

Corporate Social Responsibility and Corporate Values: The Moderating Role of Leverage and Company Size

Abdul Malik Kumar*, Sunaryati Hardiani, Chodidjah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Merdeka Malang, Jl Terusan Raya Dieng 62-64 Malang, Indonesia

*abdulmalikkumar@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to prove the moderating role of leverage and firm size on the CSR relationship with manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2018-2020. Purposive sampling used resulted in 82 companies. This data analysis method uses Moderated Regression Analysis (MRA) through ordinary least squares (OLS) in stages to see the moderating function of leverage and firm size. The results of the study prove that leverage plays a role in moderating the negative effect of CSR on firm value. Meanwhile, firm size is not proven to moderate the relationship between CSR and firm value.

Keywords: CSR, Leverage, Firm Size, Firm Values

PENDAHULUAN

Bagi pemilik modal dan calon pemilik modal, nilai perusahaan merupakan hal yang penting untuk menentukan seberapa besar kekayaan yang mereka miliki di perusahaan publik tempat mereka menanamkan sahamnya. Hal ini berkaitan dengan faktor nilai perusahaan sebagai salah satu yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi. Demikian pula bagi manajemen, nilai perusahaan digunakan sebagai alat untuk menilai tingkat keberhasilan mengelola perusahaan.

Perusahaan berupaya memperoleh keuntungan secara berkelanjutan (*sustainability*). Oleh karenanya, manajemen berupaya untuk mengoptimalkan laba, menjaga kelestarian alam, dan memberikan kesejahteraan pada manusia, baik sebagai karyawan maupun masyarakat disekitarnya. Konsep ini disebut *Triple Bottom Line* (TBL) yang dikemukakan oleh Elkington (1998) yang diperuntukkan mengukur kinerja perusahaan yang dikenal dengan *Triple P's* yaitu *planet, people, and profit*. Salah satu bentuk penerapan konsep ini adalah *Corporate Social Responsibility* (CSR), yaitu tanggung jawab sosial perusahaan pada masyarakat dan lingkungan sekitar. Dalam perkembangannya, CSR sebagai bentuk tanggung jawab sosial perusahaan tidak hanya sebagai bentuk kepedulian perusahaan pada lingkungan atau masyarakat, namun sudah merupakan strategi bisnis (Porter &

Kramer, 2002). Keberadaan perusahaan semestinya memberikan dampak positif yang berkelanjutan terhadap masyarakat, lingkungan dan investor serta pemangku kepentingan lainnya. Perusahaan tidak hanya memproduksi barang atau jasa dan mencari keuntungan, tetapi juga memiliki tanggung jawab meningkatkan kesejahteraan masyarakat

Sementara itu, dalam lingkungan bisnis kontemporer, terdapat dua pandangan tentang CSR. Pandangan yang menentang CSR memandang bahwa optimalisasi sumber daya perusahaan ditujukan untuk kepentingan pemegang saham (*stakeholder*), sehingga segala aktivitas, termasuk CSR merupakan beban yang mengurangi laba perusahaan yang pada akhirnya berdampak mengurangi pembagian keuntungan kepada pemegang saham. Sementara pandangan yang mendukung CSR menyatakan bahwa perusahaan harus mampu menjembatani kepentingan para pemangku kepentingan baik pemegang saham maupun pemangku kepentingan lainnya seperti pelanggan, karyawan, dan masyarakat yang dapat memengaruhi keberadaan perusahaan (Harjoto & Laksmana, 2018). Oleh karenanya, tugas penting bagi manajemen adalah menyeimbangkan dua kepentingan tersebut melalui CSR (Freeman, 1984).

Di Indonesia *Corporate Social Responsibility* (CSR) merupakan amanah UU No. 74 tahun 2007 sebagai kewajiban (*mandatory*) bagi perusahaan

yang melakukan eksploitasi sumber daya alam (*high profile*), sedangkan bagi perusahaan lainnya merupakan sukarela (*voluntary*). Namun demikian, saat ini CSR dipandang sebagai aktivitas strategis yang berdampak positif terhadap kepercayaan masyarakat luas maupun investor terhadap perusahaan. Oleh karenanya, banyak perusahaan melakukan kegiatan CSR sebagai strategi perusahaan jangka panjang yang berdampak terhadap kinerja perusahaan secara berkelanjutan (Boubaker *et al.*, 2018). Sumber dana untuk membiayai kegiatan perusahaan termasuk aktivitas CSR dapat berasal dari dana internal dan eksternal perusahaan. Namun demikian, apabila perusahaan tidak memiliki sumber daya yang memadai untuk melaksanakan kegiatan, maka bisa memperoleh dari sumber eksternal berupa utang.

