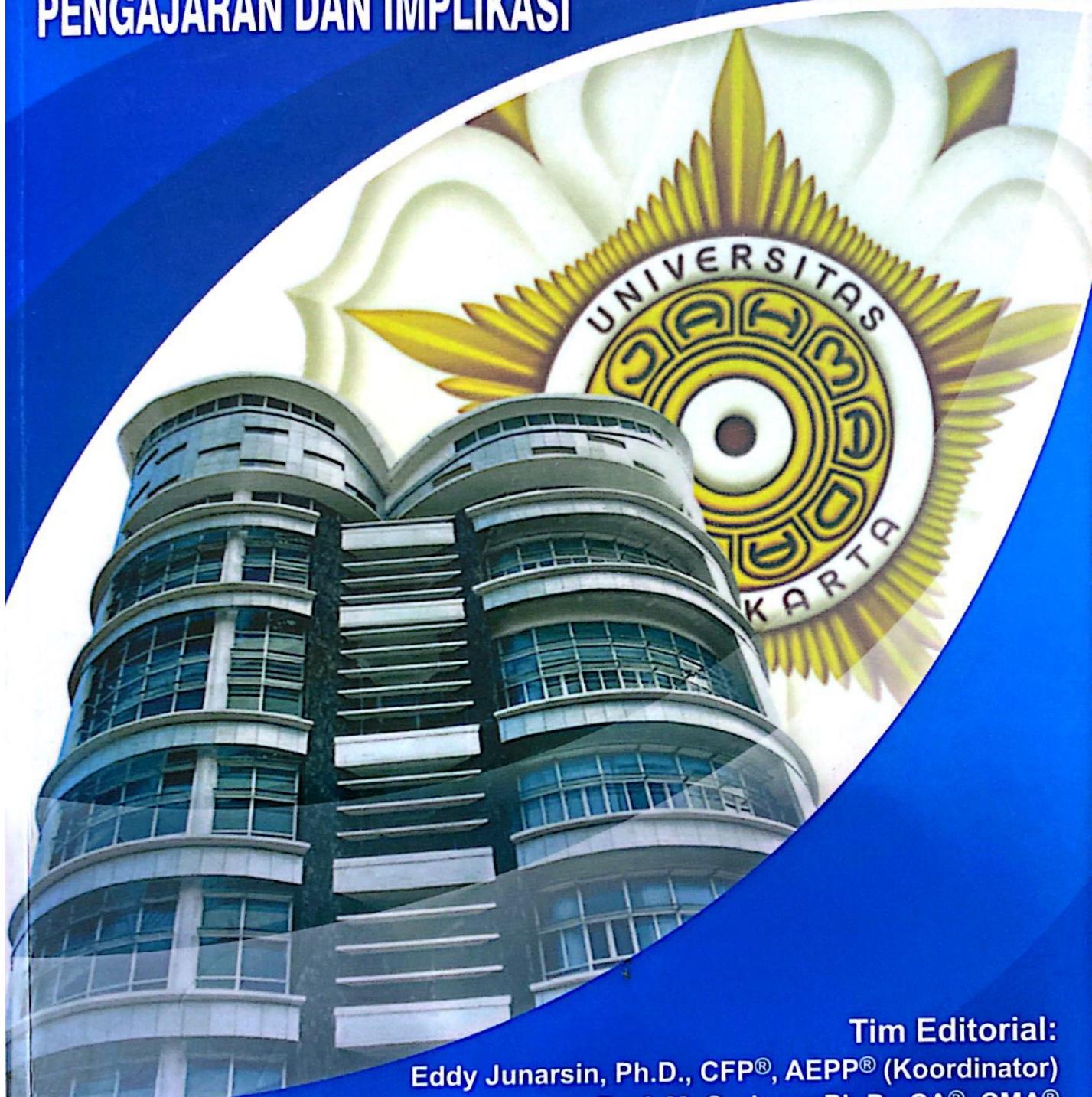


# PEMIKIRAN ETIKA DALAM EKONOMIKA DAN BISNIS: PENGAJARAN DAN IMPLIKASI



## Tim Editorial:

Eddy Junarsin, Ph.D., CFP®, AEPP® (Koordinator)

Prof. M. Gudono, Ph.D., CA®, CMA®

Prof. Gunawan Sumodiningrat, Ph.D.

Nurul Indarti, Ph.D.

Fuad Rakhman, Ph.D., CA®, CMA®

Eny Sulistyaningrum, Ph.D.

Akhmad A. Susamto, Ph.D.



# **PEMIKIRAN ETIKA DALAM EKONOMIKA DAN BISNIS: PENGAJARAN DAN IMPLIKASI**

## **Penulis:**

Danes Quirira Octavio, M.Sc.; Eddy Junarsin, Ph.D., CFP®, AEPP®; Prof. M. Gudono, Ph.D., CA®, CMA®; M. Edhie Purnawan, Ph.D.; Dumairy, M.A.; Rika Fatimah, Ph.D.; Prof. Gunawan Sumodiningrat, Ph.D.; Denni Purbasari, Ph.D.; Nurul Indarti, Ph.D.; Dhiani Dyahjatmayanti, M.B.A.; Prof. Abdul Halim, Ph.D., CA®, CMA®; John Suprihanto, Ph.D.; Wandi Simanullang, M.B.A.; Mahfud Sholihin, Ph.D., CA®, CMA®; Mamduh M. Hanafi, Ph.D.; Syafiq M. Hanafi, Ph.D.; Dewi Fatmawati, M.Ec.; Rijadh Djatu Winardi, M.Sc., CFE®; Prof. Mudrajad Kuncoro, Ph.D.; Wakhid Slamet Ciptono, Ph.D.; Hargo Utomo, Ph.D., CWM®; Sumiyana, Ph.D., CA®, CMA®

Cet. 1. Yogyakarta: Beta Offset, 2015  
310hlm; 14,5 x 21 cm.

ISBN 978 - 979 - 8541 - 78 - 2

## **Tim Editorial:**

Eddy Junarsin, Ph.D., CFP®, AEPP® (Koordinator)  
Prof. M. Gudono, Ph.D., CA®, CMA®  
Prof. Gunawan Sumodiningrat, Ph.D.  
Nurul Indarti, Ph.D.  
Fuad Raklman, Ph.D., CA®, CMA®  
Eny Sulistyaningrum, Ph.D.  
Akhmad A. Susamto, Ph.D.

