
PENGARUH *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* TERHADAP HARGA SAHAM MELALUI PERILAKU INVESTOR DENGAN PERAN PEMERINTAH SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Alex Frederickson Zai
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara
frederick.alex13@gmail.com

Keni
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara
keni@fe.untar.ac.id (*corresponding author*)

Masuk: 17-11-2025, revisi: 03-12-2025, diterima untuk diterbitkan: 06-12-2025

Abstract: This study examines the influence of Corporate Social Responsibility (CSR) on investor behavior and stock prices among companies listed in the SRI-KEHATI Index, positioning investor behavior as a mediating variable and government role as a moderating variable. The research also explores differences in investor responses and stock performance before, during, and after the COVID-19 pandemic. Employing a quantitative approach with a causal-comparative design, the study utilizes secondary data from annual reports, sustainability reports, and publications of the Indonesia Stock Exchange covering the 2019-2024 period. Data were analyzed using multiple regression, path analysis, and Moderated Regression Analysis (MRA). The findings indicate that CSR has a positive and significant impact on both investor behavior and stock prices, demonstrating that socially responsible practices not only strengthen corporate reputation but also enhance investor confidence. Furthermore, investor behavior mediates the relationship between CSR and stock performance, while the government's role reinforces this relationship through regulatory support and policy alignment. Comparative analysis across the three pandemic phases reveals that CSR contributes to corporate resilience by maintaining investor trust and stabilizing market valuation during periods of uncertainty. Overall, the study underscores that sustained CSR implementation, combined with effective government intervention, fosters long-term market stability and strengthens firm value in the Indonesian capital market.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Government Role, Investor Behavior, SRI-KEHATI Index, Stock Price

Abstrak: Penelitian ini menganalisis pengaruh *Corporate Social Responsibility* (CSR) terhadap perilaku investor dan harga saham pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI, dengan perilaku investor sebagai variabel mediasi dan peran pemerintah sebagai variabel moderasi. Selain itu, penelitian ini menelaah perbedaan perilaku investor dan kinerja saham pada periode sebelum, selama, dan setelah pandemi COVID-19. Menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-komparatif, penelitian ini memanfaatkan data sekunder dari laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan publikasi Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2024. Analisis dilakukan melalui regresi berganda, analisis jalur, dan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap perilaku investor dan harga saham, menandakan bahwa praktik tanggung jawab sosial tidak hanya memperkuat reputasi perusahaan, tetapi juga meningkatkan kepercayaan investor. Perilaku investor terbukti memediasi pengaruh antara CSR dan kinerja saham, sementara peran pemerintah memperkuat pengaruh tersebut melalui dukungan regulasi dan kebijakan yang selaras. Analisis perbandingan menunjukkan bahwa CSR berkontribusi pada ketahanan korporasi dengan menjaga kepercayaan investor dan stabilitas nilai pasar di tengah ketidakpastian ekonomi. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa implementasi CSR

yang konsisten, disertai dukungan kebijakan pemerintah yang efektif, mampu memperkuat stabilitas pasar dan meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal Indonesia.

Kata Kunci: *Corporate Social Responsibility*, Indeks SRI-KEHATI, Harga Saham, Peran Pemerintah, Perilaku Investor

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pasar modal merupakan instrumen penting dalam perekonomian modern yang berfungsi sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan dan tempat investasi bagi investor (Dirsan & Arifin, 2023). Dalam pengambilan keputusan investasi, investor individu maupun institusional menganalisis kondisi fundamental perusahaan, seperti nilai buku, potensi pertumbuhan, risiko, dan prospek keuntungan (Horn et al., 2018). Penilaian terhadap saham dilakukan dengan membandingkan harga pasar dan nilai intrinsik, namun keputusan investasi juga dipengaruhi oleh faktor nonfinansial yang berpengaruh terhadap reputasi dan kinerja jangka panjang perusahaan.

Salah satu faktor non-finansial yang semakin memperoleh perhatian dari investor adalah *Corporate Social Responsibility* (CSR). CSR merupakan tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan terhadap masyarakat dan lingkungan sekitarnya (Wahba & Elsayed, 2015). Implementasi CSR mendorong perusahaan berkontribusi terhadap keberlanjutan sosial dan lingkungan, sebagaimana diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2012 tentang Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan Perseroan Terbatas. Namun, pengungkapan CSR kerap menghadirkan dilema antara tujuan sosial dan kepentingan ekonomi. Di satu sisi, CSR dapat meningkatkan citra dan kepercayaan publik, tetapi di sisi lain menimbulkan biaya kepatuhan (*compliance cost*) yang berpotensi menekan laba bersih perusahaan (Liu et al., 2018). Bagi investor yang berorientasi pada keberlanjutan (*sustainable investment*), pengungkapan CSR justru menjadi sinyal positif terhadap prospek jangka panjang perusahaan (Wahba & Elsayed, 2015).

Dinamika tersebut semakin relevan dalam kondisi ekonomi tidak stabil seperti krisis dan pandemi COVID-19. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan komitmen CSR tinggi cenderung menerima respons pasar yang positif karena CSR memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan dan menjaga stabilitas operasional (Ding et al., 2021). Investor institusional seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, dan manajer investasi termasuk dalam kategori investor institusional, lebih memperhatikan aspek keberlanjutan setelah krisis, menjadikan CSR sebagai sinyal ketahanan dan kredibilitas perusahaan di tengah ketidakpastian ekonomi (Wang et al., 2011). Hal ini menunjukkan bahwa CSR tidak hanya berfungsi sebagai instrumen etis, tetapi juga sebagai strategi mitigasi risiko yang dapat memengaruhi perilaku investor dan fluktuasi harga saham.

Penelitian terdahulu menunjukkan adanya korelasi positif antara pelaksanaan CSR dan harga saham. Dornean dan Oanea (2017) menemukan bahwa harga saham perusahaan dengan aktivitas CSR aktif empat kali lebih tinggi dibandingkan yang tidak, dengan rata-rata dividen sepuluh kali lebih besar. Selain itu, perusahaan dengan tata kelola internal yang kuat menunjukkan efektivitas CSR yang lebih besar dalam mengurangi risiko penurunan harga saham (Hao et al., 2018). Temuan-temuan tersebut mengindikasikan bahwa CSR berperan sebagai determinan penting dalam pembentukan perilaku investor dan nilai pasar perusahaan.

