

**PENGARUH CSR EXPENDITURE DAN PROFITABILITAS  
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN GROWTH  
OPPORTUNITY SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA  
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA INDEKS SRI-KEHATI  
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2015-2024**

**Dicky M. C. Sinulingga<sup>1</sup>, Diana Hasyim<sup>2</sup>**  
[dickysinulingga18@gmail.com](mailto:dickysinulingga18@gmail.com)<sup>1</sup>, [dianahasyim22@gmail.com](mailto:dianahasyim22@gmail.com)<sup>2</sup>  
**Universitas Negeri Medan**

**ABSTRAK**

Penelitian ini menguji hubungan antara CSR Expenditure dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan memasukkan Growth Opportunity sebagai variabel intervening pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015–2024. Kajian ini didorong oleh adanya kecenderungan penurunan dan fluktuasi nilai perusahaan pada emiten berorientasi keberlanjutan, serta perbedaan temuan empiris pada penelitian sebelumnya terkait pengaruh tanggung jawab sosial dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan. Sampel ditentukan melalui metode purposive sampling pada perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam Indeks SRI-KEHATI selama periode pengamatan sehingga diperoleh 10 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi data panel dan analisis jalur (path analysis) dengan bantuan aplikasi Eviews 12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR Expenditure dan Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap Growth Opportunity. Namun, keduanya berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Growth Opportunity ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan serta tidak mampu memediasi pengaruh CSR Expenditure maupun Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan nilai perusahaan pada emiten SRI-KEHATI lebih ditentukan oleh kinerja keuangan dan komitmen CSR secara langsung dibandingkan melalui mekanisme peluang pertumbuhan.

**Kata Kunci:** CSR Expenditure, Profitabilitas, Growth Opportunity, Nilai Perusahaan, SRI-KEHATI.

**ABSTRACT**

*This study examines the effect of CSR Expenditure and Profitability on Firm Value, with Growth Opportunity as an intervening variable, in companies listed in the SRI-KEHATI Index on the Indonesia Stock Exchange during the 2015–2024 period. The study is motivated by the declining and fluctuating trend of firm value among sustainability-oriented companies, as well as inconsistent empirical findings in previous research regarding the relationship between corporate social responsibility, financial performance, and firm value. This research adopts a quantitative approach using secondary data obtained from companies' annual reports. The sample was determined through purposive sampling, resulting in 10 companies that were consistently listed in the SRI-KEHATI Index during the observation period. The data were analyzed using panel data regression and path analysis with the assistance of EViews 12 software. The results indicate that CSR Expenditure and Profitability do not have a significant effect on Growth Opportunity. However, both variables have a positive and significant effect on Firm Value. Growth Opportunity is found to have a negative and significant effect on Firm Value and does not mediate the relationship between CSR Expenditure and Profitability on Firm Value. These findings suggest that the enhancement of firm value among SRI-KEHATI listed companies is more directly driven by financial performance and CSR commitment rather than through growth opportunity mechanisms.*

**Keywords:** CSR Expenditure, Profitability, Growth Opportunity, Firm Value, SRI-KEHATI Index.

## **PENDAHULUAN**

Dalam ekosistem pasar modal global modern, Paradigma bisnis telah berubah bukan sekadar mengejar keuntungan jangka pendek melainkan menciptakan nilai-nilai berkelanjutan jangka Panjang. Investor kini tidak hanya mengukur berdasarkan kinerja keuangannya, melainkan sejauh mana perusahaan tersebut dalam mengelola resiko dan memperhatikan aspek Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola. Faktor-faktor ESG (Environment, Social and Governance) dipandang penting dalam menentukan daya saing dan keberlangsungan perusahaan di tengah pergerakan ekonomi global yang semakin peduli terhadap faktor faktor keberlanjutan. Dengan demikian, penerapan ESG bukan hanya sekadar pemenuhan regulasi, melainkan strategi baru agar perusahaan dapat menjaga dan melakukan bisnis yang berkelanjutan untuk menciptakan nilai tambah bagi para stakeholder.