## **Penerbit:**

Beta Offset Yogyakarta bekerja sama dengan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada  
Cetakan pertama, September 2015  
Hak Cipta ©2015 ada pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Gadjah Mada  
Hak penerbitan ada pada Beta Offset Yogyakarta

# DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN REDAKSI .....	ii
KATA PENGANTAR .....	iii
SAMBUTAN DEKAN .....	v
DAFTAR ISI .....	vii

## BAB I PEMAHAMAN DASAR: KONSEP DAN GARIS BESAR BUKU

1.1 Konsep Dasar Etika (Danes Quirira Octavio dan Eddy Junarsin) .....	1
1.2 Moralitas dan Kemajuan Ekonomi (Gudono) .....	5
1.3 Membangun Optimisme Perekonomian Nasional yang Be Etika (M. Edhie Purnawan) .....	13
1.4 Konsep Istikhlaf- Tawaran Ekonomika Islami Bagi Penyemaian Etika Bisnis dan Ekonomi (Dumairy) .....	17

## BAB II MENJULANG DAN MENGAKAR: PERAN PENGAJARAN EKONOMI YANG BERBASIS GO INTERNASIONAL TANPA MELUPAKAN KESEJAHTERAAN SOSIAL

2.1 Pendidikan Berbasis Budaya dengan Pengajaran Etika: Bervisi Global dengan Menjunjung Pandangan Lokal (Eddy Junarsin dan Danes Quirira Octavio) .....	39
2.2 Greget AACSB dalam Desain Kualitas Pembelajaran Inklusif dan Nasionalisme (PIN) di Sekolah Bisnis (FEB) UGM (Rika Fatimah) .....	45

## BAB III PERKEMBANGAN DAN PENGAJARAN EKONOMI BERNILAI ETIKA .....

3.1 Pemahaman Dasar Etika Pengajaran Ekonomika dan Bisnis di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada (Gunawan Sumodiningrat) .....	65
3.2 Refleksi Atas Pendidikan Ilmu Ekonomi Kita (Denni Purbasari) .....	79

3.3	Pengajaran Etika Bisnis: Meng(Apa) dan Bagaimana (Nurul Indarti, Sivilekonom dan Dhiani Dyahjatmayanti).....	104
3.4	Etika, Korupsi, dan Pendidikan Akuntansi (Sektor) Publik (Abdul Halim).....	113
3.5	Meningkatkan Hubungan Antara Dosen dan Mahasiswa Melalui Pola Kemitraan Harmonis Berbasis Pada <i>Tumbu Oleh Tutup (TOT)</i> (John Suprihanto) .....	126

#### **BAB IV IMPLIKASI PENGAJARAN EKONOMIKA DAN BISNIS YANG BERETIKA**

4.1	Apakah Kuliah Etika Bisnis Mempengaruhi Persepsi Tentang Diskriminasi Gender? (Wandi Simanullang dan Mahfud Sholihin) .....	139
4.2	Apakah Pasar Menghargai Etika dan Moral? Bukti Empiris di Tingkat Pasar dan Individu (Mamduh M. Hanafi dan Syafiq M. Hanafi) .....	175
4.3	Penerapan Asuransi Syariah Untuk Mewujudkan <i>Ethical Banking</i> di Perbankan Syariah: Gagasan dan Tantangan (Dewi Fatmawati, Rijadh Djatu Winardi, dan Mahfud Sholihin).....	190
4.4	Desentralisasi Fiskal dan Strategi Memerangi Korupsi di Daerah (Mudrajad Kuncoro) .....	206
4.5	Ekonomika Kebahagiaan: Strategi Baru Mewujudkan " <i>The Happy Family dan Quaility of Life in Society</i> " (Wakhid Slamet Ciptono).....	249

#### **BAB V HARAPAN DAN TANTANGAN**

5.1	Harapan dan Tantangan Praktik Pendidikan dan Pengajaran Ekonomika dan Bisnis Masa Mendatang yang Beretika Mulia (Hargo Utomo) .....	277
5.2	Retorika "Socio-Entrepreneur" dan Tantangan Etika Bisnis (Sumiyana).....	291
	PROFIL PENULIS .....	311

# APAKAH PASAR MENGHARGAI ETIKA DAN MORAL? BUKTI EMPIRIS DI TINGKAT PASAR DAN INDIVIDU

Mamduh M. Hanafi

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada

(mamduhmh@ugm.ac.id)

Syafiq M. Hanafi

Fakultas Syariah, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga

(syafiqelan@yahoo.com)

## ABSTRAK

*Apakah pasar menghargai etika, moral, dan good corporate governance? Ada dua pendekatan yang digunakan, yaitu review empiris pada tingkat pasar dan review empiris pada tingkat individu. Pada tingkat pasar, ditemukan bukti bahwa pasar menghargai etika dan moral. Bukti pada saat krisis keuangan pertengahan tahun 1990-an menunjukkan bahwa baik negara maupun perusahaan yang mempunyai corporate governance yang lebih baik, juga mempunyai kinerja saham yang lebih baik. Pada tahun 1990-an, strategi perdagangan dengan membeli saham dengan corporate governance yang baik dan short saham perusahaan dengan corporate governance yang jelek menghasilkan keuntungan abnormal yang positif. Namun strategi tidak menunjukkan kinerja yang sama pada tahun 2000-an. Bukti empiris pada reksadana etis versus konvensional masih menunjukkan kontroversi. Pada tingkat individu, investor etis mempunyai ciri seperti investor lain pada umumnya, namun ada kekhususan tertentu yang membedakan. Investor etis cenderung mempunyai afiliasi dengan lembaga sosial atau pekerjaan yang pelayanan yang barangkali memunculkan preferensi etika dan moral. Tidak ada batasan tegas antara investasi etis dan non-etis. Investor etis cenderung mempunyai elastisitas harga yang rendah dalam kaitannya dengan etika dan moral. Secara umum bisa disimpulkan bahwa nampaknya ada bukti bahwa etika, moral, dan governance dihargai oleh pasar. Setidaknya ada dua strategi untuk memastikan bahwa etika, moral, dan governance akan dihargai oleh pasar: mengubah preferensi investor; dan memastikan bahwa etika, moral, dan governance juga memberikan manfaat ekonomis bagi investor. Dua*

strategi tersebut akan memastikan terjadinya *invisible hand* dalam pendidikan etika, moral, dan governance di pasar.