Di Indonesia, Indeks SRI-KEHATI merepresentasikan perusahaan dengan komitmen tinggi terhadap keberlanjutan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola lingkungan (*Environmental, Social, and Governance / ESG*). Indeks ini relevan untuk menelaah hubungan antara CSR, perilaku investor, dan harga saham (Haniffa & Cooke, 2005). Penelitian terhadap perusahaan dalam indeks SRI-KEHATI diharapkan memberi gambaran empiris mengenai pengaruh CSR terhadap keputusan investasi dan dinamika pasar saham, khususnya pada periode sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19 (2019-2024). Selain faktor internal perusahaan, peran pemerintah menjadi variabel penting yang memoderasi hubungan CSR dan

perilaku investor (Darwis et al., 2019; Ramadhan et al., 2024). Melalui regulasi, insentif, dan pengawasan pelaksanaan CSR, pemerintah dapat memperkuat efektivitas pengungkapan CSR dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap komitmen keberlanjutan perusahaan (Faisal et al., 2020). Oleh karena itu, keterlibatan pemerintah tidak hanya berfungsi sebagai pengatur, tetapi juga sebagai katalisator yang mendorong terciptanya pasar modal yang lebih berintegritas dan berkelanjutan.

Berdasarkan uraian di atas, pengaruh antara aktivitas CSR, perilaku investor, harga saham, serta peran pemerintah merupakan isu strategis yang perlu dikaji lebih dalam, khususnya pada perusahaan berorientasi keberlanjutan seperti anggota Indeks SRI-KEHATI. Kajian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia dalam berbagai kondisi ekonomi, termasuk periode sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menguji pengaruh CSR terhadap perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI.
2. Menganalisis pengaruh CSR terhadap harga saham perusahaan dalam Indeks SRI-KEHATI.
3. Menilai peran perilaku investor sebagai variabel mediasi dalam memengaruhi antara CSR dan harga saham.
4. Mengevaluasi peran pemerintah sebagai variabel moderasi dalam memengaruhi antara CSR dan harga saham perusahaan.
5. Menganalisis perbedaan perilaku investor dan harga saham pada periode sebelum, selama, dan setelah pandemi COVID-19 untuk mengidentifikasi dinamika pasar dan ketahanan korporasi berbasis CSR.

TINJAUAN PUSTAKA

Decision Usefulness Theory dan Signaling Theory

Decision usefulness theory menjelaskan bahwa laporan keuangan dan informasi pendukungnya berfungsi membantu investor mengambil keputusan ekonomi yang rasional (Ijiri, 1975). Dalam perkembangannya, pengungkapan CSR menjadi bagian dari informasi nonkeuangan yang memperkaya relevansi laporan keuangan. Teori ini menegaskan pentingnya penyajian informasi yang andal dan bermakna bagi para pemangku kepentingan (Beleneşi et al., 2021). Informasi nonkeuangan tersebut dianggap mampu meningkatkan kegunaan laporan perusahaan bagi investor dalam menilai risiko, prospek, dan kinerja jangka panjang. Secara paralel, *signaling theory* menyoroti peran CSR sebagai sinyal positif yang menandakan komitmen keberlanjutan, menurunkan persepsi risiko, serta memperkuat reputasi perusahaan di mata investor (Situmorang & Setyawan, 2024). Semakin luas dan kredibel pengungkapan CSR, semakin kuat sinyal kepercayaan yang diterima pasar, sehingga dapat memengaruhi perilaku dan keputusan investasi. Dengan demikian, kedua teori ini menegaskan bahwa pengungkapan CSR bukan sekadar kegiatan sosial, melainkan sarana strategis dalam komunikasi nilai perusahaan kepada investor.

Corporate Social Responsibility (CSR)

CSR merupakan bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap dampak sosial dan lingkungan dari aktivitas usahanya (Donaldson & Preston, 1995). Konsep ini berakar pada *stakeholder theory* dan *legitimacy theory*, yang menekankan pentingnya kesesuaian antara nilai perusahaan dan ekspektasi masyarakat (Freeman, 1984; Muralikrishna & Manickam, 2017). Pelaksanaan CSR di Indonesia diatur melalui Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan perusahaan publik untuk menyusun laporan keberlanjutan yang di dalamnya memuat pengungkapan

pengungkapan CSR. Pengukuran CSR umumnya mengacu pada standar internasional seperti *Global Reporting Initiative* (GRI) atau indeks keberlanjutan regional seperti SRI-KEHATI yang menilai dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola (Li et al., 2025).

Perilaku Investor

Behavioral Finance Theory menjelaskan bahwa keputusan investasi tidak selalu rasional, tetapi dipengaruhi oleh faktor psikologis seperti bias kognitif, emosi, dan kepercayaan (Shefrin, 2002; Barberis & Thaler, 2003). Pengungkapan CSR yang konsisten berperan membentuk persepsi positif investor terhadap kredibilitas dan prospek jangka panjang perusahaan. Penelitian Dirsan & Arifin (2023) menunjukkan bahwa informasi nonkeuangan yang etis dapat memperkuat kepercayaan investor dan menurunkan ketidakpastian pasar.

Harga Saham

Harga saham merefleksikan ekspektasi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan (Kumar, 2017). Faktor fundamental seperti profitabilitas dan struktur modal memengaruhi penilaian tersebut, namun penelitian Cormier & Magnan (2019) menunjukkan bahwa faktor nonkeuangan, termasuk pengungkapan CSR, berkontribusi signifikan terhadap pembentukan nilai saham. CSR yang kredibel dapat meningkatkan reputasi, memperkuat loyalitas investor, dan menurunkan volatilitas harga saham (Rahmawati dan Wardhani, 2022). Sebaliknya, CSR yang bersifat simbolik atau tidak konsisten dapat menimbulkan persepsi negatif terhadap efisiensi perusahaan (Yu & Tian, 2024).

Peran Pemerintah

Menurut *institutional theory*, tekanan regulatif dari pemerintah mendorong perusahaan menyesuaikan praktik CSR dengan norma dan kebijakan public (Scott, 2014). Pemerintah berperan sebagai lembaga pengatur yang menentukan standar dan mekanisme pelaporan keberlanjutan (Darwis et al., 2019). Di Indonesia, penerapan POJK No. 51/POJK.03/2017 memperkuat legitimasi pengungkapan CSR sebagai instrumen kebijakan nasional untuk pembangunan berkelanjutan (Faisal et al., 2020). Oleh karena itu, pemerintah dapat memperkuat pengaruh antara pengungkapan CSR dan respon investor melalui peningkatan transparansi dan kepercayaan pasar.

