



KINERJA TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN DAN EFISIENSI INVESTASI

Idrianita Anis¹

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti, Indonesia
idanis0212@gmail.com

Abstract

Recent years have seen as rapid increase in corporate social responsibility (CSR). This paper examines the direct and indirect link between CSR performance and investment efficiency. By using manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange for period 2013-2017, samples were collected by purposive sampling method and was analyzed with multiple regression. The first result shows that firms with high CSR performance invest more efficiently. Analysis were continued by distinguishing two alternative situations: underinvestment and overinvestment. Focusing on under-investing firms, we found that CSR performance enhances firms' investment levels through mitigating information asymmetry. In contrast, for over-investing firms, CSR performance reduces investment excess through mitigating free cash flow problems. Overall, these findings suggest a role for CSR indirectly ameliorating firm-level investment efficiency by addressing agency problems as well as information asymmetry problems.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Investment efficiency, Agency cost, Information asymmetry.

ABSTRAK

Beberapa tahun terakhir ini terlihat peningkatan pesat dalam tanggung jawab sosial perusahaan (CSR). Makalah ini membahas hubungan langsung dan tidak langsung antara kinerja CSR dan efisiensi investasi. Dengan menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017, pengambilan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling dan dianalisis dengan regresi berganda. Hasil pertama menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja CSR tinggi berinvestasi dengan lebih efisien. Analisis dilanjutkan dengan membedakan dua alternatif situasi: underinvestment dan overinvestment. Berfokus pada perusahaan yang kurang berinvestasi, kami menemukan bahwa kinerja CSR meningkatkan tingkat investasi perusahaan melalui pengurangan asimetri informasi. Sebaliknya, untuk perusahaan yang berinvestasi berlebihan, kinerja CSR mengurangi kelebihan investasi melalui mitigasi masalah arus kas bebas. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan peran CSR secara tidak langsung memperbaiki efisiensi investasi tingkat perusahaan dengan mengatasi masalah keagenan serta masalah asimetri informasi.

Kata kunci: Tanggung Jawab Sosial Perusahaan, Efisiensi investasi, Biaya keagenan, Asimetri informasi.

I. PENDAHULUAN

Dalam pasar keuangan sempurna, keputusan investasi tidak terlepas dari situasi keuangan, di mana perusahaan harus mempertimbangkan semua proyek investasi yang memiliki *net present value* (NPV) positif dan melepaskan proyek investasi yang memiliki NPV negatif (Modigliani dan Miller, 1958). Agar dapat memaksimalkan nilai, perusahaan melakukan investasi hingga mencapai *marginal benefit* sama dengan *marginal cost* proyek investasi (Hayashi, 1982). Namun, dalam hal investasi CSR, berbagai literatur menunjukkan kontradiksi (Hubbard, 1998; Husted, 2005). Selain itu, berbagai tekanan, friksi di pasar modal dapat menghalangi manajer dari keputusan investasi yang lebih baik. Hal ini menyebabkan perusahaan seringkali menyimpang dari keputusan investasi yang optimal.

Menurut teori keagenan (*agency theory*) terdapat berbagai mekanisme pengendalian yang dapat membantu mengurangi berbagai perilaku oportunistik manajer serta mengurangi asimetri informasi, seperti melakukan aktivitas atau inisiatif tanggung jawab sosial perusahaan (*corporate social responsibility/CSR*) (Waddock dan Graves, 1997; Eccles *et al.*, 2012). Oleh karena itu, kegiatan CSR secara strategis digunakan oleh perusahaan untuk memonitor permasalahan *under-investment* dan *over-investment* (Samet dan Jarboui, 2017; Benlemlih dan Bitar, 2016).

Namun, lebih dari 40 tahun terakhir perdebatan terkait implikasi finansial dari tanggung jawab sosial perusahaan terus berkembang. Tidak terkecuali di Indonesia, pemberlakuan Undang-undang No. 40 2007 pasal 74 yang mewajibkan perusahaan di Indonesia untuk menjalankan tanggung jawab sosial mendapatkan penolakan dari asosiasi pelaku bisnis dengan pengajuan banding ke

Mahkamah Konstitusi (Fauzi, 2009). Hal ini mengindikasikan kuatnya pengaruh neoklasik ekonomi (Friedman, 1962).

Friedman (1962) berpendapat satu-satunya tanggung jawab bisnis adalah memaksimalkan profit bagi pemilik, dengan konsekuensi pengeluaran CSR dianggap sebagai beban tambahan yang tidak perlu. Dengan perspektif demikian, CSR lebih dipandang sebagai kegiatan filantropi merefleksikan nilai-nilai personal pemilik yang akan dilakukan sebagai *corporate giving to society* yang tidak berhubungan dengan peningkatan daya tahan bisnis. Hal ini dibuktikan dari penurunan kegiatan filantropi perusahaan cukup signifikan dimasa krisis (Porter dan Kramer, 2002).

Hasil penelitian lebih dari 5 tahun sejak peraturan perundang-undangan CSR diberlakukan di Indonesia, menunjukkan para eksekutif (CEO) masih menganggap kegiatan CSR terbatas sebagai kegiatan filantropi (Fauzi, 2014; Gunawan, 2016), intensi mengadopsi kegiatan CSR lebih didorong oleh tekanan *stakeholders* sekunder (LSM, organisasi konsumen, asosiasi bisnis) dibandingkan faktor *market* (Fauzi, 2018). Selain itu, hasil penilaian kinerja PROPER selama tahun 2014 – 2018 menunjukkan kesadaran tanggung jawab sosial perusahaan masih rendah. Jumlah rata-rata perusahaan yang melakukan pelanggaran dan merusak lingkungan (MERAH dan HITAM) masih tinggi yaitu sebanyak 303 (15,83%) dari 1916 perusahaan peserta PROPER.