Kata kunci: pasar, etika, moral, good governance

## 1. Pendahuluan

Bisnis dan etika seringkali merupakan dua konsep yang dikontraskan satu sama lain. Apakah profit bisa didampingkan dengan etika? Apakah perusahaan, yang selalu ingin memaksimumkan keuntungan, bisa menghasilkan keuntungan dan sekaligus menjunjung tinggi etika? Milton Friedman, ekonom Chicago berargumen bahwa tugas bisnis adalah menciptakan keuntungan. Jika bisnis ikut memikirkan etika, bisnis tersebut melakukan tindakan yang tidak etis. Pandangan lainnya berargumen bahwa bisnis sudah seharusnya ikut mendorong etika dan moral, termasuk investor. Manajer dalam beberapa situasi bertindak sebagai *role model* (misal bagi karyawan perusahaan). Investor etis seringkali mempunyai motif untuk mengubah kondisi perusahaan yang menjadi tujuan investasinya (Lewis, 2002).

Investasi berbasis etika dan moral menunjukkan perkembangan yang pesat dan nilai investasi saat ini signifikan. Sebagai contoh, *socially responsible investing* mencapai nilai sekitar \$5,67 triliun pada awal tahun 2014. Nilai tersebut mengalami kenaikan sebesar 76% dibandingkan nilai pada tahun 2012. Satu dari enam dolar yang dikelola manajer di \$36,8 triliun profesional di Amerika Serikat melibatkan *socially responsible investing*, sekitar 18% dari \$36,8 triliun total aset dana kelolaan di Amerika Serikat.

Investasi etika dan moral yang didasarkan pada ajaran agama juga mulai berkembang. Sebagai contoh, Ekonomi Keuangan Syariah yang telah berusia lebih dari 30 tahun mengalami perkembangan yang cukup pesat sejak pertama kali diluncurkan. Tingkat pertumbuhan sektor ini meningkat hampir dua kali lipat, dari 14% antara tahun 1994–2002 menjadi sekitar 26% antara tahun 2003–2010. Tingkat pertumbuhan yang tinggi ini diperkirakan akan terus berlanjut di masa mendatang (Warde, 2010). Fenomena tersebut memunculkan minat dan perhatian yang semakin besar, baik dari dunia praktisi maupun dari dunia akademisi. Menurut Standard and Poor's, pada tahun 2009, asset yang sesuai dengan prinsip syariah di dunia mencapai \$400 miliar, dengan potensi pasar bisa mencapai \$4 triliun.

Etika, moral, *governance* memperoleh perhatian yang semakin besar, khususnya setelah kejadian-kejadian skandal korporasi seperti yang terjadi

dengan Enron, Worldcom, dan lainnya. Namun, pertanyaan yang menarik apakah investor yang berorientasi pada profit menghargai etika, moral, dan *governance* tersebut? Jawaban terhadap pertanyaan di atas akan mempunyai beberapa implikasi yang menarik. Investor pada akhirnya merupakan salah satu pihak yang menjadi penentu aktivitas penegakan etika, moral, dan *governance*. Jika investor tidak menghargai etika, moral, dan *governance*, maka upaya penegakan etika, moral, dan *governance* menjadi berkurang legitimasinya.

Jika pasar menghargai etika dan moral, maka mekanisme *invisible hand*—dalam kaitannya dengan penegakan etika dan moral—barangkali akan terjadi di pasar. Di dunianya Adam Smith, *invisible hand* akan mengoreksi secara otomatis kondisi ketidakseimbangan di pasar. Intervensi dari pihak luar, seperti dari pihak pemerintah, tidak diperlukan. Penegakan etika dan moral akan mempunyai legitimasi yang kuat. Jika pasar tidak menghargai etika dan moral, pertanyaan berikutnya adalah apakah kondisi ini mencerminkan kegagalan pasar (*market failure*) yang memerlukan intervensi dari pihak luar untuk menjamin terjadinya kondisi keseimbangan (dalam hal ini kondisi yang berkaitan dengan penegakan etika dan moral)? Beberapa situasi bisa memunculkan kegagalan pasar yang mendorong perlunya intervensi dari pihak luar—misal, *lemon market* untuk situasi mobil bekas; *insider trading* untuk situasi pasar modal. Dalam kondisi ini, pemerintah bisa melakukan intervensi, misalnya dengan membuat peraturan yang mendorong penegakan etika dan moral. Masyarakat, termasuk dunia pendidikan, dapat melakukan intervensi, misal melalui edukasi yang bisa mempengaruhi preferensi agen ekonomi. Jika preferensi sebelumnya tidak mempertimbangkan etika dan moral, maka preferensi yang baru akan memasukkan etika dan moral ke dalam salah satu komponen preferensi agen ekonomi.

Artikel ini bertujuan *me-review* bukti empiris yang ada untuk menjawab pertanyaan apakah pasar menghargai etika dan moral. Etika dan moral dalam artikel mencakup preferensi non-ekonomi (non-profit) yang mencakup etika, moral, *governance*, termasuk etika yang berbasiskan agama (misalnya, syariah yang berbasiskan ajaran Islam). Pada bagian pertama, penulis akan mereview bukti empiris di tingkat pasar, yang mencakup bukti empiris yang berkaitan dengan *good corporate governance*, dan bukti empiris yang berkaitan dengan kinerja reksadana berbasis etika dan moral. Pada bagian kedua, penulis akan membahas bukti-bukti pada tingkat individu, yaitu bukti empiris yang berkaitan dengan survei terhadap investor etis. Investor etis dalam hal ini adalah investor yang membeli *unit trust* atau reksadana yang berbasiskan etika dan moral. Sementara itu, bagian akhir berisi kesimpulan.

Secara umum nampaknya ada tanda bahwa pasar menghargai etika dan moral. Tanda awal ini memunculkan optimisme mengenai peranan pasar dalam 'mendisiplinkan' etika dan moral di dunia korporasi dan investasi. Pada akhirnya kita akan berharap munculnya *invisible hand* di pasar berkaitan dengan penerapan etika dan moral.

