



CSR PERFORMANCE AND ESG RISK TERHADAP NILAI DAN KESEHATAN KEUANGAN PERUSAHAAN NON-FINANCIAL TERDAFTAR BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2019-2022

Wikko K. Hermanda¹, Riesanti E. Wijaya²

^{1,2}Surabaya University, Indonesia

Abstract

Receive
d:
Revised
:
Accepted
d:

Penelitian ini bertujuan guna menganalisis bagaimana CSR Performance dan ESG Risk terhadap nilai perusahaan dan kesehatan keuangan perusahaan. Dimana peneliti melakukan penelitian menggunakan perusahaan non-keuangan BEI pada periode 2019-2022.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan *Generally Least Square* (GLS) dan *Binary Regression Logistic* dalam melakukan analisis. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini 176 observasi periode 2019-2022. Variabel independen yang digunakan adalah CSR Performance (CSR Index), ESG Risk (ESG Score), Debt to Asset Ratio (DAR), Ukuran Perusahaan (SIZE), dan Usia Perusahaan Listisng (AGE), dan Pertumbuhan Aset (GROW). Variabel dependen adalah TOBINQ dengan menggunakan skala nominal dan S-SCORE dengan menggunakan skala rasio. 1 untuk perusahaan sehat dan 0 untuk perusahaan tidak sehat.

Penelitian ini menunjukkan bahwa CSR Performance tidak memiliki pengaruh apapun terhadap nilai dan kesehatan keuangan perusahaan. Serta ESG Risk tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, ESG Risk memiliki pengaruh positif terhadap kesehatan keuangan perusahaan.

Keywords:

Sustainability, CSR, ESG, Bankruptcy, Firm Value

(*) Corresponding
Author:

Wikkokrishermanda12@gmail.com, riesanti@staff.ubaya.ac.id

How to Cite: XXXXXX. (2018). XXXX. *Jurnal Ilmiah Wahana Pendidikan*, XX (x): x-xx.

PENDAHULUAN

Perekonomian Indonesia telah tumbuh secara signifikan selama beberapa dekade. Dan Indonesia merupakan salah satu negara dengan perekonomian



terbesar di Asia Tenggara dan salah satu negara di dunia dengan PDB lebih dari 1 triliun (IESR, 2019). Seiring dengan percepatan pertumbuhan ekonomi, permintaan energi juga meningkat secara signifikan. Konsumsi listrik Indonesia sendiri meningkat sekitar 26 pada periode 2014-2019. Untuk mencapai hal ini, 88% listrik dihasilkan dengan bahan bakar fosil. 60% berasal dari batu bara, 22% dari gas alam, dan 6% dari minyak. Sementara yang dihasilkan energi terbarukan berasal dari energi baru terbarukan (EBT). Kebutuhan batu bara dalam produksi listrik akan meningkat dari 90 juta ton pada tahun 2019 menjadi 150-160 juta ton pada tahun 2028-2030 (IESR, 2019). Analisis statistik pembangkit listrik tenaga batubara PLN menunjukkan peningkatan sebesar 44 persen selama 15 tahun terakhir (Adiatma dkk, 2018).

Keberlanjutan menjadi topik pembicaraan. Perusahaan menaruh banyak perhatian pada keberlanjutan, yang juga merupakan tekanan dari pemangku kepentingan dan masyarakat secara keseluruhan dalam hal risiko lingkungan, sosial, dan tata kelola. Oleh karena itu, tiga dimensi (lingkungan, sosial dan tata kelola) menentukan kelangsungan hidup suatu perusahaan dari waktu ke waktu (Minutiello dan Tettamanzi, 2021). Hal ini menarik minat investor dalam kegiatan bisnis yang bertanggung jawab. Hal ini tercermin dalam pelaporan non-keuangan yang meningkatkan transparansi pelaporan lingkungan, sosial, dan pengelolaan (Zadeh dan Serafeim, 2017).

Elkington (1998) menyatakan bahwa bisnis diharapkan mampu meningkatkan keuntungan secara optimal dengan memperhatikan keuntungan secara optimal, akan tetapi aktivitas bisnis tersebut juga diharapkan mampu meningkatkan kesejahteraan masyarakat, serta juga berkontribusi dalam menjaga kelestarian lingkungan sekitar tempat operasional bisnis. Hal ini dikenal sebagai Triple-P Bottom Line dimana konsep pengukuran kinerja memperhatikan Profit, People, dan Planet. Ketiga elemen tersebut merupakan kunci dalam pembangunan berkelanjutan. Dimana informasi tersebut disajikan dalam bentuk sebuah laporan yang terpisah dari laporan keuangan perusahaan yang disebut sebagai sustainability report atau laporan berkelanjutan. Dengan melalui aktivitas dan hubungan bisnis organisasi dapat berdampak pada ekonomi, lingkungan, dan manusia yang kemudian akan berdampak pada pembangunan yang berkelanjutan tanpa mengorbankan kemampuan generasi yang akan datang dalam memenuhi kebutuhan mereka.

Beberapa literatur dimana ESG memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kinerja saham mereka. Adanya tantangan keberlanjutan perusahaan menarik perhatian signifikan kalangan akademisi, manajer, dan otoritas karena pentingnya kelestarian lingkungan bagi perusahaan (Lahane and Kant, 2022; Mirzaei and Shokouhyar, 2022). Pengungkapan terhadap kriteria ESG penting dalam menjaga reputasi dan citra perusahaan bagi stakeholder. Capelle-Blancard dan Petit (2019), Shaikh (2022), Gangi et al (2021) dan Porter dan van Linde (1995) menemukan bahwa informasi ESG berpengaruh tidak sejalan dengan reaksi investor. Dimana jika terdapat ESG yang negatif maka akan menimbulkan penurunan harga saham pada perusahaan mereka. Sedangkan informasi ESG yang positif maka akan mampu meningkatkan harga saham mereka serta akan mampu meningkatkan keunggulan kompetitif yang sangat penting dalam kinerja pasar. Ng dan Rezaee (2020) menunjukkan adanya perbaikan terhadap kinerja ESG mampu memberikan peningkatan terhadap tingkat volatilitas saham.

Adams dan Zutshi (2004) berpendapat terdapat dua pendorong yang mempengaruhi CSR. Pertama, adanya pembenaran moral dimana perusahaan menyadari cakupan tanggung jawab lebih luas selain menghasilkan keuntungan

bagi pemegang saham. Kedua, adanya kepentingan bisnis untuk melaporkan pelaporan CSR. Kim et al (2020) menemukan bahwa keterlibatan CSR dapat mampu meningkatkan ketahanan mereka terhadap peristiwa negatif yang tak terduga semisal wabah. Ketika kegiatan CSR diketahui oleh stakeholder, aktivitas tersebut dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan (Rhou dan Singal.,2020; Madsen dan Rodgers.,2015).