Penelitian terdahulu belum memberikan solusi tentang permasalahan perspektif CSR filantropi serta dan rendahnya kesadaran tanggung jawab sosial di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji seberapa jauh keterlibatan CSR dapat memberikan implikasi finansial dalam bentuk

efisiensi investasi (penurunan inefisiensi investasi). Dengan menggunakan pendekatan model mediasi Baron dan Kenny, (1986), penelitian ini membangun metode penelitian untuk mengetahui bagaimana kinerja CSR dapat memengaruhi efisiensi investasi, yang diprediksi terjadi melalui pengurangan permasalahan keagenan arus kas bebas atau melalui asimetri informasi antara *insiders* dan *outsiders*. Tujuan utama dari penelitian adalah menginvestigasi hubungan antara keputusan investasi dan keterlibatan perusahaan dalam kegiatan CSR. Secara khusus penelitian bertujuan untuk mengidentifikasi melalui jalur apakah kinerja CSR dapat berkontribusi terhadap peningkatan alokasi investasi yang lebih efisien.

Penelitian menggunakan data perusahaan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja CSR lebih tinggi, mampu berinvestasi dengan lebih efisien. Pengujian selanjutnya dilakukan dengan membedakan dua alternatif situasi *under-investment* dan *over-investment*. Dengan memfokuskan pada perusahaan *under-investment*, penelitian memprediksi bahwa kinerja CSR akan memperkuat level investasi melalui mitigasi permasalahan asimetri informasi. Sebaliknya, bagi perusahaan yang *over-investment* kinerja CSR diprediksi akan mengurangi kelebihan investasi melalui mitigasi permasalahan arus kas bebas.

Penelitian ini berkontribusi dalam perdebatan apakah keterlibatan perusahaan dalam inisiatif CSR merupakan *value-enhancing* dengan menunjukkan bahwa kinerja CSR yang tinggi berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi. Selain itu, penelitian berkontribusi dalam literatur dengan menunjukkan suatu mekanisme yang mengaitkan kinerja CSR dan efisiensi

investasi dengan mengurangi ketidaksempurnaan pasar modal seperti permasalahan asimetri informasi dan permasalahan keagenan.

II. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Literatur pertama tentang tanggung jawab sosial perusahaan oleh Bowen (1953) mendefinisikan CSR sebagai “*It refers to the obligations of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society*” (Bowen, 1953, p. 6). Pemikiran Bowen dilandasi *belief* bahwa pelaku bisnis merupakan sentral kekuatan pengambilan keputusan, karena keputusan dan tindakan mereka dapat menyentuh kehidupan sosial masyarakat di berbagai titik. Hal ini didukung oleh peneliti lainnya yang menyatakan konsep CSR seharusnya dipandang dalam konteks manajerial (Davis, 1960; Frederick, 1960).

Beberapa peneliti mendefinisikan CSR dengan membedakan tanggung jawab proskriptif yaitu memenuhi kriteria ekonomi dan hukum (*social obligation*) dan tanggung jawab preskriptif yang lebih menggambarkan daya respon (*social responsiveness*) sebagai daya adaptasi hingga mencapai kontinum yang kongruen dengan nilai-nilai yang diharapkan oleh pemangku kepentingan (*stakeholders*) (Carroll, 1979; Wartick dan Cochran, 1985).

Carroll, (1979) mendefinisikan CSR meliputi; (1) Tanggung jawab ekonomi (*economic responsibility*), kemampuan perusahaan memberikan pengembalian bersaing kepada pemberi modal. (2) Tanggung jawab hukum (*legal responsibility*), yaitu kegiatan bisnis yang didasari atas peraturan dan perundang-undangan sebagai *basic rule of the game* agar bisnis dapat menjalankan fungsinya.

(3) Tanggung jawab etika (*ethical responsibility*) yaitu harapan masyarakat agar perilaku dan norma etika pelaku bisnis, melebihi dari ketentuan hukum. (4) Tanggung jawab diskresi (*descretionary responsibility*) yaitu peran sukarela pelaku bisnis di mana keseluruhan kegiatan bergantung sepenuhnya kepada pertimbangan dan pilihan (judgement & option) manajerial.

2.1 Kinerja CSR dan Efisiensi Investasi

Menurut *neo-classical economic theory*, perusahaan harus memilih semua proyek investasi yang memberikan NPV positif dan melepaskan semua proyek investasi dengan NPV negatif (Modigliani dan Miller, 1958). Agar dapat memaksimalkan nilai, perusahaan berinvestasi hingga mencapai *marginal benefit* sama dengan *marginal cost* proyek (Hayashi, 1982). Namun sejumlah literatur memiliki pandangan kontradiktif dengan asumsi tersebut (Hubbard, 1998, Chen *et al.*, 2014). Friksi dalam pasar modal dapat mencegah manajer dari memilih semua investasi yang menguntungkan (*profitable*).

Dengan kondisi keterbatasan keuangan, perusahaan berkemungkinan besar menghadapi permasalahan *under-investment* (Hubbard, 1998; Campello *et al.*, 2010), sedangkan kinerja CSR memiliki peran mendasar sebagai keputusan investasi strategis yang akan memengaruhi permasalahan keterbatasan keuangan tersebut. Adopsi inisiatif CSR yang membawa kepada kinerja CSR berkontribusi dalam memfasilitasi akses terhadap pembiayaan eksternal (Cheng *et al.*, 2014), sehingga akan memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi yang diinginkan (Stein, 2003). Hal ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan perusahaan yang bertanggung jawab sosial

mendapatkan biaya ekuitas modal lebih rendah (*cost of equity*) (El Ghouli *et al.*, 2011, 2014).

Selain itu, Attig *et al.*, (2014) memberikan bukti bahwa kinerja CSR menyebabkan penurunan sensitivitas arus kas investasi. Temuan ini menekankan relevansi kinerja CSR dalam memperbaiki efisiensi tingkat investasi perusahaan. Selanjutnya, terkait dengan efisiensi investasi Benlemlih dan Bitar, (2016) menyorot bahwa implementasi kegiatan CSR dapat membantu menurunkan inefisiensi investasi. Secara spesifik, dimensi yang terkait dengan *stakeholders* seperti relasi pegawai (*employee relation*), keragaman (*diversity*), lingkungan (*environment*) serta karakteristik produk (*product characteristic*) sangat relevan dalam meningkatkan efisiensi investasi.