## 2. Bukti Empiris di Tingkat Pasar

### 2.1. Bukti Empiris Nilai Pasar *Good Corporate Governance*

Pada pertengahan tahun 1990-an beberapa Negara Asia Timur, termasuk Indonesia, mengalami krisis keuangan yang parah. Rupiah mengalami depresiasi yang signifikan, yakni dari kurs Rp 2.000/\$ pada tahun 1996, menjadi Rp 10.000/\$ pada saat krisis. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) jatuh dari tingkat sekitar 3.000 menjadi sekitar 1.200 pada saat krisis memuncak. Kenapa terjadi krisis ekonomi dan keuangan yang parah di negara-negara yang kelihatannya mempunyai potensi ekonomi yang besar? Beberapa hipotesis bermunculan, diantaranya adalah hipotesis *Corporate Governance*, yang pada intinya mengatakan bahwa *Corporate Governance* yang jelek menyebabkan dan memperparah krisis keuangan tersebut. Apakah hipotesis tersebut didukung oleh bukti empiris?

Krisis keuangan yang terjadi secara mendadak, bersifat eksogen (terjadi dari luar), memberikan *setting* yang ideal untuk melihat nilai dari *Good Corporate Governance*. Krisis yang terjadi secara mendadak tersebut menyebabkan pasar dan perusahaan tidak mempunyai waktu untuk melakukan penyesuaian-penyesuaian yang diperlukan dalam kaitannya dengan *Good Corporate Governance*. Pada kondisi normal, perusahaan atau pasar bisa melakukan penyesuaian-penyesuaian yang diperlukan, sehingga akan mengaburkan nilai *Good Corporate Governance* (jika ada).

Dengan menggunakan negara sebagai unit analisis, Johnson et al. (2000) berargumen bahwa *Corporate Governance* bisa menjelaskan krisis keuangan Asia pada tahun 1997–1998 lebih baik dibandingkan dengan variabel ekonomi makro atau variabel ekonomi standar lainnya. *Corporate Governance* diartikan sebagai mekanisme yang bisa mengurangi konflik keagenan yang melibatkan manajer, dengan penekanan pada mekanisme legal yang bisa mencegah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Shleifer & Vishny, 1997). Beberapa variabel makroekonomi yang digunakan adalah defisit/surplus anggaran pemerintah, pertumbuhan yang, defisit/surplus transaksi berjalan,

cadangan devisa, rasio impor terhadap cadangan devisa, total hutang asing, rasio pembayaran bunga terhadap ekspor, dan rasio hutang terhadap GDP.

Johnson et al., (2000) menggunakan beberapa indikator *Corporate Governance*, yaitu Indeks Persepsi Korupsi dan Efisiensi Peradilan; sedangkan krisis diukur dengan depresiasi nilai mata uang pada saat krisis dan penurunan indeks harga saham pada saat krisis. Dengan menggunakan sampel 25 negara berkembang, pada saat krisis keuangan tahun 1997–1998, Johnson et al., (2000) menunjukkan bahwa negara dengan tingkat *Corporate Governance* yang rendah mengalami depresiasi mata uang dan penurunan indeks harga saham yang lebih serius. Variabel *Corporate Governance* lebih kuat dalam menjelaskan depresiasi mata uang dan penurunan indeks harga saham dibandingkan dengan variable ekonomi makro.

Mitton (2002) mengembangkan lebih lanjut pengaruh *Corporate Governance* terhadap kinerja dengan menggunakan perusahaan sebagai unit analisisnya. Dengan menggunakan sampel 398 perusahaan di Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina, dan Thailand, Mitton (2002) menguji pengaruh *Corporate Governance* terhadap kinerja saham pada saat terjadi krisis keuangan di tahun 1997–1998. Mitton (2002) mengembangkan beberapa variabel yang digunakan sebagai proksi *Good Corporate Governance* pada tingkat perusahaan. Variabel-variabel tersebut adalah tingkat *disclosure*, konsentrasi kepemilikan, dan tingkat diversifikasi. Tingkat *disclosure* diukur dengan dua indikator: auditor dari *big six accounting firms* dan *American Depository Receipts* (ADR). Jika perusahaan menggunakan akuntan yang berasal dari atau afiliasi dengan *big six accounting firms*, maka perusahaan dianggap mempunyai tingkat *disclosure* yang lebih baik. Jika perusahaan menerbitkan ADR di Bursa Efek New York, maka perusahaan dianggap mempunyai tingkat *disclosure* yang lebih baik. Penerbitan ADR menuntut tingkat *disclosure* yang lebih ketat. Jika perusahaan mempunyai fokus (tingkat diversifikasi yang rendah), maka perusahaan dianggap mempunyai *Corporate Governance* yang lebih baik. Jika perusahaan mempunyai tingkat konsentrasi kepemilikan yang besar, maka perusahaan mempunyai *Corporate Governance* yang lebih rendah. Mitton (2002) menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai *Corporate Governance* yang baik mempunyai kinerja pasar yang lebih baik juga. Lebih spesifik, perusahaan dengan *Corporate Governance* yang baik mempunyai penurunan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan *Corporate Governance* yang lebih jelek. Mitton (2002) juga menguji pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap *return* saham pada periode sebelum krisis. Sesuai dengan dugaan sebelumnya, *Good Corporate Governance* tidak berpengaruh terhadap kinerja sebelumnya, *Good Corporate Governance* tidak berpengaruh terhadap kinerja

saham. Pada kondisi normal, kaitan antara *Good Corporate Governance* dengan kinerja tidak terlihat dengan jelas.