Hal ini tidak sejalan dengan beberapa peneliti mengenai investasi terhadap CSR atau ESG. Investasi CSR mewakili konsumsi sumber daya langka yang sebaliknya dapat membantu menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. stakeholder theory menyatakan bahwa prioritas utama perusahaan adalah peningkatan terhadap nilai pemegang saham dan praktik CSR dianggap akan membuang sumber daya untuk investasi yang lebih menguntungkan (Friedman, 2009). Selain itu, adanya perdebatan mengenai motivasi manajer yang bersifat egois dan lebih banyak terlibat CSR dapat menyebabkan perbedaan perhatian dari manajemen laba. Adanya kemungkinan bahwa manajer perilaku oportunistik untuk mendapatkan keuntungan bagi diri mereka sendiri dengan mengorbankan perusahaan dari kegiatan CSR (Dang et al.,2021). Barnea dan Rubin (2010) berpendapat bahwa pemegang saham dan manajer akan memilih dalam berinvestasi CSR dan meningkatkan nilai mereka daripada mencapai tujuan perusahaan. Tinjauan umum literatur menunjukkan bahwa aktivitas CSR meningkatkan nilai perusahaan dan kinerja perusahaan (Qureshi et al., 2019; Saeidi et al.,2015; Chang dan Shen.,2014; Nakao et al.,2007).

Landi and Sciarelli (2019) yang menemukan pada 54 perusahaan di Italia yang terdaftar tahun 2007-2015 melaporkan hubungan negatif antara ESG dan kinerja mereka. Folger-Laronde et al (2020) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa ESG yang tinggi dalam ETF tidak menjamin perlindungan selama adanya penurunan pasar yang parah selama masa pandemi COVID-19. Pada perusahaan di Amerika latin untuk tahun 2011-2015 menunjukkan adanya hubungan negatif antara ESG dengan kinerja perusahaan tersebut (Duque-Grisales dan Aguilera-Caracue.,2021). Duque-Grisales (2021) dan Marsat dan Williams (2011) menemukan hubungan negatif antara ESG dan kinerja perusahaan. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik kemungkinan tidak menguntungkan bagi beberapa industri yang paling banyak menghasilkan pencemaran lingkungan serta adanya kecenderungan berkontribusi dalam kegiatan sosial (Bhaskaran et al.,2020). Penelitian yang melaporkan ESG memiliki hubungan negatif dengan nilai pasar (Kanuri et al, 2020; Ibikunle dan Steffen, 2017). Dimana pendapat ini dibuat peneliti bahwa ESG pada perusahaan merupakan tanggung jawab secara sosial berada pada kerugian kompetitif karena adanya peningkatan biaya, serta perilaku investor yang tidak peduli dengan kinerja keberlanjutan perusahaan (Lo.,2010). Perusahaan diharuskan mengeluarkan biaya dalam bentuk upaya berkelanjutan seperti efisiensi energi yang tinggi, menjaga lingkungan operasional, kualifikasi governansi, kebijakan yang berorientasi pada karyawan, keterlibatan terhadap masyarakat, dan sebagainya.

Terdapat penelitian lain yang menunjukkan kinerja netral atau tidak adanya hubungan signifikan antara ESG dan nilai pasar perusahaan (Utz et al., 2014; Atan et al.,2018). Preuss et al. (2016) menyatakan bahwa terdapat perbedaan besar dalam pendekatan CSR antar negara. Terdapat beberapa faktor. Pertama tahap pembangunan ekonomi. Terutama pada beberapa negara berkembang yang menghadapi trade-off antara prioritas ekonomi dan isu keberlanjutan. Kedua mengenai kondisi lingkungan secara keseluruhan pada negara-negara berkembang yang tidak kondusif dalam mempromosikan CSR (lemahnya struktur kelembagaan,

kehadiran organisasi non-pemerintah, rendahnya sensitivitas konsumen mengenai isu-isu lingkungan, sosial, dan sebagainya). Maka dari itu hambatan-hambatan tersebut dinilai masih belum menguntungkan bagi perusahaan-perusahaan di negara berkembang. kemudian hal ini juga selaras dengan Sharma (2019) yang mencatat bahwa pemerintahan pada negara maju dan negara berkembang mengenai CSR tampak berbeda. Faktanya, pelaksanaan CSR pada negara berkembang dianggap tidak menguntungkan serta peran pemerintah yang berbeda.

Halbritter dan Dorfleitne (2015), Landi dan Sciarelli (2019) dimana pada perusahaan di Jepang tidak menemukan adanya korelasi yang signifikan antara ESG dan pengembalian portfolio yang lebih baik serta tampaknya ESG tidak memberikan peningkatan terhadap peningkatan nilai perusahaan melalui kinerja saham mereka. Kemudian, pada pasar India, Pelaporan terkait keberlanjutan ini masih belum banyak dijelajahi bahkan belum meyakinkan antara pelaporan keberlanjutan perusahaan dengan nilai perusahaan (Jyoti and Khanna., 2021; Behl et al.,2021). Hal ini sejalan dengan penelitian Paradis dan Schiehl (2021), seorang investor yang terlibat dalam industri tertentu semisal produsen tembakau, dapat menekan perusahaan dalam pengembangan produk tidak berbahaya, akan tetapi hal ini masih bertentangan dengan nilai investor dan ada kemungkinan produk baru tersebut tidaklah menguntungkan.

Penelitian ini terkait dengan penelitian sebelumnya dikarenakan terdapat perbedaan pendapat yang tidak konsisten terhadap ESG dan CSR terhadap peningkatan nilai perusahaan dan kesehatan keuangan perusahaan. Studi ini juga memperluas literasi dengan mengidentifikasi dampak ESG dan CSR terhadap peningkatan nilai perusahaan, kesehatan keuangan perusahaan. Bodhanwala and Bodhanwala (2023) bahwa ESG tidak memiliki kekuatan penjelas atas kinerja pasar saham selama periode krisis. Selain itu, tidak ada perbedaan yang signifikan dalam indikator kinerja saham pada perusahaan dengan ESG yang tinggi dan rendah selama periode krisis. Akan tetapi hal ini bertentangan Gillan et al (2021), Behl et al (2021),Folger-Laronde et al (2020) dimana berpendapat bahwa investasi terkait ESG ini akan mengurangi sumber daya perusahaan yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan dan akan mampu mengurangi nilai perusahaan dalam jangka pendek serta ESG yang tinggi tidak menjamin perlindungan selama adanya penurunan pasar yang parah selama masa pandemi COVID-19.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

CSR, Nilai Perusahaan, dan Kesehatan keuangan.

