

BAB II

LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan membahas mengenai landasan teori, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, hipotesis penelitian, dan model variabel penelitian.

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori *Stakeholder*

Teori Stakeholder (*Stakeholder Theory*) menjadi landasan utama dalam memahami hubungan antara tanggung jawab sosial perusahaan dan kinerja perusahaan secara menyeluruh. Teori ini menegaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pihak yang berkepentingan dan terdampak oleh aktivitas bisnis, seperti karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat sekitar, dan pemerintah (Chollevecchio, 2023). Dalam konteks ini, kinerja perusahaan diukur dari kemampuannya memenuhi harapan dan kebutuhan para pemangku kepentingan, bukan semata-mata dari sisi keuntungan finansial. Hubungan yang harmonis dengan *stakeholder* diyakini mampu menciptakan nilai jangka panjang, karena kepercayaan dan dukungan *stakeholder* dapat memperkuat posisi perusahaan di pasar serta menurunkan risiko bisnis (Sulasmi & Suryono, 2022). Sebaliknya, kegagalan memenuhi ekspektasi *stakeholder* dapat menimbulkan konsekuensi negatif, seperti penurunan loyalitas pelanggan, protes masyarakat, atau tekanan dari regulator (Nuril Ulya & Tresna Parasetya, 2024). Implementasi CSR yang efektif berperan penting dalam

memperkuat hubungan perusahaan dengan *stakeholder* melalui peningkatan kepercayaan, loyalitas, dan dukungan dari berbagai pihak. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang menjalankan program CSR secara aktif dan transparan cenderung memperoleh reputasi positif di mata *stakeholder*, yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan kinerja keuangan dan non-keuangan (Mawardi, 2022). CSR yang terintegrasi dengan strategi bisnis dapat meningkatkan efisiensi operasional, mendorong inovasi, dan memperluas akses pasar, sehingga berdampak positif pada laba dan pertumbuhan Perusahaan (Mawardi, 2022). Selain itu, CSR yang berorientasi pada *stakeholder* juga terbukti dapat menurunkan risiko *stock price crash*, karena perusahaan menjadi lebih transparan dan mengurangi praktik penimbunan informasi buruk oleh manajemen (Cao *et al.*, 2023; Meng & Wang, 2020). Dengan demikian, CSR yang otentik dan terintegrasi dengan strategi bisnis utama akan memperkuat hubungan dengan *stakeholder* sekaligus meningkatkan nilai perusahaan di mata investor.

Namun, teori *stakeholder* juga menyoroti risiko yang muncul jika perusahaan gagal memenuhi harapan *stakeholder* atau melaksanakan CSR secara tidak serius. Sisi negatif CSR dapat terjadi ketika perusahaan melakukan *greenwashing*, penyalahgunaan dana CSR, atau hanya mengejar citra tanpa dampak nyata. Dalam situasi seperti ini, *stakeholder* bisa kehilangan kepercayaan dan mengambil tindakan negatif, seperti memboikot produk, mengajukan gugatan, atau menekan perusahaan melalui regulator (Mawardi, 2022). Menurut penelitian (Mustafa *et al.*, 2024) menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor CSR tinggi namun terlibat skandal atau revisi laporan keuangan justru mengalami penurunan

kinerja dan harga saham yang lebih besar . CSR yang dilakukan secara berlebihan tanpa integrasi strategi bisnis juga dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan, karena pasar menilai perusahaan tidak efisien dalam mengalokasikan sumber daya (Cao *et al.*, 2023) . Selain itu, teori *stakeholder* menyoroti potensi manajemen memanfaatkan pendekatan stakeholder untuk memperluas kekuasaan dan memanipulasi informasi, sehingga tujuan utama CSR tidak tercapai dan justru menimbulkan sisi gelap dalam pengelolaan perusahaan .

Di pasar berkembang seperti Indonesia, relevansi teori *stakeholder* semakin menonjol seiring meningkatnya literasi masyarakat, pengawasan regulator, dan ekspektasi publik terhadap (Forcadell *et al.*, 2023). Perusahaan dituntut untuk lebih terbuka dan bertanggung jawab dalam pelaksanaan CSR, namun masih terdapat celah untuk praktik tidak etis akibat lemahnya pengawasan dan penegakan hukum (Forcadell *et al.*, 2023) . Kondisi ini meningkatkan risiko sisi gelap CSR, seperti pelaporan menyesatkan atau CSR simbolis, terutama di negara berkembang. Oleh karena itu, perusahaan harus benar-benar memperhatikan kepentingan *stakeholder* secara serius, bukan sekadar formalitas atau pemenuhan regulasi (Forcadell *et al.*, 2023) . Penelitian di China membuktikan bahwa tanggung jawab terhadap *stakeholder* dan lingkungan secara signifikan menurunkan risiko *crash* harga saham, sedangkan CSR berupa donasi sosial tidak berpengaruh signifikan (Luo *et al.*, 2023). Dengan demikian, penerapan teori *stakeholder* sangat penting untuk menganalisis dinamika CSR di pasar berkembang, di mana tantangan dan risiko sisi gelap CSR lebih kompleks.