Dua artikel di atas menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh terhadap kinerja saham. Apakah strategi perdagangan dengan menggunakan *Corporate Governance* sebagai basis bisa menghasilkan keuntungan yang superior? Gompers et al. (2003) menunjukkan bahwa strategi investasi dengan jalan membeli saham pada 10% saham perusahaan dengan indeks *governance* tertinggi dan menjual saham pada 10% dengan indeks terendah akan menghasilkan *return* abnormal sebesar 8,5%. Indeks *governance* disusun dengan menggunakan 24 aturan *governance*, yang pada dasarnya aturan-aturan itu berkaitan dengan pembatasan hak pemegang saham. Konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham merupakan persolan klasik: pemegang saham mempunyai kepemilikan, sedangkan manajer mempunyai kendali. Dengan demikian terjadi pemisahan antara kepemilikan dengan kendali. Munculnya ancaman *take over* khususnya pada dekade 1980-an, yang difasilitasi dengan inovasi pendanaan yang muncul seperti *Leveraged Buy Out* (LBO), mengguncang keseimbangan lama dimana manajer mempunyai kendali yang kuat atas perusahaan. Banyak perusahaan yang berusaha membatasi kekuasaan pemegang saham dengan berbagai aturan. Pada dekade tahun 1990-an, terjadi variasi yang cukup besar antar-perusahaan dalam kaitannya dengan pembatasan hak pemegang saham. Gompers et al., (2003), menggunakan data tahun 1990-an, menunjukkan bahwa strategi perdagangan dengan memanfaatkan informasi indeks *Corporate Governance* bisa menghasilkan keuntungan superior. Gompers et al. (2002) juga menemukan bahwa perusahaan dengan indeks *Corporate Governance* yang tinggi mempunyai nilai perusahaan yang lebih tinggi (*Tobin's Q* yang lebih tinggi), keuntungan dan penjualan yang lebih tinggi, pengeluaran modal yang lebih kecil, dan membuat akuisisi yang lebih sedikit.

Dinamika pasar mungkin akan mempersulit pengambilan kesimpulan. Pada periode selanjutnya, jika pasar mengetahui situasi tersebut, harga akan dengan cepat menyesuaikan diri, sehingga abnormal *return* yang positif tersebut akan hilang. Bebchuk et al., (2013) menggunakan metode yang sama dengan Gompers et al., (2003) tetapi menggunakan observasi yang lebih baru yaitu tahun 2000-2008. Bebchuk et al., (2013) menunjukkan bahwa strategi yang sama dengan Gompers et al., (2003) tidak lagi memberikan keuntungan superior. Bebchuk et al., (2013) menunjukkan bahwa *learning effect* mendasari hilangnya keuntungan tersebut. Pada tahun 2000-an perhatian, pemberitaan, dan peristiwa yang berkaitan dengan *Corporate Governance* semakin meningkat dan turun pada pertengahan kedua tahun 2000-an,

kemudian stabil pada tingkat yang masih lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pada awal tahun 2000-an. Investor sepertinya sudah belajar mengenai *Corporate Governance* dan sudah melakukan penyesuaian terhadap harga saham. Meskipun demikian, Bebchuk et al. (2013) menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* masih berhubungan positif dengan nilai perusahaan (diukur dengan Tobin's Q) dan kinerja operasional perusahaan. Temuan empiris Bebchuk et al. (2000) nampaknya konsisten dengan Efisiensi Pasar, karena informasi akan masuk ke harga, sedemikian rupa sehingga informasi *Corporate Governance* tidak bisa lagi digunakan untuk memperoleh keuntungan abnormal.

## 2.2. Bukti Empiris Kinerja Reksadana Berbasis Etika dan Moral

Kinerja reksadana berbasis etika dan moral barangkali bisa membantu memberikan *insights* apakah investor menghargai etika dan moral. Dengan menggunakan kerangka Markowitz (1952), portofolio etika, moral, dan *governance* merupakan portofolio yang tidak *mean-variance efficient* karena portofolio tersebut merupakan subset dari portofolio pasar. Kinerja portofolio tersebut akan lebih rendah dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan. Disamping itu, proses *screening* etika, moral, atau *governance* memakan biaya yang besar, sehingga bisa menurunkan kinerja portofolio. Elton et al., (1993) dan Carhart (1997) menunjukkan hubungan negatif antara biaya dana (*fund expenses*) dan *return* yang sudah disesuaikan dengan risiko (*risk adjusted performance*). Argumen-argumen tersebut akan mendorong prediksi bahwa kinerja portofolio berbasis etika dan moral akan mempunyai kinerja yang lebih jelek dibandingkan dengan *benchmark*-nya. Sementara itu, beberapa penelitian menunjukkan bahwa etika, moral, atau *governance* yang baik sepertinya memberikan nilai tambah bagi investor. Proses *screening* yang ketat terhadap saham yang ada akan menghasilkan saham-saham unggulan yang lebih baik dibandingkan sisa saham yang ada. Saham unggulan tersebut diharapkan bisa menghasilkan kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan saham non-unggulan.

Bauer et al., (2005) dengan data Australia menunjukkan investasi etis mempunyai kinerja yang tidak lebih buruk dibandingkan dengan investasi konvensional. Dengan menggunakan *conditional multi factor model* dan mengontrol *style* investasi, variasi waktu beta dan *home bias*, Bauer et al., (2005) menemukan bahwa pada periode 1992–1996, reksadana etis *underperform* dibandingkan dengan reksadana konvensional; sedangkan pada periode 1996–2003, reksadana etis mempunyai kinerja yang sama dengan

kinerja reksadana konvensional. Temuan tersebut menunjukkan bahwa hasil empiris sensitif terhadap periode yang dipilih, dan nampaknya reksadana etis mampu mengejar reksadana konvensional.

Temuan tersebut berbeda dengan temuan sebelumnya. Sebagai contoh, Diltz (1995), Guerard (1997) dan Sauer (1997) menyimpulkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara portofolio yang diseleksi dengan kriteria etis dan yang tidak diseleksi di pasar Amerika Serikat. Untuk data Indonesia, Hanafi & Hanafi (2012) mencoba meneliti perbedaan kerja antara portofolio etis dan konvensional dengan membandingkan kinerja indeks Jakarta Islamic Index (JII) dengan indeks LQ45 (45 saham paling aktif di Bursa Efek Indonesia). Indeks JII digunakan untuk mewakili portofolio etis, yang dalam hal ini adalah portofolio yang diseleksi dengan kriteria syariah; sedangkan indeks LQ45 digunakan untuk mewakili portofolio konvensional. Dengan menggunakan kriteria *Sharpe ratio*, *Treynor ratio*, dan *Jensen alpha*, Hanafi & Hanafi (2012) menyimpulkan tidak ada perbedaan kinerja antara kedua tipe portofolio tersebut. Hanafi dan Hanafi (2012) menyebutkan keterbatasan penelitian tersebut, yaitu masih adanya *overlap* dalam kedua indeks tersebut, yaitu satu saham bisa dimasukkan ke dalam dua indeks tersebut. *Overlap* tersebut membuat kedua indeks tersebut tidak terpisah secara independen, sehingga perbandingan antara kedua indeks tersebut tidak sepenuhnya independen.