Berdasarkan uraian di atas, kinerja CSR berperan penting dalam keputusan investasi strategis perusahaan. Perusahaan dengan kinerja CSR tinggi akan berinvestasi dengan lebih efisien. Berdasarkan argumen ini maka diturunkan hipotesis pertama berikut:

H1: Kinerja CSR berpengaruh negatif terhadap inefisiensi investasi

2.2 Kinerja CSR, Asimetri Informasi dan Efisiensi Investasi

Dari perspektif *agency theory*, terdapat berbagai mekanisme pengendalian untuk melemahkan risiko informasi. CSR dapat digunakan sebagai mekanisme keterikatan (*bonding mechanism*) untuk meningkatkan kualitas informasi. Sebagaimana Cho *et al.*, (2013) menyarankan bahwa kinerja CSR memainkan peran positif bagi investor dengan pengurangan asimetri informasi dan tindakan regulasi yang tepat untuk mengatasi permasalahan *adverse selection* yang dihadapi oleh investor yang kekurangan informasi.

Berdasarkan uraian literatur di atas penelitian ini memposisikan kinerja CSR akan berpengaruh negatif terhadap permasalahan inefisiensi investasi melalui pengurangan asimetri informasi. Secara spesifik keberadaan asimetri informasi antara *stakeholders* perusahaan yang bervariasi berhubungan dengan permasalahan kekurangan investasi (*under-investment*). Sebagaimana disajikan dalam kerangka pemikiran, maka diturunkan hipotesis kedua berikut:

H2: Kinerja CSR berpengaruh negatif terhadap *under-investment* melalui penurunan asimetri informasi

2.3. Kinerja CSR, Biaya Keagenan dan Efisiensi Investasi

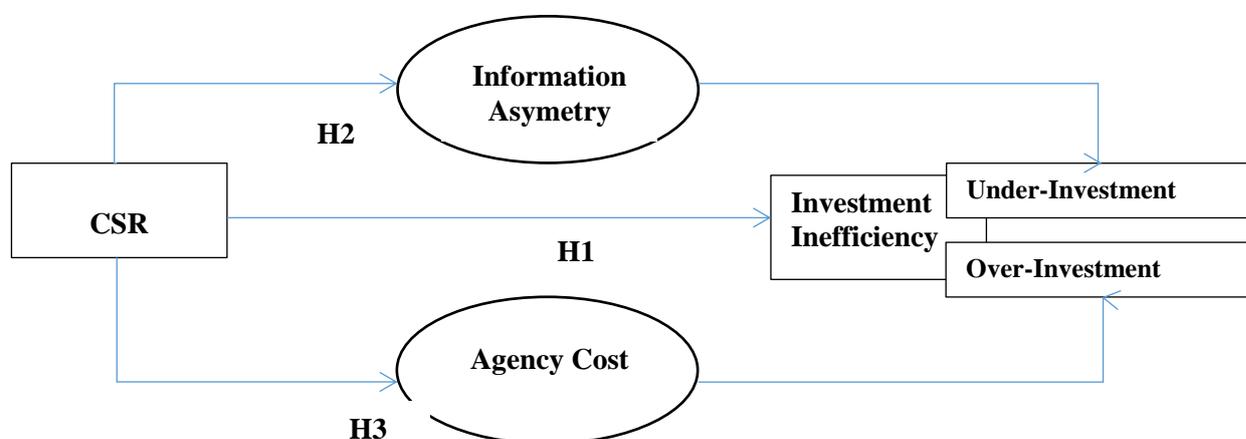
Permasalahan keagenan muncul ketika manajer dan pemegang saham pengendali mengalihkan sumberdaya perusahaan kepada pilihan yang mengutamakan kepentingan mereka sendiri dan tidak merupakan pilihan terbaik bagi pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Sleifer dan Vishny, 1997). Konflik keagenan antara keagenan dan penyalahgunaan arus kas bebas. Secara spesifik permasalahan arus kas bebas berhubungan dengan permasalahan kelebihan investasi (*over-investment*). Sebagaimana dinyatakan dalam

manajemen dan *shareholders*, dan juga antara pemegang saham pengendali serta pemegang saham minoritas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan (Myers dan Majluf, 1984; Jensen, 1986).

Dalam periode terakhir, sejumlah penelitian dilakukan untuk menginvestigasi peran CSR dalam mengatasi permasalahan keagenan. Borghesi *et al.*, (2014) menginvestigasi faktor-faktor yang memacu perusahaan untuk melakukan investasi bertanggung jawab sosial. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas lebih tinggi menunjukkan level CSR yang lebih tinggi. Harjoto dan Jo, (2011) membuktikan bahwa perusahaan menggunakan mekanisme *governance* dalam keterlibatan CSR, untuk menyelesaikan konflik antara manajer dan non-investing stakeholders, yang kemudian dapat membawa kepada nilai perusahaan yang lebih baik.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini menduga bahwa dampak Gambar kerangka pemikiran, maka diturunkan hipotesis ketiga berikut:

H3: Kinerja CSR berpengaruh negatif terhadap *over-investment* melalui penurunan biaya keagenan.



III. METODE PENELITIAN

3.1 Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan sampel 50 perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2013-2017. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan ketentuan: (1) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan pada periode 2013 – 2017. (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan berkelanjutan (*sustainability report/SR*) dan/atau melaporkan kegiatan CSR dalam laporan tahunan (*annual report/AR*). Pertimbangan untuk memasukkan perusahaan yang tidak menerbitkan SR, adalah karena perusahaan yang menerbitkan SR di Indonesia masih terbatas. *Sustainability/CSR* masih dipahami oleh pelaku bisnis umumnya sebagai kegiatan filantropi yang umumnya dilaporkan dalam laporan tahunan yang tidak mengacu kepada standar GRI (Fauzi, 2014; Gunawan, 2016).