Aktivitas CSR dapat digunakan untuk strategi guna menarik pandangan positif bagi *stakeholder* dan menciptakan reputasi perusahaan yang unik serta akan membangun keunggulan kompetitif dan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan mampu mengurangi risiko keuangan dan biaya modal yang akan meningkatkan kekayaan investor dan nilai pasar perusahaan (Surroca *et al.*,2010; Sirsly dan Lvina.,2019. Investasi terhadap CSR juga dapat membantu perusahaan dalam memperoleh legitimasi eksternal dengan memperkuat hubungan dengan regulator yang berguna dalam dukungan yang bermanfaat atau menghindari denda besar dari regulator (Brown dan Fraser.,2006; Wang dan Qian.,2011). Dengan adanya

kegiatan CSR dan adanya publikasi penghargaan terkait CSR ini akan memberikan sinyal nyata dan kredibel dalam mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan pasar saham. Akan tetapi perusahaan tidak akan mendapatkan manfaat dari investasi CSR tanpa sistem yang dilakukan dengan baik (Wang *et al.*, 2016; Dyck *et al.*, 2019). Long *et al* (2022) mengungkapkan bahwa adanya penghargaan atas CSR akan mampu memberikan sinyal yang jelas dan efektif dalam membantu investor membuat keputusan investasi. Meskipun investor curiga terhadap penghargaan CSR dalam jangka pendek akan tetapi dalam jangka panjang akan menghasilkan kinerja saham yang menguntungkan. Hal ini akan menjadi strategi CSR perusahaan. Serta akan membantu pihak eksternal dalam menilai kinerja perusahaan dengan baik dan memberikan bukti yang kredibel. Dari beberapa penelitian terdahulu, peneliti mendapatkan hipotesis sebagai berikut

H1 : Kinerja CSR berpengaruh positif terhadap peningkatan nilai perusahaan

H1a : Kinerja CSR berpengaruh negatif terhadap kesehatan keuangan perusahaan

ESG, Nilai Perusahaan, dan Kesehatan keuangan.

Garcia *et al* (2017) melaporkan bahwa negara berkembang, perusahaan yang termasuk dalam industri yang sensitif berkinerja baik dalam keberlanjutan perusahaan dan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak sensitif dan akan memberikan penilaian pasar yang baik. Efek positif pengungkapan ESG terhadap kinerja keuangan lebih terasa pada perusahaan dengan investor ESG dan perusahaan yang telah lama berdiri, perhatian media yang tinggi, dan biaya agensi yang tinggi. Hal ini akan menarik investor ESG dan akan memainkan perannya dalam kinerja keuangan (Chen & Xie, 2022). ESG yang kuat juga akan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan. Begitu sebaliknya jika ESG melemah maka nilai pasar perusahaan akan mengalami penurunan (Fatemi *et al*, 2018). Investor akan bereaksi positif terhadap kinerja ESG (Nekhili *et al*, 2019). Ionescu (2019) dari faktor ESG, faktor tata kelola memiliki pengaruh paling penting pada nilai perusahaan. Dari beberapa penelitian diatas bahwa dapat disimpulkan bahwa ESG memiliki pengaruh signifikan terhadap peningkatan *market value* perusahaan. Adanya tantangan keberlanjutan perusahaan telah menarik perhatian signifikan pada kalangan akademisi, manajer, dan otoritas karena pentingnya kelestarian lingkungan bagi perusahaan (Lahane and Kant., 2022; Mirzaei and

Shokouhyar., 2022). Pengungkapan terhadap kriteria ESG penting dalam menjaga reputasi dan citra perusahaan bagi *stakeholder*. Capelle-Blancard dan Petit (2019), Shaikh (2022), Gangi *et al* (2021), Zhang *et al* (2022), dan Porter dan van Linde (1995) menemukan bahwa informasi mengenai ESG akan memiliki pengaruh terhadap reaksi investor. Dimana jika terdapat ESG yang negatif maka akan menimbulkan penurunan harga saham pada perusahaan mereka. Sedangkan informasi ESG yang positif maka akan mampu meningkatkan harga saham mereka serta akan mampu meningkatkan keunggulan kompetitif yang sangat penting dalam kinerja pasar. Ng dan Rezaee (2020) menunjukkan ESG Score akan meningkatkan tingkat volatilitas saham.

H2 : Risiko ESG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

H2a : Risiko ESG berpengaruh negatif terhadap kesehatan keuangan perusahaan

METODE

Dalam penelitian ini, metode pengambilan sampel data kelompok yang digunakan dalam penelitian ini digunakan dalam kaitannya dengan nilai perusahaan atau kinerja perusahaan (Buallay, 2019; Buallay et al, 2020; Esteban-Sanches et al, 2017; Maqbool dan Zameer, 2018; Platonova et al.al.al, 2018). Dalam penelitian ini model sampel menggunakan proksi untuk mengukur nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q dan model pengukuran terkait kesehatan finansial menggunakan S-Score. Perkiraan ini didasarkan pada persamaan berikut:

$$TOBINQ = \beta_1 ESGs + \beta_2 CSRI + \beta_3 DAR + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \beta_6 Grow$$

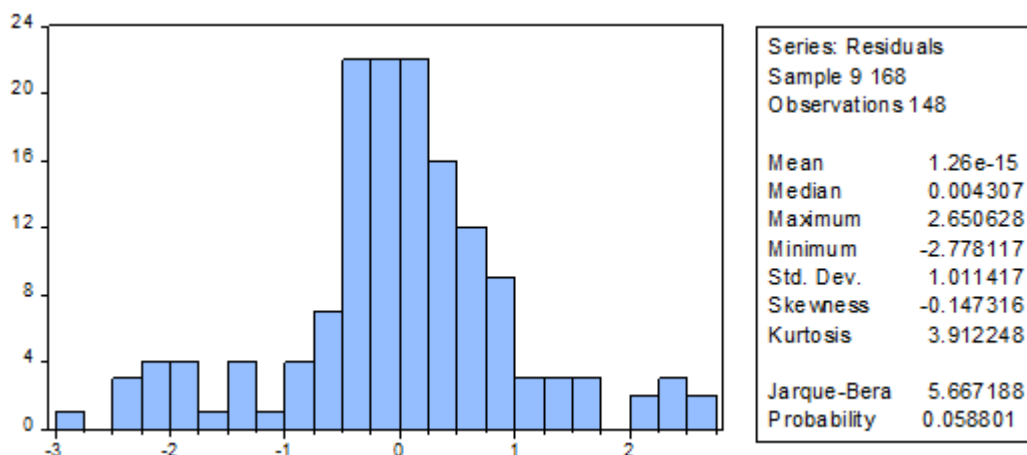
$$S\ Score = \beta_1 ESGs + \beta_2 CSRI + \beta_3 DAR + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \beta_6 Grow$$