Penelitian Terdahulu dan Kaitan Antarvariabel

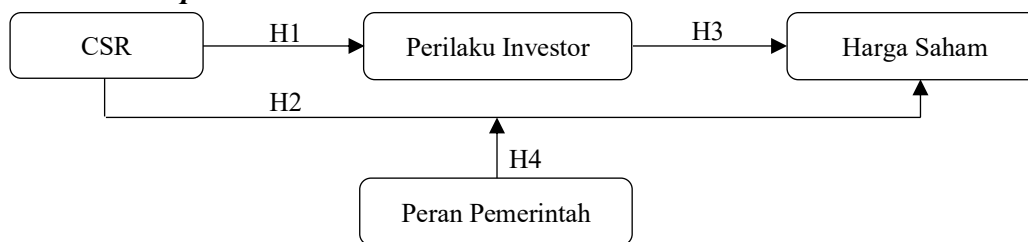
Berbagai penelitian menunjukkan hubungan positif antara CSR, perilaku investor, dan harga saham. Wang et al. (2011) serta Cormier dan Magnan (2019) menemukan bahwa pengungkapan CSR meningkatkan keputusan investasi melalui reputasi dan pengurangan asimetri informasi. Namun Bouslah et al. (2013) serta Yu dan Tian (2024) menunjukkan bahwa efek tersebut bergantung pada kredibilitas pengungkapan CSR. Di Indonesia, Situmorang dan Setyawan (2024) membuktikan bahwa pengungkapan CSR dapat menjadi sinyal pasar yang memperkuat loyalitas investor, sementara Dirsan dan Arifin (2023) menemukan peran persepsi etika dan emosi dalam perilaku investasi. Temuan-temuan tersebut mendukung pandangan bahwa CSR berpengaruh tidak langsung terhadap harga saham melalui perilaku investor sebagai variabel mediasi. Selain itu, peran pemerintah yang menciptakan iklim regulatif mendorong kredibilitas CSR, sehingga memperkuat hubungan antara pengungkapan CSR dan harga saham.

Kerangka Pemikiran dan Hipotesis

Berdasarkan landasan teori dan temuan empiris, penelitian ini berangkat dari pandangan bahwa pengungkapan CSR memberikan sinyal positif kepada investor dan memperkuat pengambilan keputusan investasi. Perilaku investor berfungsi sebagai mekanisme mediasi yang menyalurkan pengaruh CSR terhadap harga saham, sedangkan peran pemerintah sebagai faktor

regulatif berpotensi memperkuat efektivitas sinyal tersebut. Secara konseptual, hubungan antarvariabel disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1
Model Konseptual Penelitian



Sumber: Peneliti (2025)

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: CSR berpengaruh positif terhadap perilaku investor.

H2: CSR berpengaruh positif terhadap harga saham.

H3: Perilaku investor memediasi pengaruh CSR terhadap harga saham.

H4: Peran pemerintah memoderasi pengaruh CSR terhadap harga saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Desain dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-komparatif. Pendekatan ini dipilih untuk menguji hubungan sebab-akibat antara pengungkapan CSR terhadap harga saham, dengan perilaku investor sebagai variabel mediasi dan peran pemerintah sebagai variabel moderasi. Desain kausal-komparatif digunakan untuk mengidentifikasi pengaruh langsung dan tidak langsung antarvariabel menggunakan data numerik yang bersifat objektif dan terukur.

Periode dan Objek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2024. Rentang waktu tersebut mencakup tiga fase utama perekonomian, yaitu sebelum, selama, dan setelah pandemi COVID-19. Indeks SRI-KEHATI dipilih karena beranggotakan perusahaan yang konsisten menjalankan prinsip keberlanjutan, sehingga relevan untuk mengkaji keterkaitan antara CSR, perilaku investor, dan harga saham dalam ranah investasi berkelanjutan di pasar modal Indonesia.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber resmi. Data CSR diambil dari laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keberlanjutan (*sustainability report*) masing-masing perusahaan, sedangkan data harga saham diperoleh dari publikasi BEI dan laman *Yahoo Finance*. Pengukuran harga saham menggunakan *adjusted closing price*, yakni harga penutupan yang telah disesuaikan terhadap aksi korporasi (*dividen*, *stock split*, dan *right issue*), sehingga memberikan representasi nilai saham yang lebih akurat untuk analisis. Selain itu, data terkait regulasi dan kepatuhan terhadap kebijakan CSR diperoleh dari dokumen pemerintah seperti Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2012 tentang Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan Perseroan Terbatas serta Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan yang mewajibkan pelaporan keberlanjutan bagi perusahaan publik.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria perusahaan yang secara konsisten tergabung dalam indeks SRI-KEHATI selama periode 2019-2024 dan memiliki data lengkap terkait CSR, perilaku investor, serta harga saham. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 12 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel penelitian.

Variabel dan Operasionalisasi

Penelitian ini melibatkan empat variabel utama. CSR berperan sebagai variabel independen yang diukur melalui tingkat pengungkapan kegiatan sosial dan lingkungan berdasarkan pedoman *Global Reporting Initiative (GRI) 2021*. Secara operasional, penelitian ini menggunakan pengungkapan CSR sebagai proksi dari pelaksanaan tanggung jawab sosial perusahaan. Perilaku investor berperan sebagai variabel mediasi yang diukur menggunakan indikator *Cumulative Abnormal Return (CAR)*. Peran pemerintah digunakan sebagai variabel moderasi yang diukur melalui tingkat kepatuhan terhadap kebijakan dan regulasi CSR nasional yang meliputi penyebutan kepatuhan terhadap Peraturan Pemerintah Nomor 47 Tahun 2012 dalam laporan tahunan atau laporan keberlanjutan secara eksplisit, keterlibatan perusahaan dalam program lingkungan yang digagas oleh pemerintah, serta kepatuhan terhadap ketentuan POJK Nomor 51/POJK.03/2017. Sementara itu, harga saham berfungsi sebagai variabel dependen yang diukur berdasarkan harga penutupan tahunan (*closing price*) yang tercatat di BEI.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan menggunakan regresi berganda dan analisis jalur (*path analysis*) untuk menguji pengaruh langsung, tidak langsung, serta interaksi antarvariabel penelitian. Uji mediasi dilakukan menggunakan metode *bootstrapping*, sedangkan efek moderasi diuji dengan pendekatan *Moderated Regression Analysis (MRA)*. Seluruh pengujian dilakukan dengan bantuan perangkat lunak *Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)* versi 26.0.

