



JURNAL RAK ( Riset Akuntansi Keuangan )  
URL : <http://jurnal.untidar.ac.id/index.php/RAK>



## PROFIL KINERJA RETURN DAN RESIKO PADA SAHAM TIDAK BERETIKA: STUDI KASUS PERUSAHAAN ROKOK DI INDONESIA

Eky Ermal M,  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Medan Area,  
\*Corresponding author: [ekyermal@staff.uma.ac.id](mailto:ekyermal@staff.uma.ac.id)

### ARTICLE INFORMATION

Article history:  
Received date: Januari 2019  
Received in revised form: Maret 2019  
Accepted: Maret 2019  
Available online: April 2019

Keywords: *Tembakau, Rokok, Saham tidak beretika, Kinerja saham*

### ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah mengevaluasi kinerja return dan resiko beberapa perusahaan rokok di Indonesia dibandingkan dengan pembandingan konvensional dalam beberapa tahun berjalan. Studi ini juga menguji apakah kinerja saham tembakau tersebut melebihi (melampaui) atau berkinerja sama atau berkinerja dibawah (lebih buruk) dari perbandingan konvensional secara finansial. Metode statistik yang digunakan dalam analisis ini adalah uji deskriptif statistik melalui t-test. Hasil penelitian ini menunjukkan pembandingan konvensional pada umumnya tidak berbeda signifikan dalam hal kinerja dipembandingan dengan saham-saham tidak beretika sektor tembakau. Meskipun sebagian besar dari kinerja saham menunjukkan kinerja yang tidak signifikan, dengan kata lain hanya GGRM yang menunjukkan positif signifikan yang melebihi pada analisis statistik ketika dipembandingan dengan konvensional benchmarknya. Para investor memiliki beberapa opsi untuk memilih apakah berinvestasi pada saham tidak beretika atau pada saham konvensional atas preferensi pilihan keyakinan personal mereka.

### ABSTRACT

*The purpose of this study is to evaluate the performance of returns and risks of several tobacco companies in Indonesia compared to their conventional benchmark in several years. This study also examines whether the performance of tobacco stocks exceeds (exceeds) or performs well or underperforms (worse) than its conventional financial comparison. The statistical method used in this analysis is a statistical descriptive test using a t-test. The results of this study indicate that conventional stocks in general does not differ significantly of performance compared with unethical stocks in the tobacco sector. Although most of the stock performance shows insignificant performance, on the other hand only GGRM shows a significant positive that exceeds the statistical analysis when compared with conventional benchmarks. Investors have several options to choose whether to invest in unethical stocks or in conventional stocks for their personal preference..*

## PENDAHULUAN

Tembakau merupakan komoditas yang menjadi ancaman kesehatan, disisi lain dalam bidang keuangan industri tembakau ini menghasilkan produk akhir industri rokok yang memberikan banyak peluang bagi pihak pekerja maupun pihak pemodal. Selanjutnya secara jelas Hong and Kacperczyk (2009) menyatakan bahwa industri rokok merupakan tiga serangkai kategori yang tidak beretika disejajarkan kepada industri minuman beralkohol dan juga industry permainan (termasuk judi didalamnya). Fabozzi et al. (2008) selanjutnya menambahkan bahwa klasifikasi atas kriteria “tidak etis” selain dari alkohol dan permainan judi adalah bidang persenjataan, bioteknologi dan pornografi.

Fabozzi et al. (2008) berargumen bahwa para investor di industri rokok hanya berfokus kepada tujuan pulangan investasi (*return*) tanpa menganggap bahwa saham rokok ini sesuai atau tidak sesuai dengan nilai-nilai kepribadian mereka. Selain itu, isu yang menyangkut norma sosial masih dihindari oleh para investor tersebut. Ini sejalan dan didukung oleh Salaber (2009) yang menyatakan bahwa para investor cenderung aktif untuk menghindari investasi di bidang sosial, etika dan lingkungan dikarenakan secara eksklusif mereka mengejar ketertarikan kepada kinerja

pulangan (*return*) saham yang lebih baik di sektor “*Unethical*” ini.