Selanjutnya, teori *stakeholder* sangat relevan dalam menjelaskan hubungan antara kinerja perusahaan dan harga saham, karena teori ini menekankan bahwa nilai perusahaan di pasar tidak hanya dipengaruhi oleh kepentingan pemegang saham, tetapi juga oleh bagaimana perusahaan mengelola hubungan dengan seluruh pemangku kepentingan, seperti karyawan, pelanggan, komunitas, dan pemerintah (Collevecchio *et al.*, 2023). Penelitian membuktikan bahwa orientasi *stakeholder* yang kuat dapat menurunkan risiko *stock price crash*, sebab perusahaan yang memperhatikan kepentingan *stakeholder* cenderung lebih transparan dan mengurangi praktik penimbunan informasi buruk oleh manajemen (Thuy *et al.*, 2021). Ketika perusahaan menjalankan CSR yang berfokus pada *stakeholder*, kepercayaan dan dukungan dari berbagai pihak meningkat, sehingga risiko penurunan harga saham akibat kejutan negatif dapat diminimalkan (Thuy *et al.*, 2021). Selain itu, adopsi pendekatan *stakeholder* terbukti mendapat respons positif dari pasar saham, di mana investor menilai perusahaan yang peduli pada *stakeholder* memiliki prospek jangka panjang yang lebih baik dan lebih tahan terhadap tekanan eksternal (Mawardi, 2022). Studi lain juga menemukan bahwa keterlibatan *stakeholder* secara aktif dapat meningkatkan valuasi pasar perusahaan, karena pasar menghargai perusahaan yang mampu membangun hubungan harmonis dan mengelola risiko sosial dengan baik (Mawardi, 2022). Dengan demikian, teori *stakeholder* memberikan kerangka yang kuat untuk memahami bagaimana pengelolaan hubungan dengan *stakeholder* dapat memengaruhi persepsi investor, stabilitas harga saham, dan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Sebagai penutup, teori *stakeholder* merupakan kerangka analisis yang komprehensif untuk mengevaluasi dampak CSR baik sisi positif maupun negatif terhadap kinerja perusahaan dan harga saham. Teori ini menekankan bahwa keberhasilan atau kegagalan perusahaan dalam mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan melalui CSR akan tercermin dalam kinerja finansial, reputasi, dan nilai perusahaan di mata publik serta investor (Prakash & Hawaldar, 2024; Zhou *et al.*, 2021). Riset tentang aspek negatif CSR sangat penting untuk memahami dinamika hubungan antara perusahaan dan *stakeholder*, serta implikasinya bagi keberlangsungan bisnis di pasar berkembang (Forcadell *et al.*, 2023). Lebih lanjut, teori *stakeholder* sangat relevan untuk meneliti sisi gelap CSR terhadap harga saham karena teori ini menyoroti bagaimana persepsi dan reaksi *stakeholder* termasuk investor terhadap praktik CSR dapat memengaruhi nilai pasar Perusahaan (Forcadell *et al.*, 2023; Mevelia *et al.*, 2024). Jika CSR dijalankan hanya sebagai formalitas atau untuk menutupi kelemahan manajemen, *stakeholder* dapat kehilangan kepercayaan, yang berujung pada penurunan harga saham dan peningkatan risiko (Thuy *et al.*, 2021). Penelitian empiris menunjukkan bahwa pengungkapan CSR yang tidak otentik atau digunakan untuk “*window dressing*” justru dapat memperburuk reaksi pasar saat terjadi peristiwa negatif, seperti *restatement* laporan keuangan atau skandal, sehingga harga saham turun lebih tajam dibandingkan perusahaan lain (Saeed *et al.*, 2025). Selain itu, dimensi CSR yang berfokus pada *stakeholder* terbukti lebih efektif dalam menurunkan risiko *crash* harga saham, sedangkan CSR yang bersifat simbolis atau tidak terintegrasi justru meningkatkan ketidakpastian pasar (Thuy *et al.*,

2021) . Dengan demikian, teori *stakeholder* memberikan kerangka yang tepat untuk menganalisis bagaimana sisi gelap CSR seperti *greenwashing* atau pelaporan menyesatkan dapat berdampak negatif pada kinerja perusahaan dan harga saham melalui mekanisme kepercayaan dan persepsi (Collevecchio, 2023).

2.1.2 Kinerja Perusahaan (*Corporate Performance*)

Kinerja perusahaan adalah konsep yang merujuk pada sejauh mana sebuah perusahaan berhasil mencapai tujuan-tujuan bisnisnya, baik dari sisi keuangan maupun non-keuangan. Indikator kinerja keuangan yang paling umum digunakan meliputi *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), *Earnings per Share* (EPS), laba bersih, dan nilai pasar perusahaan. ROA mengukur seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimiliki, sehingga semakin tinggi ROA, semakin baik efisiensi penggunaan aset perusahaan. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari modal sendiri, yang menjadi indikator penting bagi pemegang saham. EPS mengukur laba bersih yang diperoleh per lembar saham, sehingga menjadi perhatian utama investor dalam menilai potensi keuntungan investasi. Selain itu, nilai pasar perusahaan, yang tercermin dari kapitalisasi pasar dan harga saham, juga menjadi indikator utama dalam menilai persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek Perusahaan (Judijanto *et al.*, 2024) .

Selain indikator keuangan, kinerja perusahaan juga diukur melalui indikator non-keuangan yang semakin diakui penting dalam era bisnis modern. Indikator non-keuangan meliputi kepuasan pelanggan, kualitas produk atau

layanan, inovasi, pangsa pasar, reputasi perusahaan, dan kesejahteraan karyawan. Kepuasan pelanggan diukur melalui survei atau tingkat retensi pelanggan, yang berhubungan erat dengan loyalitas dan pertumbuhan pendapatan jangka panjang. Kualitas produk atau layanan dapat diukur melalui tingkat keluhan, pengembalian produk, atau sertifikasi mutu. Inovasi diukur dari jumlah produk baru yang diluncurkan, investasi dalam riset dan pengembangan, serta paten yang dimiliki. Pangsa pasar menunjukkan posisi kompetitif perusahaan di industri, sedangkan reputasi perusahaan dapat diukur melalui survei persepsi publik atau peringkat eksternal. Kesejahteraan karyawan, seperti tingkat turnover dan kepuasan kerja, juga menjadi indikator penting karena berpengaruh pada produktivitas dan stabilitas operasional (Fransisca *et al.*, 2025; Mawardi, 2022).