Pada penelitian estimasi yang digunakan adalah random effect model (REM). model ini merupakan model yang digunakan dalam melakukan estimasi data panel. Dimana variabel residual yang mungkin saling berhubungan antar individu dan antar waktu. Asumsi model ini adalah terdapat dua komponen yang memiliki kontribusi dalam pembentukan error, yaitu cross section dan time series. Dengan menggunakan model REM ini, maka metode estimasi yang digunakan adalah Generalized Least Square (GLS). Serta pada penelitian ini juga menggunakan model regresi logistik biner.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Asumis Klasik

Uji Normalitas



Hasil yang telah diperoleh setelah peneliti melakukan penghilangan ataupun penghapusan data *outlier*. Dimana hasil menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.058801. Nilai tersebut telah melebihi nilai batas atas 0.05. Maka dari itu, data yang digunakan peneliti tidak terdapat permasalahan normalitas dalam penelitian ini. Akan tetapi, jumlah sampel yang digunakan adalah 148 dari 168 sampel dari sebelumnya.

Multikolinearitas

Variance Inflation Factors			
Date: 11/02/23 Time: 14:16			
Sample: 1 176			
Included observations: 148			
	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	1.327147	184.1713	NA
ESGs	6.95E-05	10.93224	1.082322
CSRi	0.000222	82.66063	1.087402
DAR	0.113390	1.204058	1.031466
SIZE	0.002231	51.36538	1.121238
AGE	0.000119	10.24027	1.065831
GROW	0.002881	1.215373	1.022367

Berdasarkan tabel diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa seluruh variabel *independen* yang digunakan tidak mengalami masalah multikolinearitas. Hal ini

dikarenakan semua variabel yang digunakan pada penelitian ini memiliki nilai tolerance ≥ 0.10 dan nilai VIF ≤ 10 .

Heterokedasitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	2.0577 06	Prob. F(6,131)	0.06 25
Obs*R-squared	11.885 77	Prob. Chi-Square(6)	0.06 46
Scaled explained SS	68.073 95	Prob. Chi-Square(6)	0.00 00

Pada tabel diatas menunjukkan nilai Probabilitas F sebesar 0.0625. Dimana nilai ini melebihi dari tingkat signifikansi 0.05. Maka dari itu, Tidak ada permasalahan heterokedasitas yang terdeteksi pada pengujian ini.

Autokorelasi

Berdasarkan tabel yang diberikan, ditemukan bahwa nilai Durbin-Watson (dw) adalah 1,7761. Selanjutnya, nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel Durbin-Watson pada tingkat signifikansi 5% (0,05) dengan menggunakan rumus (k; n). Dalam hal ini, jumlah variabel independen adalah 2, dan jumlah sampel adalah N = 148. Hasil perbandingan menunjukkan bahwa nilai dL (batas bawah) adalah 1,717 dan nilai dU (batas atas) adalah 1,744.

Nilai Durbin-Watson (dw) sebesar 1,7761 lebih besar daripada batas atas (dU), yaitu 1,744, dan lebih kecil daripada $(4 - dU) = 2,256$. Oleh karena itu, berdasarkan prinsip uji Durbin-Watson yang telah dijelaskan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa tidak ada tanda-tanda atau masalah autokorelasi. Sehingga penelitian yang telah dilakukan dapat dilanjutkan.

Uji Chow atau Likelihood Test

Pengujian ini merupakan pengujian yang dilakukan guna menentukan model *common effect* dan *fixed effect* yang paling tepat yang digunakan dalam mengestimasi data panel. Hipotesis dalam Uji Chow adalah :

H0 : *Common effect* atau *pooled OLS*

H1 : *Fixed effect model*

Redundant Fixed Effects Tests		
Equation: Untitled		
Test cross-section fixed effects		

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob .
Cross-section F	96.971684	(39,10 2)	0.00 00
Cross-section Chi-square	538.663932	39	0.00 00

Hasil uji Chow menggunakan *Eviews 10* menunjukkan bahwa nilai probabilitas adalah 0.0000. Dimana nilai ini lebih kecil dari nilai signifikansi 0.05 yang membuat H0 untuk model ini ditolak dan H1 diterima. Maka dari itu, estimasi yang lebih baik pada penelitian ini adalah menggunakan *fixed effect model* (FEM).

Uji Hausman

Pengujian ini digunakan untuk menentukan pilihan antara *fixed effect* atau *random effect* yang lebih sesuai. Jika nilai statistik Hausman lebih rendah dari 0.05, maka H1 diterima dan model yang sesuai adalah *fixed effect model*.

H0 : *Random effect model*

H1 : *Fixed effect model*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob .
Cross-section random	7.770996	6	0.25 54

Pada pengujian Hausman menunjukkan bahwa probabilitas adalah 0.2554 yang menunjukkan bahwa nilai probabilitas tersebut lebih besar dari nilai signifikansi 0.05. Maka dari itu, H1 diterima dan H0 ditolak. Model estimasi yang sesuai adalah *random effect model* (REM).

Terdapat perbedaan hasil antara pengujian *Chow* atau *likelihood test* dan *Hausman*. Maka langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian *Lagrange Multiplier*.

Uji Lagrange

Pengujian ini digunakan dalam menentukan model yang akan digunakan pada analisis data panel. Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H0 : *Common effect*

H1 : *Random effect*

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 11/02/23 Time: 14:11			
Sample: 2019 2022			
Total panel observations: 148			
Probability in ()			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	156.6722	0.783054	157.4552
	(0.0000)	(0.3762)	(0.0000)
Honda	12.51687	-0.884903	8.225046
	(0.0000)	(0.8119)	(0.0000)
King-Wu	12.51687	-0.884903	2.523283
	(0.0000)	(0.8119)	(0.0058)
GHM	--	--	156.6722
	--	--	(0.0000)

Pada pengujian *Lagrange* menunjukkan probabilitas dari uji breusch-pagan adalah 0.0000. Dimana nilai ini lebih kecil dari nilai signifikansi 0.05. Maka dari itu, H0 ditolak dan H1 diterima. Model estimasi yang paling sesuai adalah *random effect model (REM)*.