Hingga tahun 2015, produk kemasan rokok di negara Indonesia masih dijual bebas walaupun umur pembeli sudah ditetapkan untuk 18 tahun keatas, namun dalam pelaksanaannya masih tidak adanya batasan umur untuk pembeli. Di lain pihak, banyak regulasi di negara-negara yang sudah sadar akan ancaman kesehatan atas rokok. Seperti contoh terdekat negara tetangga Malaysia sudah menerapkan dan melaksanakan batas umur serta peringatan yang keras pada usia pembeli dikemasan label rokok dan di tempat yang menjualnya. Bahkan secara jelas Daube (2012) menjustifikasi bahwa tembakau adalah komoditas yang digunakan oleh orang dalam kasta yang paling rendah, dan selanjutnya tembakau juga diakui sebagai industri yang memiliki reputasi yang buruk.

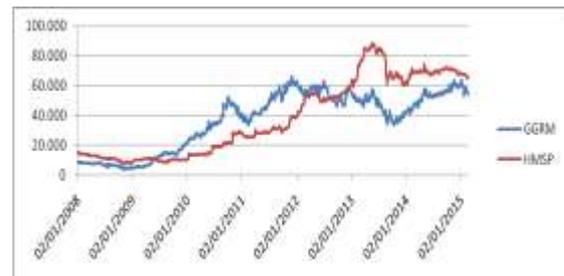
Dilihat dari sisi kinerja dan pendapatan negara, Sumarno and Kuncoro (2002) menjelaskan bahwa dua dari tiga perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa efek Indonesia pada awal tahun 1999 sampai dengan 2001 adalah yang termasuk sepuluh besar perusahaan terbaik diantara 200 perusahaan top di Asia. Lebih lanjut Sumarno and Kuncoro (2002) juga menambahkan bahwa industri rokok ini juga merupakan pemberi sumbangan devisa terbesar di Jawa Timur. Maith (2013) juga

meninjau kinerja keuangan melalui rasio keuangan dari beberapa perusahaan rokok di Indonesia, dan hasilnya juga memiliki nilai rasio yang baik.

Penekanan kepada kinerja saham dari industri rokok pada studi ini dikarenakan terlibatnya perusahaan-perusahaan subsektor rokok tersebut terdaftar “*listing*” di bursa efek Indonesia. Dari fakta yang tersedia terdapat empat perusahaan subsektor rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara lain; PT. Gudang garam Tbk (GGRM), PT. Handjaya mandala sampoerna Tbk (HMSP), PT. Bentoel international Investama Tbk (RMBA) dan PT. Wisnilak inti makmur (WIIM). Lebih lanjut menurut majalah forbes terbitan 2015, dalam kenyataan fenomena di Indonesia bahwa dalam daftar orang terkaya Indonesia selama empat tahun berturut-turut yaitu R. Budi hartono juga mendapatkan sebagian besar kekayaannya dari salah satu empat perusahaan rokok tersebut yakni PT. Gudang Garam Tbk.

Pesatnya pertumbuhan harga saham rokok dari tahun 2008 sampai dengan awal tahun 2015 dapat dilihat pada Figur 1.1 berikut dibawah ini. Trend pergerakan saham dibawah memperlihatkan kecenderungan kenaikan harga melalui grafik garis dibawah ini dengan melonjaknya harga saham sekitar 500 persen sampai dengan

600 persen dalam kurun waktu delapan tahun. Grafik ini diambil dari data BEI dalam sample dua perusahaan rokok yakni PT. Gudang garam Tbk (GGRM) dan PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP)



Figur 1.1 Tren pergerakan saham rokok pada GGRM dan HMSP

Berbeda dengan berbagai hasil kajian pulangan (*return*) investasi saham Islam yang telah menjadi fenomena di Indonesia. Seperti contoh Cahyaningsih, Suwardi, and Setiawan (2009) yang meneliti tentang pulangan reksa dana Islam versus reksadana konvensional yang menyatakan bahwa hasil rata-rata pulangan reksadana Islam cenderung lebih rendah dengan reksadana konvensional sebagai pembandingnya. Sudut pandang saham tidak beretika ini akan memberikan pandangan logis dalam portfolio teori apakah ini dapat menjadi panduan bahwa resiko tinggi juga akan mendapatkan pulangan yang tinggi “*High risk high return*”.

