



## EFEK KINERJA LINGKUNGAN DAN KINERJA SOSIAL TERHADAP KINERJA PASAR PERUSAHAAN DI INDONESIA

Harlina Meidiaswati  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hayam Wuruk Perbanas, Surabaya

Muhammad Madyan  
Nugroho Sasikirono ✉  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga, Surabaya

### Info Artikel

*Sejarah Artikel:*  
Diterima: 31-07-2023  
Disetujui: 06-09-2023  
Dipublikasikan : 30-10-2023

*Keywords:*  
environmental  
performance; market  
performance; social  
performance.

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja lingkungan yang diukur dengan peringkat penghargaan PROPER dan kinerja sosial yang diukur dari indeks pengungkapan corporate social responsibility (CSRI) terhadap kinerja pasar perusahaan yang diukur dengan rasio Tobin's Q. PROPER merupakan Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup yang dikembangkan Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan RI. Sampel yang digunakan adalah 188 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2016. Pengujian menggunakan OLS menunjukkan bahwa penghargaan PROPER berpengaruh positif terhadap kinerja pasar. Perusahaan penerima penghargaan PROPER bergengsi (biru, hijau atau emas) menunjukkan kinerja pasar yang lebih tinggi. Pengujian juga menunjukkan pengaruh positif kinerja sosial terhadap kinerja pasar. Selanjutnya, kinerja sosial sepenuhnya memediasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap kinerja pasar. Pemeriksaan robustness menggunakan regresi kuantil menunjukkan bahwa kinerja sosial sepenuhnya memediasi pengaruh kinerja lingkungan pada perusahaan dengan kinerja pasar kecil dan menengah (Q25 dan Q50).

### Abstract

This study examines the effect of environmental performance as measured by the PROPER award rating and social performance as measured by the corporate social responsibility (CSRI) disclosure index on the company's market performance as measured by the Tobin's Q ratio. The sample being used is 188 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2013-2016. OLS results show that the PROPER award has a positive effect on market performance. Companies that receive prestigious PROPER awards (blue, green or gold) show higher market performance. The test also shows the positive influence of social performance on market performance. Furthermore, social performance fully mediates the effect of environmental performance on market performance. Robustness check using quantile regression shows that social performance fully mediates the effect of environmental performance on firms with small and medium market performance (Q25 and Q50).

✉Alamat korespondensi :  
nugroho69@yahoo.com



## PENDAHULUAN

Berdasarkan resource-based view theory, reputasi merupakan aset strategis yang tidak berwujud. Reputasi adalah representasi kolektif dari berbagai komponen perusahaan yang dibangun dengan melibatkan seluruh pemangku kepentingan perusahaan (Argenti & Druckenmiller, 2004). Barney (1991) menyatakan bahwa reputasi perusahaan membentuk keunggulan kompetitif yang berkelanjutan karena kelangkaan dan imitability yang tidak sempurna. Reputasi perusahaan juga berasal dari kompetensi dan keunggulannya dibandingkan dengan pesaing (Herbig et al., 1994). Oleh karena itu, memiliki reputasi yang baik tidak hanya bermanfaat bagi posisi strategis perusahaan di tengah persaingan pasar yang semakin ketat tetapi juga berdampak pada kinerja positif perusahaan di masa mendatang.

Penghargaan merupakan salah satu keunggulan yang dapat membentuk reputasi perusahaan dan memberikan sinyal positif tentang kualitas penerimanya sehingga dapat berdampak positif terhadap kinerja pasar perusahaan (Frey & Gallus, 2014). Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman perolehan penghargaan berkualitas karena pemberian penghargaan yang berkualitas dapat membuka informasi tentang resiko sistematis perusahaan (Hendricks & Singhall, 1996; Iswan, 2011; Bu et al., 2012; Tischer & Hildebrant, 2014). Pemerintah Republik Indonesia melalui Kementerian Negara Lingkungan Hidup memberikan penghargaan kepada perusahaan yang menjalankan kebijakan pemerintah untuk meningkatkan kinerja pengelolaan lingkungan perusahaan sesuai dengan yang telah ditetapkan dalam peraturan perundang-undangan. Penghargaan yang diberi nama PROPER (Program Peningkatan Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan) merupakan salah satu bentuk kebijakan pemerintah untuk menerapkan sebagian dari prinsip-prinsip good governance (transparansi, berkeadilan, akuntabel, dan pelibatan masyarakat) dalam pengelolaan lingkungan. Penganugerahan PROPER merupakan kegiatan untuk memberikan penghargaan kepada perusahaan yang dinilai berdasarkan upaya dalam mengendalikan pencemaran atau kerusakan lingkungan dan pengelolaan limbah bahan berbahaya dan beracun. Penghargaan PROPER digolongkan dalam katagori: emas, hijau, biru, merah, hitam. PROPER "biru" diberikan kepada perusahaan yang patuh melakukan upaya pengelolaan lingkungan hidup sesuai peraturan perundang-undangan. Perusahaan dengan kepatuhan melampaui ketentuan perundangan mendapatkan PROPER "hijau" dan "emas". Sementara perusahaan yang kepatuhannya berada di bawah ketentuan perundangan mendapat PROPER "merah" dan "hitam". Perusahaan penerima penghargaan PROPER umumnya memperlakukan kriteria penghargaan sebagai bagian dari kegiatan tanggung jawab sosial perusahaan mereka.

Undang-Undang Republik Indonesia No. 40 tentang Perseroan Terbatas mewajibkan perusahaan untuk melakukan kegiatan tanggung jawab sosial dan lingkungan atau Corporate Social Responsibility (CSR). Implementasi CSR yang berfokus untuk memuaskan pemangku kepentingan baik internal maupun eksternal dapat membentuk keunggulan bersaing perusahaan dengan meningkatkan reputasi dan mendorong keberlanjutan perusahaan yang berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan dan kinerja pasar (Porter & Kramer, 2006; Weber et.al., 2008; Rodgers et al., 2013; Chen et.al., 2015).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja lingkungan melalui pemberian penghargaan PROPER dan kinerja sosial melalui pengungkapan aktivitas CSR terhadap kinerja pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah pengungkapan kegiatan CSR memediasi pengaruh penghargaan PROPER terhadap kinerja pasar.