Penelitian ini mengkonfirmasi penelitian serupa yang telah dilakukan, sehingga diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif. Penelitian ini menguji kembali beberapa penelitian yang telah dilakukan yaitu menguji dengan menganalisis pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan, namun meletakkan variabel *leverage* dan ukuran perusahaan sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara CSR dan nilai perusahaan. Teori signal menunjukkan bahwa *leverage* dapat digunakan oleh manajemen untuk memberikan signal positif (*good news*) dan negatif (*bad news*) kepada pasar. Signal positif terjadi ketika manajemen mampu menggunakan *leverage* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Namun, ketika manajemen melakukan pinjaman (utang) untuk pendanaan dan bukan tujuan efisiensi, maka berpotensi menjadi berita buruk (signal negatif). Oleh karenanya, *leverage* dapat memperkuat dan memperlemah pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan.

Temuan hasil penelitian yang tidak konsisten tentang pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan diakibatkan kurangnya pemahaman peran lingkungan dan fungsi ekonomi (Al-Tuwaijri *et al.*, 2004). Besar kecilnya perusahaan yang mengindikasikan ukuran perusahaan bisa diukur/dilihat dari jumlah aset, besar kecilnya penjualan, dan besarnya ekuitas yang dimiliki perusahaan. Perusahaan besar lebih memiliki sumber daya yang lebih besar dibanding perusahaan kecil, sehingga lebih menarik bagi investor yang berdampak lebih luas terhadap kepentingan publik dibanding perusahaan kecil. CSR membutuhkan proses yang kompleks yang memerlukan sumber daya yang besar. Perusahaan berskala besar relatif memiliki sumber daya yang besar, sehingga perusahaan besar cenderung lebih mampu untuk melaksanakan CSR secara efektif (Youn *et al.*, 2015). Sementara itu, perusahaan besar memiliki kemampuan sumber daya yang relatif besar dibanding dengan perusahaan kecil. Oleh karenanya, perusahaan besar lebih mampu untuk mengatasi

kompleksitas proses CSR. Disamping itu perusahaan besar cenderung menjadi perhatian publik dibandingkan perusahaan kecil, sehingga perusahaan besar cenderung untuk memberikan kegiatan sosial yang lebih banyak dibanding perusahaan kecil.

KAJIAN PUSTAKA

CSR dan Nilai Perusahaan

Perusahaan menempatkan dirinya sebagai bagian yang tidak terpisahkan dengan lingkungan dalam lingkungan bisnis kontemporer. Perusahaan sudah seharusnya memberikan dampak positif bagi lingkungannya dan menghindari dampak negatif. Oleh karenanya, CSR sebagai perwujudan tanggungjawab sosial perusahaan kepada masyarakat hendaknya dilihat sebagai partisipasi strategis yang bersifat jangka panjang dan dapat berdampak positif bagi kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan perspektif teori *stakeholder* perusahaan yang melakukan pengurangan *implicit cost* (seperti biaya kualitas produk, biaya lingkungan) dari penyimpangan perilaku sosial akan berdampak meningkatnya *explicit cost* terhadap pemegang saham dan pemegang obligasi sehingga berdampak kurangnya *competitive advantage*. Dengan demikian, CSR diperlukan sebagai aktivitas strategis yang mampu mengurangi penyimpangan manajemen (Hu *et al.*, 2018). CSR merupakan sarana untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemangku kepentingan, sehingga CSR berhubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan (Barnett & Salomon, 2006; Lindgreen *et al.*, 2009; Porter & Kramer, 2002)

Beberapa hasil penelitian yang menguji teori *stakeholder* membuktikan bahwa CSR berhubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan karena mendukung perusahaan dalam mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan dan mengurangi konflik kepentingan dengan berbagai pemangku kepentingan (Barnett & Salomon, 2006; Porter & Kramer, 2002). Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa perusahaan dengan investasi CSR yang tinggi investasinya lebih efisien dan berdampak positif terhadap kinerja operasional yang diukur dengan *ROA-Adjusted* dan valuasi perusahaan yang diukur dengan Tobins-Q.