Dalam konteks sisi gelap CSR, indikator kinerja perusahaan menjadi sangat penting untuk mengidentifikasi dampak dari praktik CSR yang tidak otentik atau manipulatif. Penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan CSR yang abnormal baik terlalu tinggi maupun terlalu rendah dibandingkan ekspektasi industri dapat berdampak negatif pada kinerja keuangan jangka pendek, terutama pada profitabilitas (ROA, ROE) dan nilai pasar perusahaan. Selain itu, dimensi CSR seperti skor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) juga menjadi indikator penting yang saling terkait dengan kinerja perusahaan. Skor lingkungan (ENV) mengukur kontribusi perusahaan terhadap keberlanjutan lingkungan, skor sosial (SC) menilai dampak sosial dan hubungan dengan komunitas, sedangkan skor tata kelola (GOV) menilai kualitas manajemen dan transparansi perusahaan. Studi terbaru menunjukkan bahwa skor ESG yang tinggi secara konsisten berhubungan

positif dengan kinerja keuangan dan non-keuangan, sedangkan pengungkapan CSR yang tidak berkualitas atau hanya formalitas dapat menurunkan kepercayaan stakeholder dan merusak reputasi Perusahaan (Fransisca *et al.*, 2025; Waris & Din, 2023).

Secara keseluruhan, indikator kinerja perusahaan yang relevan dalam penelitian sisi gelap CSR meliputi: (1) indikator keuangan seperti ROA, ROE, EPS, laba bersih, dan nilai pasar; (2) indikator non-keuangan seperti kepuasan pelanggan, inovasi, kualitas produk, pangsa pasar, reputasi, dan kesejahteraan karyawan; serta (3) indikator ESG yang mencakup dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola. Penggunaan indikator-indikator ini secara komprehensif memungkinkan peneliti dan praktisi untuk menilai dampak nyata dari praktik CSR, baik yang otentik maupun yang bersifat simbolis, terhadap kinerja perusahaan secara menyeluruh (Fransisca *et al.*, 2025)

Dalam konteks pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR), kinerja perusahaan menjadi variabel yang sangat penting untuk dianalisis. Pengungkapan CSR yang dilakukan secara otentik dan terintegrasi dengan strategi bisnis dapat meningkatkan kepercayaan *stakeholder*, memperkuat reputasi, dan pada akhirnya mendorong kinerja keuangan yang lebih baik. Namun, jika pengungkapan CSR hanya bersifat simbolis atau sekadar memenuhi regulasi tanpa komitmen nyata, hal ini justru dapat menimbulkan persepsi negatif dan menurunkan kinerja Perusahaan (Almohtaseb *et al.*, 2025).

Penelitian juga menunjukkan bahwa hubungan antara pengungkapan CSR dan kinerja perusahaan sangat dipengaruhi oleh kualitas, dimensi, dan konteks

pengungkapan tersebut. Di beberapa negara, pengungkapan CSR yang komprehensif dan berkualitas tinggi terbukti meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan, sedangkan pengungkapan yang tidak otentik atau hanya formalitas dapat menimbulkan sisi gelap berupa penurunan kinerja dan hilangnya kepercayaan *stakeholder* (Collevecchio, 2023). Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk memastikan bahwa pengungkapan CSR dilakukan secara transparan, relevan, dan terintegrasi dengan strategi bisnis utama.

Kesimpulannya, kinerja perusahaan sebagai variabel independen dalam penelitian ini merupakan hasil dari interaksi kompleks antara pengukuran kinerja yang komprehensif, pengungkapan CSR, dan persepsi *stakeholder*. Pengungkapan CSR yang tidak otentik atau hanya formalitas dapat menimbulkan sisi gelap berupa penurunan kinerja, hilangnya kepercayaan *stakeholder*, dan meningkatnya risiko pasar (Collevecchio, 2023). Penelitian ini menyoroti pentingnya kualitas, integritas, dan relevansi pengungkapan CSR dalam menentukan dampaknya terhadap kinerja perusahaan dan harga saham, sejalan dengan pendekatan teori *stakeholder* yang menekankan pentingnya membangun hubungan harmonis dan saling menguntungkan antara perusahaan dan seluruh pemangku kepentingan .

2.1.3 Harga Saham (*Stock Prices*)

Harga saham adalah nilai yang menunjukkan berapa banyak uang yang harus dibayarkan untuk memperoleh satu lembar saham dari suatu perusahaan yang tercatat di bursa efek. Nilai ini terbentuk melalui interaksi antara permintaan dan penawaran di pasar modal, sehingga harga saham dapat berubah-ubah setiap

saat sesuai dengan dinamika pasar dan sentimen para pelaku pasar. Harga saham juga mencerminkan persepsi investor terhadap prospek, kinerja, dan risiko perusahaan di masa depan, sehingga menjadi salah satu indikator utama dalam menilai kesehatan dan daya tarik suatu perusahaan di mata publik maupun investor (Setyahuni, 2024).

Harga saham merupakan nilai pasar dari suatu saham yang terbentuk melalui interaksi antara permintaan dan penawaran di bursa efek. Secara teknis, harga saham merupakan harga tertinggi yang bersedia dibayar oleh pembeli atau harga terendah yang bersedia diterima oleh penjual pada waktu tertentu. Nilai ini sangat dinamis dan dipengaruhi oleh faktor internal seperti profitabilitas, solvabilitas, likuiditas, serta nilai pasar perusahaan, dan juga faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, pertumbuhan ekonomi, serta sentimen pasar. Penelitian oleh (Cherkasova *et al.*, 2023) menunjukkan bahwa skor ESG (*environmental, social, and governance*) sebagai representasi investasi CSR dapat memengaruhi return saham secara signifikan, meskipun pengaruhnya berbeda di tiap kawasan: pasar Eropa dan Amerika Utara cenderung memberi penalti pada peningkatan skor ESG, sedangkan pasar Asia justru merespons positif. Selain itu, perilaku investor dan reaksi terhadap berita atau kebijakan pemerintah juga dapat menyebabkan volatilitas harga saham yang tinggi, terutama pada masa krisis atau ketidakpastian ekonomi .