3.2. Definisi Operasional

Variabel

3.2.1. Variabel Dependen – Inefisiensi Investasi

Mengacu kepada Samet dan Jarboui, (2017), penelitian mengukur inefisiensi investasi sebagai deviasi dari level investasi yang optimal (*expected level of investment*). Oleh karena itu, fenomena *under-investment* akan muncul ketika perusahaan berinvestasi di bawah level investasi optimal, sementara fenomena *over-investment* akan muncul ketika perusahaan berinvestasi di atas level investasi optimal. Penelitian ini mengestimasi deviasi dari investasi yang diharapkan mengikuti model yang dikembangkan oleh Chen *et al*, (2011), sebagai berikut:

$$\text{INVESTMENT}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{SGRO}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{NEG}_{i,t-1} * \text{SGRO}_{i,t-1}$$

Dimana:

$\text{INVEST}_{i,t}$ Total investasi perusahaan *i* pada tahun *t*, didefinisikan sebagai peningkatan bersih dalam aset berwujud dan nirwujud (*tangible & intangible assets*) diskalakan dengan *lagged total assets*.

$\text{SGRO}_{i,t-1}$ Persentase perubahan penjualan perusahaan *i* pada tahun *t-1*.

$\text{NEG}_{i,t-1}$ Variabel Dummy bernilai 1 untuk perusahaan dengan pertumbuhan penjualan negatif, bernilai 0 untuk selain yang bernilai negatif.

Peneliti mengestimasi model investasi perusahaan, di mana nilai residual dari model regresi di atas akan meng-capture deviasi dari tingkat investasi yang diharapkan. Nilai residual dari persamaan akan menjadi proksi utama inefisiensi investasi. Residual bernilai positif menggambarkan investasi ril melebihi level yang diharapkan, yang menggambarkan skenario *over-investment*. Sebaliknya, nilai residual negatif menggambarkan perusahaan yang melakukan investasi pada level lebih rendah daripada yang diharapkan menurut pertumbuhan penjualan, yang menggambarkan skenario *under-investment*. Variabel dependen dalam hal ini merupakan nilai absolut dari residual (*INV_INEFF*). Oleh karena itu semakin tinggi nilai residual menggambarkan level investasi yang inefisien.

3.2.2. Variabel Independen – Kinerja CSR

Kinerja CSR diukur menggunakan 5 dimensi kinerja, yang terdiri atas 91 item berdasarkan Global Reporting Standard G-4 sebagai berikut:

1. Kinerja ekonomi (*economic*) (EC1 – EC9).
2. Kinerja lingkungan (*environment*) (EN1- EN34)
3. Kinerja sosial (*social*) meliputi Ketenagakerjaan dan kenyamanan kerja (LA1 – LA16); Hak Azasi Manusia (HR1 – HR12); Masyarakat (SO1 – SO11); Tanggung Jawab Produk (PR1 – PR9).

Indeks kinerja CSR diukur dengan skala dikotomi; Nilai 1 jika terdapat pengungkapan dan Nilai 0, jika tidak terdapat pengungkapan. Indeks dihitung sebagai berikut:

$$CSR_j = \frac{\sum X_{ij}}{n_j} \times 100\%$$

3.2.3. Variabel Mediasi

A. Asimetri Informasi

Tidak terdapatnya kesepakatan umum tentang ukuran asimetri informasi, maka penelitian ini menggunakan ukuran yang sering digunakan dalam literatur akuntansi *bid-ask spread ratio*, yaitu selisih harga beli tertinggi dengan harga jual terendah yang dilakukan trader. Hal ini sejalan dengan yang digunakan oleh Cheng *et al.*, (2011); Cho *et al.*, (2013) serta Samet dan Jarboui, (2017) yaitu *bid-ask spread ratio* harian yang dirata-ratakan pada harga penutupan (*closing price*), sebagai berikut:

$$\text{Spread } t = \frac{P_{At} - P_{Bt}}{(P_{At} + P_{Bt})/2} \times 100\%$$

B. Biaya Keagenan

Pengukuran biaya keagenan mengacu kepada Chi dan Lee, (2010)

dan Samet dan Jarboui, (2017) menggunakan arus kas bebas (*free cash flow-FCF*). FCF merepresentasikan kas yang dihasilkan perusahaan setelah pengeluaran kas untuk mendukung kegiatan operasional dan menjaga asetnya. Berbeda dengan laba bersih (*earnings*), arus kas bebas merupakan ukuran profitabilitas yang tidak memasukan komponen beban non-kas pada laporan laba rugi, dan memasukkan pembelajaran atas barang modal serta perubahan dalam model kerja (*working capital*), dan tidak memasukan beban bunga dan dividen saham biasa dan preferen. Arus kas bebas diukur sebagai berikut dan kemudian diskalakan dengan nilai buku asset.

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure}$$

3.2.4. Variabel Kontrol

Mengikuti hasil penelitian terdahulu, kami menggunakan beberapa variabel kontrol dalam model, mencakup: (1) Umur perusahaan (AGE), yaitu logaritma natural dari umur perusahaan; (2) Kepemilikan Institusional (INS), merupakan persentase total saham yang dimiliki oleh perbankan atau institusi keuangan; (3) Ukuran perusahaan (SIZE), merupakan logaritme natural dari total aset perusahaan; serta (4) Variabel dummy SRI (D_SR); yaitu perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* (SR) di berikan nilai 1, dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak menerbitkan SR. Penggunaan variabel D_SR ditujukan untuk mengontrol perusahaan yang diprediksi memiliki kinerja CSR lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lainnya di BEI.

3.3. Model Penelitian

Berdasarkan definisi operasional di atas, penelitian menggunakan model regresi berganda untuk

mengestimasi hubungan antara kinerja CSR dengan inefisiensi investasi. Untuk menguji hipotesis pertama (H₁), dikembangkan model residual INV_INEFF yang diturunkan dari model INVESTMENT di atas, sebagai berikut:

$$\text{INV_INEFF}_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CSR}_{i,t-1} + \lambda_2 \text{INS}_{i,t-1} + \lambda_3 \text{AGE}_{i,t-1} + \lambda_4 \text{SIZE}_{i,t-1} + \lambda_5 \text{D_SRI}_{i,t-1} \quad (1)$$

Selanjutnya, peneliti melakukan analisis dua skenario yang berkemungkinan menjadi penyebab inefisiensi investasi, yaitu *under-investment* atau *over-investment*. Dalam skenario *under-investment*, peneliti mempertimbangkan variabel