H₁: *Corporate Social Responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Peran Moderasi *Leverage* Terhadap Hubungan CSR dan Nilai Perusahaan

Ditinjau dari sisi keuangan, hubungan keagenan terjadi antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*) serta antara manajer dan kreditur (Brigham & Houston, 2011). Sumber terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah adanya pemisahan fungsi dan peran. Pemegang saham mempercayakan sumber daya

yang dimilikinya kepada manajer untuk digunakan secara maksimal dalam rangka meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Watts dan Zimmerman (1986) menyatakan manajemen lebih banyak memiliki informasi dibanding pemegang saham, sehingga pada perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi manajemen terdorong melakukan kebijakan akuntansi (*accounting policy*) dengan menggeser pendapatan masa depan ke masa sekarang.

Agency theory menjelaskan kontrak satu atau lebih individu sebagai prinsipal dan lainnya sebagai penerima wewenang dari prinsipal yang disebut sebagai agen. Rasio *leverage* yang tinggi dimiliki perusahaan mengakibatkan perusahaan lebih banyak mengungkapkan informasi, karena tingginya rasio struktur modal (*leverage*) meningkatkan biaya keagenan dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Pengurangan biaya agensi terjadi karena keterbatasan manajemen dalam pengambilan keputusan atas nama pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

Kesadaran peran strategis CSR terhadap kinerja perusahaan secara berkelanjutan mendorong manajer untuk melaksana CSR tidak hanya sebagai perhatian terhadap lingkungan, juga sebagai bentuk strategi perusahaan. Mengingat CSR sebagai aktivitas yang memerlukan sumber daya relatif besar, maka pendanaannya dapat dilakukan melalui utang. Kreditur memperhatikan tingkat risiko investasi CSR yang dilihat dari pengungkapan CSR di laporan keuangan atau Laporan CSR. Jika kreditur memandang bahwa tingkat risikonya rendah, maka *cost of debt* yang dibebankan rendah (Ross *et al.*, 2010). Hasil penelitian Fauzi (2013) membuktikan bahwa *leverage* memoderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. Jika *leverage* perusahaan semakin tinggi maka hal ini mengakibatkan pengaruh CSR terhadap perusahaan juga semakin tinggi. Sementara hasil penelitian Davita *et al.* (2022) menunjukkan bahwa *leverage* tidak memoderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan.

H₂: *Leverage* memoderasi hubungan antara CSR dan nilai perusahaan

Peran Moderasi Ukuran Perusahaan Terhadap Hubungan CSR dan Nilai Perusahaan

Implementasi CSR membutuhkan sumber daya besar dan berkelanjutan. Perusahaan besar memiliki sumber daya dan akses pendanaan relatif besar dibandingkan perusahaan kecil. Dukungan sumber daya manusia dan keuangan serta manajemen yang lebih formal dan tersistem memberikan peluang CSR menjadi bagian integral yang tidak terpisahkan dari seluruh aktivitas perusahaan yang berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sementara, perusahaan kecil memiliki

keterbatasan sumber daya dan akses pendanaan (Fredrickson, 1986).

H₃: Ukuran Perusahaan memoderasi hubungan antara CSR dan nilai perusahaan

METODE

Jenis penelitian ini adalah penelitian asosiatif kausal yang menguji peran moderasi *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap hubungan CSR dengan nilai perusahaan. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2020 sebanyak 601 perusahaan yang diakses melalui situs resmi BEI www.idx.co.id. Penelitian ini menggunakan data panel sebanyak 246 data pengamatan yang diperoleh dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar berturut-turut di BEI tahun 2018-2020; (2) Laporan Keuangan disajikan dalam mata uang rupiah; (3) menampilkan laporan CSR di Laporan Keuangan periode 2018-2020; (4) terdapat laporan harga saham penutupan 2018-2020.