## KAJIAN TEORI

### Penghargaan dan Reputasi Perusahaan

Reputasi yang dibangun dengan melibatkan seluruh pemangku kepentingan perusahaan adalah representasi kolektif dari berbagai komponen perusahaan yang dibentuk dari waktu ke waktu yang cukup lama (Argeti dan Druckenmiller, 2004; Smith dkk, 2013). Dapat dikatakan reputasi merupakan produk dari hubungan sosial informal yang kompleks antara perusahaan dan pemangku kepentingannya. Hal ini menjadikan reputasi tidak hanya memiliki nilai tinggi tetapi juga tidak dapat dengan mudah ditiru dan langka juga menjadikan reputasi sumber keunggulan bersaing bagi perusahaan (Barney, 1991). Penghargaan dapat membentuk reputasi suatu perusahaan karena memberikan sinyal positif tentang kualitas laten penerimanya sehingga dapat berpengaruh pada peningkatan daya tarik dan menurunkan asimetri informasi (Frey dan Gallus, 2014). Hendricks & Singhall (1996) menyatakan bahwa pemberian penghargaan yang berkualitas dapat membuka informasi tentang risiko sistematis perusahaan. Di tingkat korporasi, peningkatan daya tarik dan penurunan asimetri informasi akan berdampak pada kinerja pasarnya.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui hubungan pemberian penghargaan dengan kinerja pasar perusahaan. Hendricks & Singhall (1996) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman penghargaan kualitas. Penelitian di Cina oleh Bu et al. (2012), selain menunjukkan hubungan positif antara penerimaan penghargaan dan kinerja pasar, juga menunjukkan bahwa besarnya pengaruh juga dipengaruhi oleh reputasi pemberi penghargaan. Tischer & Hillebrandt (2014) menemukan hubungan antara publikasi peringkat reputasi perusahaan terhadap harga saham di pasar modal Jerman. Sementara di Indonesia pasar bereaksi positif terhadap pengumuman penghargaan CSR (Iswan, 2011).

PROPER merupakan program yang dikembangkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH) sejak tahun 1993. PROPER merupakan program penilaian atas upaya pelaku usaha dalam pengendalian pencemaran dan/atau kerusakan lingkungan hidup serta pengelolaan limbah bahan berbahaya dan beracun. Tujuan penilaian PROPER adalah untuk mendorong perusahaan memperbaiki pengelolaan lingkungannya. Hasil penilaian PROPER akan meningkatkan reputasi perusahaan dalam hal kemampuannya mengelola lingkungan.

Pada dasarnya penilaian PROPER adalah wajib bagi semua perusahaan. Namun, saat ini fokus perusahaan yang dibidik sebagai peserta PROPER adalah perusahaan yang memiliki kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan yang memiliki dampak penting terhadap lingkungan, 2) terdaftar di bursa (baik di dalam negeri maupun di luar negeri), 3) menjadi perhatian masyarakat, dan 4) memiliki produk yang berorientasi ekspor atau digunakan oleh masyarakat luas. Ada dua bagian dalam penentuan kriteria PROPER, yaitu: 1) kriteria penilaian kepatuhan perusahaan terhadap peraturan dasar lingkungan hidup, yaitu untuk kategori penghargaan "biru", "merah" dan "hitam", dan 2) kriteria lebih dari kepatuhan yang disyaratkan untuk kategori warna "emas" dan "hijau". Pengumuman hasil penilaian PROPER dilakukan sekitar bulan Desember setiap tahunnya, Terdapat lima peringkat dalam penghargaan PROPER, yaitu:

1. Emas: Perusahaan secara konsisten menunjukkan keunggulan lingkungan dalam proses produksi dan/atau jasa, menjalankan bisnis yang beretika, dan bertanggung jawab kepada masyarakat.
2. Hijau: Perusahaan telah melakukan pengelolaan lingkungan lebih dari yang dipersyaratkan oleh undang-undang (beyond compliance) melalui penerapan sistem pengelolaan lingkungan, penggunaan sumber daya yang efisien dan pemberdayaan masyarakat yang baik.
3. Biru: Perusahaan telah melakukan upaya pengelolaan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan yang diatur dalam undang-undang.



4. Merah: Perusahaan telah berupaya mengelola lingkungan dengan cara yang tidak sesuai dengan persyaratan yang diatur dalam undang-undang.
5. Hitam: Perusahaan dengan sengaja melakukan perbuatan atau kelalaian yang mengakibatkan pencemaran dan/atau perusakan lingkungan hidup serta pelanggaran hukum atau tidak melaksanakan sanksi administratif.

### **Tanggung jawab sosial perusahaan**

Tuntutan kepada perusahaan sebagai badan usaha, saat ini tidak hanya untuk memaksimalkan kinerja keuangan, tetapi juga untuk bertanggung jawab terhadap lingkungan. Tanggung jawab sosial perusahaan atau Corporate Social Responsibility (CSR) merupakan kewajiban moral perusahaan terhadap pemangku kepentingan. Meningkatnya kesadaran investor akan tanggung jawab sosial perusahaan, menuntut perusahaan untuk memaksimalkan kinerjanya secara finansial dan sosial. Gray dkk. (1987) menyatakan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab yang lebih luas dari sekedar mencari keuntungan bagi pemegang saham.

Porter (2006) menyatakan bahwa selain dilakukan sebagai bentuk tanggung jawab moral, CSR juga didorong oleh tujuan reputasi, lisensi untuk beroperasi dan keberlanjutan. Mencapai keberlanjutan sebagai hasil CSR berarti perusahaan menunjukkan kinerja sosial, lingkungan, dan ekonomi yang tinggi dalam jangka panjang. Kinerja CSR perusahaan yang tinggi diharapkan pada gilirannya adalah kinerja keuangan yang unggul. Hasil penelitian tentang hubungan CSR dengan kinerja perusahaan menunjukkan kesimpulan yang beragam. Miroshnychenko dkk. (2017) dan Przychodzen dan Przychodzen (2015) menemukan hubungan positif antara kinerja lingkungan dan kinerja keuangan. Studi oleh Chen et al. (2015) menunjukkan hubungan positif kinerja sosial dengan return on equity. Hasil penelitian Feng et al. (2015) menunjukkan bahwa implementasi CSR dapat mengurangi biaya modal ekuitas di Amerika Utara dan Eropa tetapi tidak di negara-negara di Asia. Weber dkk. (2008) menyatakan bahwa kegiatan CSR merupakan pendorong keberlanjutan yang berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Peningkatan kinerja keuangan akan berdampak positif pada kinerja pasar. Hal ini akan menghasilkan hubungan positif antara implementasi CSR dan kinerja pasar (Garcia-Castro et al., 2010; Rodgers et al., 2013).