HASIL DAN KESIMPULAN

Karakteristik Perusahaan Sampel

Sampel penelitian terdiri dari 12 perusahaan yang tergabung secara konsisten dalam Indeks SRI-KEHATI selama periode 2019-2024. Perusahaan-perusahaan ini dipilih karena mencerminkan praktik CSR yang kuat dan tata kelola perusahaan yang baik, sehingga relevan untuk menganalisis pengaruh CSR terhadap perilaku investor dan harga saham. Pemilihan Indeks SRI-KEHATI didasarkan pada pertimbangan akademik dan praktis. Secara akademik, indeks ini menyoroti entitas yang tidak hanya mengejar keuntungan finansial tetapi juga memperhatikan aspek sosial dan lingkungan. Secara praktis, perusahaan anggota indeks memiliki transparansi tinggi dalam laporan keberlanjutan dan laporan keuangan, sehingga memudahkan analisis kuantitatif.

Perusahaan sampel berasal dari beragam sektor industri, termasuk perbankan, manufaktur, konsumsi, energi, infrastruktur, dan telekomunikasi. Sektor keuangan dan infrastruktur mendominasi komposisi sampel karena memiliki keterkaitan langsung dengan kepentingan publik, sehingga aspek kepercayaan dan transparansi menjadi penting dalam membentuk persepsi investor. Periode penelitian 2019-2024 mencakup fase sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19, memungkinkan observasi menyeluruh terhadap dinamika perilaku investor dan fluktuasi harga saham, sekaligus menelaah peran CSR dalam menjaga stabilitas nilai perusahaan di tengah perubahan ekonomi nasional.

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif mencakup empat variabel utama, yaitu tingkat pengungkapan CSR (CSRI), perilaku investor (CAR), skor kepatuhan terhadap regulasi keuangan berkelanjutan (POJK No. 51/POJK.03/2017), serta harga saham perusahaan. Data yang digunakan berasal dari laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI selama periode 2019-2024. Statistik deskriptif masing-masing variabel ditampilkan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (2019-2024)

Variabel	Minimum	Maksimum	Rerata	Standar Deviasi	Tren Umum
CSRI	0,462	0,715	0,584	0,060	Meningkat stabil sepanjang periode
CAR	-0,003	0,029	0,017	0,005	Meningkat moderat
Skor Kepatuhan Regulator (POJK 51/2017)	1,00	3,00	2,47	0,52	Meningkat signifikan
Harga Saham (Rp)	1.400	25.000	9.592	5.585	Meningkat pasca 2021

Sumber: Peneliti (2025)

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada Tabel 1, terlihat bahwa rerata CSRI perusahaan sebesar 0,584, dengan tren peningkatan yang relatif stabil dari tahun 2019 hingga 2024. Hal ini mencerminkan semakin kuatnya komitmen perusahaan terhadap pengungkapan CSR. Variabel CAR memiliki rata-rata 0,017 yang menunjukkan kondisi permodalan yang semakin sehat dan konsisten sepanjang periode pengamatan. Sementara itu, skor kepatuhan regulatif yang diukur berdasarkan pemenuhan ketentuan POJK No. 51/POJK.03/2017 menunjukkan rata-rata sebesar 2,47 yang menandakan peningkatan kepatuhan terhadap kebijakan keuangan berkelanjutan yang ditetapkan oleh pemerintah. Dari sisi pasar, harga saham rata-rata mencapai Rp 9.592 dengan variasi cukup tinggi ($SD = 5.585$), yang mengindikasikan perbedaan performa antar-emiten serta potensi respons pasar terhadap faktor-faktor fundamental dan non keuangan. Secara umum, keempat variabel menunjukkan tren positif yang saling berkaitan, di mana peningkatan pengungkapan CSR dan kepatuhan regulatif diikuti oleh respons positif investor dan pergerakan harga saham yang lebih stabil.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan model regresi memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), meliputi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Pemenuhan keempat asumsi ini memastikan estimasi koefisien regresi efisien, tidak bias, dan valid secara statistik. Uji normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov dan visualisasi *Normal P-P Plot* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,200 ($>0,05$) serta sebaran titik mengikuti garis diagonal, menandakan bahwa residual berdistribusi normal. Uji multikolinearitas melalui nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) menunjukkan seluruh variabel independen memiliki *Tolerance* $>0,10$ dan VIF <10 , sehingga tidak terjadi korelasi tinggi antarvariabel. Uji heteroskedastisitas menggunakan *scatterplot* dan korelasi *Spearman's rho* menunjukkan pola penyebaran acak serta nilai signifikansi $>0,05$ pada seluruh variabel, menandakan tidak adanya gejala heteroskedastisitas. Sementara itu, uji autokorelasi menghasilkan nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,893 yang berada dalam rentang toleransi -2 hingga +2, sehingga residual bersifat independen antar pengamatan. Hal ini mengindikasikan bahwa seluruh hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi klasik dan layak digunakan untuk analisis lanjutan.

Hasil Analisis Pengaruh CSR Terhadap Perilaku Investor (Model 1)

Analisis regresi pada Model 1 bertujuan untuk menguji pengaruh pengungkapan CSR terhadap perilaku investor yang diprosikan melalui CAR. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model layak digunakan untuk analisis, dengan tingkat signifikansi keseluruhan di bawah 0,05. Hasil analisis regresi model 1 ditampilkan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2

Hasil Regresi Model 1: Pengaruh CSR terhadap Perilaku Investor (CAR)

Variabel	B (Unstd)	Std. Error	Beta (Std)	t	Sig. (p)	VIF
(Konstanta)	0.001	0.002	-	0.50	0.618	-
CSR (X)	0.024	0.006	0.42	4.00	0.000***	1.38

Statistik model: $R^2 = 0.176$, Adjusted $R^2 = 0.164$, $F(1, 34) = 16.00$, $p < 0.001$.

Keterangan: *** $p < 0.001$; ** $p < 0.01$; * $p < 0.05$

Sumber: Peneliti (2025)

Hasil analisis regresi pada Tabel 2 menunjukkan bahwa CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku investor ($\beta = 0,42$; $p < 0,001$). Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan CSR, semakin positif pula reaksi investor terhadap saham perusahaan. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,164 berarti model mampu menjelaskan sekitar 16,4% variasi perilaku investor. Temuan ini menunjukkan bahwa pengungkapan CSR berperan penting dalam membentuk persepsi risiko, kepercayaan, serta minat investor di pasar modal.

Hasil Analisis Pengaruh CSR Terhadap Harga Saham (Model 2)

Analisis regresi pada Model 2 dilakukan untuk menguji pengaruh langsung pengungkapan CSR terhadap harga saham perusahaan. Model ini bertujuan untuk melihat sejauh mana pengungkapan CSR berkontribusi pada peningkatan harga saham. Hasil analisis regresi model 2 ditampilkan pada Tabel 3 berikut.