Penelitian ini menggunakan 3 jenis variabel, yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel moderasi. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q yang mengukur nilai perusahaan selama 3 tahun mulai tahun 2018 sampai tahun 2020. Perhitungan Tobin's Q yaitu perbandingan antara nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai buku ditambah nilai buku total utang.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{EMV} + \text{D}}{\text{EBV} + \text{D}}$$

Keterangan:

Tobin's Q : Nilai Perusahaan
 EMV : Nilai Pasar Ekuitas
 EBV : Nilai Buku Ekuitas
 D : Nilai Buku Total Utang

Dalam penelitian ini indeks pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSRI) perusahaan sebagai variabel independen. Jika dilaporkan, diberi nilai satu, jika tidak diungkapkan diberi nilai nol. Skor untuk setiap item kemudian dijumlahkan untuk menentukan skor total masing-masing perusahaan dengan menggunakan tabulasi berdasarkan daftar (*check list*) untuk menentukan Indeks pengungkapan CSR selama tiga tahun mulai tahun 2018-2020. Rumus indeks CSR sebagai berikut:

$$\text{CSRI} = \frac{\sum X_i}{n_j}$$

Keterangan:

CSRI_j = *Corporate Social Responsibility Disclosure index* perusahaan j
 n_j = jumlah item perusahaan j, n_j ≤ 78

X_{ij} = dummy variabel: 1= Jika item I diungkapkan; 0= jika item I tidak diungkapkan
 Dengan demikian, $0 \leq CSR_{ij} \leq 1$

Penelitian ini menggunakan variabel moderasi *leverage* dan ukuran perusahaan. Pengukuran *Leverage* diukur dengan rasio total utang terhadap total aset yang merupakan gambaran utang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio ini, menunjukkan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan kepada pihak ketiga (kreditur) dan semakin besar beban pembayaran biaya utang yang ditanggung perusahaan. (Ross *et al.*, 2010). Rumus perhitungannya sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Utang Lancar} + \text{Utang Tidak Lancar}}{\text{Total Aset}}$$

Ukuran Perusahaan diukur dengan menggunakan total aset perusahaan (Mahoney & Roberts, 2002).

Penelitian ini menggunakan tiga model, yaitu model 1, model 2, dan model 3 yang seluruhnya dianalisis menggunakan regresi berganda (OLS) bertahap dengan pendekatan *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk mengendalikan pengaruh variabel moderator (Ghozali, 2016). Model 1 menguji pengaruh CSR terhadap Nilai Perusahaan, Model 2 menguji CSR, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai perusahaan, dan model 3 menguji CSR, *Leverage*, dan variabel interaksi antara CSR dan *Leverage* serta CSR dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.

Persamaan untuk ketiga model penelitian sebagai berikut:

$$NP_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

$$NP_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 UP_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

$$NP_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 UP_{it} + \beta_4 CSR * LEV_{it} + \beta_5 CSR * UP_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

- NP = Nilai Perusahaan
- CSR = *Corporate Social Responsibility*
- LEV = *Leverage*
- UP = Ukuran Perusahaan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Tabel 1 menyajikan deskripsi statistik yang menggambarkan rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum seluruh variabel yang diteliti. Nilai perusahaan memiliki nilai rata-rata sebesar 1,329, standar deviasi 1,286, nilai minimum -3,809 dan nilai maksimum 8,355. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan manufaktur di Indonesia relatif rendah. Untuk variabel CSR memiliki nilai rata-rata 0,099, standar deviasi 0,00938, nilai minimum 0,011 dan nilai maksimum

0,446. Hasil ini menunjukkan bahwa aktivitas CSR di Indonesia masih rendah. *Leverage* memiliki nilai rata-rata 0,326, standar deviasi 0,271, nilai minimum 0,027 dan nilai maksimum 2,851. Hasil ini menunjukkan bahwa *leverage* perusahaan manufaktur di Indonesia masih relatif rendah. Sementara UP memiliki nilai rata-rata Rp 10.605,93 milyar, standar deviasi Rp 25.392,15 milyar, nilai minimum Rp 89 milyar dan nilai maksimum Rp 295.646 milyar. Hasil ini menunjukkan bahwa skala ukuran perusahaan cukup besar.