Dalam sepuluh tahun terakhir, isu lingkungan menjadi salah satu perhatian utama baik di tingkat nasional maupun global. Faktor-faktor eksternal seperti Waste & Pollution Management , Renewable Energy, peningkatan emisi karbon, serta pencemaran lingkungan menimbulkan tekanan besar terhadap keberlanjutan operasional perusahaan seperti meningkatnya biaya operasional akibat kebutuhan energi bersih, risiko gangguan rantai pasok, kewajiban regulasi terkait pengurangan emisi, tuntutan pasar terhadap praktik bisnis berkelanjutan, serta ancaman kerusakan reputasi jika perusahaan tidak komitmen pada prinsip prinsip keberlanjutan. Indonesia sebagai negara berkembang juga menghadapi tantangan serius, mulai dari deforestasi, kerusakan ekosistem, hingga masalah pengelolaan limbah industri. Kondisi ini mendorong perhatian publik, investor, maupun pemerintah terhadap pentingnya praktik bisnis yang memperhatikan keberlanjutan lingkungan.

Menghadapi tantangan tersebut, pemerintah Indonesia menanggapi dengan memperkuat kerangka regulasi yang mendorong dunia usaha untuk terlibat dalam pembangunan berkelanjutan. Regulasi dasar dari tanggung jawab sosial perusahaan yaitu Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, yang mengatur kewajiban perusahaan di sektor sumber daya alam untuk melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Regulasi ini diperkuat dengan hadirnya Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan, yang mewajibkan perusahaan publik menyusun laporan keberlanjutan sebagai bentuk akuntabilitas terhadap stakeholder.

Menanggapi hal tersebut, Bursa Efek Indonesia melakukan inovasi dalam menyediakan instrumen yang dapat memudahkan investor dalam menilai kinerja keberlanjutan perusahaan. Bursa Efek Indonesia (BEI) menyediakan berbagai indeks saham yang berfungsi sebagai indikator pergerakan harga sekelompok saham dengan karakteristik tertentu. Indeks saham juga menjadi acuan penting bagi manajer investasi dalam mengelola portofolio, sekaligus memberikan informasi kepada publik mengenai tren kinerja sektor atau tema tertentu. Jika sebelumnya indeks-indeks konvensional seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, dan IDX30 umumnya disusun berdasarkan kapitalisasi pasar dan tingkat likuiditas saham, kini BEI berinovasi meluncurkan sejumlah indeks tematik yang tidak hanya mengukur aspek keuangan, tetapi juga memasukkan faktor keberlanjutan dan tanggung jawab sosial seperti IDX ESG Leaders, IDX ESG Sector Leaders, Indeks SRI-KEHATI (Sustainable and Responsible Investment – Kehati) dan ESGQ Growth Leaders IDX KEHATI .

Secara spesifik, Indeks Sustainable and Responsible Investment – KEHATI (SRI-KEHATI) diluncurkan pada tahun 2009 sebagai hasil kerja sama BEI dengan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (KEHATI). Indeks ini dirancang sebagai tolok ukur investasi berkelanjutan, beranggotakan 25 perusahaan terpilih yang dinilai memiliki komitmen tinggi terhadap prinsip keberlanjutan. baik dari sisi kinerja keuangan maupun