Harga saham tidak hanya berfungsi sebagai alat transaksi di pasar modal, tetapi juga sebagai alat ukur kinerja perusahaan dan kekayaan pemegang saham. Perubahan harga saham dapat mencerminkan perubahan nilai perusahaan secara

keseluruhan, sehingga menjadi perhatian utama bagi manajemen, investor, dan analis keuangan. Selain itu, harga saham juga digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi, penilaian risiko, dan perhitungan imbal hasil (return) yang diharapkan oleh investor (Thuy *et al.*, 2021; Setyahuni, 2023).

Dalam konteks sisi gelap pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR), harga saham berperan sebagai indikator utama respon pasar terhadap praktik CSR yang dijalankan perusahaan. (Zhou *et al.*, 2021) menemukan bahwa pengungkapan CSR yang diwajibkan secara regulasi justru dapat menurunkan *informativeness* harga saham dan meningkatkan asimetri informasi antara manajemen dan investor, terutama jika pengungkapan tersebut tidak didukung oleh tata kelola yang baik. (Cherkasova *et al.*, 2023) juga menyoroti bahwa integrasi kriteria CSR dalam kontrak eksekutif dapat meningkatkan risiko *crash* harga saham, khususnya pada perusahaan dengan CEO yang kuat atau di negara dengan perlindungan investor yang lemah. Sebaliknya, penelitian oleh (Setyahuni, 2024) menunjukkan bahwa kinerja CSR yang baik dapat meningkatkan *informativeness* harga saham, terutama di sektor perbankan, dengan menurunkan asimetri informasi dan meningkatkan transparansi pasar.

Indikator harga saham yang sering digunakan dalam penelitian terkait CSR meliputi volatilitas harga saham, risiko *crash* harga saham (*stock price crash risk*), dan *informativeness* harga saham. Volatilitas harga saham mengukur fluktuasi harga dalam periode tertentu, sedangkan risiko *crash* harga saham mengacu pada kemungkinan terjadinya penurunan harga saham secara tajam akibat akumulasi informasi negatif yang disembunyikan oleh manajemen

(Widyastuti & Rahayu, 2021). *Informativeness* harga saham mengukur seberapa banyak informasi relevan yang tercermin dalam harga saham dan dapat menurun jika pengungkapan CSR tidak transparan atau hanya formalitas. Selain itu, beberapa penelitian juga menggunakan return saham jangka pendek dan jangka panjang sebagai indikator untuk menilai dampak CSR terhadap persepsi pasar (Setyahuni, 2024).

Kesimpulannya, harga saham sebagai variabel dalam penelitian sisi gelap CSR berfungsi sebagai cerminan kepercayaan dan persepsi pasar terhadap integritas dan kualitas pengungkapan CSR perusahaan. Jika CSR dilakukan secara otentik, terintegrasi, dan dikomunikasikan dengan baik, harga saham cenderung stabil atau meningkat, sebagaimana ditemukan oleh (Mevelia *et al.*, 2024). Namun, jika CSR hanya bersifat simbolis atau digunakan untuk menutupi kelemahan manajemen, harga saham berisiko mengalami volatilitas tinggi atau *crash*, yang pada akhirnya merugikan perusahaan dan pemegang saham (Saeed *et al.*, 2025; Sulasmi & Suryono, 2022). Temuan ini menegaskan pentingnya kualitas, transparansi, dan relevansi pengungkapan CSR dalam menentukan dampaknya terhadap harga saham dalam jangka pendek maupun panjang.

2.1.5 Penerapan CSR (*Corporate Social Responsibility Implementation*)

Corporate Social Responsibility (CSR) adalah konsep di mana perusahaan secara sukarela mengintegrasikan kepedulian sosial dan lingkungan ke dalam operasi bisnis serta interaksi mereka dengan para pemangku kepentingan. CSR tidak memiliki definisi tunggal yang disepakati secara universal, karena maknanya

terus berkembang seiring waktu dan dipengaruhi oleh berbagai perspektif disiplin ilmu, mulai dari ekonomi, etika, hingga hukum. Pada dasarnya, CSR mencakup tanggung jawab perusahaan untuk tidak hanya mengejar keuntungan, tetapi juga memperhatikan dampak sosial dan lingkungan dari aktivitas bisnisnya. Hal ini meliputi berbagai inisiatif seperti filantropi, pengelolaan lingkungan, perlindungan hak pekerja, serta keterlibatan dalam pembangunan Masyarakat (Hatuwe & Hamidah, 2025).

Seiring perkembangan, CSR juga dipandang sebagai strategi bisnis yang dapat meningkatkan reputasi perusahaan, memperkuat hubungan dengan pemangku kepentingan, dan menciptakan keunggulan kompetitif. Studi meta-analisis menunjukkan bahwa CSR yang dijalankan secara strategis dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan melalui empat mekanisme utama: memperkuat reputasi, meningkatkan *reciprocation* dari pemangku kepentingan, mengurangi risiko perusahaan, dan mendorong inovasi (Lee & Kim, 2022). Selain itu, CSR juga dipengaruhi oleh faktor institusional, seperti regulasi pemerintah, norma sosial, dan dinamika industri, yang membentuk bagaimana perusahaan merancang dan melaksanakan program CSR mereka. Dengan demikian, CSR bukan hanya sekadar aktivitas tambahan, melainkan bagian integral dari strategi dan tata kelola perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial dan berkelanjutan (Hatuwe & Hamidah, 2025).