Analisis Regresi GLS Method (Model 1)

Analisis ini bertujuan untuk menilai dampak variabel independen pada variabel

dependen dalam konteks data panel yang mencakup kombinasi antara data yang didapat sepanjang tahun (time series) dan cross section. Dimana metode estimasi yang digunakan random effect model (REM). Berikut hasil estimasi yang diperoleh :

Dependent Variable: TOBINQ				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 11/02/23 Time: 14:30				
Sample: 2019 2022				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 40				
Total panel (unbalanced) observations: 148				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.939526	1.063196	8.408167	0.0000
ESGs	0.000332	0.004835	0.068569	0.9454

CSRi	-0.005959	0.005601	- 1.06389 1	0.2892
DAR	0.048245	0.074304	0.64928 9	0.5172
SIZE	0.596056	0.078453	- 7.59757 9	0.0000
AGE	-0.017617	0.012779	- 1.37864 9	0.1702
GROW	0.161161	0.053651	3.00387 4	0.0032
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			1.08071 9	0.9679
Idiosyncratic random			0.19676 8	0.0321
Weighted Statistics				
R-squared	0.345029	Mean dependent var	0.071957	
Adjusted R-squared	0.317158	S.D. dependent var	0.244503	
S.E. of regression	0.199592	Sum squared resid	5.617028	
F-statistic	12.37947	Durbin-Watson stat	1.188485	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.411921	Mean dependent var	0.705676	
Sum squared resid	181.4940	Durbin-Watson stat	0.036782	

Persamaan Hasil Uji Regresi

$$\text{TOBINQ} = \alpha + \beta_1 \text{ESGs} + \beta_2 \text{CSRi} + \beta_3 \text{GROW} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{AGE} + \beta_6 \text{DAR} + e$$

$$\text{TOBINQ} = 8,9395 + 0,0003 \text{ESGs} - 0,005 \text{CSRi} + 0,0482 \text{GROW} + 0,5960 \text{SIZE} - 0,0176 \text{AGE} + 0,1611 \text{DAR} + e$$

Interpretasi Model 1

H1: Kinerja CSR berpengaruh signifikan positif terhadap nilai Perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini variabel CSRi memiliki nilai probabilitas 0.2892 terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengartikan bahwa naik atau turunnya kinerja CSR tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan oleh penelitian Bae *et al* (2021) dimana memeriksa 1750 perusahaan AS ditemukan bahwa tidak adanya bukti bahwa CSR mampu

mempengaruhi *return saham*. Secara keseluruhan menunjukkan bahwa CSR dimasa sebelum krisis tidak efektif dalam melindungi kekayaan pemegang saham dari dampak buruk krisis dan tidak dapat ditarik kesimpulan yang jelas mengenai CSR selama masa krisis.

Preuss *et al.* (2016) menyatakan bahwa terdapat perbedaan besar dalam pendekatan CSR antar negara. Terdapat beberapa faktor. Pertama tahap pembangunan ekonomi. Terutama pada beberapa negara berkembang yang menghadapi *trade-off* antara prioritas ekonomi dan isu keberlanjutan. Kedua mengenai kondisi lingkungan secara keseluruhan pada negara-negara berkembang yang tidak kondusif dalam mempromosikan CSR (lemahnya struktur kelembagaan, kehadiran organisasi non-pemerintah, rendahnya sensitivitas konsumen mengenai isu-isu lingkungan, sosial, dan sebagainya). Maka dari itu hambatan-hambatan tersebut dinilai masih belum menguntungkan bagi perusahaan-perusahaan di negara berkembang. kemudian hal ini juga selaras dengan Sharma (2019) yang mencatat bahwa pemerintahan pada negara maju dan negara berkembang mengenai CSR tampak berbeda. Faktanya, pelaksanaan CSR pada negara berkembang dianggap tidak menguntungkan serta peran pemerintah yang berbeda. Aguinis dan Glavas (2012), kerangka kelembagaan yang lemah dapat mendorong perusahaan dalam inisiatif CSR secara simbolis dibandingkan tindakan nyata, sekedar untuk terlihat terlibat di mata *stakeholder* atau hanya untuk pemenuhan peraturan saja. Azmat dan Samaratunge (2009) menyatakan ada beberapa faktor yang mendasari perilaku tidak bertanggung jawab secara sosial dan lingkungan pada negara berkembang. Korupsi yang meluas, kerangka legislatif yang melemah, banyak peraturan informal, keyakinan agama, dan kurangnya kesadaran lingkungan.

H2 : ESG risk berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan ESGs memiliki nilai probabilitas 0.9454 terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengartikan bahwa naik dan turunnya atas risiko ESG tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perhatian atas risiko ESG pada negara berkembang cenderung terlambat dibandingkan dengan negara maju. Selain itu kurangnya dorongan berupa aturan yang signifikan dan insentif bagi perusahaan dalam mematuhi kebijakan ESG (Cho, 2023) Pernyataan ini juga didukung oleh De Vincentiis (2022) yang menemukan bahwa di negara Eropa, berita buruk lebih berpengaruh dibandingkan

dengan berita baik sehingga akan menimbulkan dampak harga yang negatif. hal ini juga senada dengan perusahaan yang ada di Amerika. Sedangkan pada negara Asia Pasifik, Sentimen atas berita terkait ESG yang buruk ataupun baik tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap nilai perusahaan tergambar dari pengembalian harga saham. Kemudian pada studi Pastor *et al* (2021) menunjukkan bahwa aspek penilaian ESG ini bergantung pada kesadaran investor berdasarkan hasil teoritis dan empiris. Serta Atan *et al* (2018) menunjukkan bahwa perusahaan di Malaysia tidak menemukan bukti adanya hubungan antara ESG dengan nilai perusahaan.

Pada perusahaan Jepang juga tidak ditemukannya korelasi yang signifikan antara ESG dengan pengembalian yang lebih baik. Baik perusahaan dengan risiko ESG yang tinggi ataupun rendah tampaknya tidak memberikan peningkatan ataupun penurunan terhadap nilai perusahaan melalui harga saham mereka (Halbritter dan Dorfleitne, 2015; Landi dan Sciarelli, 2018). Pada pasar India, belum adanya perhatian atau masih belum banyak yang menjelajahi mengenai keberlanjutan yang mampu meyakinkan untuk nilai perusahaan (Jyoti dan Khanna, 2021; Behl *et al*, 2021). Penelitian Paradis dan Schiehl (2021), seorang investor yang terlibat dalam industri tertentu semisal produsen tembakau, dapat menekan perusahaan dalam pengembangan produk tidak berbahaya, akan tetapi hal ini masih bertentangan dengan nilai investor dan ada kemungkinan produk baru tersebut tidaklah menguntungkan. Dengan adanya kinerja ESG yang sempurna untuk sektor bisnis tertentu kemungkinan akan ditolak oleh investor tertentu, dimana kemungkinan ESG akan diabaikan dan lebih peduli dengan kinerja keuangan dibandingkan pertimbangan moral.