Tabel 3

Hasil Regresi Model 2: Pengaruh CSR Terhadap Harga Saham

Variabel	B (Unstd)	Std. Error	Beta (Std)	t	Sig. (p)	VIF
(Konstanta)	1.200.00	360.00	-	3.33	0.002**	-
CSR (X)	9.800.00	2.390.00	0.45	4.10	0.000***	1.00

Statistik model: $R^2 = 0.203$, Adjusted $R^2 = 0.188$, $F(1, 34) = 16.81$; $p < 0.001$.

Keterangan: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$

Sumber: Peneliti (2025)

Hasil analisis regresi pada Tabel 3 menunjukkan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham ($\beta = 0,45$; $p < 0,001$). Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,188 menunjukkan bahwa sekitar 18,8% variasi harga saham dapat dijelaskan oleh tingkat pengungkapan CSR. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi keterbukaan informasi CSR perusahaan, semakin besar pula kepercayaan dan minat investor yang mendorong peningkatan harga saham. Temuan ini menunjukkan bahwa CSR berperan sebagai sinyal positif dan prospek jangka panjang perusahaan di pasar modal.

Hasil Analisis Mediasi Perilaku Investor (Model 3)

Analisis pada Model 3 bertujuan untuk menguji peran perilaku investor sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara pengungkapan CSR dan harga saham. Pengujian dilakukan menggunakan pendekatan *bootstrapping* dengan 5.000 *resampling* untuk menilai signifikansi efek tidak langsung. Hasil analisis regresi model 3 ditampilkan pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4

Hasil Regresi Model 3: Pengaruh CSR dan Perilaku Investor terhadap Harga Saham

Efek	Koefisien (Std)	Std. Error	p-value	95% Bootstrapped CI
a (CSR → Z)	0.42	0.105	0.000	-
b (Z → Y controlling X)	0.65	0.114	0.000	-
Indirect (a·b)	0.273	0.079	0.001	[0.12 , 0.42]
Direct (c' : CSR → Y controlling Z)	0.18	0.064	0.007	-
Total Effect (c)	0.453	-	0.000	-

Keterangan: CI berdasarkan 5.000 *resampling*; interval yang tidak memuat nol menunjukkan efek signifikan
 Sumber: Peneliti (2025)

Hasil analisis regresi pada Tabel 4 menunjukkan bahwa perilaku investor memediasi sebagian hubungan antara CSR dan harga saham. Efek tidak langsung (*indirect effect* = 0,273; $p = 0,001$) signifikan dengan *confidence interval* 95% [0,12; 0,42] yang tidak memuat nol, menunjukkan adanya pengaruh mediasi yang kuat. Sementara itu, pengaruh langsung CSR terhadap harga saham tetap signifikan ($c' = 0,18$; $p = 0,007$), menandakan mediasi bersifat parsial. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan pengungkapan CSR mendorong persepsi positif investor terhadap perusahaan, yang tercermin melalui perilaku investor (CAR), dan pada akhirnya meningkatkan harga saham. Dengan demikian, perilaku investor berfungsi sebagai mekanisme psikologis dan informasional yang memperkuat pengaruh CSR terhadap nilai pasar perusahaan.

Hasil Analisis Moderasi Peran Pemerintah (Model 4)

Model 4 menguji pengaruh moderasi peran pemerintah terhadap hubungan antara CSR dan harga saham. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel interaksi CSR × Peran Pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham ($\beta = 0,11$; $p = 0,022$). Selain itu, peran pemerintah juga berpengaruh langsung positif terhadap harga saham ($p = 0,017$). Penambahan interaksi meningkatkan daya jelaskan model dari 56,2% menjadi 60,2% ($\Delta R^2 = 0,040$), menegaskan bahwa keterlibatan pemerintah memperkuat hubungan antara CSR dan harga saham. Hasil analisis regresi model 4 ditampilkan pada Tabel 5 berikut.

Tabel 5

Hasil Uji Moderasi Peran Pemerintah terhadap Hubungan antara CSR dan Harga Saham

Variabel	B (Unstd)	Std. Error	Beta (Std)	t	Sig. (p)	VIF
(Konstanta)	2,020.00	410.00	-	4.93	0.000***	-
CSR (X)	6,900.00	2,700.00	0.15	2.56	0.014*	1.62
Peran Pemerintah (M)	3,500.00	1,400.00	0.12	2.50	0.017*	1.62
CSR × M	4,200.00	1,750.00	0.11	2.40	0.022*	1.08

Statistik model: R^2 (model dengan interaksi) = 0.602, Adjusted $R^2 = 0.577$, $\Delta R^2 = 0.040$ (penambahan interaksi signifikan), $F(3,32) = 16.00$, $p < 0.001$.

Sumber: Peneliti (2025)

Tabel 5 mengindikasikan bahwa dukungan pemerintah melalui kebijakan keberlanjutan, insentif sosial, dan regulasi pelaporan memperkuat legitimasi aktivitas CSR di mata investor, sehingga memperbesar dampak ekonominya terhadap nilai pasar. Peningkatan nilai *Adjusted R²* sebesar 4% ($\Delta R^2 = 0,040$) membuktikan bahwa peran pemerintah memperkuat kemampuan model dalam menjelaskan variasi harga saham. Oleh karena itu, keterlibatan pemerintah berperan penting tidak hanya sebagai variabel moderasi, tetapi juga sebagai faktor yang secara langsung meningkatkan nilai pasar perusahaan.

Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Berdasarkan hasil analisis regresi pada Model 1 hingga Model 4, menunjukkan bahwa seluruh hipotesis terbukti signifikan secara statistik, menegaskan bahwa CSR berperan sebagai

sinyal positif yang memengaruhi perilaku investor dan nilai pasar saham. Ringkasan hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 6 berikut.

Tabel 6
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Kode Hipotesis	Pernyataan Hipotesis	Hasil Uji	Keputusan
H1	CSR berpengaruh positif terhadap perilaku investor	$p = 0.000 < 0.05$	Diterima
H2	CSR berpengaruh positif terhadap harga saham	$p = 0.007 < 0.05$	Diterima
H3	Perilaku investor memediasi pengaruh antara CSR dan harga saham	$p = 0.001 < 0.05$ (<i>bootstrapping</i>)	Diterima
H4	Peran pemerintah memoderasi pengaruh antara CSR dan harga saham	$p = 0.022 < 0.05$	Diterima

Sumber: Peneliti (2025)

Tabel 6 menunjukkan bahwa seluruh hipotesis penelitian diterima. Hasil ini menegaskan bahwa CSR memiliki pengaruh ekonomi dan pasar yang signifikan, baik secara langsung maupun tidak langsung. CSR terbukti mampu meningkatkan respons positif perilaku investor (CAR) yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan harga saham. Selain itu, dukungan dan keterlibatan pemerintah terbukti memoderasi pengaruh tersebut, menunjukkan pentingnya sinergi antara kebijakan publik dan pengungkapan CSR dalam menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham.