IV. HASIL DAN DISKUSI

4.1 Statistik Deskriptif

Ikhtisar statistik deskriptif disajikan dalam Tabel 4.1 dan 4.2,

Tabel 4.1

Ikhtisar Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Minimum	Maksimum	Standar Deviasi
INV_INEFF ¹	250	0,058	0,000	0,648	0,099
UNDER ²	159	-0,073	-0,299	0,000	0,060
OVER ³	91	0,113	0,000	0,648	0,140
CSR	250	0,300	0,220	0,740	0,092
SPREAD	250	0,182	0,000	0,280	0,054
FCF	250	0,033	-0,102	0,169	0,042
INS	250	0,056	0,000	0,670	0,025
AGE	250	4,003	1,00	6,000	0,939
SIZE	250	28,79	25,8	33,32	5,978

INV_INEFF: Nilai Absolut inefisiensi investasi; UNDER: Inefisiensi karena under-investment; SPREAD: Asimetri informasi - *bid-ask spread*; OVER: Inefisiensi karena *over-investment*; FCF: Arus kas bebas - *free cash flow*.
 CSR: Kinerja CSR; INS: Kepemilikan Insititusalional; AGE: Umur perusahaam; SIZE: Logaritma Natural Total Aset
 : D_SRI: Perusahaan terdaftar pada indeks SRI Kehati
 1) Jumlah Observasi (N) : 205
 2) Jumlah Observasi (N): 159
 3) Jumlah Observasi (N): 91

Inefisiensi investasi (INV_INEFF) menunjukkan nilai mean: 0,058. Dalam pengujian secara terpisah inefisiensi investasi yang disebabkan karena *under-investment* (UNDER) jumlah observasi (N:159) menunjukkan nilai mean: -0,073. Sedangkan pada inefisiensi investasi skenario *over-investment* (OVER) nilai

dependen UNDER, Sedangkan pada skenario *over-investment*, peneliti mempertimbangkan untuk variabel dependen OVER. Oleh karena itu, sesuai dengan pengembangan hipotesis, koefisien CSR diduga akan bernilai negatif terhadap inefisiensi investasi variabel dependen *under-investment* (UNDER).

3.4. Metode Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Sebelum dilakukan analisis regresi, maka terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik yaitu uji normalitas, autokorelasi, heteroskedastisitas dan multikolinearitas. meliputi rata-rata (mean), nilai minimum, nilai maksimum serta standar deviasi.

mean: 0,113. Temuan ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan Gomariz and Ballesta, (2014), dan Samet dan Jarbou, (2017). Kinerja CSR memiliki nilai mean: 0,300, dengan standar deviasi 0,092 yang menunjukkan terdapatnya variasi yang signifikan antar perusahaan dalam keterlibatan inisiatif CSR.

Secara spesifik terdapat rentang yang jauh antara perusahaan yang kurang bertanggung jawab sosial (Nilai minimum: 0,220) dengan perusahaan yang bertanggung jawab sosial (Nilai maksimum: 0,740). Selanjutnya, sampel penelitian menunjukkan nilai mean SPREAD: 0,182, dan nilai mean FCF: 0,033. Kepemilikan institusional menunjukkan persentasi yang rendah, dimana nilai mean INS: 0,056 (5,6%) dan nilai mean SIZE: 28,79. Sementara itu, hanya 49 dari observasi (19,6%) yang mengungkapkan CSR (sustainability initiative) dalam *sustainability report* (SR).

4.2. Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian **Hipotesis 1**, di mana Model (1) dikembangkan untuk menganalisis apakah kinerja CSR dapat memperbaiki distorsi level inefisiensi investasi perusahaan. Hasil

pengujian disajikan pada Tabel 4.3 berikut.

Penelitian berhasil menemukan dukungan untuk Hipotesis 1, di mana koefisien CSR bernilai negatif dan signifikan ($\alpha = -2,53$ dan $p < 1\%$). Hal ini dapat diinterpretasikan kinerja CSR dapat mengurangi inefisiensi investasi. Temuan ini sesuai dengan prediksi penelitian, di mana perusahaan dengan kinerja CSR tinggi memiliki karakteristik sensitivitas arus kas investasi serta keterbatasan finansial yang rendah, kemudahan mendapatkan akses pembiayaan serta kualitas manajemen yang berkontribusi terhadap penurunan inefisiensi investasi. Artinya kinerja CSR memfasilitasi alokasi modal lebih efisien. Temuan sejalan dengan Benlemlih dan Bitar, (2016) serta Samet dan Jarbou, (2017).

Tabel 4.3.
Kinerja CSR dan Inefisiensi Investasi – Model 1

$INV_INEFF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t-1} + \alpha_2 INS_{i,t-1} + \alpha_3 AGE_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 D_SRI_{i,t-1}$ (1)				
	Prediksi Tanda	INEFF_V		KESIMPULAN
		β	p-value	
C		3,62	0,075	H1 Terdukung. Kinerja CSR mengurangi inefisiensi investasi.
CSR	(-)	-2,53	0,000***	
INS	(-)	2,71	0,154	
AGE	(-)	-0,16	0,671	
SIZE	(-)	-0,89	0,000***	
D_SR	(-)	-1,26	0,037**	
Observasi		250		
Adj-R2		0,073		
Prob (F-Stat)		0,000*** (5,654)		

Note: *** Signifikan pada 1%; ** Signifikan pada 5%; * Signifikan pada 10%.
Jumlah Observasi (N): 205;

Penelitian berhasil menemukan dukungan untuk Hipotesis 1, di mana koefisien CSR bernilai negatif dan signifikan ($\alpha = -2,53$ dan $p < 1\%$). Hal ini dapat diinterpretasikan kinerja CSR dapat mengurangi inefisiensi investasi. Temuan ini sesuai dengan prediksi penelitian, di mana perusahaan dengan kinerja CSR tinggi memiliki karakteristik sensitivitas arus kas investasi serta keterbatasan finansial

yang rendah, kemudahan mendapatkan akses pembiayaan serta kualitas manajemen yang berkontribusi terhadap penurunan inefisiensi investasi. Artinya kinerja CSR memfasilitasi alokasi modal lebih efisien. Temuan sejalan dengan Benlemlih dan Bitar, (2016) serta Samet dan Jarbou, (2017).

