnis, D., & Jambi, U. (2019). Pengaruh Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE) dan Ukuran Perusahaan Terhadap Corporate Social Responsibility Disclosure. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 7(2), 343–366. <https://doi.org/10.17509/jrak.v7i2.15636>
- Lin, J. J., & Yeh, Y. H. (2020). Internal capital markets, ownership structure, and investment efficiency: Evidence from Taiwanese business groups. *Pacific Basin Finance Journal*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101284>
- Lu, J., Javeed, S. A., Latief, R., Jiang, T., & Ong, T. S. (2021). The moderating role of corporate social responsibility in the association of internal corporate governance and profitability; evidence from pakistan. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(11). <https://doi.org/10.3390/ijerph18115830>
- Mistiani, A. D., & Juliana, A. (2022). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi pada Perusahaan Pertambangan. *Jurnal Manajemen Dan Keuangan*, 11(2), 197-216.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business, A Skill-Building Approach*. John Wiley & Sons.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S., & Nawaz, F. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: An empirical investigation. *Managerial Finance*, 45(4), 513–535. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2018-0081>
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Mir, F. N., & Nawab, N. (2018). *Does Family Control Explain Why Corporate Resonsibility Affects Investment Efficiency?*
- Simanungkalit, E. R. (2017). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 15(2), 2541–5204.
- Tang, Z., Rothenberg, S., & Hull, C. E. (2012). How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR – Financial Performance Relationship. *Journal of Management*, 1274–1303.
- Widowati, A., & Lasdi, L. (2021). Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan, Konservatisme Akuntansi Dan Debt Maturity Pada Efisiensi Investasi. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi (JIMA)*, 10(1), 20-30.
- Wijaya, V. P., & Cahyati, A. D. (2021). Determinasi Efisiensi Investasi Pada Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 10(2), 183-198.
- Yuen, K. F., & Lim, J. M. (2016). Barriers to the Implementation of Strategic Corporate Social Responsibility in Shipping. *Asian Journal of Shipping and Logistics*, 32(1), 49–57. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2016.03.006>