Tabel 1. Analisis Deskriptif

| Variabel | N | Mean | Std. Deviasi | Min. | Maks. |
|----------|-----|-----------|--------------|--------|---------|
| NP | 246 | 1.32824 | 1.286578 | -3.809 | 8.355 |
| CSR | 246 | 0,09866 | 0,093816 | 0,011 | 0,446 |
| LEV | 246 | 0,32608 | 0,270538 | 0,027 | 2,851 |
| UP | 246 | 10.605,93 | 25.392,15 | 89 | 295.646 |

Tabel 2. Analisis Korelasi Person's

| | NP | CSR | LEV | UP |
|-----|------------------|------------------|-------------------|-------|
| NP | 1.000 | | | |
| CSR | 0,180 (0,002) | 1.000 | | |
| LEV | 0,141 (0,014) | 0,214 (0,382) | 1.000 | |
| UP | 0,218 (0,000) | 0,118 (0,232) | -0,051 (0,212) | 1.000 |

Berdasarkan korelasi Person's di Tabel 2, nilai korelasi seluruh variabel independen CSR, LEV, dan UP lebih kecil dari 0,90 dan tidak ada yang signifikan ($\alpha = 5\%$), sehingga seluruh variabel independen tidak mempengaruhi satu dengan yang lain.

Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini sudah melewati uji asumsi klasik. Pengujian normalitas data menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov dengan *probability score* $0,000 < 0,05$. Namun, mengingat penelitian ini menggunakan data besar, 246 observasi sehingga asumsi normalitas dapat diabaikan (Nachrowi & Usman, 2006). Pengujian multikolinearitas menghasilkan nilai toleransi $> 0,1$ dan VIF < 10 . Seluruh variabel nilai toleransi lebih besar dari 0,1 dan VIF lebih kecil dari 10, sehingga tidak terjadi multikolinearitas. Nilai Durbin Watson 2,231. Nilai D-W menurut tabel $n = 246$ dan $k = 4$ dengan tingkat sig. (α) 5% diperoleh angka $dl = 1,728$ dan $du = 1,810$, sehingga tidak ada autokorelasi. Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji *Glejser*, hasilnya menunjukkan nilai probabilitas $> 0,05$, sehingga tidak ada heteroskedastisitas. Oleh karenanya, model memenuhi asumsi klasik.

Tabel 3. Hasil Regresi

| Variabel | Model 1 | Model 2 | Model 3 |
|-------------------------|------------------|---------------------|---------------------|
| <i>Independen:</i> | | | |
| CSR | 2,464 (0,005) | 2,088 (0,014) | -6,162 (0,001) |
| <i>Moderator:</i> | | | |
| LEV | - | 0,706 (0,016) | -1,228 (0,008) |
| UP | - | 1,050E-5 (0,001) | 7,375E-6 (0,169) |
| <i>Interaksi</i> | | | |
| CSR_LEV | - | - | 23,787 (0,000) |
| CSR_UP | - | - | 4,810E-5 (0,296) |
| R ² | 0,032 | 0,093 | 0,187 |
| Adjusted R ² | 0,028 | 0,082 | 0,170 |
| F | 8,142 | 8,309 | 11,027 |
| Sig F | 0,005 | 0,000 | 0,000 |

Berdasarkan Tabel 3, Seluruh model memiliki nilai sig. F lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa Model 1, Model 2, dan Model 3 adalah model yang *fit*. Nilai koefisien determinasi *Adjusted-R²* model 1: 0,028. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam Model 1 sumbangan variabel CSR berpengaruh 2,8% terhadap variasi perubahan variabel nilai perusahaan, sisanya 97,3% dipengaruhi oleh faktor lain. Di Model 2, nilai koefisien diterminasi *Adjusted R²* 0,082. Hasil ini menunjukkan dalam model 2 sumbangan variabel CSR, *leverage*, dan ukuran perusahaan berpengaruh 8,2% terhadap variasi perubahan variabel nilai perusahaan, sisanya 91,8% dipengaruhi oleh faktor lain. Di Model 3, nilai koefisien diterminasi *Adjusted- R²* 0,170. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam model 3 sumbangan variabel CSR, *leverage*, ukuran perusahaan, interaksi CSR*LEV, dan interaksi CSR*UP berpengaruh 17% terhadap variasi perubahan variabel nilai perusahaan, sisanya 83% dipengaruhi oleh faktor lain. Oleh karenanya, seluruh model dapat digunakan melalui pendekatan MRA melalui *ordinary least square* (OLS) secara hirarki.