Hamilton et, al (1993) memberikan tiga alternatif hipotesis tentang pulangan investasi dalam penelitiannya, Hipotesis

pertama adalah apakah resiko-pulangan atas investasi akan sejajar (*equal*) bila dibandingkan kepada resiko-pulangan pembanding konvensional. Yang kedua, apakah resiko-pulangan atas investasi ini memiliki kinerja lebih rendah (*lower*) apabila dibandingkan kepada resiko-pulangan pembanding konvensional dan yang terakhir apakah resiko-pulangan atas investasi melampaui (*outperform*) apabila dibandingkan kepada resiko-pulangan konvensional. Atas dasar hasil permasalahan dari tiga alternatif hipotesis yang dikemukakan oleh Hamilton et, al (1993) tersebut maka untuk kemudian studi ini akan menjalankan kajian finance di bidang resiko-pulangan dan resiko yang disesuaikan atas pulangan dalam pembanding kepada kinerja konvensional.

Permasalahan kinerja dari saham tidak beretika ini dilihat dari return dan risiko pada saham perusahaan rokok apakah berbeda melampaui, sejajar atau lebih rendah jika dibandingkan dengan indeks saham konvensional.

Studi ini juga ditujukan untuk memverifikasi kepada pemberian hasil apakah saham-saham perusahaan rokok mengungguli kinerja indeks saham teraktif tersebut atau berkinerja selain dari ekspektasi yang teori perlihatkan. Untuk pembanding pada studi ini, index LQ 45 diharapkan menjadi *benchmark*

konvensional yang sesuai dalam perbandingan kinerja dikarenakan 45 saham tersebut adalah kumpulan saham-saham yang teraktif di Indonesia.

Tidak banyak penelitian yang mengkaji tentang kinerja sektor saham rokok ini dalam kaitan perbandingan, dikarenakan banyak studi yang berfokus kepada kajian Islam dan kajian-kajian yang memiliki skrining positif atas kriteria tertentu yang bersifat batasan atas kajian saham yang tidak beretika (Kim & Venkatachalam, 2011; Perez Liston & Soydemir, 2010). Akan tetapi, terdapat beberapa kajian pendukung yang membahas secara umum dari sisi keuangan tentang saham-saham tidak beretika tersebut.

Fabozzi et al. (2008) membahas lebih lanjut tentang kaitan kinerja saham tidak beretika pada 21 negara di dunia. Penelitian ini memperluas kriteria saham tidak beretika dengan menambahkan fokus kinerja saham atas return bioteknologi, pornografi dan bidang persenjataan. Lebih lanjut, penelitian ini membahas perbandingan portofolio saham-saham tidak beretika dibandingkan dengan tolok ukur pasar (*market benchmark*) dari Januari 1970 hingga Juni 2007. Hasilnya dapat diperkirakan bahwa perbandingan tersebut memberikan hasil atas saham tidak beretika menghasilkan rata-rata persen dua angka

(*double digit*) atas nilai pulangnya (*return*).

Kinerja atas saham tidak beretika juga telah dilakukan dalam penelitian empiris oleh Hong and Kacperczyk (2009) yang mengidentifikasi nilai positif alpha pada saham-saham tidak beretika. Hong and Kacperczyk (2009) yang juga secara jelas mengklasifikasikan tiga utama saham-saham tidak beretika tersebut yakni alkohol, tembakau dan industri judi dari tahun 1926 sampai dengan tahun 2006 adalah memiliki nilai beta senilai 0.94 untuk alkohol, tembakau 0.63 dan industri judi senilai 1.12 poin. Penelitian ini juga menunjukkan saham tidak beretika di Amerika Serikat memiliki kinerja yang mengungguli dari saham pasar senilai 9.1% pertahun.

Sama halnya dengan Hong and Kacperczyk (2009) yang memilih tiga saham tidak beretika utama, Salaber (2009) juga mendukung dalam tiga saham tidak beretika utama yang menganalisis saham perusahaan tembakau, alcohol dan perjudian di Amerika Serikat. Mereka menemukan bukti bahwa saham-saham tidak beretika tersebut masih tetap memiliki kinerja lebih unggul daripada keseluruhan saham pasar namun dalam periode yang kurang baik.