Perbandingan Perilaku Investor (CAR) Sebelum, Saat, dan Setelah Pandemi COVID-19

Analisis perbandingan terhadap nilai CAR dilakukan untuk menilai dinamika perilaku investor dalam tiga periode utama yaitu sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19. Hasil pada Tabel 7 menunjukkan perubahan signifikan yang mencerminkan respons investor terhadap ketidakpastian ekonomi global dan fase pemulihan pascapandemi.

Tabel 7
Hasil Paired Sample t-Test Terhadap Perilaku Investor (CAR)

Pasangan Periode	Mean Difference	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
Sebelum - Saat Pandemi	-0.0085	0.021	-2.95	34	0.006**
Saat - Setelah Pandemi	+0.0102	0.018	3.21	34	0.003**

Keterangan: $p < 0.05$ = signifikan; $p < 0.01$ = sangat signifikan

Sumber: Peneliti (2025)

Nilai rata-rata CAR menurun 0,0085 poin dari sebelum ke saat pandemi ($t = -2,95$; $p = 0,006$), menggambarkan meningkatnya kehati-hatian dan aversi risiko investor terhadap ketidakpastian pasar. Sebaliknya, pada periode pascapandemi terjadi kenaikan CAR sebesar 0,0102 poin ($t = 3,21$; $p = 0,003$), yang menandakan pemulihan sentimen dan kepercayaan investor seiring stabilisasi ekonomi. Pola perubahan nilai tersebut menunjukkan bahwa CAR mengalami fluktuasi yang signifikan selama periode pandemi dan pascapandemi. Penurunan CAR saat pandemi mencerminkan reaksi negatif terhadap ketidakpastian pasar, sementara kenaikan pascapandemi menunjukkan pemulihan kepercayaan dan stabilitas investasi. Hasil ini juga selaras dengan model 3, di mana CAR terbukti memediasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap harga saham, yang berfluktuasi akibat krisis global.

Perbandingan Harga Saham Sebelum, Saat, dan Setelah Pandemi COVID-19

Analisis perbandingan harga saham dilakukan untuk menilai dampak pandemi terhadap nilai pasar perusahaan. Hasil analisis perbandingan pada Tabel 8 menunjukkan adanya

perubahan signifikan yang mencerminkan bagaimana pasar merespons krisis dan proses pemulihan ekonomi pascapandemi.

Tabel 8
Hasil Paired Sample t-Test Terhadap Harga Saham

Pasangan Periode	Mean Difference (Rp)	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
Sebelum - Saat Pandemi	-185.50	420.10	-3.72	34	0.001**
Saat - Setelah Pandemi	+210.40	390.25	4.05	34	0.000***

Keterangan: $p < 0.05$ = signifikan; $p < 0.01$ = sangat signifikan; $p < 0.001$ = sangat tinggi

Sumber: Peneliti (2025)

Tabel 8 memperlihatkan harga saham rata-rata turun sebesar Rp185,50 selama pandemi dibandingkan dengan periode sebelum pandemi ($t = -3,72$; $p = 0,001$), yang mengindikasikan dampak langsung ketidakpastian ekonomi global terhadap nilai pasar. Setelah pandemi, harga saham kembali meningkat signifikan dengan kenaikan rata-rata sebesar Rp210,40 ($t = 4,05$; $p < 0,001$), menandakan pemulihan pasar modal dan kembalinya kepercayaan investor. Perbedaan yang signifikan tersebut menunjukkan bahwa harga saham mengalami tekanan kuat selama pandemi, namun berhasil pulih dengan cepat pascapandemi. Pola ini konsisten dengan temuan sebelumnya bahwa pengungkapan CSR dan peran pemerintah mampu memperkuat persepsi positif investor terhadap keberlanjutan perusahaan. Hasil ini memperkuat bukti bahwa pengungkapan CSR dan peran pemerintah tidak hanya berperan dalam membentuk citra sosial perusahaan, tetapi juga berkontribusi nyata terhadap stabilitas pasar dan peningkatan harga saham dalam fase pemulihan ekonomi.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil analisis menunjukkan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku investor dan harga saham. Nilai koefisien regresi untuk pengaruh CSR terhadap perilaku investor ($\beta = 0,42$; $p < 0,001$) dan terhadap harga saham ($\beta = 0,45$; $p < 0,001$) menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan CSR, semakin positif respons pasar dan harga saham perusahaan. Temuan ini sejalan dengan *signaling theory* (Spence, 1973; Connelly et al., 2011), yang menegaskan bahwa pengungkapan CSR berfungsi sebagai sinyal kredibilitas dan komitmen jangka panjang perusahaan terhadap keberlanjutan. Sinyal ini ditangkap oleh investor sebagai indikator kualitas manajerial dan stabilitas bisnis, sebagaimana juga dibuktikan oleh Itan et al. (2025) dan Liu et al. (2025) bahwa pengungkapan CSR yang kuat menurunkan asimetri informasi dan meningkatkan kepercayaan pasar.

Temuan ini juga konsisten dengan *stakeholder theory* (Freeman, 1984) yang menekankan bahwa perusahaan yang memenuhi ekspektasi para pemangku kepentingan memperoleh legitimasi sosial dan dukungan investor. Investor modern yang berorientasi pada ESG cenderung menilai perusahaan dari tanggung jawab sosial dan keberlanjutan operasionalnya. Hal ini sejalan dengan temuan Shatila et al. (2025) dan Yumita et al. (2025) yang menunjukkan bahwa praktik CSR yang konsisten meningkatkan reputasi dan loyalitas investor. Selain itu, hasil ini juga memperkuat *legitimacy theory* (Suchman, 1995; Deegan, 2002) yang menjelaskan bahwa aktivitas CSR membantu perusahaan mempertahankan legitimasi sosial, menurunkan risiko reputasi, dan menciptakan citra positif di pasar. Selama periode pandemi COVID-19, CSR terbukti berperan sebagai instrumen mitigasi risiko yang menenangkan kekhawatiran investor terhadap stabilitas dan keberlanjutan bisnis, sebagaimana dilaporkan oleh Lins et al. (2019) dan Alhajjeh et al. (2025).