Pengujian Hipotesis

Model 1 dalam Tabel 3 digunakan untuk menguji H₁. Hasil pengujian membuktikan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi 0,005 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$) dan koefisien regresi (β_1) 2,464. Hasil ini mengindikasikan semakin tinggi pengungkapan CSR, semakin tinggi nilai perusahaan. Model 2 menguji pengaruh CSR dan variabel moderator (*leverage* dan ukuran perusahaan) terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian membuktikan variabel moderator *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi CSR 0,014 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$) dan koefisien regresi (β_1) 2,088, nilai

signifikansi variabel ukuran perusahaan 0,016 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$) dan koefisien regresi (β_2) 0,706, serta nilai signifikansi variabel nilai perusahaan 0,001 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$) dan koefisien regresi (β_3) 0,0000105. Temuan ini membuktikan *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Model 3 memasukkan variabel interaksi CSR*LEV dan CSR*UP. Dalam Model 3 koefisien regresi CSR β_1 -6,162 dengan tingkat sig. 0,001 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$). H₂ memprediksi bahwa *leverage* memoderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. Dalam Model 3 di Tabel 3 membuktikan bahwa interaksi antara CSR dan *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi 0,000 lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$) dan koefisien regresi (β_4) 23,787. Hasil ini menunjukkan bahwa *leverage* selain berperan sebagai variabel moderasi semu, juga berperan sebagai variabel prediktor karena menghasilkan nilai koefisien yang lebih besar yaitu 23,787 dan nilai $\beta_2 \neq \beta_4 \neq 0$. H₃ memprediksi ukuran perusahaan memoderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. Dalam Model 3 pada Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel interaksi CSR*UP memiliki nilai sig. 0,296 lebih besar dari 0,05 ($\alpha=5\%$) dan koefisien regresi (β_4) 0,00004810. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel interaksi CSR*UP bukan sebagai variabel moderasi.

Pembahasan

Hasil regresi Model 1 dan Model 2 membuktikan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan aktivitas CSR yang ditunjukkan dengan indeks CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *stakeholder* bahwa perusahaan terikat dan merupakan bagian penting dari lingkungannya dan perlu menjaga kepercayaan pemangku kepentingan serta melibatkannya dalam kerangka kebijakan dan pengambilan keputusan. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. (Agustina, 2013; Astuti *et al.*, 2018; Rahma *et al.*, 2018; Rustiarini, 2010; Susanti *et al.*, 2012).

Hasil regresi Model 3 mengindikasikan *leverage* sebagai variabel moderasi yang menjadikan pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan menjadi negatif. Temuan ini konsisten dengan teori *agency*, bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi akan lebih banyak memberikan informasi ke publik tentang aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan. Hal yang menarik dari temuan ini adalah interaksi CSR**leverage* berdampak berubahnya pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan menjadi negatif. Hasil ini mengindikasikan pemegang saham sebagai pemangku kepentingan utama bereaksi negatif terhadap perusahaan yang memiliki aktivitas CSR

tinggi dan memiliki *leverage* tinggi. Investor sebagai makhluk rasional memandang bahwa CSR sebagai aktivitas yang berbiaya semestinya tidak didanai melalui utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Fauzi, 2013). Mengingat, koefisien jalur *leverage* lebih besar dibanding koefisien jalur moderasi, mengindikasikan bahwa manajemen perlu menjaga nilai *leverage* yang optimal sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Jika manajemen menganggap bahwa utang sebagai sumber dana yang mudah diperoleh tanpa memperhatikan batas optimal, maka berakibat menurunnya nilai perusahaan sebagai reaksi negatif pemilik modal. Hal ini juga sebagai indikasi bahwa semakin tinggi *leverage*, maka perusahaan tidak mampu untuk membiaya kegiatan operasionalnya, sehingga mengurangi aktivitas CSR yang berdampak rendahnya respon positif pemilik modal dan *stakeholder* lainnya terhadap perusahaan.