Pengungkapan CSR, yang sering disebut sebagai pengungkapan sosial, pelaporan sosial perusahaan atau akuntansi sosial (Mathews, 1995), adalah proses mengkomunikasikan dampak sosial dan lingkungan dari kegiatan ekonomi organisasi kepada para pemangku kepentingannya. Berdasarkan hasil pengungkapan CSR dapat diketahui kinerja CSR perusahaan yang dinyatakan sebagai indeks pengungkapan CSR. Penelitian ini mengukur indeks pengungkapan CSR dengan menggunakan metode content analysis. Mengacu pada kriteria yang dikembangkan oleh Hackston dan Milne (1996) dan disesuaikan dengan kondisi Indonesia sebagaimana dilakukan Sembiring (2005). Berdasarkan laporan tahunan perusahaan dikelompokkan berdasarkan karakteristik yang sama ke dalam berbagai kelompok atau kategori. Pengungkapan kegiatan CSR dalam laporan tahunan perusahaan kemudian dinyatakan sebagai corporate social responsibility index (CSRI) yang diukur dengan membandingkan jumlah pengungkapan yang dilakukan perusahaan terhadap total item yang dinilai. Terdapat 78 item pengungkapan CSR yang terbagi dalam 7 dimensi sebagai berikut:

1. Lingkungan (13 item)
2. Energi (7 item)
3. Keselamatan dan kesehatan kerja (8 item)
4. Karyawan (29 item)
5. Produk (10 item)



6. Komunitas (9 item)

7. Umum (2 item)

Pengukuran indeks dilakukan dengan memberikan skor 1 jika aktivitas CSR diungkapkan, dan 0 jika tidak diungkapkan. Skor pengungkapan CSR perusahaan diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$CSRI_i = \frac{\sum_{j=1}^N x_{ij}}{N} \dots\dots\dots (1)$$

dimana:

- $CSRI_i$  = Indeks tanggung jawab sosial perusahaan perusahaan i
- $X_{ij}$  = nilai pengungkapan j item CSR perusahaan i, 1 jika item diungkapkan dan 0 jika item tidak diungkapkan
- N = jumlah item CSR

Beberapa dimensi pengungkapan CSR pada dasarnya terkait dengan aspek penilaian PROPER. Dimensi lingkungan dalam indeks CSR berkaitan erat dengan aspek PROPER yang meliputi pencegahan pencemaran, pengelolaan limbah bahan berbahaya dan beracun, dan sistem pengelolaan lingkungan. Indeks CSR dimensi komunitas sangat terkait dengan salah satu aspek penilaian penghargaan PROPER emas, yaitu partisipasi dan kehumasan. Keterkaitan tersebut menyebabkan munculnya potensi penyertaan kegiatan perusahaan dalam upaya memperoleh penghargaan PROPER ke dalam item pengungkapan CSR.

### **Kinerja Pasar**

Kinerja pasar merupakan ukuran kinerja perusahaan berdasarkan indikator harga pasar di bursa. Penelitian ini mengukur kinerja pasar dengan rasio Tobin's Q. Nilai Tobin's Q menggambarkan harapan investor di pasar modal atas prospek masa depan perusahaan. Pengukuran berbasis pasar digunakan dalam penelitian ini, karena menurut Venanzi (2012) pengukuran berbasis pasar mampu menggambarkan faktor-faktor eksternal di luar kendali manajer. Selain itu ukuran pasar dipengaruhi ekspektasi investor yang seringkali karena informasi yang asimetri berbeda dengan pikiran manajer. Rumus mengukur rasio Tobin's Q yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Tob_i = \frac{\text{Nilai Pasar saham yang beredar} + \text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots (2)$$

Nilai Tobin's Q lebih dari satu mengindikasikan kinerja pasar yang baik, karena nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Makin tinggi nilai Tobin's Q berarti semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham, yang akan menarik bagi investor baru. Nilai saham di bursa dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain reputasi dan kualitas perusahaan yang dapat ditandai dengan perolehan penghargaan dan pengungkapan kegiatan CSR pada laporan tahunan perusahaan, serta faktor internal lainnya, seperti keuangan, leverage (De Jong, 2002), ukuran perusahaan (Conolly dan Hirschey, 2005), dan usia perusahaan (Loderer dan Waelchli, 2010).

Berdasarkan latar belakang serta teori, berikut adalah hipotesis penelitian:

H1: Apakah kinerja lingkungan berpengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan

H2: Apakah kinerja sosial berpengaruh terhadap kinerja pasar perusahaan



H3: Apakah kinerja sosial memediasi hubungan kinerja lingkungan terhadap kinerja pasar perusahaan

## METODE PENELITIAN

### Rancangan dan desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja lingkungan dan kinerja sosial terhadap kinerja pasar perusahaan. Pengujian juga dilakukan untuk mengetahui apakah kinerja sosial memediasi hubungan kinerja lingkungan terhadap kinerja pasar perusahaan

### Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh laporan tahunan perusahaan sampel di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016. Data diperoleh dengan Teknik dokumentasi dari laporan tahunan perusahaan sampel yang mengungkapkan kegiatan CSR.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang go public di Bursa Efek Indonesia. Sebanyak 188 perusahaan diperoleh sebagai sampel yang diambil secara purposive dengan kriteria:

- Perusahaan pada sektor: pertanian, pertambangan, dasar dan kimia, berbagai industri, barang konsumsi, dan properti; yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2016.
- Perusahaan menerbitkan laporan tahunan lengkap periode 2013-2016.

### Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan model mediasi sederhana yang mengikuti prosedur tiga langkah (Baron dan Kenny, 1986) untuk menguji mediasi, yaitu: 1) regresi variabel dependen pada prediktor, 2) regresi variabel mediator pada prediktor, 3) dan regresi variabel dependen pada kedua mediator dan prediktor. Tahapan tersebut menguji dampak kinerja lingkungan yang diukur dari penghargaan PROPER terhadap Tobin's Q, dampak penghargaan PROPER terhadap indeks CSR, dan dampak penghargaan PROPER terhadap Tobin's Q melalui indeks CSR. Jika pengaruh langsung berkurang dan masih signifikan, menunjukkan ada mediasi parsial, tetapi jika pengaruh langsung tidak lagi signifikan, berarti ada mediasi penuh (Hair et al., 2010). OLS dan regresi kuantil digunakan dalam pengujian dengan model berikut:

$$TOB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DPRO_{it} + \sum \beta_j X_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (3)$$

$$TOB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CSRI_{it} + \sum \beta_j X_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (4)$$

$$CSRI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPRO_{it} + \sum \beta_j X_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (5)$$

$$TOB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CSRI_{it} + \beta_2 DPRO_{it} + \sum \beta_j X_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (6)$$

dimana:

$TOB_{(it+1)}$  = Tobin's Q perusahaan i in tahun t+1

$CSRI_{it}$  = CSR index perusahaan i tahun t

$DPRO_{it}$  = Dummy peringkat penghargaan PROPER perusahaan i tahun t

$X_{it}$  = variabel control perusahaan i tahun t



Penelitian ini juga menggunakan regresi kuantil yang dikembangkan Koenker dan Bassett (1978) sebagai pelengkap OLS. Estimasi dengan regresi kuantil memberikan peluang untuk membandingkan efek marginal IV di seluruh distribusi bersyarat DV. Regresi kuantil dilakukan dengan langkah sebagai berikut:

- a) Dengan mempertimbangkan  $(y_i, x_i)$   $i = 1, \dots, N$  adalah sampel yang diturunkan dari suatu populasi, di mana  $x_i$  adalah vektor  $K \times 1$  variabel independen dan  $y_i$  mewakili variabel dependen, model regresi kuantil ditentukan sebagai berikut:

$$Y_i = x_i \beta_{(q)} + \varepsilon_{i(q)} \dots \dots \dots (7)$$

b) Untuk kuantil  $q$  ( $0 < q < 1$ ) nilai  $\beta_{(q)}$  diperoleh dengan meminimalkan jarak tertimbang rata-rata  $y_i$  dan  $x_i \beta_{(q)}$  sebagai berikut:

$$\beta_{(q)} = \text{avg min} \left( q \sum_{y_i \geq x_i \beta_{(q)}} |y_i - x_i \beta_{(q)}| + (1-q) \sum_{y_i < x_i \beta_{(q)}} |y_i - x_i \beta_{(q)}| \right) \dots \dots \dots (8)$$

$$\beta_{(q)} = \text{avg} \left( \min_{\beta_{(q)}} \left( q \sum_{y_i \geq x_i \beta_{(q)}} |y_i - x_i \beta_{(q)}| + (1-q) \sum_{y_i < x_i \beta_{(q)}} |y_i - x_i \beta_{(q)}| \right) \right) \dots \dots \dots (8)$$

**Definisi Operasional**

- Kinerja lingkungan diukur dengan dummy PROPER (DPRO), diberi nilai 1 jika peringkat PROPER yang diperoleh perusahaan adalah emas, hijau, atau biru; dan nilai 0 jika peringkat PROPER perusahaan berwarna merah atau hitam, atau jika perusahaan tidak mengikuti penilaian PROPER. Perusahaan dengan nilai PROPER dummy 1, selanjutnya disebut perusahaan dengan peringkat PROPER bergengsi.
- Kinerja sosial adalah nilai indeks pengungkapan pada 7 dimensi kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan. Pada semua dimensi, kinerja sosial diukur dengan menggunakan variabel dummy yang diberi nilai 1 pada tiap item CSR yang diungkapkan dan nilai 0 jika tidak diungkapkan. Indeks pengungkapan CSR (CSRI) diukur dengan menggunakan rumus (1)
- Kinerja pasar adalah pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan indikator harga pasar, dan diukur dengan Tobin's Q (TOB), menggunakan rumus (2).
- Ada empat variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini. Leverage keuangan (LEV) adalah tingkat hutang perusahaan yang diukur dengan rasio total hutang terhadap total aset. Ukuran perusahaan (SIZE) diukur dengan total logaritma natural dari aset. Umur adalah lamanya perusahaan menjalankan kegiatan usahanya sejak perusahaan berdiri sampai dengan tahun penelitian ini dilakukan. Penelitian ini juga menggunakan dummy tahun pengungkapan CSR (Dyear).

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Deskriptif**

Tabel 1 menunjukkan deskripsi variabel penelitian. Rerata PROPER dummy (DPRO) adalah 0,163, menunjukkan bahwa mayoritas sampel tidak menjalani penilaian PROPER atau mendapat peringkat merah atau hitam. Nilai indeks pengungkapan CSR pada sampel berkisar antara 0 hingga 0,863 dengan rata-rata 0,188 yang menunjukkan bahwa mayoritas sampel tidak melaksanakan atau tidak mengungkapkan kegiatan CSR. Kesadaran pelaksanaan CSR di Indonesia masih tergolong rendah, dengan penekanan kegiatan CSR pada dimensi masyarakat. Porter (1996) menyatakan salah satu alasan yang mendorong pelaksanaan CSR tidak terkecuali di Indonesia adalah motivasi untuk memperoleh izin beroperasi.



Nilai Tobin's Q adalah antara 0,280 dan 22,270 dengan rata-rata 1,748 dan standar deviasi 2,055. Sebanyak 35,6% pengamatan menunjukkan rasio kurang dari 1. Dispersi nilai Tobin's Q sangat besar sehingga menimbulkan kelainan. Untuk mengatasi kelainan tersebut, nilai Tobin's Q diubah menjadi nilai logaritma naturalnya. Pada variabel kontrol, dispersi besar pada AGE juga mendorong transformasi logaritma natural.

**Tabel 1. Statistik deskriptif**

	Min	Max	Mean	Std. Dev
PRO	0,00	5,00	0,47	1,20
DPRO	0,00	1,00	0,16	0,34
CSRI	0,00	0,86	0,19	0,14
TOB	0,28	22,72	1,75	2,06
lnTOB	-1,26	3,12	0,29	0,64
LEV	0,00	4,30	0,51	0,37
SIZE	21,84	33,10	28,41	1,64
AGE	2,00	97,00	31,61	15,98
lnAGE	0,69	4,58	3,32	0,57
N	691			

Sumber: SPSS, data diolah

Tabel 2 menunjukkan hasil uji korelasi Pearson and Spearman's Rho. Hasil Uji korelasi menunjukkan bahwa variabel dummy PROPER berkorelasi positif signifikan terhadap indeks pengungkapan CSR dan ukuran perusahaan. Indeks pengungkapan CSR berhubungan positif dengan ukuran dan umur perusahaan. Semakin besar ukuran dan semakin tua umur perusahaan maka semakin besar kesadaran untuk melaksanakan CSR. Meningkatnya kesadaran CSR karena pengalaman perusahaan telah membentuk kesadaran tentang hubungan CSR dengan keunggulan kompetitif perusahaan. Namun, keterlibatan perusahaan dalam penghargaan PROPER erat kaitannya dengan ukuran, bukan umur perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin intens kegiatan operasionalnya, maka semakin besar pula dampak yang ditimbulkan terhadap lingkungan, termasuk lingkungan sosial. Hasil uji korelasi menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar kemampuan untuk melaksanakan kegiatan CSR dan semakin besar pula kemampuan untuk memenuhi persyaratan penilaian PROPER sehingga semakin besar peluang untuk mendapatkan penghargaan PROPER yang bergengsi. Nilai koefisien korelasi antara Tobin's Q dan dummy PROPER yang lebih kecil dari korelasi Tobin's Q dengan indeks CSR menunjukkan bahwa beberapa informasi tentang PROPER sudah dijelaskan dalam item pengungkapan CSR.