Analisis mediasi menunjukkan perilaku investor menjadi mekanisme penting yang memediasi pengaruh CSR terhadap harga saham. Efek mediasi parsial (*indirect effect* = 0,273; $p = 0,001$; CI [0,12; 0,42]) menunjukkan bahwa CSR tidak hanya memengaruhi harga saham secara langsung, tetapi juga melalui peningkatan kepercayaan dan keputusan investasi yang lebih rasional. Temuan ini mendukung hasil Kouaib & Amara (2022), Haddad et al. (2024),

dan Nair et al. (2025) yang menyatakan bahwa CSR menurunkan asimetri informasi dan memperkuat loyalitas investor. Berdasarkan *signaling theory* (Spence, 1973) dan *legitimacy theory* (Suchman, 1995; Deegan, 2002), perilaku investor bertindak sebagai transmisi psikologis dan ekonomi, di mana persepsi positif terhadap komitmen sosial perusahaan diterjemahkan menjadi peningkatan permintaan saham dan apresiasi nilai pasar.

Hasil uji moderasi menunjukkan bahwa peran pemerintah memoderasi pengaruh CSR terhadap harga saham ($\beta = 0,11$; $p = 0,022$). Penambahan variabel moderasi ini meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi harga saham sebesar 4% ($\Delta R^2 = 0,040$), yang berarti peran pemerintah melalui regulasi, insentif, dan kebijakan keberlanjutan memperkuat efek CSR terhadap harga saham perusahaan. Hasil ini sejalan dengan Vasiljeva et al. (2023) serta Cardillo & Basso (2025) yang menekankan bahwa efektivitas CSR bergantung pada kekuatan tata kelola publik dan dukungan kebijakan institusional. Pada pasar modal Indonesia, legitimasi yang diberikan melalui kebijakan pemerintah meningkatkan kredibilitas CSR dan memperkuat kepercayaan investor terhadap stabilitas jangka panjang perusahaan.

Analisis tambahan melalui uji *paired sample t-test* memperkuat konsistensi temuan tersebut. Nilai CAR menurun signifikan sebesar 0,0085 poin selama pandemi ($t = -2,95$; $p = 0,006$), namun meningkat sebesar 0,0102 poin setelah pandemi ($t = 3,21$; $p = 0,003$). Begitu pula dengan harga saham yang turun sebesar Rp185,50 selama pandemi ($t = -3,72$; $p = 0,001$) dan meningkat Rp210,40 pascapandemi ($t = 4,05$; $p < 0,001$). Pola ini menunjukkan bahwa meskipun pandemi menekan harga saham, perusahaan dengan aktivitas CSR yang kuat mampu menjaga kepercayaan investor dan menunjukkan pemulihan lebih cepat. Temuan ini mendukung hasil penelitian Li et al. (2025) dan Effendi (2025) yang membuktikan bahwa CSR berfungsi sebagai *corporate resilience mechanism* di masa krisis.

Kesimpulan

Kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Pengungkapan CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku investor, dengan koefisien $\beta = 0,42$ ($p < 0,001$). Pengungkapan CSR yang lebih tinggi meningkatkan kepercayaan dan partisipasi investor, sehingga H_1 diterima.
2. CSR juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan ($\beta = 0,45$; $p < 0,001$), menunjukkan bahwa pengungkapan CSR meningkatkan persepsi pasar terhadap nilai saham, sehingga H_2 diterima.
3. Perilaku investor memediasi pengaruh antara pengungkapan CSR dan harga saham secara parsial (*indirect effect* = 0,273; $p = 0,001$; CI [0,12; 0,42]), sedangkan pengaruh langsung pengungkapan CSR tetap signifikan ($\beta = 0,18$; $p = 0,007$). Hasil ini menunjukkan peran perilaku investor sebagai mekanisme transmisi, sehingga H_3 diterima.
4. Peran pemerintah memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap harga saham secara positif, dengan interaksi pengungkapan CSR dan peran pemerintah $\beta = 0,11$ ($p = 0,022$) dan $\Delta R^2 = 0,040$, yang meningkatkan daya jelaskan model. Hasil ini menunjukkan bahwa peran pemerintah memperkuat pengaruh pengungkapan CSR terhadap nilai pasar, sehingga H_4 diterima.
5. Uji perbandingan sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19 menunjukkan dampak sementara pandemi terhadap perilaku investor dan harga saham, dengan penurunan signifikan selama pandemi dan pemulihan signifikan pasca-pandemi (CAR: $t = -2,95$; $p = 0,006$ menjadi $t = 3,21$; $p = 0,003$; Harga Saham: $t = -3,72$; $p = 0,001$ menjadi $t = 4,05$; $p < 0,001$). Perusahaan dengan pengungkapan CSR yang konsisten menunjukkan pemulihan lebih cepat, menegaskan peran pengungkapan CSR sebagai *corporate resilience mechanism* di masa krisis.

DAFTAR PUSTAKA

- Alhajjeah, D., Besim, M., & Al-Hajieh, H. (2025). Mitigating crisis impact: The influence of corporate social responsibility on non-financial firms' financial performance. *International Review of Economics & Finance*, *101*, 104180. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104180>
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). *A survey of behavioral finance*. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1053–1128). Elsevier.
- Beleneși, M., Bogdan, V., & Popa, D. N. (2021). Disclosure Dynamics and Non-Financial Reporting Analysis. The Case of Romanian Listed Companies. *Sustainability*, *13*(9), 4732. <https://doi.org/10.3390/su13094732>
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2013). *The impact of the dimensions of social performance on firm risk*. *Journal of Banking & Finance*, *37*(4), 1258–1273. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>
- Cardillo, M. A. dos R., & Basso, L. F. C. (2025). Revisiting knowledge on ESG/CSR and financial performance: A bibliometric and systematic review of moderating variables. *Journal of Innovation & Knowledge*, *10*(1), 100648. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2024.100648>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Oxford University.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). *Signaling theory: A review and assessment*. *Journal of Management*, *37*(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2019, September). Is The Relation Between CSR And Stock Market Valuation Subject To An Institutionalization Process? An International Perspective. *Comptabilité Contrôle Audit*, *25*(2), 87-122. Retrieved December 13, 2020, from <https://www.proquest.com/trade-journals/is-relation-between-csr-stock-market-valuation/docview/2369409374/se-2?accountid=45753>
- Darwis, R. S., Resnawaty, R., & Hassanah, D. (2019). Peran Pemerintah dalam Kolaborasi Stakeholders pada Pelaksanaan Program Corporate Social Responsibility (CSR). *Prosiding Penelitian Dan Pengabdian Kepada Masyarakat*, *6*(1), 1. <https://doi.org/10.24198/jppm.v6i1.21482>
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures: A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *15*(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, *141*(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Dirsan, R., & Arifin, A. Z. (2023). Keputusan investasi saham di Indonesia: Pendekatan teori planned behaviour. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, *7*(5), 1127–1138. <https://doi.org/10.24912/jmbk.v7i5.26512>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, *20*(1), 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Dornean, A., & Oanea, D. C. (2017). CSR and Company's Stock Price. A Comparative Evidence from Bucharest Stock Exchange. *EuroEconomica*, *36*(1). <http://hdl.handle.net/11159/737>
- Effendi, B. (2025). Analisis dampak CSR disclosure pada nilai perusahaan di era ESG: Studi pada industri manufaktur. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, *9*(3). <https://doi.org/10.33395/owner.v9i3.2724>
- Faisal, F., Situmorang, L. S., Achmad, T., & Prastiwi, A. (2020). The role of government regulations in enhancing corporate social responsibility disclosure and firm value. *Journal*