Perez Liston and Soydemir (2010) juga menginvestigasi pulangan saham yang tidak beretika. Studi ini membandingkan kinerja

antara saham-saham yang berbasis keagamaan dan keyakinan (dalam hal ini Ave Maria Fund) dengan saham-saham tidak beretika. Dari deskriptif statistik dapat dilihat bahwa untuk pulangan portofolio saham tidak beretika mengungguli portofolio saham yang berbasis keagamaan dan keyakinan. Sebaliknya, saham yang berbasis keagamaan dan keyakinan memiliki standar deviasi yang lebih tinggi dari portofolio saham tidak beretika. Untuk koefisien regresi harian time series portofolio saham tidak beretika memiliki nilai positif alpha dan positif beta yang signifikan secara statistik. Sebaliknya juga, koefisien regresi harian time series portofolio saham yang berbasis keagamaan dan keyakinan memiliki nilai negatif alpha yang mengindikasikan kinerja dibawah serta positif beta yang signifikan secara statistik.

Kim and Venkatachalam (2011) mengklasifikasikan 117 saham perusahaan yang termasuk kategori portofolio tidak beretika dalam 18 jenis industri. Dari deskriptif statistik, studi ini menghasilkan rata-rata kumulatif abnormal return saham tidak beretika unggul dalam kinerja senilai 1.007 poin dibandingkan dengan saham beretika sepanjang periode 1988–2006. Namun, untuk nilai beta saham tidak beretika memiliki kinerja nilai lebih rendah daripada saham beretika senilai 0.226 poin. Untuk rata-rata total asset, nilai portofolio

saham tidak beretika memiliki nilai positif jauh mengungguli saham beretika yang memiliki nilai rata-rata asset negatif.

Dari sisi analisis rasio keuangan, di Indonesia, Maith (2013) membahas empat rasio keuangan pada perusahaan rokok PT. HM Sampoerna Tbk, yakni rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas dan rasio profitabilitas. Dari hasil rasio likuiditas, perusahaan tersebut menunjukkan bahwa kecendrungan aktiva perusahaan secara keseluruhan dalam keadaan baik hal ini dilihat karena kemampuan atas rasio lancar, rasio cepat dan rasio kas dinilai baik dari tahun ketahun. Rasio solvabilitas menunjukkan adanya kenaikan jumlah hutang perusahaan, dari periode 2009 sampai dengan Juni 2012 hanya periode 2010/2011 yang menyatakan turunnya nilai rasio atas hutang pada PT. HM Sampoerna Tbk tersebut. Rasio aktivitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk bekerja efisien dan likuid dikatakan baik. Serta yang terakhir adalah rasio profitabilitas yang secara keseluruhan berkategori baik dikarenakan menunjukkan peningkatan laba atas perusahaan.

Dalam pengukuran kinerja, apakah sebuah atau sekumpulan saham dalam lingkup keuangan (*finance*) adalah melalui perbandingan kinerja dengan menggunakan tolok ukur kinerja pasar. Dalam hal ini untuk melihat sisi kinerja yang akan diuji

dapat dilihat dari beberapa penjelasan literatur studi empiris yang mendekati adalah dengan cara melihat kinerja pulangan dan resiko dari saham yang diuji. Berdasarkan hal tersebut maka diturunkan hipotesis berikut:

H : Terdapat perbedaan kinerja (dilihat dari return dan risiko) saham perusahaan rokok dengan indeks saham konvensional.

## **METODE PENELITIAN**

### **Data**

Historikal data merupakan data saham harian PT. Gudang garam Tbk (GGRM), PT. Handjaya mandala sampoerna Tbk (HMSP), PT. Bentoel international Investama Tbk (RMBA), dan indeks LQ 45 yang diambil di bursa efek Indonesia. Pertimbangan atas data yang diambil merupakan kelanjutan dari imbas krisis ekonomi ditahun 2008. Dimulai dari tahun Januari 2009 sampai dengan Desember 2014 data harian harga saham dan indeks harga saham harian digunakan dalam studi ini. Khusus untuk data harian PT. Wismilak inti makmur (WIIM) ditentukan mulai dari awal Januari tahun 2013 hingga Desember 2014 dikarenakan masih barunya PT. Wismilak inti makmur (WIIM) terdaftar di bursa efek Indonesia.