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification

Andrews and Hosmer-Lemeshow Tests

Equation: UNTITLED

Date: 11/03/23 Time: 06:48

Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	6.00E-16	0.2752	32	28.8342	3	6.16576	35	1.97301
2	0.28	0.3784	21	23.6092	14	11.3908	35	0.88606
3	0.3791	0.4951	16	19.3287	19	15.6713	35	1.28026
4	0.4959	0.595	17	15.9496	18	19.0504	35	0.12709
5	0.599	0.7547	13	11.2783	23	24.7217	36	0.38276

	Total	99	99	77	77	176	4.64917
H-L Statistic		4.6492		Prob. Chi-Sq(3)		0.1994	
Andrews Statistic		6.7603		Prob. Chi-Sq(5)		0.2391	

Regresi logistik dalam persamaan ini digunakan untuk menilai variabel *independen* dalam penelitian ini adalah ESGs dan CSRI. *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* sebesar 4.6492 dengan tingkat profitabilitas sebesar 0.1994. Dimana nilai profitabilitas yang melebihi 0.05, hal ini mengindikasikan model ini mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model regresi ini yang digunakan dalam penelitian ini layak dan cocok dengan data observasinya (H0 diterima dan H1 ditolak) (Ghozali.,2017).

Koefisien Determinasi

Pada model regresi mengenai pengaruh CSR *performance* dan ESG *risk* terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Koefisien determinasi pada regresi logistik kedua dilihat melalui nilai McFadden R Squared sebesar 0.110722 dengan kata lain sebesar 11.07% kondisi kesehatan keuangan perusahaan dapat dipengaruhi atau diprediksi dengan variabel independen CSRI dan ESGs. Sedangkan sebesar 88.93% dipengaruhi variabel-variabel independen lainnya diluar model regresi pada penelitian ini.

Likelihood Test

CSR *performance* dan ESG *risk* terhadap kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Nilai LR *statistic* kedua sebesar 26.70944 dengan probabilitas sebesar 0.0000164 dimana hal ini mengartikan bahwa seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dalam penelitian ini adalah CSRI dan ESGs memiliki pengaruh signifikan terhadap kondisi kesehatan keuangan perusahaan.

Analisis Regresi Logistik Biner (Model 2)

Dependent Variable: S-Score
 Method: ML - Binary Logit (Newton-Raphson / Marquardt steps)
 Date: 11/03/23 Time: 06:47
 Sample: 2019 2022

Included observations: 176
 Convergence achieved after 6 iterations
 Coefficient covariance computed using observed
 Hessian

Variable	Coefficient t	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.259143	2.040456	0.127002	0.8989
ESGs	-0.031340	0.016050	-1.952636	0.0500
CSRi	0.001057	0.027350	0.038637	0.9692
GROW	-0.531919	0.700050	-0.759831	0.4474
SIZE	0.095675	0.086205	1.109845	0.2671
AGE	0.026569	0.020441	1.299774	0.1937
DAR	-2.886598	0.791149	-3.648613	0.0003

McFadden R-squared	0.110722	Mean dependent var	0.437500
S.D. dependent var	0.497494	S.E. of regression	0.471865
Akaike info criterion	1.298416	Sum squared resid	37.62892
Schwarz criterion	1.424514	Log likelihood	-107.2606
Hannan-Quinn criter.	1.349561	Deviance	214.5212
Restr. deviance	241.2306	Restr. log likelihood	-120.6153
LR statistic	26.70944	Avg. log likelihood	-0.609435
Prob(LR statistic)	0.000164		

Interpretasi Model 2

H1a: Kinerja CSR berpengaruh negatif terhadap Kesehatan keuangan perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian variabel CSRi memiliki nilai probabilitas 0.9692 terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Maka dari hasil ini dapat dikatakan semakin baik atau tidaknya kinerja CSR tidak berpengaruh signifikan terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Hamdoun *et al* (2020) dan Jamali (2007) menunjukkan bahwa tidak adanya hubungan secara langsung CSR dengan kinerja keuangan perusahaan. Fakta bahwa aksi sosial yang dilakukan oleh perusahaan kecil dan menengah seringkali terbatas serta jauh dari inti dan tujuan strategis jangka panjang mereka. Hamdoun *et al* (2020), Sharma (2019) menyimpulkan bahwa adanya kelemahan kelembagaan pada negara berkembang (terutama adanya mekanisme insentif yang efektif) yang membuat sumber daya perusahaan menjadi pemborosan. Selain itu, lemahnya komunikasi CSR perusahaan di negara berkembang yang berfokus pada kegiatan amal, dan

kampanye pemasaran yang kuat serta tidak membantu dalam memperoleh keuntungan finansial. Nelling dan Webb (2009) melaporkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara CSR dan kinerja keuangan. Mereka menganggap adanya hubungan positif pada penelitian sebelumnya akan melemah jika dilakukan model penelitian yang lebih detail. Maka dari itu mereka menyatakan CSR tidak akan mampu mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

H2a : ESG risk berpengaruh negatif terhadap Kesehatan keuangan perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan ESGs memiliki nilai probabilitas 0.500 terhadap kondisi kesehatan keuangan perusahaan dengan nilai koefisien -0.03134. Hal ini mengindikasikan bahwa ESG Risk berpengaruh negatif terhadap kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Dimana dalam penelitian ini jika Risiko ESG tinggi akan membuat kondisi kesehatan keuangan Perusahaan menurun. Begitu sebaliknya.

Risiko keberlanjutan yang mengacu pada kondisi lingkungan, sosial, dan tata kelola yang memiliki kemungkinan potensi menimbulkan dampak negatif yang signifikan terhadap aset, situasi keuangan dan pendapatan ataupun reputasi entitas (European Commission, 2020). Pengelolaan terhadap ESG Risk yang buruk akan merusak kredibilitas dan reputasi perusahaan serta akan berdampak negatif terhadap pertumbuhan berkelanjutan perusahaan (Oprean-stan *et al*, 2020). Khovrak (2020) menunjukkan bahwa pemeringkatan ESG Risk dapat dilakukan dalam melakukan evaluasi kemampuan perusahaan asuransi dalam melakukan pengelolaan keberlanjutan perusahaan. Teng *et al* (2021) mengestimasi menggunakan OLS dan QR menunjukkan bahwa risiko ESG berpengaruh negatif terhadap *sustainability growth rate* dan akan mengakibatkan hambatan pada pembangunan berkelanjutan pada perusahaan yang terdaftar di Taiwan. Teng *et al* (2021), Yoon *et al* (2018), Miralles-Quirós *et al* (2018), Garcia *et al* (2017) perusahaan-perusahaan yang sensitif terhadap lingkungan ditunjukkan bahwa hubungan negatif antara ESG Risk terhadap *sustainability growth rate*. Garcia *et al* (2017) melaporkan bahwa negara berkembang, perusahaan yang termasuk dalam industri yang sensitif berkinerja baik dalam keberlanjutan perusahaan dan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak sensitif dan akan memberikan penilaian pasar yang baik. Efek positif pengungkapan ESG terhadap kinerja keuangan lebih terasa pada perusahaan dengan investor ESG dan perusahaan yang telah lama berdiri, perhatian media yang tinggi, dan biaya agensi yang tinggi. Hal

ini akan menarik investor ESG dan akan memainkan perannya dalam kinerja keuangan (Chen & Xie, 2022).