**Tabel 2. Hasil korelasi**

		lnTOB	DPRO	CSR	LEV	SIZE	lnAGE
		Pearson Correlation					
lnTOB	Spearman's rho	1	0,146**	0,22**	0,14**	0,08*	0,04
DPRO		0,14**	1	0,47**	-0,06	0,33**	0,06
CSRI		0,24**	0,37**	1	0	0,49**	0,20**
LEV		0,03	-0,06	0,11**	1	-0,01	0,06
SIZE		0,18**	0,35**	0,54**	0,15**	1	0,01
lnAGE		0,04	0,11**	0,17**	0,12**	0	1

Keterangan: \*, \*\* signifikan pada *level of significance (LOS)* 5% dan 1%.

Sumber: SPSS, data diolah



## Hasil Regresi

Tabel 3 (a) dan 3 (b) menunjukkan hasil regresi variabel penelitian. Model 1, 2 dan 4 adalah model dengan Ln Tobin's Q sebagai DV. Model 3 menetapkan indeks CSR sebagai DV. Model 1A menunjukkan bahwa ada hubungan antara PROPER dan Tobin's Q, perusahaan dengan penghargaan PROPER bergengsi memiliki kinerja pasar yang lebih tinggi daripada yang lain. Uji variabel kontrol (model 1A') menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara leverage dan ukuran perusahaan dengan Tobin's Q. Uji PROPER dengan variabel kontrol terhadap Tobin's Q (model 1B) menunjukkan bahwa hanya leverage yang berhubungan positif dengan Tobin's Q, sedangkan pengaruh ukuran perusahaan menghilang. Hasil ini menunjukkan bahwa pada model dengan kontrol, ukuran perusahaan diwakili oleh PROPER. Hal ini dapat dimaklumi mengingat semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mampu mengikuti dan memenuhi semua persyaratan PROPER. Sehingga penghargaan PROPER dapat menjadi indikasi besar kecilnya perusahaan. Model 1C menunjukkan hasil yang konsisten dengan pengujian sebelumnya (model 1b), dummy PROPER dan leverage berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. Terlihat juga bahwa nilai rasio Tobin's Q pada tahun 2015 dan 2016 lebih rendah dibandingkan tahun 2013. Koefisien determinasi meningkat dengan bertambahnya jumlah variabel yang dimasukkan dalam model dan skor uji F menunjukkan hasil yang signifikan secara konsisten. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model yang dibuat mampu menjelaskan Tobin's Q.

**Tabel 3(a). Tabel hasil OLS**

	1A	1A'	1B	1C	2A	2B	2C
Constant	0,25*** (9,46)	-2,81** (-2,00)	-1,10 (-0,75)	-1,52 (-1,02)	0,10** (2,42)	1,44 (0,91)	1,08 (0,68)
DPRO	0,27*** (3,82)		0,27*** (3,56)	0,26*** (3,42)			
CSRI					0,10*** (5,74)	1,11*** (5,44)	1,12*** (5,52)
LEV		0,24*** (3,65)	0,26*** (3,91)	0,26*** (3,87)		0,025*** (3,77)	0,24*** (3,74)
SIZE		0,86** (2,06)	0,34 (0,78)	0,49 (1,10)		-0,42 (-0,89)	-0,29 (0,62)
lnAGE		0,03 (0,70)	0,00 (0,46)	0,03 (0,55)		-0,02 (-0,55)	-0,02 (-0,42)
D2014				-0,04 (0,52)			-0,05 (-0,71)
D2015				-0,13* (1,88)			-0,15** (2,21)
D2016				-0,11* (-1,61)			-0,14** (-2,04)
R <sup>2</sup>	0,02	0,03	0,05	0,05	0,05	0,07	0,08
F	14,50***	6,09***	7,84***	5,17***	32,92***	12,16***	7,96***

Keterangan: Tabel 3(a) hasil OLS Tobin's Q periode 2013 – 2016. T-statistics berada dalam kurung, tanda \*, \*\*, \*\*\* menunjukkan signifikansi pada  $\alpha$  10%, 5%, dan 1%.

Sumber: SPSS, data diolah

Model 2A sampai 2C pada Tabel 3 menguji pengaruh CSR terhadap Tobin's Q menggunakan pola model 1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR secara konsisten



berpengaruh terhadap Tobin's Q, baik secara individual maupun dengan masuknya variabel kontrol. Selain CSR, leverage juga secara konsisten mempengaruhi Tobin's Q. Hasilnya juga menunjukkan isi informasi ukuran perusahaan pada indeks CSR. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin intens kegiatan CSR-nya. Pengujian simultan juga menunjukkan hasil yang signifikan secara konsisten dengan koefisien determinasi yang semakin besar dengan semakin banyaknya variabel yang dimasukkan dalam model.

**Tabel 3(b). Hasil OLS**

	3A	3B	3C	4A	4B	4C
Constant	0,02*** (31,97)	-2,98*** (-11,63)	-2,93*** (-11,30)	0,11*** (2,60)	1,79 (1,12)	1,40 (0,88)
DPRO	0,19*** (13,76)	0,14*** (10,29)	0,14*** (10,38)	0,11 (1,34)	0,14* (1,74)	0,12 (1,52)
CSRI				0,87*** (4,45)	0,97*** (4,43)	1,00*** (4,57)
LEV		0,01 (0,44)	0,01 (0,48)		0,26*** (3,89)	0,25*** (3,84)
SIZE		0,90*** (11,76)	0,88*** (11,37)		-0,53 (1,11)	-0,39 (-0,82)
lnAGE		0,04*** (5,83)	0,04*** (5,70)		-0,02 (-0,51)	-0,02 (-0,40)
D2014			0,01 (0,68)			-0,05 (-0,65)
D2015			0,01 (1,14)			-0,15** (-2,11)
D2016			0,02 (1,45)			-0,13* (-1,91)
R <sup>2</sup>	0,22	0,38	0,38	0,05	0,07	0,08
F	189,36***	102,10***	58,68***	17,38***	10,36***	7,27***

Keterangan: Tabel 3(b) hasil pengujian OLS dari CSR Index (Model 3) and Tobin's Q (Model 4) periode 2013 – 2016. T-statistics berada dalam kurung, tanda \*, \*\*, \*\*\* menunjukkan signifikansi pada  $\alpha$  10%, 5%, dan 1%.

Sumber: SPSS output

Model 3A sampai 3C pada Tabel 3(b) menguji hubungan antara penghargaan PROPER dan indeks pengungkapan CSR. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara penghargaan PROPER dengan indeks pengungkapan CSR, baik pada model dengan atau tanpa variabel kontrol. Perusahaan dengan penghargaan PROPER bergengsi memiliki indeks pengungkapan CSR yang lebih tinggi. Berbeda dengan pengujian pengaruh terhadap Tobin's Q, variabel kontrol yang secara konsisten mempengaruhi pengungkapan CSR bukanlah leverage (LEV) tetapi ukuran dan umur perusahaan. Pengujian dengan year dummy tidak menunjukkan adanya pengaruh tahun tertentu yang signifikan terhadap pengungkapan CSR. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dan semakin lama perusahaan beroperasi maka semakin besar kemampuan dan kesadarannya untuk melakukan kegiatan CSR termasuk pengungkapan CSR. Pada perusahaan besar dan sudah berjalan lama, CSR tidak lagi dilihat sebagai kewajiban melainkan sukarela. Mereka menyadari pentingnya CSR tidak hanya terkait dengan izin beroperasi tetapi juga berkontribusi pada pembentukan reputasi dan keberlanjutan.