**Methodologi**

Methodologi penelitian ini adalah metode deskriptif dengan studi komparatif terhadap sampel yang ditentukan selama periode data. Mengenai perbandingan kinerja saham perusahaan rokok dan LQ 45 konvensional indeks, adalah dengan menguji hipotesis atas kinerja masing-masing saham perusahaan rokok yang akan dinilai berdasarkan tingkat pulangan dan risikonya. Kemudian rata-rata pulangan dibandingkan secara uji beda menggunakan t-test.

**Rata-rata pulangan (return) harga saham harian**

Tahapan pertama dalam pengukuran pada methodology ini adalah dengan perhitungan methodology pulangan harian dan rata-rata pulangan harian pada kedua harga saham yakni saham perusahaan-perusahaan rokok dan LQ 45 konvensional index sebagai pembandingnya. Pulangan harian (Rt) pada kedua data ini diformulasikan dalam persamaan 1, dan rata-rata pulangan harian dalam periode yang ditentukan adalah dengan dibagi kepada jumlah hari (N)

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad [1]$$

Dimana:

Pt = Nilai harga pada waktu t

Pt-1 = Nilai harga pada waktu t - 1 (hari sebelumnya)

$$\text{Rata - rata } R_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^t \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad [2]$$

Dimana:

N = Jumlah hari (periode) yang ditentukan

Standar deviasi ( $\sigma_i$ ) dikalukasikan menggunakan persamaan dibawah berikut ini;

$$\sigma_i = \sqrt{\sum \frac{[(R_{i,t} - E(R_{i-t}))]^2}{N}} \quad [3]$$

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Berikut ini adalah keterangan atas dekriptif statistik atas empat perusahaan rokok yakni PT. Gudang garam Tbk (GGRM), PT. Handjaya mandala sampoerna Tbk (HMSP), PT. Bentoel international Investama Tbk (RMBA) dan PT. Wismilak inti makmur (WIIM) yang telah diambil atas pulangan hariannya.

Tabel 1: Deskriptif statistik pulangan harian GGRM, HMSP, RMBA, WMII dan LQ45 dalam periode keseluruhan studi (kecuali untuk WMII).

Sumber: data diolah

Saham	Minimum	Maximum	Mean	SD
GGRM	-0.08323	0.16667	0.002067	0.023754
HMSP	-0.10095	0.19883	0.001509	0.017273
RMBA	-0.18033	0.24675	0.000488	0.032468
WMII	-0.09333	0.11494	-0.000155	0.023570
LQ45	-0.10131	0.0795	0.000876	0.014529

dalam persamaan 2.

Tabel 2: Pengujian t-test atas pulangan harian GGRM, HMSP, RMBA, WMII dan LQ45 dalam periode keseluruhan studi (kecuali untuk WMII).

Saham	Mean	SD
LQ45	0.000876	0.01453
GGRM	0.002068*	0.023754
HMSP	0.001509	0.017274
RMBA	0.000488	0.032469
Saham	Mean	SD
WMII	-0.00016	0.023571
LQ45 Period		
WMII	0.000491	0.014028

\* Signifikan pada tingkat 5%

**Pembahasan**

Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa hasil pengujian hipotesis hanya terjawab oleh pulangan rata-rata saham tidak beretika GGRM. Dari nilai yang ditunjukkan terdapat kinerja GGRM dan HMSP mengungguli atas indeks pasar namun yang memiliki tingkat signifikansi dibawah 5% adalah saham GGRM. Sebaliknya hasil berbeda oleh dua saham lain yaitu RMBA dan WMII dimana kedua saham ini memilki nilai rata-rata pulangan yang lebih rendah dari pembanding tolok ukur konvensional.

Dari pembahasan diatas, penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain sebagai berikut:

1. Sampel yang digunakan hanya perusahaan rokok, sedangkan kategori tidak beretika juga tidak hanya dari rokok melainkan dari beberapa subsektor lain.

2. Periode penelitian pada PT. Wismilak inti makmur (WIIM) hanya 2 tahun dengan jumlah sampel yang sedikit karena terdaftarnya perusahaan ini masih relatif baru di bursa efek Indonesia.