Hasil regresi Model 3 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki peran sebagai variabel moderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan tidak dijadikan pertimbangan oleh investor dalam keputusan investasi pada perusahaan yang memiliki aktivitas CSR.

Simpulan

Penelitian ini menguji pengaruh moderasi *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan utama penelitian ini adalah bahwa *leverage* berperan memoderasi negatif pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. Sementara ukuran perusahaan tidak berperan sebagai moderasi pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan.

Implikasi teoritis temuan ini konsisten dengan teori *agency*, bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi akan lebih banyak memberikan informasi ke publik tentang aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan. Peran moderasi negatif *leverage* pada hubungan CSR terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa manajemen perlu menjaga nilai *leverage* yang optimal sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Agustina, S. (2013). Pengaruh Profitabilitas Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 56–72.

Al-Tuwaijri, S., Christensen, T., & Hughes, K. (2004). The Relations Among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: A Simultaneous Equations Approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29, 447–471. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1)

Astuti, F. Y., Wahyudi, S., & Mawardi, W. (2018). Analysis of Effect of Firm Size, Institutional Ownership, Profitability, And Leverage On Firm Value With Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure As Intervening Variable. *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2), 95–109. Retrieved from <https://ejournal.undip.ac.id/index.php/jbs/article/view/19424>

Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 1122(September), 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj>

Boubaker, S., Cumming, D., Nguyen, D. K., & Publishing, E. (2018). *Research handbook of finance and sustainability*. Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasardasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

Davita, N., Prajaningtyas, W., & Firmansyah, A. (2022). Peran Moderasi Kebijakan Utang pada Hubungan Pengungkapan Keberlanjutan dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 14(1), 82–99.

Elkington, J. (1998). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. Gabriola Island, BC: New Society Publishers.

Fauzi, H. (2013). Corporate Social and Financial Performance: Empirical Evidence from American Companies. Retrieved from Universitas Sebelas Maret Institutional Repository website: <https://eprints.uns.ac.id/800/>

Fredrickson, J. W. (1986). The Strategic Decision Process and Organizational Structure. *Academy of Management Review*, 11(2), 280–297. <https://doi.org/10.5465/amr.1986.4283101>

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Harjoto, M., & Laksmana, I. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353–373. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3202-y>

Hu, Y., Chen, S., Shao, Y., & Gao, S. (2018). CSR and Firm Value: Evidence from China. *Sustainability*, Vol. 10. <https://doi.org/10.3390/su10124597>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Lindgreen, A., Swaen, V., & Johnston, W. J. (2009). Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation of U.S. Organizations. *Journal of Business Ethics*, 85(S2).
- Mahoney, L., & Roberts, R. (2002). *Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms*.
- Nachrowi, N., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*.
- Paul, R., Ainscough, T., Shank, T., Manullang, D., Hill, R. P., Shank, T., & Manullang, D. (2014). *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective*. 70(2), 165–174.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2002). The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy. *Harvard Business Review*, 14.
- Rahma, D. A., Makhdalena, M., & Trisnawati, F. (2018). Pengaruh CSR, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Keguruan Dan Ilmu Pendidikan Universitas Riau*, 5(1), 1–13.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of corporate finance. 9th edition*. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Rustiarini, N. W. (2010). Pengaruh Corporate Governance pada Hubungan Corporate Social Responsibility. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.
- Susanti, F., Marietza, F., & Indriani, R. (2012). The Influence of Corporate Social Responsibility to Firm Value With Profitability and Leverage As A Moderating Variable. *Proceeding The 13th Malaysia Indonesia Conference on Economics, Management and Accounting (MIICEMA)*, 14. Bengkulu.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Youn, H., Hua, N., & Lee, S. (2015). Does size matter? Corporate social responsibility and firm performance in the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 51, 127–134. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.09.008>