Sisi gelap *Corporate Social Responsibility* (CSR) muncul ketika perusahaan menggunakan program sosial bukan sebagai komitmen nyata terhadap keberlanjutan, melainkan sebagai alat pencitraan atau untuk menutupi praktik

bisnis yang tidak etis. Fenomena ini dikenal sebagai “*CSR decoupling*,” di mana terdapat perbedaan antara laporan CSR yang dipublikasikan dan praktik nyata di lapangan. Ketika perusahaan hanya berfokus pada pelaporan tanpa implementasi yang konsisten, asimetri informasi antara manajemen dan pemangku kepentingan meningkat, sehingga risiko kepercayaan publik yang menurun dan potensi terjadinya penurunan harga saham secara tiba-tiba menjadi lebih besar. Penelitian menunjukkan bahwa sisi gelap CSR dapat memperburuk reaksi pasar terhadap peristiwa negatif, terutama jika perusahaan yang selama ini dikenal aktif dalam CSR ternyata terlibat dalam skandal atau pelanggaran serius, sehingga pasar merasa dikhianati oleh citra positif yang dibangun (Lee & Kim, 2022).

Hubungan antara sisi gelap CSR dengan harga saham dan kinerja perusahaan sangat erat. CSR yang dijalankan secara otentik terbukti dapat menurunkan risiko crash harga saham dan meningkatkan efisiensi harga saham, karena memberikan informasi tambahan yang relevan bagi investor (Lee & Kim, 2022; Setyahuni, 2024). Namun, jika CSR hanya dijadikan alat manipulasi atau terjadi *decoupling*, risiko *crash* harga saham justru meningkat, terutama pada perusahaan dengan tingkat risiko agensi yang tinggi. Selain itu, penelitian di berbagai negara menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap berita negatif pada perusahaan dengan reputasi CSR tinggi bisa lebih parah, karena ekspektasi publik yang tinggi tidak terpenuhi (Rizwan & Jenita, 2022). Hal ini dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan dan kinerja keuangan dalam jangka panjang, serta meningkatkan volatilitas harga saham.

Indikator sisi gelap CSR dapat diidentifikasi melalui beberapa hal, seperti adanya perbedaan mencolok antara laporan CSR dan praktik nyata (*CSR decoupling*), tingginya asimetri informasi, serta meningkatnya volatilitas harga saham setelah terungkapnya skandal atau ketidaksesuaian antara citra dan realita (Lee & Kim, 2022; Li *et al.*, 2023). Indikator lain adalah tingginya dispersion atau perbedaan prediksi analis terhadap kinerja perusahaan, serta meningkatnya biaya modal dan penurunan nilai perusahaan. Kesimpulannya, meskipun CSR dapat memberikan manfaat bagi perusahaan, sisi gelapnya harus diwaspadai karena dapat menimbulkan risiko besar terhadap harga saham dan kinerja perusahaan, terutama jika CSR hanya dijadikan alat pencitraan tanpa komitmen nyata terhadap etika dan keberlanjutan. Oleh karena itu, transparansi, konsistensi, dan integritas dalam pelaksanaan CSR menjadi kunci agar CSR benar-benar memberikan nilai tambah, bukan justru menjadi bumerang bagi perusahaan dan pemangku kepentingan (Rovishany *et al.*, 2025).

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian merujuk pada beberapa penelitian yang telah dilakukan oleh penelitian terdahulu.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti/ Tahun/ Judul Penelitian	Metode Analisis	Variabel yang Diteliti dan Dimensinya	Hasil Penelitian
1.	Mustafa G, Halim E, & Haryetti (2023) <i>The Effect of Financial Performance and Company Size on Stock Prices with Corporate Social Responsibility (CSR) as a Moderating Variable in Coal Mining Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange</i>	Metode regresi panel data dengan analisis <i>Structural Equation Modelling - Partial least Square</i> (SEM - PLS)	Variabel Independen X1 : Kinerja Keuangan (ROE, EPS) X2 : Ukuran Perusahaan Variabel Moderasi : M : CSR Variabel Dependen : Y : Harga Saham	a. ROE berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. b. EPS berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. c. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap harga saham. d. CSR tidak dapat memoderasi hubungan positif antara ROE dan harga saham tetapi dapat memoderasi hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan harga saham
2.	Eli Susanti, Rezky Pramurindra, Hadi P, & Ira Hapsari (2025) <i>Peran Good Corporate Governance Dalam Memoderasi Pengaruh Pengungkapan CSR Terhadap Nilai Perusahaan</i>	Metode regresi panel data dengan analisis <i>(Structural Equation Modelling – Partial) least Square</i> (SEM - PLS)	Variabel Independen X = CSR (aspek ekonomi, sosial, lingkungan) Variabel Dependen : Y = Nilai Perusahaan Variabel Moderasi : M = <i>Good Corporate Governance (GCG)</i> Dimensi GCG : - Kepemilikan Institusional - Dewan Komisaris Independen - Komite Audit	a. CSR memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan b. GCG dengan proksi kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen mampu memperkuat pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan. c. Proksi rapat komite audit tidak mampu memperkuat pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan
3.	Heni Rahmawati dan Dwi	Analisis Linier	Variabel Independen : X1 = CSR	a. CSR berpengaruh positif signifikan pada