Sebagaimana diuraikan di atas, bahwa kinerja CSR mencerminkan

keseimbangan kinerja dalam pilar lingkungan (*environment*), sosial (*social*) dan tata kelola (*corporate governance*). Pilar lingkungan mencerminkan bagaimana perusahaan melakukan *best management practice* untuk mencegah risiko lingkungan serta mengkapitalisasi peluang lingkungan, mencakup penurunan emisi, inovasi produk serta pengurangan sumberdaya. Pilar sosial mencerminkan reputasi, kesehatan serta lisensi operasional perusahaan, yang mencakup: tanggung jawab produk, keragaman dan peluang, kualitas ketenagakerjaan, kesehatan dan keselamatan kerja, pelatihan dan pengembangan, komunitas serta hak azasi manusia. Dalam hal ini CG mencakup empat kategori yaitu visi dan strategi, fungsi dewan, struktur dewan serta kebijakan kompensasi.

Hasil pengujian Hipotesis 2 dengan mengelompokan sampel kedalam skenario *under-investment* yaitu perusahaan yang mengalami deviasi negatif dari investasi yang diharapkan. Pada kelompok sampel *under-investment*, akan diuji apakah kinerja CSR dapat memitigasi

permasalahan *under-investment* melalui pengurangan asimetri informasi.

Tabel 4.3 menyajikan hasil estimasi peran mediasi asimetri informasi dalam hubungan kinerja CSR dengan inefisiensi investasi. Dengan mengikuti prosedur Baron dan Kenny, (1986), tiga kondisi harus terpenuhi untuk membuktikan terdapatnya proses mediasi; **Tahap pertama**, regresi variabel independen (CSR) harus signifikan memprediksi variabel dependen (UNDER). **Tahap kedua**, regresi variabel independen (CSR) harus signifikan memprediksi variabel mediator (SPREAD). **Tahap ketiga**, mediator (SPREAD) harus signifikan memprediksi variabel dependen (UNDER). Mediasi secara parsial dibuktikan ketika pengaruh variabel independen (CSR) terhadap variabel dependen (UNDER) menjadi berkurang pada tahap ketiga dibandingkan tahap pertama. Sedangkan mediasi penuh dibuktikan ketika variabel independen tidak memiliki pengaruh ketika mediator dikontrol.

Tabel 4.3.

Kinerja CSR, Asimetri Informasi & Under-Investment – Model 2

$UNDER_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 INS_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 D_SRI_{i,t-1}$ (2a)										
$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 INS_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 D_SRI_{i,t-1}$ (2b)										
$UNDER_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SPREAD_{i,t-1} + \beta_3 INS_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 D_SRI_{i,t-1}$ (2c)										
		UNDER (2a)			SPREAD (2b)			UNDER (2c)		KESIMPULAN
		Coeff	P-Value		Coeff	P-Value		Coeff	P-Value	
C		-3,54	0,069		4,54	0,654		-3,21	0,065	
CSR	(+)	3,42	0,004**	(-)	-2,43	0,002***	(+)	1,04	0,133	
SPREAD							(-)	-2,19	0,005**	
INS	(+)	0,77	0,320	(-)	0,56	0,534	(+)	0,43	0,786	
AGE	(+)	3,04	0,003** *	(+)	1,22	0,015**	(+)	2,98	0,034**	
SIZE	(+)	0,78	0,043**	(-)	-0,65	0,987	(+)	0,73	0,031**	
D_SRI	(+)	0,87	0,003** *	(-)	-0,54	0,051**	(+)	0,87	0,002** *	
Observasi		159			159			159		
Adj-R2		0.062			0.235			0.084		
F (Stat)		3.09			8,451			4.16		
Prob (F-Stat)		0.010***			0.000***			0.002***		
Note: *** Significant at 1%; ** Significant at 5% ; * Significant at 10%										
Jumlah Observasi (N): 159										

Hasil pengujian **Tahap pertama**, estimasi Model 2a, menunjukkan koefisien CSR bernilai positif dan signifikan ($\beta = 3,42$, $p = 0,004$) sesuai dengan prediksi. Hasil menunjukkan semakin tinggi kinerja CSR mengurangi permasalahan *under-investment*. Secara spesifik, CSR merupakan mekanisme yang dapat membantu perusahaan untuk memperkuat investasi kearah level yang optimal. Hal ini membuktikan bahwa kinerja CSR memainkan peran penting dalam meningkatkan kemampuan perusahaan dalam mengakses sumber keuangan (Cheng et al., 2014), dan memilih untuk mengelola proyek investasi yang menguntungkan (Benlemlih dan Bitar, 2016).

Pengujian **Tahap kedua**, hasil estimasi Model 2b menunjukkan koefisien CSR bernilai negatif dan signifikan ($\beta = -2,43$, $p < 0,01$). Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan kinerja CSR akan membawa penurunan asimetri informasi. Temuan ini sejalan dengan Cui et al., (2015), Lopatta et al., serta Samet dan Jarboui, (2017) yang menyatakan keterlibatan perusahaan dalam inisiatif CSR membuat informasi lingkungan menjadi lebih transparan.

Pengujian **Tahap ketiga**, hasil estimasi Model 2c menunjukkan koefisien SPREAD negatif dan signifikan ($\beta = -2,19$, $p < 5\%$). Hal ini mengindikasikan bahwa asimetri informasi dikalangan manajer dan *stakeholders* menurunkan level investasi. Secara spesifik, ketika informasi lingkungan tidak transparan, biaya dana eksternal (*cost of external fund*) seringkali melebihi biaya dana internal (*cost of internal fund*). Dalam kondisi ini, perusahaan “terpaksa” untuk melepaskan beberapa proyek yang menguntungkan disebabkan karena kesulitan mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dengan konsekuensi *under-investment*

(Guariglia et al., (2016) and Chen et al., (2011). Pengaruh kinerja CSR terhadap *under-investment* menunjukkan koefisien positif, namun tidak signifikan ($\beta = 1,04$, $p > 10\%$), ketika pengaruh asimetri informasi (SPREAD) dikontrol.