**SIMPULAN DAN SARAN**

**Simpulan**

Sebagian dari saham tidak beretika yang berkategori dalam subsektor tembakau tersebut memiliki kinerja diatas kinerja konvensional. Jika merujuk kepada teori “*high risk high return*” maka hanya dua saham yang memiliki kinerja diatas dan seluruh saham yang memilki resiko yang lebih tinggi dari tolok ukur konvensional. Sesuai dengan yang dikatakan oleh Sumarno and Kuncoro (2002) bahwa satu dari perusahaan *top companies* yang diakui di Asia yakni GGRM maka tidak heran untuk diakui sebagai perusahaan yang memiliki kinerja yang baik.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Zulkafli, Ahmad, and Ermal M (2017) menyatakan bahwa sosial memang berbanding terbalik dengan kinerja yang tidak beretika. Tidak salah jika hasil dari kinerja saham tembakau ini mendukung teori high risk dan high return, namun dilihat dari sisi sosial diharapkan mereka juga memiliki kesadaran sebagai investor ataupun pemodal mengalihkan dana dan fokus mereka kepada pemberian kontribusi baik kepada negara dengan melalui cara

yang baik juga. Diharapkan juga para investor yang memiliki diversifikasi untuk melakukan motivasi baik menggeser beberapa dari pos saham mereka kepada saham yang bersifat baik.

### Saran

Penelitian selanjutnya perlu menambah kajian saham-saham yang juga membentuk portofolio dalam subsektor kategori tidak beretika (tidak hanya saham) namun boleh juga dari sudut pandang reksadana atas kriteria yang tidak beretika. Kemudian, penelitian selanjutnya yang khususnya untuk saham-saham yang juga membentuk portofolio dalam subsektor kategori tidak beretika selain tembakau, maka perlu dilakukan pengembangan dengan melakukan pengujian atas analisis resiko yang disesuaikan untuk pengujian resiko tidak sistematis (premium risk) demi tujuan diversifikasi. Selanjutnya juga perlu untuk melakukan pengujian kepada resiko sistematis untuk mengetahui resiko-pulangan yang disesuaikan

### DAFTAR PUSTAKA

- Cahyaningsih, Suwardi, E., & Setiawan, D. (2009). Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dengan Reksa Dana Konvensional. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 12(2).
- Daube, M. (2012). Alcohol and tobacco. *Australian and New Zealand journal of public health*, 36(2), 108-110. doi: 10.1111/j.1753-6405.2012.00855.x
- Fabozzi, F. J., Ma, K. C., & Oliphant, B. J. (2008). Sin Stock Returns. *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 35(No. 1), pp. 82-94 doi: DOI: 10.3905/JPM.2008.35.1.82
- Ferruz, L., Gómez-Bezares, F., & Vargas, M. (2010). Portfolio Theory, CAPM and Performance Measures. In C.-F. Lee, A. Lee & J. Lee (Eds.), *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management* (pp. 267-281): Springer US.
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>
- Kim, I., & Venkatachalam, M. (2011). Are sin stocks paying the price for accounting sins? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 415-442.
- Maith, H. A. (2013). Analisis Laporan Keuangan Dalam Mengukur Kinerja Keuangan Pada PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. *JURNAL RISET EKONOMI, MANAJEMEN, BISNIS DAN AKUNTANSI*, 1(3).
- Perez Liston, D., & Soydemir, G. (2010). Faith-based and sin portfolios. *Managerial Finance*, 36(10), 876-885. doi:10.1108/03074351011070242
- Salaber, J. (2009). Sin stock returns over the business cycle. Available at SSRN 1443188. doi:

<http://ssrn.com/abstract=1443188>  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1443188>

Sumarno, S. B., & Kuncoro, M. (2002). Struktur, Kinerja, dan Kluster Industri Rokok Kretek: Indonesia, 1996-1999. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18(1).

Zulkafli, A. H., Ahmad, Z., & Ermal M, E. (2017). The Performance of Socially Responsible Investments in Indonesia: A Study of the Sri Kehati Index (SKI). *Gadjah Mada International Journal of Business*, 19(1), 59-76.