Model 4A hingga 4C menunjukkan hubungan mediasi antara dummy PROPER dan Tobin's Q melalui pengungkapan CSR. Hasil pengujian menunjukkan bahwa



pengungkapan CSR sepenuhnya memediasi hubungan penghargaan PROPER dengan Tobin's Q. Model 4A menunjukkan bahwa PROPER tidak lagi memiliki hubungan dengan Tobin's Q. Hasil ini dapat terjadi karena informasi tentang poin penilaian penghargaan PROPER telah tercermin atau diungkapkan pada laporan CSR. Pengumuman PROPER award pada bulan Desember umumnya dilaporkan sebagai bagian dari CSR perusahaan pada laporan tahunan yang dipublikasikan sekitar bulan Maret tahun berikutnya. Namun, model 4B dan 4C menunjukkan mediasi parsial oleh indeks CSR. Pengaruh PROPER yang signifikan terhadap Tobin's Q pada model 4B dan 4C terjadi karena penghargaan ini juga mewakili reputasi, ukuran perusahaan, dan kepatuhan terhadap peraturan.

Indeks CSR secara konsisten menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap Tobin's Q. Hasil pengujian menunjukkan bahwa indeks CSR mampu memberikan informasi tentang kualitas perusahaan. Oleh karena itu, semakin banyak kegiatan CSR diungkapkan, semakin tinggi reputasi dan lisensi beroperasi perusahaan, semakin tinggi keberlanjutan dan keunggulan kompetitif. Hal-hal tersebut kemudian direpson oleh pasar dalam bentuk peningkatan kinerja pasar.

Leverage menunjukkan hubungan positif dengan Tobin's Q untuk semua model. Signaling theory of capital structure (Ross, 1977) menyatakan bahwa penggunaan hutang memberikan sinyal positif. Penggunaan hutang menunjukkan prospek perusahaan yang baik. Perusahaan dengan prospek investasi yang buruk atau terlalu berisiko akan cenderung membiayai investasinya dengan ekuitas, terutama saham baru. Peningkatan leverage ditangkap sebagai sinyal positif oleh investor dan dihargai dengan peningkatan kinerja pasar.

### **Uji Ketahanan (*Robustness Test*)**

Hasil pengujian menggunakan regresi kuantil ditunjukkan pada Tabel 4(a), 4(b), dan 4(c). Perbandingan model 1(b) pada Tabel 3(a) dengan Tabel 4(a) menunjukkan bahwa terdapat peningkatan besarnya keunggulan kinerja pasar perusahaan peraih PROPER bergengsi yaitu pada Q50, Q75, dan Q90. Koefisien regresi pada pengujian OLS (model 1B) bahkan lebih kecil dari hasil regresi kuantil pada Q50. Pada analisis korelasi diketahui bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan dummy PROPER. Hasil pengujian regresi kuantil menunjukkan konsistensi, dimana semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pengaruhnya terhadap perolehan PROPER dan terhadap pembentukan nilai pasar perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi koefisien yang semakin besar dari Q50, Q75, dan Q90.

Perbandingan model 2B pada Tabel 3(a) dengan Tabel 4(b), menunjukkan terdapat hubungan positif indeks pengungkapan CSR dengan rasio Tobin's Q. Dalam pengujian menggunakan regresi kuantil, CSR secara konsisten berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q, yaitu dari Q25 sampai Q90. Regresi kuantil juga mengungkapkan nilai koefisien regresi yang lebih tinggi dibandingkan hasil OLS, yaitu pada Q50, Q75, dan Q90. Secara keseluruhan dari Q25 hingga Q90, nilai koefisien regresi secara konsisten meningkat. Jika dikaitkan dengan hasil uji korelasi, hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin termotivasi perusahaan untuk mengadakan kegiatan CSR dan pasar merespon lebih positif terhadap kegiatan CSR yang diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan tahunannya.

Model 4B pada Tabel 3 dan Tabel 4(c), menunjukkan bahwa pada Q50 CSR sepenuhnya memediasi hubungan PROPER terhadap Tobin's Q. Namun, pada Q75 dan Q90, CSR hanya memediasi sebagian dari efek PROPER terhadap Tobin's Q. Hal ini terlihat pada Q90, dimana ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q dan dummy PROPER juga signifikan. Dalam kuantil tinggi, PROPER berpengaruh langsung terhadap Tobin's Q. Oleh karena itu pada Q75 dan Q90 CSR hanya memediasi sebagian dari efek PROPER terhadap Tobin's Q. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar peluang perusahaan untuk berpartisipasi



dan menerima penghargaan PROPER bergengsi, dan semakin besar peningkatan kinerja pasar. Hasil regresi kuantil pada tabel 4 (c) juga menunjukkan perbedaan kinerja pasar antara penerima penghargaan PROPER bergengsi dan perusahaan non-bergengsi, yaitu pada Q75 dan khususnya Q90.

**Tabel 4(a). Hasil Analisis Regresi Kuantil PROPER Terhadap Tobin's Q**

DV: Tob	Q10	Q25	Q50	Q75	Q90
Intersept	0,09 (0,04)	-0,30 (-0,74)	-0,24 (-0,51)	0,04 (0,03)	11,82*** (3,18)
DPRO	0,02 (0,39)	0,033 (0,50)	0,29* (1,88)	0,77** (2,21)	1,76** (2,21)
LEV	,69*** (10,34)	0,43*** (3,94)	0,32* (1,91)	0,45*** (3,06)	0,20 (1,46)
SIZE	0,01 (1,08)	0,032 (2,19)	0,04** (2,52)	0,05 (1,18)	-0,36*** (-2,83)
AGE	0,00 (0,53)	0,00 (1,04)	-0,00 (-0,43)	0,00 (0,55)	0,05*** (4,13)

Keterangan: Tabel 4(a) merupakan hasil analisis regresi kuantil hubungan penghargaan PROPER dengan Tobin's Q periode 2013-2016. T-statistics ditulis dalam kurung, tanda \*, \*\*, \*\*\* menunjukkan signifikansi pada LOS 10%, 5%, dan 1%.