Perbandingan kinerja portofolio yang dilakukan selama ini mengabaikan beberapa hal, seperti perbedaan umur, ukuran, *universe* investasi, dan lainnya. *Orange to orange comparison* menjadi sulit diperoleh. Disamping itu, perbedaan kinerja antara dua portofolio bisa juga disebabkan oleh perbedaan kemampuan manajer investasi, bukan karena *screening* etika dan moral. Selama ini perbandingan kinerja reksadana hanya menggunakan *first* dan *second moment of distribution* (*return* dan deviasi standar). *Moment* yang lebih tinggi diabaikan. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa *moment* yang lebih tinggi dihargai oleh investor. Investor menyukai distribusi yang mempunyai *skewness* yang positif, tidak menyukai kurtosis yang lebih besar. *Return* saham juga cenderung tidak menunjukkan distribusi normal (Mendelbot, 1963). Dengan menggunakan landasan tersebut, Belghitar et al., (2014) mencoba menganalisis perbedaan kinerja antara reksadana *Socially Responsible Investments* (SRI) dan reksadana konvensional dengan menggunakan metode *Marginal Conditional Stochastic Dominance* (MCSD) yang dikembangkan oleh Shalit and Yitzhaki (1994). Hasil analisis menunjukkan bahwa portofolio SRI didominasi oleh portofolio konvensional. Lebih lanjut, Belghitar et al. (2014) mencoba membentuk zero portofolio dengan jalan membeli portofolio konvensional dan *short selling* portofolio SRI. Zero

portofolio tersebut memberikan rata-rata *return* yang lebih tinggi, varian yang lebih rendah, dan *skewness* yang lebih besar dibandingkan portofolio SRI ataupun portofolio konvensional secara terpisah. Hasil tersebut nampaknya konsisten dengan prediksi *efficient frontier* dari Markowitz (1952).

### 3. Bukti Empiris Di Tingkat Individu

Pembicaraan di muka mendiskusikan bukti empiris pada level pasar. Bagaimana dengan bukti empiris pada level individu? Bagian berikut ini mendiskusikan bukti empiris pada tingkat individu dengan membicarakan karakteristik investor individu dan seberapa besar individu menghargai etika, atau seberapa besar elastisitas harga dari individu terhadap etika dan moral. Dengan mengambil kerangka dari Shleifer (2000), bukti empiris pada level individu tidak harus konsisten dengan bukti pada level pasar.

Shleifer (2000) menunjukkan bahwa pasar yang efisien dipertahankan melalui tiga lapis. Pasar yang efisien pada dasarnya didasarkan pada perilaku yang rasional<sup>1</sup>. Ada tiga lapis pertahanan pasar yang efisien: level individu, level pasar, dan kegiatan arbitrase. Pertama, pada level individu, investor akan menunjukkan perilaku yang rasional. Perilaku rasional tersebut membuat pasar, yang merupakan gabungan individu, akan berperilaku rasional. Kedua, jika individu berperilaku tidak rasional, agregasi ketidakrasionalan tersebut akan menghasilkan pasar yang rasional. Sebagai contoh, ada investor yang sangat optimis terhadap prospek suatu perusahaan, sementara investor lain sangat pesimistis terhadap prospek suatu perusahaan. Investor tersebut menunjukkan perilaku yang tidak rasional. Akan tetapi jika kedua investor tersebut digabungkan, over-optimistis akan dikompensasi dengan over-pesimistis, yang akan menghasilkan prediksi yang 'wajar' atau rasional. Kedua, jika pasar secara agregat tidak rasional, ada arbitrase yang akan memanfaatkan *mispricing*, dan membawa kembali pasar ke kondisi yang wajar (keseimbangan). Dalam konteks *behavioral finance*, Shleifer (2000) menunjukkan bukti bahwa dalam setiap lapis tersebut, pasar yang efisien tidak

1 Pasar yang efisien didefinisikan sebagai kondisi dimana harga mencerminkan sepenuhnya informasi yang relevan. Informasi yang relevan tersebut akan dengan cepat masuk ke harga, sedemikian rupa sehingga informasi tersebut tidak bisa digunakan untuk memperoleh keuntungan abnormal dengan konsisten. Dasar dari perilaku tersebut adalah investor yang rasional. Investor tersebut akan memproses informasi yang relevan, dan kemudian melakukan penyesuaian harga berdasarkan informasi tersebut. Jika ada informasi baik, maka investor akan memproses informasi tersebut, dan menyesuaikan harga, yaitu harga informasi akan menjadi lebih tinggi. Investor bersedia menjual dengan harga yang lebih tinggi, atau bersedia membeli dengan harga yang lebih tinggi.

terbukti. Pada level individu, investor tidak rasional. Pada level pasar, dalam sejarah, terdapat kondisi pasar yang tidak rasional, misalnya pada kondisi *bubble* internet tahun 1990-an dimana *Price Earning Ratio* bisa menunjukkan angka yang sangat ekstrim. Terakhir, Shleifer (2000) menunjukkan bahwa kegiatan arbitrase merupakan kegiatan yang mahal dan juga berisiko.

Lewis dan Mackenzie (2000) melakukan survei kepada 'investor etis'. Responden berjumlah 1146 yang diperoleh melalui dua *unit trust* etis terkemuka di Inggris. Survei dilakukan dengan pertolongan *unit trust* tersebut. Responden diberitahu bahwa setiap kuesioner yang diisi, akan ada donasi sebesar 50 pence ke lembaga social yaitu *Charity Cancer* dan *Leukemia Childhood* (CLIC). Kuesioner didistribusikan secara random, *response rate* 32%. Angka tersebut mirip dengan *response rate* untuk kuesioner yang disebar oleh dan untuk kepentingan *unit trust* tersebut.

Gambaran profil investor etis yang diperoleh menyerupai gambaran profil investor pada umumnya: orang dewasa, profesional, dan mempunyai uang untuk diinvestasikan. Namun, ada beberapa hal yang berbeda yang menarik untuk dicermati. Afiliasi partai menunjukkan karakteristik sebagai berikut ini.