- of Asian Finance Economics and Business*, 7(8), 509-518. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.509>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman, Boston.
- Haddad, R. H., Haddad, A. E., Haddad, A., & Sawalha, N. (2024). Corporate Social Responsibility Disclosure and Stock Market Liquidity: The Case of Jordan. *Sustainability*, 16(1), 88. <https://doi.org/10.3390/su16010088>
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001>
- Hao, D., Qi, G., & Wang, J. (2018). Corporate Social Responsibility, Internal Controls, and Stock Price Crash Risk: The Chinese Stock Market. *Sustainability*, 10(5), 1675. <https://doi.org/10.3390/su10051675>
- Horn, R., De Klerk, M., & De Villiers, C. (2018). The association between corporate social responsibility reporting and firm value for South African firms. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1). <https://doi.org/10.4102/sajems.v21i1.2236>
- Ijiri, Y. (1975) *Theory of Accounting Measurement*. American Accounting Association, 210
- Itan, I., Sylvia, S., Septiany, S., & Chen, R. (2025). The influence of environmental, social, and governance disclosure on market reaction: Evidence from emerging markets. *Discover Sustainability*, 6(347). <https://doi.org/10.1007/s43621-025-01085-0>
- Kouaib, A., & Amara, I. (2022). Corporate Social Responsibility Disclosure and Investment Decisions: Evidence from Saudi Indexed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 495. <https://doi.org/10.3390/jrfm15110495>
- Kumar, R. (2017). Perspectives on strategic finance. In *Strategic Financial Management Casebook* (pp. 1-29). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-805475-8.00001-X>
- Li, C., Keeley, A. R., & Managi, S. (2025). ESG emphasis of top companies in East and Southeast Asian countries unveiled by deep learning. *Green Technologies and Sustainability*, 100296. <https://doi.org/10.1016/j.grets.2025.100296>
- Lins, K., Servaes, H., & Tamayo, A. (2019). Social capital, trust, and corporate performance: How CSR helped companies during the financial crisis (and why it can keep helping them). *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 59-71. <https://doi.org/10.1111/jacf.12347>
- Liu, X., Wang, E., & Cai, D. (2018). Environmental Regulation and Corporate Financing—Quasi-Natural Experiment Evidence from China. *Sustainability*, 10(11), 4028. <https://doi.org/10.3390/su10114028>
- Liu, Y., Hyun, E., & Choi, Y. (2025). Buffering Effect of CSR Reputation During Product Recalls: Evidence from Global Automakers Across Institutional Contexts. *Systems*, 13(6), 402. <https://doi.org/10.3390/systems13060402>
- Muralikrishna, I. V., & Manickam, V. (2017). *Environmental management: Science and engineering for industry*. Butterworth-Heinemann. Retrieved from: <https://www.sciencedirect.com/book/9780128119891/environmental-management>
- Nair, R., Muttakin, M., Khan, A., Subramaniam, N., & Somanath, V. S. (2025). Corporate social responsibility disclosure quality and the agency problem: Evidence from a mandatory disclosure setting. *Pacific-Basin Finance Journal*, 93, 102858. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102858>
- Rahmawati, N. D., Wardhani, R. S., & Noviana, M. L. A. P. (2023). Pengaruh corporate social responsibility, return on equity, dan earning per share terhadap harga saham pada perusahaan subsektor hotel, restoran, dan pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022. *Indonesian Journal of Accounting and Business*, 5(1), 1-12. <https://doi.org/10.33019/ijab.v5i1.52>
- Ramadhan, M. A., Abdurrahman, R., & Lubis, A. (2024). The Quality of Sustainability Reporting in Indonesia: Government, Employee, Competitor, and Customer Perspective. *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 16(1), 39-54. <https://doi.org/10.26740/jaj.v16n1.p39-p54>

- Scott, R. (2013). *Institutions and Organizations Ideas, Interests, and Identities* (4th ed.). SAGE Publications, Inc.
- Shatila, K., Martínez-Climent, C., & Enri-Peiró, S. (2025). The Mediating Roles of Corporate Reputation, Employee Engagement, and Innovation in the CSR—Performance Relationship: Insights from the Middle Eastern Banking Sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(10), 534. <https://doi.org/10.3390/jrfm18100534>
- Shefrin, H. (2002). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Harvard Business School Press. <https://doi.org/10.1093/0195161211.001.0001>
- Situmorang, G. M., & Setyawan, I. R. (2024). Pengaruh corporate social responsibility, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, 8(3), 645–656. <https://doi.org/10.24912/jmbk.v8i3.30225>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Vasiljeva, M., Semin, A., Ponkratov, V., Kuznetsov, N., Kostyrin, E., Semenova, N., Ivleva, M., Zekiy, A., Ruban-Lazareva, N., Elyakov, A., & Muda, I. (2023). Impact of corporate social responsibility on the effectiveness of companies' business activities. *Emerging Science Journal*, 7(3), 768–790. <https://doi.org/10.28991/ESJ-2023-07-03-08>
- Wahba, H., & Elsayed, K. (2015). The mediating effect of financial performance on the relationship between social responsibility and ownership structure. *Future Business Journal*, 1(1–2), 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2015.02.001>
- Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal of Business Ethics*, 101(1), 127–141. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0713-9>
- Yu, S., & Tian, M. (2024). Balance matters more: Research on the effect of corporate social responsibility equilibrium on stock price crash risk. *PloS one*, 19(10), e0306879. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0306879>
- Yumita, Yulindisti, E., & Desyana, G. (2025). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Harga Saham: Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Moderasi. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 11(4), 25332545. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v11i4.4314>.