Sumber: Olahan SAS

**Tabel 4(b). Hasil Regresi Kuantil Hubungan Indeks CSR dengan Tobin's Q**

DV: Tob	Q10	Q25	Q50	Q75	Q90
Intersept	-0,01 (-0,04)	-0,10 (-0,29)	0,44 (0,86)	1,29 (0,99)	8,89** (2,14)
CSRI	-0,09 (-0,52)	0,53*** (2,76)	1,43*** (4,06)	2,71*** (4,53)	8,95*** (2,97)
LEV	0,69*** (10,36)	0,44*** (4,95)	0,35* (1,89)	0,481** (2,17)	-0,02 (-0,12)
SIZE	0,01 (1,19)	0,02* (1,89)	0,01 (0,75)	-0,01 (-0,15)	-0,28** (-1,96)
AGE	0,00 (0,64)	0,00 (0,13)	-0,00* (-1,81)	-0,00 (-0,07)	0,02** (-2,21)

Keterangan: Tabel 4(b) menunjukkan hasil analisis regresi kuantil hubungan antara CSR indeks dan Tobin's Q periode 2013-2016. T-statistics dengan tanda \*, \*\*, \*\*\* menunjukkan signifikansi pada LOS 10%, 5%, and 1%.

Sumber: pengolahan SAS



**Tabel4(c). Hasil Regresi Kuantil Hubungan PROPER dan CSRI dengan Tobin's Q**

DV: Tob	Q10	Q25	Q50	Q75	Q90
Intersept	-0,01 (-0,04)	-0,09 (-0,23)	0,51 (0,91)	2,25** (1,92)	12,23*** (3,05)
DPRO	0,03 (0,56)	0,03 (0,63)	0,13 (0,90)	0,59* (1,87)	1,37** (2,45)
CSR	-0,15 (-0,93)	0,56*** (3,30)	1,27*** (3,36)	1,99*** (3,17)	6,28** (2,48)
LEV	0,68*** (9,71)	0,43*** (4,35)	0,32* (1,75)	0,45** (2,43)	0,15 (1,08)
SIZE	0,01 (1,22)	0,02* (1,67)	0,01 (0,60)	-0,037 (-0,91)	-0,40*** (-2,91)
AGE	0,00 (0,67)	0,00 (0,02)	-0,00* (-1,82)	-0,00 (-0,15)	0,04*** (2,89)

Keterangan: Tabel 4(c) menunjukkan hasil analisis regresi keuantil hubungan penghargaan PROPER, CSRI Indeks dan Tobin's Q periode 2013-2016. T-statistics ditulis dalam kurung, tanda \*, \*\*, \*\*\* menunjukkan tingkat signifikansi pada LOS 10%, 5%, and 1%.

Sumber: pengolahan SAS

Hasil penelitian secara keseluruhan menunjukkan bahwa penghargaan PROPER berdampak pada meningkatnya minat pasar terhadap saham perusahaan. Selain itu penghargaan PROPER meningkatkan reputasi perusahaan sebagaimana pengungkapan CSR. Sinyal yang diberikan kepada pasar terkait kualitas dan nilai perusahaan melalui penghargaan PROPER dan pengungkapan CSR akan direspon dengan peningkatan kinerja pasar. Pada pengujian OLS tanpa variabel kontrol menunjukkan hasil CSR memediasi secara sempurna pengaruh PROPER terhadap Tobin's Q. Penggunaan variabel kontrol dalam OLS menghasilkan efek langsung dan mediasi parsial. Hasil pengujian dengan regresi kuantil menunjukkan bahwa hanya pada kuantil tertentu mediasi penuh ada, Q25 dan Q 50. Dengan demikian penghargaan PROPER dengan sendirinya memiliki kemampuan untuk meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan

## SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pemberian PROPER dan pengungkapan aktivitas CSR perusahaan terhadap kinerja pasar saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penghargaan PROPER berhubungan signifikan dengan kinerja pasar. Perusahaan dengan penghargaan PROPER bergengsi memiliki kinerja pasar yang lebih tinggi daripada penerima PROPER yang tidak bergengsi dan perusahaan yang tidak mengikuti program PROPER. Regresi kuantil mengungkapkan perbedaan yang sangat tinggi dalam kinerja pasar di Q90. Kinerja CSR berpengaruh positif terhadap kinerja pasar. Hasil pengujian dengan OLS menunjukkan bahwa kinerja CSR sepenuhnya memediasi hubungan PROPER dengan Tobin's Q. Namun demikian, model OLS dengan variabel kontrol menunjukkan mediasi parsial oleh indeks pengungkapan CSR. Pengujian dengan regresi kuantil mengungkapkan bahwa mediasi penuh terjadi di Q25 dan Q50, sedangkan mediasi parsial ada pada kuantil yang lebih tinggi, yaitu di Q75 dan Q90. Mediasi parsial menunjukkan bahwa penghargaan PROPER berpengaruh langsung terhadap pembentukan nilai perusahaan.

Beberapa hal perlu dijawab oleh penelitian selanjutnya. Salah satunya adalah penelitian ini belum dapat menjelaskan secara utuh hubungan antara reputasi pemberi penghargaan (Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia)



dengan peningkatan reputasi dan daya tarik penerima penghargaan yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai pasar sahamnya. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memberikan jawaban atas pertanyaan tersebut.

Implikasi penelitian bagi perusahaan adalah; Penelitian ini diharapkan mampu meningkatkan motivasi untuk melakukan kegiatan CSR dan menunjukkan kepatuhan yang tinggi terhadap peraturan perundang-undangan tentang lingkungan. Perusahaan juga didorong untuk berpartisipasi dalam kegiatan penghargaan bergengsi. Instansi pemerintah lainnya juga didorong untuk memberikan penghargaan yang dapat meningkatkan reputasi perusahaan dan berdampak positif pada kinerja pasar perusahaan. Di sisi lain, institusi pemberi penghargaan harus menjaga kredibilitas mengingat potensi dampak perolehan penghargaan yang tinggi terhadap nilai pasar saham perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Argenti, P.A., Druckemiller, B. (2004). Reputation and the Corporate Brand. *Corporate Reputation Review*, 6(4), 368-374.
- Backhaus, K. B., Stone, B. A., & Heiner, K. (2002). Exploring the Relationship between Corporate Social Performance and Employer Attractiveness. *Business & Society*, 41, 292-318. <https://doi.org/10.1177/0007650302041003003>
- Barney, Jay B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, Vol. 17, Issue 1, p. 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173–1182.
- Brammer, S. & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.714>
- Bu, X., Tang, J., Tian, R.G. (2012). Quality Award and Market Performance: An Empirical Investigation about Chinese Stock Market. *Journal of Applied Business and Economics*, 13(3), 25-35
- Chen, L., Feldmann, A., Tang, O. (2015). The Relationship between Disclosures of Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidences from GRI Reports In Manufacturing Industry. *International Journal of Production Economics*, 170, 445–456. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2015.04.004>
- Connolly, R, Hirschey, M. (2005). Firm Size and the Effect of R&D on Tobin's Q. *R & D Management*. 35(2), 217-223. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9310.2005.00384.x>
- De Jong, A. (2002). The Disciplining Role of Leverage in Dutch Firms. *European Finance Review*, 6, 31-62.
- Feng, Z, Wang, M., Huang, H. (2015). Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence. *the International Journal of Accounting*, 50, 247–280. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2015.07.005>