Secara keseluruhan, hasil pengujian Model 2 memenuhi kondisi terdapatnya proses mediasi penuh (Baron dan Kenny, 1986). Oleh karena itu Hipotesis 2 yang menyatakan kinerja CSR berpengaruh terhadap *under-investment*, melalui pengurangan asimetri informasi terdukung secara penuh (*perfect mediation*). Dengan arti kata kinerja CSR mengurangi permasalahan *under-investment*, hanya melalui pengurangan asimetri informasi.

Selanjutnya, **hasil pengujian Hipotesis 3**, dengan menggunakan kelompok sampel dalam skenario *over-investment*, yaitu perusahaan yang mengalami deviasi positif dari investasi yang diharapkan. Pada kelompok sampel *over-investment* akan diuji apakah kinerja CSR dapat memitigasi permasalahan *over-investment* melalui pengurangan permasalahan arus kas bebas.

Tabel 4.4. menyajikan hasil pengujian Hipotesis 3, dengan estimasi Model 3 untuk menjelaskan peran pemediasi biaya keagenan (*agency cost*) dalam hubungan kinerja CSR dengan *over-investment*. Hasil pengujian Model 3a, menunjukkan koefisien CSR bernilai negatif dan signifikan ($\lambda = -2,03$, $p < 1\%$). Pada perusahaan, ketika investasi lebih tinggi dari yang diharapkan, kinerja CSR menurunkan karena kelebihan investasi. Sehingga, keterlibatan CSR yang tinggi akan menurunkan inefisiensi investasi terkait dengan *over-investment*.

Secara keseluruhan, menurut Baron dan Kenny, (1986) temuan empiris ini memenuhi kondisi mediasi

parsial. Oleh karena itu Hipotesis 3 yang menyatakan kinerja CSR mengurangi permasalahan *over-investment* melalui pengurangan biaya

keagenan terdukung. Sehingga pengaruh negatif kinerja CSR terhadap *over-investment* melalui pengurangan arus kas bebas.

Tabel 4.4.

Kinerja CSR, Free Cash Flow & Over-Investment - Model 3

$OVER_{i,t} = \lambda + \lambda_1 CSR_{i,t-1} + \lambda_2 INS_{i,t-1} + \lambda_3 AGE_{i,t-1} + \lambda_4 SIZE_{i,t-1} + \lambda_5 D_SRI_{i,t-1}$		(3a)								
$FCP_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 CSR_{i,t-1} + \lambda_2 INS_{i,t-1} + \lambda_3 AGE_{i,t-1} + \lambda_4 SIZE_{i,t-1} + \lambda_5 D_SRI_{i,t-1}$		(3b)								
$OVER_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 CSR_{i,t-1} + \lambda_2 FCF_{i,t-1} + \lambda_3 INS_{i,t-1} + \lambda_4 AGE_{i,t-1} + \lambda_5 SIZE_{i,t-1} + \lambda_6 D_SRI_{i,t-1}$		(3c)								
	OVER (3a)	FCF(3b)	OVER (3c)	KESIMPULAN						
	Coeff	P-Value	Coeff		P-Value	Coeff	P-Value			
C		3,79	0,071			3,21	0,128		3,60	0,055
CSR	(-)	-2,03	0,000***		(-)	-3,61	0,017**	(-)	-1,81	0,073*
FCF								(+)	2,52	0,067*
INS	(-)	2,53	0,093*		(-)	0,08	0,851	(-)	2,18	0,086*
AGE	(-)	-0,98	0,021**		(-)	0,91	0,341	(-)	-1,12	0,067**
SIZE	(-)	0,723	0,037**		(-)	1,21	0,651	(-)	0,765	0,046**
D_SRI	(-)	0,743	0,457		(-)	0,65	0,322	(-)	0,624	0,345
Observasi		96				96			96	
Adj-R2		0.095				0.152			0.091	
Prob (F-Stat)		0.010***				0.000***			0.002***	
Note: *** Significant at 1%; ** Significant at 5% ; * Significant at 10%										
Jumlah Observasi (N): 96										

V. Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja CSR tinggi berinvestasi dengan lebih efisien. Konsisten dengan prediksi penelitian, perusahaan bertanggung jawab sosial dicirikan oleh berkurangnya sensitivitas arus kas investasi, keterbatasan modal yang rendah, akses lebih baik terhadap sumber pembiayaan, dan kualitas manajemen yang tinggi berkontribusi terhadap penurunan inefisiensi investasi. Konsekuensinya pengembangan strategi CSR akan meningkatkan posisi bersaing perusahaan (Whitehouse, 2006).

Premis utama dari penelitian ini adalah bahwa kinerja CSR tidak hanya berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan investasi perusahaan, tetapi juga memengaruhi kebijakan investasi perusahaan melalui pengaruh komplementer ketidak sempurnaan

pasar, dan juga konflik serta asimetri informasi. Secara spesifik dapat dikatakan bahwa, terdapat dua jalur bagaimana kinerja CSR dapat memengaruhi tingkat efisiensi investasi perusahaan. **Pertama.** Kinerja CSR membatasi jumlah arus kas bebas yang tersedia, yang dapat digunakan oleh manajer yang *self-interest*.

Kedua, kinerja CSR membuat informasi lingkungan lebih transparan, sehingga akan menurunkan asimetri informasi yang disebarkan di antara berbagai *stakeholders*. Informasi lingkungan yang meningkat berkontribusi dalam meningkatkan level investasi sehingga mencegah *under-investment*. Secara keseluruhan, kinerja CSR berpartisipasi dalam menurunkan inefisiensi investasi dalam kedua skenario dengan mengatasi permasalahan keagenan dan asimetri informasi. Temuan empiris konsisten dengan argumen Benlemlih dan Bitar

(2016) serta Samet dan Jarboui, (2017).