No	Nama Peneliti/ Tahun/ Judul Penelitian	Metode Analisis	Variabel yang Diteliti dan Dimensinya	Hasil Penelitian
	Ermayanti Susilo (2025) Pengaruh CSR dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan <i>Firm Size</i> sebagai variabel moderasi	Berganda	X2 = Struktur Modal Variabel Dependen : Y = Nilai Perusahaan Variabel Moderasi : M = <i>Firm size</i>	nilai perusahaan b. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. c. <i>Firm Size</i> memoderasi hubungan CSR terhadap Nilai Perusahaan secara signifikan, tetapi dengan arah negatif.
4.	Tiara Pratama, Erwin Febriyansah, & Fadrul (2023) Analisis Pengaruh Pengungkapan <i>Corporate Social Responsibility</i> Terhadap Harga Saham	Metode kuantitatif dengan analisis linier berganda	Variabel Independen X1 = CSR Lingkungan X2 = CSR Ekonomi X3 = CSR Sosial Variabel Dependen : Y = Harga Saham	a. CSR Lingkungan berpengaruh positif terhadap harga saham. b. CSR Ekonomi berpengaruh positif terhadap harga saham. c. CSR Sosial berpengaruh positif terhadap harga saham.
5.	Sulochana Dissanayakke, Roshan Ajward & Dillini Dissanayake (2023) <i>Wether Corporate Social Responsibility is used to suppress earnings management practice and could corporate governance mechanisms prevent them? A empirical study</i>	Analisis deskriptif, analisis korelasi, dan analisis regresi 2SLS	Variabel Independen X = Pelaporan CSR Variabel Dependen : Y = Perilaku oportunistik manajer (melalui manajemen laba)	Hasil menunjukkan bahwa pengungkapan CSR disalahgunakan (abused) untuk menyembunyikan dampak buruk manipulasi laba guna mengelola ekspektasi pemangku kepentingan, sebagaimana ditunjukkan oleh hubungan positif antara CSR dan manajemen laba berbasis aktivitas riil.
6.	Nisha Prakash & Aparna Hawaldar	Model regresi	Variabel Independen : X = Intensitas CSR	Temuan ini menunjukkan bahwa

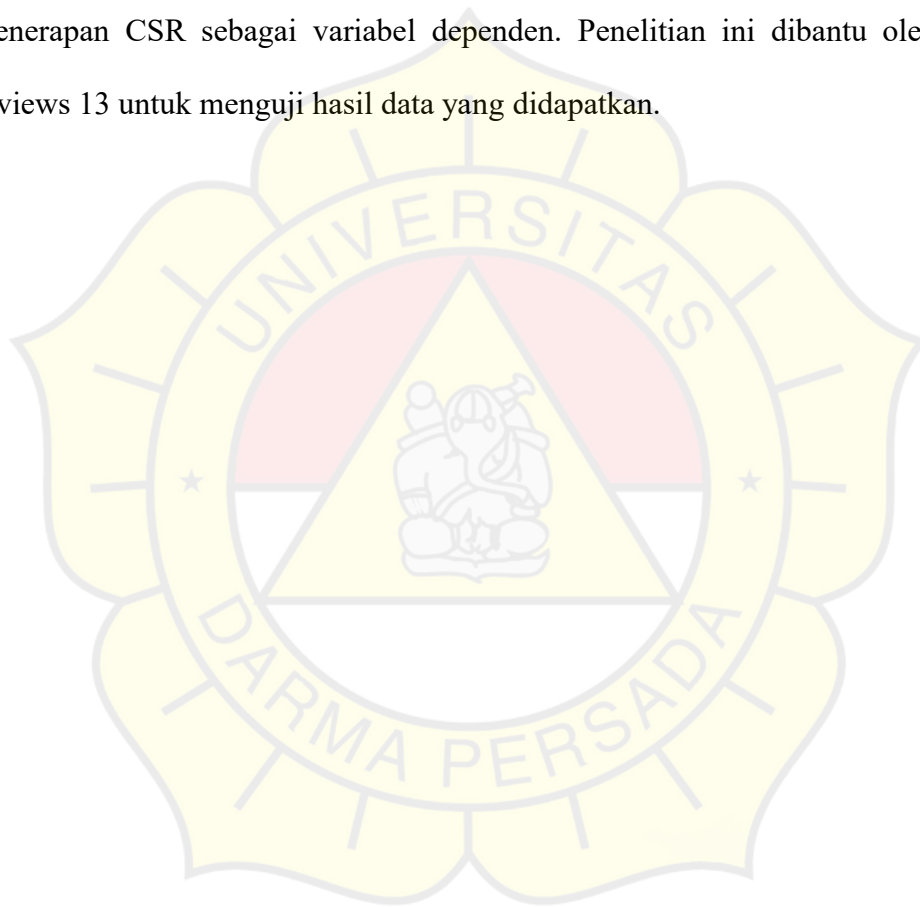
No	Nama Peneliti/ Tahun/ Judul Penelitian	Metode Analisis	Variabel yang Diteliti dan Dimensinya	Hasil Penelitian
	(2024) <i>Moderating Role of Firm Characteristic on the Relationship Between CSR and Financial Performance</i>	panel tetap dan <i>Generalized Method of Moments (GMM)</i>	Variabel Dependen : Y = Kinerja Keuangan Variabel Kontrol a. Ukuran Perusahaan b. Aset Berwujud c. Arus Kas (CFO) d. Likuiditas e. <i>Leverage</i>	dengan keterbatasan sumber daya yang ada di negara-negara berkembang, kewajiban CSR yang ada di negara-negara ini dapat menjadi penghalang bagi CFP. Usia memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap CFP, yang menunjukkan bahwa industri yang lebih tua dan matang tertinggal dari perusahaan teknologi dan jasa yang lebih baru dalam kinerja keuangan.
7.	Nabila Daffa <i>et al.</i> , (2025) <i>The Effect of CSR Disclosure and Environmental Performance on Stock Price</i>	Analisis Regresi Linier Berganda	Variabel Independen : X1 = Pengungkapan CSR X2 = Kinerja Lingkungan Variabel Dependen : Y = Harga Saham Perusahaan	a. CSR ekonomi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham. b. CSR lingkungan berpengaruh positif terhadap harga saham. c. CSR sosial tidak berpengaruh terhadap harga saham. Kinerja lingkungan tidak berpengaruh terhadap harga saham.
8.	Suhita Whini Setyahuni (2024) <i>How To CSR Performance and Financial Report Quality Affect Corporate Share Price? Case on Indonesia</i>	Analisis Regresi Linear Berganda	Variabel Independen : X1 = Kualitas Laporan Keuangan X2 = Kinerja CSR Variabel Dependen : Y = Harga Saham	a. Kualitas laporan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham b. Kinerja CSR memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