KESIMPULAN

Pengujian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa nilai probabilitas CSR *performance* terhadap kesehatan keuangan perusahaan adalah 0,9692. Hal ini mengindikasikan bahwa CSR *performance* tidak berpengaruh signifikan terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Dari hasil ini peneliti menduga bahwa CSR hanya sebatas pada formalitas memenuhi aturan yang berlaku. Serta adanya kemungkinan bahwa masyarakat yang menggunakan atau membeli produk atau jasa belum memiliki kesadaran yang cukup mengenai isu CSR yang membuat tidak mendorong masyarakat lebih aktif dalam menggunakan produk atau jasa tersebut.

Tetapi, Hasil berbeda menunjukkan bahwa nilai ESG *risk* terhadap kesehatan keuangan perusahaan adalah 0,500 dengan koefisien -0,03134. hal ini mengindikasikan bahwa ESG *risk* berpengaruh negatif terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Dimana dari hasil ini mengindikasikan bahwa ternyata perusahaan yang memperhatikan risiko bisnis mereka khususnya terkait risiko ESG akan mampu mengurangi dampak negatif perusahaan khususnya keuangan perusahaan. Serta mampu meningkatkan reputasi mereka yang akan berpengaruh terhadap pertumbuhan berkelanjutan perusahaan jika terdapat informasi mengenai ESG yang buruk.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, C., & Zutshi, A. (2004). Corporate Social Responsibility: Why Business Should Act Responsibly and Be Accountable. *Australian Accounting Review*, 14(34), 31-39. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2004.tb00238.x>
- Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility. *Journal Of Management*. doi:10.1177/0149206311436079
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2925310>
- Atan, R. A. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, 182-194.
- Atan, R. A., M. M., S. J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies.

- Management of Environmental Quality*, 29(2), 182-194. doi:<https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Azmat, F., & Samaratunge, R. (2009). Responsible Entrepreneurship in Developing Countries: Understanding the Realities and Complexities. *Journal of Business Ethics*, 90(3), 437-452. doi:10.1007/s10551-009-0054-8
- Bae, K.-H., Ghoul, S. E., Gong, Z. (., & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*. doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101876
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.
- Behl, A. K. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313, 231-256. doi:<https://doi.org/10.1007/s10479-021-04189-8>
- Bhaskaran, R. K. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An. *Managerial And Decision Economics*, 41(5), 710-729. doi: <https://doi.org/10.1002/mde.3131>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2023). Environmental, social and governance performance: influence on market value in the COVID-19 crisis. *Management Decision*, 2442-2466. doi:<https://doi.org/10.1108/MD-08-2022-1084>
- Brown, J., & Fraser, M. (2006). Approaches and perspectives in social and environmental accounting: An overview of the conceptual landscape. *Business Strategy and the Environment*, 15(2), 103-117. doi:10.1002/bse.452
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality*, 30(1), 98-115. doi:<https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E. S., & Mubarak, M. A. (2020). Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*. doi:10.1108/EMJB-05-2019-0066
- Capelle-Blancard, G. (2019). Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction. *Journal of Business Ethics*, 157(2), 543-565. doi:10.1007/s10551-017-3667-3
- Chang, Y.-C., & Shen, C.-H. (2014). Corporate Social Responsibility and Profitability-Cost of Debt as the Mediator. *Taipei Economic Inquiry*, 50(02), 291-357.
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83. doi:<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cho, Y. (2022). ESG and Firm Performance: Focusing on the Environmental Strategy. *Sustainability*, 14(13). doi:<https://doi.org/10.3390/su14137857>

- Dang, H. N., Hoang, K., Vu, V. T., & Nguyen, L. V. (2021). Do socially responsible firms always disclose high-quality earnings? Evidence from an emerging socialist economy. *Asian Review of Accounting*, 29(3), 291-306. doi:<https://doi.org/10.1108/ARA-11-2020-0174>
- de Vincentiis, . P. (2022). Do international investors care about ESG news?. *Qualitative Research in Financial Markets*. doi:10.1108/QRFM-11-2021-0184
- Deon Arinaldo, J. C. (2019, Maret). Dinamika Batu Bara Indonesia: Menuju Transisi Energi yang Adil. *The Institute for Essential Services Reform (IESR)*.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(02), 315-334. doi:10.1007/s10551-019-04177-w
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Elkington. (1998). *Cannibals with forks: The Triple Bottom Line of 21st. BC Canada: New Society Publisher.*
- Esteban-Sanchez, P., Cuesta, M. D., & --, J. P.-G. (2017). Corporate Social Performance and its relation with Corporate Financial Performance: international evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 162(3). doi:10.1016/j.jclepro.2017.06.127
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. doi:<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L., & Elalfy, A. (2020). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 1-7. doi:10.1080/20430795.2020.1782814
- Friedman, L. C. (2009). Tobacco Industry Use of Corporate Social Responsibility Tactics as a Sword and a Shield on Secondhand Smoke Issues. *Journal of Law, Medicine & Ethics*, 37(4), 819-827. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1748-720X.2009.00453.x>
- Gangi, F., D'Angelo, E., Daniele, L. M., & Varrone, N. (2021). Assessing the impact of socially responsible human resources management on company environmental performance and cost of debt. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4). doi:10.1002/csr.2179
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66.

- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26(C), 25-35. doi:10.1016/j.rfe.2015.03.004
- Hamdoun M., A. M. (2022). Could CSR Improve the Financial Performance of Developing Countries' Firms? Analyses of Mediating Effect of Intangible Resources. *European Business Review*, 34, 41-61. doi:https://doi.org/10.1108/EBR-09-2019-0236
- Ibikunle, G., & Steffen, T. (2017). European Green Mutual Fund Performance: A Comparative Analysis with their Conventional and Black Peers. *Journal of Business Ethics*, 145, 337-355. doi:https://doi.org/10.1007/s10551-015-2850-7
- Ionescu, G. H. (2019). The impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(5), 820-849. doi:10.3846/tede.2019.10294
- Jamali, D., & Mirshak, R. (2007). Corporate Social Responsibility (CSR): Theory and Practice in a Developing Country Context. *Journal of Business Ethics*, 72, 243-262.
- Jyoti, G., & Khanna, A. (2021). Does sustainability performance impact financial performance? Evidence from Indian service sector firms. *Sustainable Development*, 29(6), 1086-1095. doi:https://doi.org/10.1002/sd.2204
- Kanuri, V. K., Houston, R., & Andrews, M. (2020). Firms behaving badly? Investor reactions to corporate social irresponsibility. *Business and Society Review*, 125(1), 41-70. doi: https://doi.org/10.1111/basr.12193
- Khovrak, I. (2020). "Higher education institutions as a driver of sustainable social development: Polish experience for Ukraine". *Environmental Economics*, 11(1), 1-13. doi:http://dx.doi.org/10.21511/ee.11(1).2020.01
- Kim, M., Yin, X., & Lee, G. (2020). The effect of CSR on corporate image, customer citizenship behaviors, and customers' long-term relationship orientation. *International Journal of Hospitality Management*, 88. doi:https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102520
- Lahane, S., & Kant, R. (2022). Investigating the sustainable development goals derived due to adoption of circular economy practices. *Waste Management*, 143, 1-14. doi:https://doi.org/10.1016/j.wasman.2022.02.016
- Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(01), 11-27. doi:https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254
- Long, R., Zhang, M., Tan, Q., & Wei, K. (2022). Do CSR awards enhance firms' market value? Evidence from China. *Chinese Management Studies*, 17(6), 1302-1317. doi:https://doi.org/10.1108/CMS-07-2022-0234

- Madsen, P. M., & Rodgers, Z. J. (2015). Looking good by doing good: The antecedents and consequences of stakeholder attention to corporate disaster relief. *Strategic Management Journal*, 36(5), 776-794. doi:<https://doi.org/10.1002/smj.2246>
- Maqbool, S., & Zameer, N. (2018). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis of Indian Banks. *Future Business Journal*, 4, 84-93. doi:<https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.12.002>
- Marsat, S., & Williams, B. (2011). CSR and Market Valuation: International Evidence. *International Conference of the French Finance Association*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1833581>
- Minutiello, V., & Tettamanzi, P. (2021, August 22). The quality of nonfinancial voluntary disclosure: A systematic literature network analysis on sustainability reporting and integrated reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-18. doi: <https://doi.org/10.1002/csr.2195>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. (2018). The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, 10(3). doi:<https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Mirzaei, S., & Shokouhyar, S. (2022). Applying a thematic analysis in identifying the role of circular economy in sustainable supply chain practices. *Environment Development and Sustainability*, 25, 4691-4722. doi:<https://doi.org/10.1007/s10668-022-02217-61>
- Mirzaei, S., & Shokouhyar, S. (2022). Applying a thematic analysis in identifying the role of circular economy in sustainable supply chain practices. *Environment Development and Sustainability*, 25(1).
- Nakao, Y., Matsumura, K., Genba, K., & Amano, A. (2007). Relationship between Environmental Performance and Financial Performance: An Empirical Analysis of Japanese Corporations. *Business Strategy and the Environment*, 16(02), 106-118. doi:10.1002/bse.476
- Nekhili, M. B. (2021). ESG performance and market value: the moderating role of employee board representation. *International Journal of Human Resource Management*, 32(14), 3061-3087. doi:<https://doi.org/10.1080/09585192.2019.1629989>
- Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: the “virtuous circle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 197-209.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2020). Business sustainability factors and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 64(C). doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101688
- Oprean-Stan, C., Oncioiu, I., Iuga, I. C., & Stan, S. (2020). Impact of Sustainability Reporting and Inadequate Management of ESG Factors on Corporate Performance and Sustainable Growth. *Sustainability*, 12(20). doi:<https://doi.org/10.3390/su12208536>

- Paradis, G., & Schiehl, E. (2021). ESG Outcasts: Study of the ESG Performance of Sin Stocks. *Sustainability*, 13(7), 1-18.
- Pastor, L., Stambaugh, R., & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550-571. doi:10.1016/j.jfineco.2020.12.011
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 151, 451-471. doi:10.1007/s10551-016-3229-0
- Porter, M., & van der Linde, C. (1995). Toward a New Conception of the Environment Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 09, 97-118. doi:http://dx.doi.org/10.1257/jep.9.4.97
- Preuss, L., Barkemeyer, R., & Glavas, A. (2016). Corporate Social Responsibility in Developing Country Multinationals: Identifying Company and Country-Level Influences. *Business Ethics Quarterly*, 26(3), 347-378. doi:https://doi.org/10.1017/beq.2016.42
- Quresh, M. A., Qureshi, J., Thebo, J. A., & Shaikh, G. M. (2019). The nexus of employee's commitment, job satisfaction, and job performance: An analysis of FMCG industries of Pakistan. *Cogent Business & Management*, 06(01). doi:10.1080/23311975.2019.1654189
- Rhou, Y., & Singal, M. (2020). A review of the business case for CSR in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 84. doi:https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2019.102330
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(02), 341-350. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024
- Shaikh, I. (2022). ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE (ESG) PRACTICE AND FIRM PERFORMANCE: AN INTERNATIONAL EVIDENCE. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218-237. doi:https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202
- Sharma, E. (2019). A review of corporate social responsibility in developed and developing nations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 712-720. doi:https://doi.org/10.1002/csr.1739
- Sirsly, C.-A. T., & Lvina, E. (2019). From Doing Good to Looking Even Better: The Dynamics of CSR and Reputation. *Business & Society*, 58(6), 1234-1266. doi:https://doi.org/10.1177/0007650315627996
- Surroca, J., Tribo, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490. doi:10.1002/smj.820

- Teng, X., Wang, Y., Wang, A., Chang, B.-G., & Wu, K.-S. (2021). Environmental, Social, Governance Risk and Corporate Sustainable Growth Nexus: Quantile Regression Approach. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(20). doi:<https://doi.org/10.3390/ijerph182010865>
- Utz, S. W., Hirschberger, M., & Steuer, R. E. (2014). Tri-criterion inverse portfolio optimization with application to socially responsible mutual funds. *European Journal of Operational Research*.
- Wang, H., & Qian, C. (2011). Corporate Philanthropy and Corporate Financial Performance: The Roles of Stakeholder Response and Political Access. *Academy of Management Journal*, 54, 1159-1181. doi:<https://doi.org/10.5465/amj.2009.0548>
- Wang, H., Takeuchi, R., George, G., & Tong, L. (2016). Corporate Social Responsibility: An Overview and New Research Directions. *Academy of Management Journal*, 59(2), 534-544. doi:10.5465/amj.2016.5001
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10. doi:<https://doi.org/10.3390/su10103635>