Beberapa implikasi manajerial dapat diturunkan dari penelitian ini. Pengaruh positif antara kinerja CSR dengan inefisiensi investasi menyarankan organisasi untuk mengadopsi strategi CSR sebagai cara yang efektif untuk memperkuat pertumbuhan dan melindungi kepentingan *stakeholders* yang beragam. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengintegrasikan kepedulian lingkungan, sosial dan tata kelola ke dalam kegiatan bisnis, meningkatkan kapabilitas sumberdaya manusia, ketenagakerjaan, kesehatan dan keselamatan, hak azasi manusia, pengurangan penggunaan sumberdaya alam yang akan merepresentasikan sumber keunggulan bersaing perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam pengukuran kinerja CSR. Kinerja CSR diukur berdasarkan *Global Reporting Initiative* (GRI G4). Namun pengukuran kinerja dilakukan berdasarkan pengungkapan yang terdapat pada *Sustainability Report* (SR) dan/atau pelaporan CSR yang disajikan pada laporan tahunan. Hal ini dilakukan karena tidak keseluruhan sampel menerbitkan SR. Oleh karena itu berkemungkinan terdapat subjektivitas dalam pengukuran kinerja CSR. Penulis mencoba mengurangi subjektivitas tersebut dengan mengontrol perusahaan yang menerbitkan sustainability report (SR) dan yang tidak menerbitkan.

Daftar Pustaka

Agnes Cheng, C. S. and Reitenga, A. (2009), "Characteristics of institutional investors and discretionary accruals", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol.17, No.1, pp.5-26.

- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433–448.
- Ascioglu, A., Hegde, S. P. and McDermott, J. B. (2008), "Information asymmetry and investment–cash flow sensitivity", *Journal of Banking & Finance*, vol.32, No.6, pp.036-1048.
- Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2016), "Firm internationalization and corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol.134, No.2, pp.171-197.
- Attig, N., Cleary, S. W., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2014), "Corporate Legitimacy and Investment–Cash Flow Sensitivity", *Journal of Business Ethics*, Vol.121, No.2, pp.297-314.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2012), "Institutional investment horizon and investment– cash flow sensitivity", *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, No.4, pp.1164-1180.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. and Suh, J. (2013), "Corporate social responsibility and credit ratings", *Journal of Business Ethics*, Vol.117, No.4, pp.679-694.
- Baron, R. M. and Kenny, D. A. (1986), "The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations", *Journal of personality and social psychology*, Vol.51, No.6, pp.1173.

- Benlemlih, M., and Bitar, M. (2016), "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency", *Journal of Business Ethics*, pp.1-25.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48, No.2-3, pp.112-131.
- Borghesi, R., Houston, J. F. and Naranjo, A. (2014), "Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests", *Journal of Corporate Finance*, Vol.26, pp.164-181.
- Campello, M., Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2010), "The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.97, No.3, pp.470-487.
- Carroll, A. B. (1999) Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*. Vol.38. No.3. September 1999.
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O. and Wang, H. (2014), "Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations", *Journal of Corporate Finance*.
- Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, Vol.35, No.1, pp.1-23.
- Chi, J. D. and Lee, D. S. (2010), "The conditional nature of the value of corporate governance", *Journal of Banking & Finance*, Vol.34, No.2, pp.350-361.
- Cho, S. Y., Lee, C. and Pfeiffer, J.Pr.Jr. (2013), "Corporate social responsibility performance and information asymmetry", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.32, No.1, pp.71-83.
- Chowdhury, J., Kumar, R. and Shome, D. (2016), "Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry", *Journal of Banking & Finance*, Vol.62, pp. 28-40.
- Cui, J., Jo, H. and Na, H. (2015), "Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? ", *Journal of Business Ethics*, pp.1-24
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A.H. and Yang, Y.G. (2011), "Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The case of corporate social responsibility reporting", *The Accounting Review*, Vol.86, No.1, pp.59-100.
- Eccles, R., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2012), "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance", Working paper, Harvard Business School, Harvard University, Boston, MA
- El Ghouli, S., Guedhami, O. and Kim, Y. (2016a), "Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives", *Journal of International Business Studies*.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, H. and Park, K. (2014), "Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence", *Journal of Business Ethics*, pp.1-27.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Mishra, D.R. (2011), "Does corporate social responsibility affect the cost of

- capital? ", *Journal of Banking and Finance*, vol.35, No.9, pp.2388-2406.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Nash, R., and Patel, A. (2016b), "New evidence on the role of the media in corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics*, pp.1-29.
- Fauzi, (2014). Indonesian Executives Perspective of CSR Practices. *Issues in Social and Environmental Accounting*. ISSN 1978-0591. Vol. 8, No. 3. 2014. Pp 171-181.
- Fauzi, H., L.Mahoney dan A.A.Rahman (2007) Institutional Ownership and Corporate Social Performance: Empirical Evidence from Indonesian Companies. *Issues in Social and Environmental Accounting*. Vol.1, No.2 December 2007.
- Fauzi, Hasan (2009) Redefining CSR concept in Indonesia. The Jakarta Post (Augus, 5, 2009)
- Guariglia, A. and Yang, J. (2016), "A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market", *Journal of Corporate Finance*, Vol.36, pp.111-130.
- Gunawan, Juniati, (2016) Corporate Social Responsibility Initiatives in a Regulated and Emerging Countries : An Indonesia Perspective. *Springer International Publishing Switzerland 2016*. S.O. Idowu (ed.), Key Initiatives in Corporate Social Responsibility, CSR, Sustainability, Ethics & Governance
- Harjoto, M. A. and Jo, H. (2011), "Corporate governance and CSR nexus". *Journal of Business Ethics*, Vol.100, No.1, pp.45-67.
- Hayashi, F. (1982), "Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation", *Econometrica*, Vol.50, No.1, pp.213-224.
- Hubbard, R. G. (1998), "Capital-market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, Vol.36, No.1, pp.193-225.
- Jensen M., Meckling W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3, pp.305-360.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol.76, No.2, pp.323-329
- Jensen, M. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.14, No.3, pp.8-21.
- Porter, M.E. and Kramer, M.R. 2002. "The competitive advantage of corporate philanthropy". *Harvard Business Review*, 80:12, 56-68.
- Samet, M., dan A. Jarboui. (2017) How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency
- Wartick, S. L., & Cochran, P. L. (1985). The evolution of the corporate social performance model. *Academy of Management Review*, 10, 758-769.