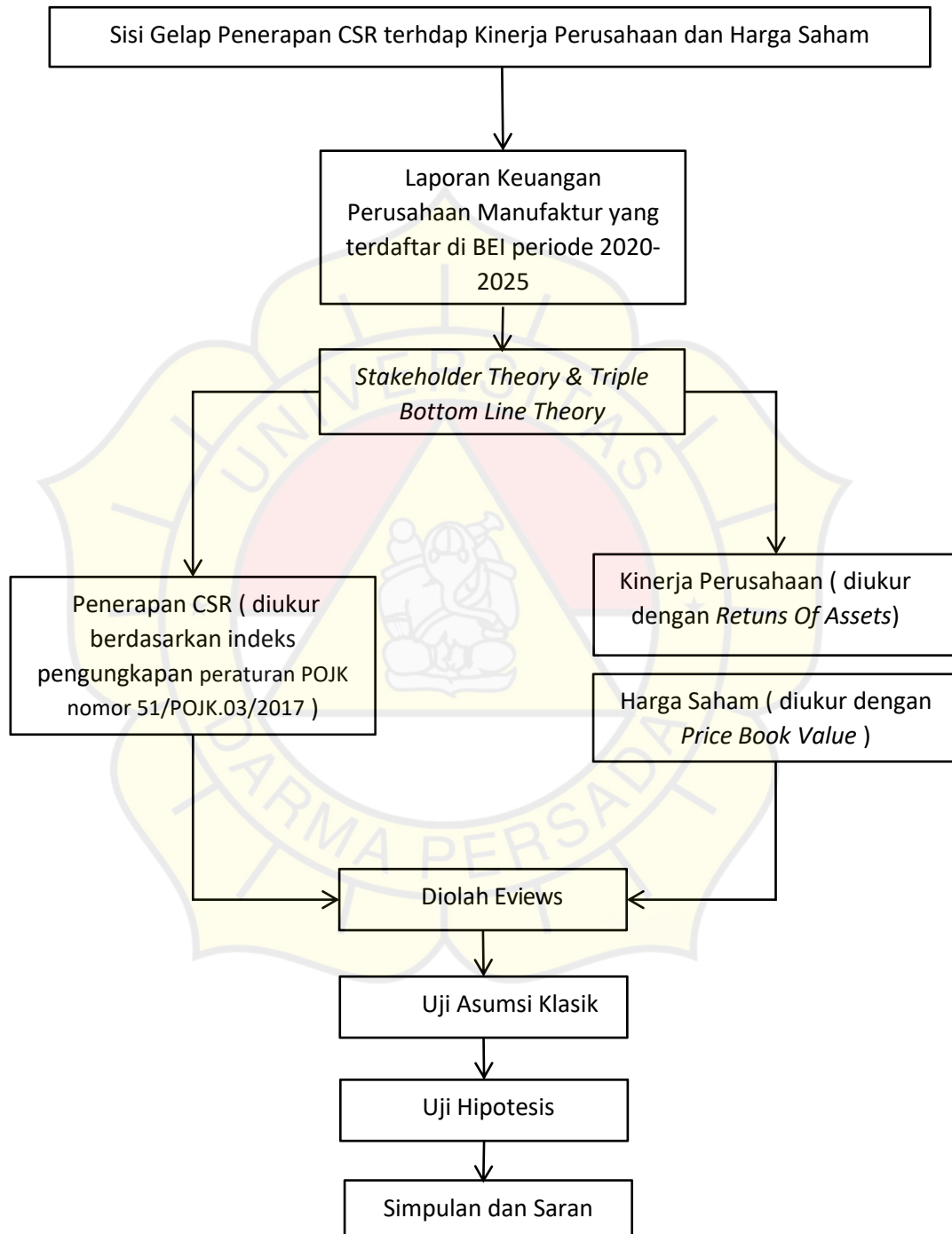
No	Nama Peneliti/ Tahun/ Judul Penelitian	Metode Analisis	Variabel yang Diteliti dan Dimensinya	Hasil Penelitian
9.	Zaenal Abidin, R. Mahelan Prabantarikso, & Edian Fahmy (2023) <i>Disclosure of Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Islamic Banks</i>	<i>Structural Equation Modeling (SEM)</i> dengan SmartPLS 3.0	Variabel Independen : X = CSR Variabel Dependen : Y = ROA Variabel Moderasi M1 = <i>Firm Size</i> M2 = <i>Firm Age</i>	a. CSR berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Return On Assets</i> b. <i>Firm Size</i> memoderasi hubungan CSR terhadap ROA. c. <i>Firm Age</i> memoderasi pengaruh CSR terhadap ROA
10.	Hao Liang, Christopher Marquis, & Sunny Li Sun (2024) <i>Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk</i>	<i>Panel Data Regression (OLS & Fixed Effects)</i>	Variabel Independen : X = CSR Variabel Dependen : Y = <i>Stock Price</i> Variabel Moderasi M = Ukuran Perusahaan, ROA	a. CSR berkorelasi negatif dengan risiko <i>crash</i> saham. b. Efek mitigasi CSR terhadap risiko crash lebih kuat pada perusahaan dengan akuntabilitas manajerial rendah. c. Bukti mendukung bahwa CSR dapat membatasi manajer menyembunyikan berita buruk
11.	Lucrezia Songini, Francesca Pistoni, & Sonia Gandini (2023) <i>Exploring the Nexus between Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Evidence from the Energy Sector</i>	<i>Panel Data Regression (Fixed Effect Model & Random Effects Model)</i>	Variabel Independen : X = CSR Variabel Dependen : Y = <i>Financial Performance (ROA, ROE, Tobin's Q)</i> Variabel Moderasi : M = <i>Firm Size, Leverage, Firm Age, Growth Opportunities</i>	a. CSR berpengaruh positif terhadap ROA & ROE. b. Tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. c. Perusahaan besar menunjukkan hubungan yang lebih kuat antara CSR dan Kinerja Keuangan, tetapi tidak konsisten di semua model.