- Partai Hijau (*Green Party*): 2,4%,
- Partai Konservatif: 1,7%.
- Anggota Liberal Demokrat: 7,7%,
- Partai Buruh: 16%.

Profil lain menunjukkan bahwa sebagian besar investor etis bekerja atau pernah bekerja di profesi pelayanan (*caring profession*), sedangkan sebagian kecil bekerja di sektor lainnya, sebagai berikut:

- 31% bekerja di sektor pendidikan,
- 14% di sektor kesehatan,
- 5% di sektor *retailing*,
- 4% di sektor manufaktur.

Investor etis terlihat aktif menjadi kontributor pada lembaga sosial (*charities*), *pressure group*, dan lembaga beragama, sebagai berikut ini: 10% dengan *Society of Friends* dan 16% dengan *Church of England*. Sementara itu, lembaga sosial yang paling popular adalah sebagai berikut ini; *the National Trust*: 37%, *Amnesty International*: 31%, *Oxfam*: 29%, *Friends of the Earth*: 28%, *Greenpeace*: 26%.

Wanita melakukan partisipasi aktif yang lebih besar dibandingkan dengan generasi sebelumnya dalam pengambilan keputusan rumah tangga dan ekonomi, tidak hanya urusan domestik rumah tangga. Empat puluh enam persen dari responden adalah wanita, yang mencerminkan bahwa investasi nuklir, polusi, dunia ketiga, perdagangan senjata, dan penggunaan binatang untuk uji coba (*animal testing*). Mereka menaruh perhatian yang lebih rendah pada isu pornografi— meskipun ada variasi yang cukup signifikan antara wanita dengan pria, wanita jauh lebih menaruh perhatian pada isu ini— termotivasi untuk menolong perusahaan yang memberikan kontribusi positif kepada masyarakat, dan sangat termotivasi untuk menghindari investasi pada perusahaan yang berbuat tidak baik (*do harm*). Mereka menginginkan investasi mereka untuk bersih secara etis.

Hasil survei tersebut sepertinya konsisten dengan hasil survei lain yang dilakukan oleh Woodward (2000). Hasil survei tersebut menunjukkan bahwa investor etis adalah *well educated, middle aged*, dan memiliki pekerjaan manajerial atau profesional. Lebih dari 50% investor etis aktif berpartisipasi pada dua atau lebih lembaga *pressure group*, seperti Greenpeace. Gambaran profil investor etis tersebut menunjukkan bahwa investasi etis nampaknya merupakan bagian dari gaya hidup (*lifestyle*) yang koheren.

Kembali ke hasil survei Lewis dan Mackenzie (2000), timbul pertanyaan apakah ada perbedaan yang tegas antara investasi etis dengan konvensional? Apakah investor etis akan menghindari investasi non-etis atau konvensional dan sepenuhnya mengalokasikan dananya untuk investasi etis. Survei menunjukkan hasil yang menarik, yaitu adanya motif campuran antara investasi etis dan konvensional. Hanya 20% responden yang tidak punya investasi konvensional, sementara 80% responden mempunyai portofolio campuran etis dan konvensional. Rata-rata kepemilikan hanya pada investasi etis adalah 31%, dengan median adalah 21%, dan mode (paling sering keluar) adalah 10%. Data hanya kepemilikan investasi etis cenderung menceng ke kanan (*right skewness*). Temuan tersebut menunjukkan bahwa investor etis tidak sepenuhnya meninggalkan investasi konvensional.

Bukti empiris mengenai kinerja investasi etis *vis-à-vis* investasi konvensional masih menunjukkan hasil yang belum konklusif. Survei selanjutnya ingin melihat persepsi investor etis terhadap kinerja investasi etis. Hasil survei menunjukkan bahwa 42% percaya bahwa investasi etis mempunyai *return* yang lebih rendah dibandingkan investasi konvensional, dan 19% percaya

bahwa investasi etis mempunyai risiko yang lebih tinggi. Sementara itu, 41% responden percaya bahwa investor etis mempunyai *return* yang sama dengan investasi konvensional, 14% responden percaya bahwa investor etis mempunyai *return* yang lebih tinggi, dan 21% percaya bahwa risiko investasi etis lebih rendah dibandingkan investasi konvensional. Survei tersebut masih belum secara ketat mengontrol variabel lainnya, misal paparan atau laporan kinerja investasi etis. Beberapa reksadana etis memunculkan klaim keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan dengan keuntungan reksadana konvensional. Hal ini bisa mempengaruhi persepsi responden terhadap kinerja investasi etis.

Isu berikut yang ingin dilihat adalah seberapa besar pengorbanan ekonomis yang bersedia ditanggung oleh investor etis. Dalam bahasa ekonomi, survei tersebut juga ingin melihat *price elasticity* dari investor etis. Untuk memperoleh informasi tersebut, Lewis dan Meckanzie (2000) merancang pertanyaan sebagai berikut ini.

*"Bayangkan jika dalam jangka lima tahun ke depan jika investasi etis menghasilkan rata-rata return tahunan x%, sementara investasi konvensional (biasa) menghasilkan rata-rata return tahunan sebesar y%, apa yang akan Anda lakukan?"*

Ada beberapa pilihan yang disediakan, yaitu turun, naik sedikit, naik signifikan, atau sama saja (tidak berubah). Tabel 1. berikut ini meringkaskan angka x dan y yang disodorkan kepada responden, dan di kolom sebelah kanan adalah respon dari responden.