- Frey, B.S., Gallus, J. (2014). *Awards are special kind of signal*. CREMA Working Paper No. 2014-04.
- Garcia-Castro, R., Miguel A. Arino, M.A., Canela, M.A. (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126.
- Gilley, K.M., Worrell, D.L., Davidson III, W.N., El-Jelly, A. (2000). Corporate Environmental Initiatives and Anticipated Firm Performance: The Differential Effects of Process-Driven Versus Product-Driven Greening Initiatives. *Journal of Management*, 26(6), 1199-1216.
- Griffin, J. & Mahon, J. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance debate: 25 Years of Incomparable Research . *Business & Society*, 36(1), 5-31. <https://doi.org/10.1177/000765039703600102>
- Hackston, D., Milne, M.J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), 77-108.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2009). *Multivariate data analysis: a Global Perspective*, 7<sup>th</sup> ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Hendricks, K.B., Singhal, V.R. (1996), Quality Awards and the Market Value of the Firm: An Empirical Investigation. *Management Science*, 42, (3), 415-436. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.42.3.415>
- Herbig, P., Milewicz, J., Golden, J. (1994). A model of reputation building and destruction. *Journal of Business Research*, 31, (1), 23-31. [http://dx.doi.org/10.1016/0148-2963\(94\)90042-6](http://dx.doi.org/10.1016/0148-2963(94)90042-6)
- Inoue, Y. & Lee, S. (2011). Effect of Different Dimensions of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance in Tourism-Related Industries. *Tourism Management*, 32, 790-804. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2010.06.019>
- Iswan, M.R., Moeliono, N.N.K. (2014). Analisis Abnormal Return Pada Perusahaan Peraih Penghargaan Indonesian Csr Awards 2011 ( Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *eProceedings of Management*, 1(3), 1-22.
- Kemper, J., Schilke, O., Reimann, M., Wang, X., Brettel, M. (2013), Competition-motivated corporate social responsibility. *Journal of Business Research*, 66(10), 1954-1963.
- Ki-Hoon Lee, K., Min, B. (2015). Green R&D for eco-innovation and its impact on carbon emissions and firm performance. *Journal of Cleaner Production*, 108, 534-542. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.114>
- Lin, R., Sheu, C. (2012). Why Do Firms Adopt/Implement Green Practices? - An Institutional Theory Perspective. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 57, 533 – 540. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.1221>
- Loderer, C., & Waelchli, U. (2010), 'Firm age and performance', MPRA Paper No. 26450, posted 7. November 2010.



- Miroshnychenko, I., Barontini, R., Testa, F. (2017). Green practices and financial performance: A global outlook. *Journal of Cleaner Production*, 147, 340-351. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.01.058>
- Muhammad, N., Scrimgeour, F., Reddy, K., Abidin, S. (2015). The Relationship between Environmental Performance and Financial Performance In Periods Of Growth And Contraction: Evidence From Australian Publicly Listed Companies. *Journal of Cleaner Production*, 102, 324-332. <http://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.04.039>
- Narayanan M.P. (1988). Debt versus Equity under Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (1), pp. 39-51.
- Noe Thomas H. (1988). Capital structure and signaling game equilibria. *The Review of Financial Studies*, vol. 1(4), 331-355.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L., Rynes, S.L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Pantea, M., Gligor, D., Anis, C. (2014). Economic Determinants of Romanian Firms' Financial Performance. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 124, 272-281. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.02.486>
- Panwar, R., Nybakk, E. Hansen, E., Pinkse, J. (2016). The Effect of Small Firms' Competitive Strategies on Their Community and Environmental Engagement. *Journal of Cleaner Production*, 129, 578-585. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.03.141>
- Peng, M.W., Luo, Y. (2000). Managerial Ties and Firm Performance in A Transition Economy: The Nature Of A Micro-Macro Link. *Academy of Management Journal*, 43(3), 486-501.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Przychodzen, J., Przychodzen, W. (2015). Relationships between Eco-Innovation And Financial Performance Evidence From Publicly Traded Companies In Poland And Hungary. *Journal of Cleaner Production*, 90, 253-263. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.11.034>
- Pugh, W., Jahera, J.S. (1990). Stock Repurchase and Excess Returns: An Empirical Investigation. *The Financial Review*, 25 (1), pp. 127-142.
- Rodgers, W., Choy, H.L., Guiral, A. (2013). Do Investors Value a Firm's Commitment to Social Activities? *Journal of Business Ethics*, 114: 607-623. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1707-1>
- Ross A. Stephen (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), pp. 23-40.
- Sembiring, E.R. (2005). Karakteristik Perusahaan Dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta. (Company Characteristics And Disclosures Of Social Responsibility: Empirical Study On Company Listed In Bursa Efek Jakarta). *National Accounting Seminar*, Solo, Indonesia.



- Sheikh, N.A., Wang, Z. (2011). Determinants of Capital Structure: : An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Smith, A.D., Rupp, W. (2013). Corporate Reputation as Strategic Competitive Advantage of Manufacturing and Service-Based Firms: Multi-Industry Case Study. *International Journal of Services and Operations Management*, 14(2), 131-156. <https://doi.org/10.1504/IJSOM.2013.051826>
- Song, H., Zhao, C., Zeng, J. (2017). Can Environmental Management Improve Financial Performance? An Empirical Study of A-Shares Listed Companies in China. *Journal of Cleaner Production*, 141, 1051-1056. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.105>
- Tang, Z., Hull, C.E., Rothenberg, S. (2012). How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR–Financial Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303.
- Tischer, S., and Hildebrandt, L. (2014). Linking Corporate Reputation And Shareholder Value Using The Publication Of Reputation Rankings. *Journal of Business Research*, 67, (5), 1007-1017. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.08.007>
- Venanzi, D. (2012). *Financial Performance Measures and Value Creation : The State of the Art*. Springer, Berlin.
- Vithessonthi, C., Tongurai, J. (2015). The effect of firm size on the leverage-performance relationship during the financial crisis of 2007-2009. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 1-29. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.001>
- Weber, O., Koellner, T., Habegger, D., Steffensen, H, and Ohnemus, P. (2008). The Relation between the GRI Indicators and The Financial Performance Of Firms. *Progressi in Industrial Ecology – An International Journal*, 5(3), 236-254.
- Zeitun, R., Tian, G.G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *The Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-60.