Sumber : Data yang diolah penulis

2.3 Kerangka Pemikiran

Pada tabel di bawah ini akan menjelaskan kerangka pemikiran dari peneliti. Peneliti menggunakan data sekunder Laporan Keuangan Perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2020-2024 dan menggunakan Teori *Stakeholder*. Dimana Kinerja Perusahaan dan Harga Saham sebagai variabel independen dan Sisi Gelap Penerapan CSR sebagai variabel dependen. Penelitian ini dibantu oleh sistem Eviews 13 untuk menguji hasil data yang didapatkan.

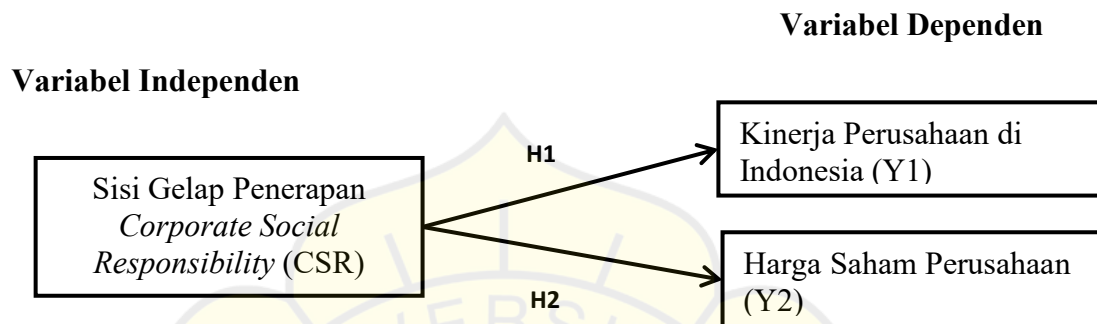


Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran

Sumber : Data diolah penulis.

2.4 Kerangka Konseptual Pemikiran

Gambar 2. 2 Kerangka Konseptual



Sumber : Data diolah penulis

Pada gambar 2.2 diatas dapat disimpulkan bahwa variabel independen penelitian ini adalah sisi gelap penerapan CSR dan variabel dependen penelitian ini terdiri dari kinerja perusahaan di Indonesia dan harga saham perusahaan.

2.5 Hipotesis Penelitian

2.5.1 Sisi Gelap Penerapan CSR Terhadap Kinerja Perusahaan

Penerapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) menyatakan bahwa implementasi CSR tidak selalu berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, bahkan dapat menimbulkan konsekuensi negatif. Penerapan CSR yang tidak terintegrasi dengan strategi inti perusahaan atau hanya dilakukan sebagai respons terhadap tekanan eksternal cenderung tidak memberikan kontribusi nyata terhadap peningkatan kinerja atau daya saing perusahaan. Teori *stakeholder* menjadi landasan penting dalam membangun hipotesis sisi gelap penerapan CSR terhadap kinerja perusahaan. Teori *stakeholder* menekankan bahwa perusahaan harus

memperhatikan kepentingan seluruh pemangku kepentingan, bukan hanya pemegang saham, sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan berbagai aktivitas CSR (Mustafa, Halim, 2024; Susanti *et al.*, 2025) . Namun, jika perusahaan melakukan CSR secara berlebihan atau tidak terfokus demi memenuhi ekspektasi semua stakeholder, hal ini dapat menimbulkan beban biaya yang besar dan menurunkan efisiensi, sehingga berdampak negatif pada kinerja keuangan. Berdasarkan penelitian (Dissanayake *et al.*, 2023; Prakash & Hawaldar, 2024) menunjukkan bahwa sisi negatif penerapan CSR memberikan pengaruh negatif pada kinerja perusahaan. Maka hipotesis pertama yang diambil yaitu :

H1 : Penerapan CSR berpengaruh negatif terhadap Kinerja Perusahaan.

2.5.2 Sisi Gelap Penerapan CSR Terhadap Harga Saham

Harga saham adalah nilai pasar dari suatu perusahaan yang tercermin melalui harga per lembar saham di bursa, dan menjadi indikator utama persepsi investor terhadap prospek dan risiko perusahaan. Berdasarkan penelitian (Gading Mustafa *et al.*, 2024) , ditemukan bahwa dimensi CSR, khususnya tanggung jawab lingkungan dan kepada *stakeholder*, secara umum dapat menurunkan risiko crash harga saham, artinya CSR yang dikelola dengan baik cenderung melindungi harga saham dari penurunan tajam. Namun, penelitian ini juga menyoroti bahwa tidak semua dimensi CSR berdampak positif, dimensi sosial tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap risiko crash harga saham, dan implementasi CSR yang tidak efisien atau berlebihan justru dapat menimbulkan alokasi sumber daya yang tidak optimal, sehingga berpotensi menekan harga saham.

Konsep teori *stakeholder* memperkuat pemahaman tentang sisi gelap penerapan CSR terhadap harga saham dengan menyoroti risiko dari implementasi CSR yang tidak seimbang atau berlebihan. Teori *stakeholder* menuntut perusahaan memenuhi ekspektasi berbagai kelompok pemangku kepentingan, namun jika upaya ini dilakukan secara tidak terarah atau terlalu luas, dapat menimbulkan beban biaya tinggi dan ketidakefisienan, yang pada akhirnya menurunkan kepercayaan investor dan harga saham (Thuy *et al.*, 2021). Penelitian lain juga menemukan bahwa hubungan antara CSR dan nilai pasar tidak selalu positif, di mana CSR yang berlebihan justru berdampak negatif pada nilai perusahaan (Cao *et al.*, 2023) . Berdasarkan penelitian terdahulu, maka dapat disimpulkan hipotesis penelitian sebagai berikut :

H2 : Sisi gelap penerapan CSR berpengaruh negatif terhadap Harga Saham Perusahaan.