**Tabel 1. Return Investasi Etis dan Respon Investor**

Skenario	Return	Respon
1	Investasi Etis: 8% Investasi konvensional (biasa): 10%	80% tetap mempertahankan investasi etis
2	Investasi Etis: 5% Investasi konvensional (biasa): 10%	56% tetap mempertahankan investasi etis
3	Investasi Etis: 12% Investasi konvensional (biasa): 10%	61% menaikkan investasi etis

Tabel di atas menunjukkan bahwa investor etis cenderung bersedia menerima pengorbanan ekonomis dari investasi etis. Pada saat return investasi etis lebih rendah dibandingkan return investasi konvensional, masih

banyak responden yang bersedia mempertahankan investasi etis. Pada saat investasi etis memberikan keuntungan (*return*) yang lebih tinggi, responden cenderung menaikkan porsi investasi etis. Pola tersebut sepertinya menunjukkan bahwa investor etis adalah *price inelastic* pada saat investasi etis 'merugi', sedangkan pada saat investasi etis 'menguntungkan' investor yang dilakukan. Salah satu responden beralasan bahwa investasi etis memiliki dua tujuan, yaitu untuk mempengaruhi perusahaan dan menjaga integritas. Jika perusahaan tidak menunjukkan kinerja yang lebih baik, maka tidak ada alasan untuk meninggalkan perusahaan, karena masih ada tujuan integritas yang harus dipertahankan.

#### 4. Kesimpulan

Artikel ini mencoba menjawab pertanyaan: "Apakah pasar menghargai etika dan moral?" Literatur di bidang ini sudah berkembang pesat. Artikel ini hanya melihat sebagian kecil dari literatur yang berkembang pesat tersebut. Meskipun demikian, penulis akan mencoba mengambil kesimpulan dari *review* terhadap artikel yang masih terbatas. Mudah-mudahan niat penulis tidak terlalu ambisius.

Bukti, setidaknya bukti awal, dari *review* terhadap artikel menunjukkan tanda-tanda bahwa etika dan moral dihargai oleh pasar. Ada hubungan positif antara abnormal *return* dengan *Good Corporate Governance*, seperti yang terlihat pada saat kondisi krisis keuangan. Strategi perdagangan yang memanfaatkan informasi *Good Corporate Governance* sepertinya menghasilkan keuntungan abnormal. Namun, bukti-bukti lanjutan menunjukkan strategi perdagangan tersebut menjadi tidak efektif. Bukti ini nampaknya sesuai dengan hipotesis pasar modal yang efisien, dan tidak berarti menghilangkan bukti hubungan positif antara *Good Corporate Governance* dengan *return* atau nilai saham. Bukti dari kinerja portofolio etika dan moral menunjukkan bahwa kinerja portofolio tersebut tidak harus berada di bawah kinerja portofolio konvensional (biasa). Akan tetapi, bukti tersebut juga belum konklusif karena *paper* lain menunjukkan bahwa kinerja portofolio etika dan moral berada di bawah kinerja portofolio konvensional. Bukti di tingkat individu menunjukkan bahwa investor etis mempunyai karakteristik yang cukup unik. Dengan demikian, investasi etis nampaknya menjadi bagian dari gaya hidup yang koheren. Investor etis menunjukkan ketidakelastisan harga terkait dengan kinerja portofolio etis.

Bawa pasar menghargai etika dan moral memunculkan optimisme. Namun kita perlu memastikan bahwa pasar akan menghargai, yang berarti mendisiplinkan, etika dan moral. Salah satu cara adalah dengan memasukkan etika dan moral ke dalam preferensi investor. Lembaga pendidikan bisa berperan dengan memberikan edukasi kepada masyarakat, termasuk investor. Meskipun investor bisa menghargai etika dan moral karena preferensi yang berubah, etika dan moral akan memperoleh legitimasi yang lebih kuat jika etika dan investor bisa memberikan manfaat ekonomis. Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa hal tersebut sangat mungkin bisa terjadi. Sebagai contoh, Chen et al. (2009) menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* bisa menurunkan *cost of equity* di negara-negara berkembang. Perubahan preferensi investor dan manfaat ekonomis dari etika dan moral akan memastikan terbentuknya pasar yang etis. Dengan demikian, pasar yang etis tidak hanya mimpi, tetapi benar-benar bisa terwujud di dunia nyata.

## Referensi

- Bauer, R., Roge'r Otten, A., and T. Rad., 2006. "Ethical Investing in Australia: Is There A Financial Penalty?". *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 33–48.
- Bebchuk, Lucian., Alma Cohen, C., and C.Y.Wang., 2013. "Learning and The Disappearing Association Between Governance and Returns". *Journal of Financial Economics*, 108, 323–348.
- Belghitar, Y., E.Clark., and N. Deshmukh., 2014. "Does It Pay To Be Ethical? Evidence from The FTSE4Good". *Journal of Banking & Finance*, 47, 54–62.
- Carhart, M., 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance". *Journal of Finance*, 52, 57–82.
- Chen, K. C.W., Z, Chen., and K.C. J. Wei., 2009. "Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and The Cost of Equity Capital". *Journal of Corporate Finance*, 15, 273–289
- Diltz, J.D., 1995. "Does Social Screening Affect Portfolio Performance?". *The Journal of Investing*, 64– 69 (Spring).
- Elton, E., Gruber, M., Das, S., and M. Hlavka., 1993. "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolio". *Review of Financial Studies*, 6, 1–22.

- Guerard, J.B., 1997. "Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing?". *The Journal of Investing*, 11–18 (Summer).
- Gompers, P., Ishii J., Metrick A., 2003. "Corporate Governance and Equity Prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Hanafi, Mamduh M., and Syafiq M. Hanafi.. 2012. "Perbandingan Kinerja Investasi Syariah dan Konvensional: Studi pada Jakarta Islamic Index dan Indeks LQ45", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islami*, 7.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and E. Friedman., 2000. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 58, 141–186.
- Lewis, A., 2002. *Morals, Markets, and Money*. London: Prentice Hall.
- Lewis, A., and Mackenzie, C., 2000. "Moral, Money, Ethical Investing, and Economic Psychology". *Human Relations*, 83, 179-91.
- Mandelbrot, B., 1963. "The Variation of Certain Speculative Prices". *Journal of Business*, 36, 394–419.
- Markowitz, H., 1952. "Portfolio Selection". *Journal of Finance*, 7, 77–91.
- Sauer, D.A., 1997. "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from The Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund". *Review of Financial Economics*, 6, 137–149.
- Shalit, H., and S.Yitzhaki., 1994."Marginal Conditional Stochastic Dominance". *Management Science*, 40, 670–684.
- S, Andrei., and R. Vishny., 1997. "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*, 2, 737–783.
- Shleifer, A., 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Woodward, T., 2000. *The Profile of Individual Ethical Investors and Their Choice of Investment Criteria*. Bournemouth: Bournemouth University Press.