kepedulian pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola. Perusahaan yang masuk dalam indeks ini dianggap sebagai emiten unggulan yang mampu memberikan imbal hasil kompetitif sekaligus memperhatikan kepentingan jangka panjang para stakeholder. Kehadiran Indeks SRI-KEHATI tidak lepas dari meningkatnya perhatian dunia terhadap konsep Lingkungan, Sosial, dan Tata kelola. Salah satu bentuk implementasi dari Lingkungan dan Sosial adalah Pelaksanaan Corporate Social Responsibility (CSR) yang pada saat ini dipandang sebagai salah satu strategi penting dalam menjaga legitimasi sosial dan meningkatkan nilai perusahaan. Aktivitas CSR merupakan salah satu bentuk respons perusahaan terhadap tuntutan sosial. Selain itu, pemberian amal melalui aktivitas CSR dapat membangun reputasi perusahaan di masyarakat. (Widiastuty & Soewarno, 2019) Keberadaan laba tetap memegang peran penting karena menjadi sumber daya utama dalam mendukung pelaksanaan program Corporate Social Responsibility (CSR). Tren ini sejalan dengan semangat Sustainable Development Goals (SDGs) 2030 yang menekankan pentingnya kontribusi dunia usaha dalam menciptakan pembangunan berkelanjutan. Dengan demikian, Indeks SRI-KEHATI menjadi wadah bagi para investor yang ingin menanamkan modal pada perusahaan yang tidak hanya mengutamakan profit, tetapi memiliki komitmen pada tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Nilai perusahaan adalah cara investor menggambarkan tingkat kesuksesan perusahaan. Nilai sering dikaitkan dengan kinerja perusahaan dan prospek masa depan. Perusahaan akan berusaha mendapatkan nilai perusahaan setinggi mungkin (Widianto & Astuti, 2024). Nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan secara efisien untuk menciptakan keberlangsungan usaha dan pertumbuhan jangka panjang. Nilai perusahaan sangat penting karena menggambarkan kondisi perusahaan yang dapat mempengaruhi pandangan investor terhadap perusahaan (Ningrum, 2022). Bagi stakeholder, nilai perusahaan menjadi tolok ukur penting dalam menilai sejauh mana perusahaan mampu memberikan manfaat ekonomi, sosial, dan keberlanjutan bisnis. Investor menilai nilai perusahaan sebagai indikasi prospek dan tingkat pengembalian yang akan diperoleh di masa depan, sementara kreditur menilai stabilitas dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Nilai perusahaan dianggap penting untuk menjaga para pemegang saham tetap merasa puas dengan manajemen perusahaan dan tetap mau untuk berinvestasi pada perusahaan (Indrarini, 2019).

Peningkatan nilai perusahaan merupakan pencapaian yang diinginkan pemilik, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka kesejahteraan pemilik juga semakin meningkat (Gunardi et al., 2022). Kinerja perusahaan dapat diamati secara objektif melalui indikator Tobin's Q, yang merefleksikan sejauh mana nilai pasar perusahaan dinilai oleh investor relatif terhadap nilai buku asetnya. Indikator ini tidak hanya mengukur valuasi pasar, tetapi juga mencerminkan seberapa efektif dan efisien manajemen dalam mengelola seluruh sumber daya perusahaan termasuk aset fisik, modal finansial, strategi jangka panjang, maupun komitmen terhadap keberlanjutan. Secara umum, nilai Tobin's Q yang lebih besar dari 1 dianggap sebagai sinyal positif, karena menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian lebih tinggi dibandingkan nilai akuntansi perusahaan. Sebaliknya, nilai Tobin's Q  $\leq 1$  mengindikasikan bahwa pasar meragukan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah, sehingga menganggap aset perusahaan tidak dikelola secara optimal. Nilai perusahaan yang tinggi menandakan perusahaan tersebut memiliki peningkatan kinerja yang signifikan. Oleh sebab itu, jika sinyal yang dikirimkan konsisten positif, pasar akan merespons dengan meningkatkan penilaian terhadap perusahaan, yang tercermin melalui peningkatan nilai Tobin's Q. Dengan demikian, nilai perusahaan yang salah satu aspek penting sebagai pertimbangan investor dalam proses pengambilan

keputusan investasi.

Berikut Penulis sajikan grafik Nilai Perusahaan yang terdaftar indeks SRI-KEHATI yang terdaftar pada BEI 2015-2024



Gambar 1. 1 Data Nilai Perusahaan Perusahaan yang Terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI Periode 2015-2024

Berdasarkan data nilai perusahaan pada Indeks SRI-KEHATI yang diukur menggunakan rasio Tobin's Q selama periode tahun 2015 sampai tahun 2024, terlihat adanya tren fluktuatif dengan kecenderungan menurun secara konsisten. Pada tahun 2015, nilai perusahaan tercatat sebesar 2,03, kemudian mengalami sedikit penurunan pada tahun 2016 menjadi 1,98. Setelah itu, tahun 2017 mencatatkan titik tertinggi dalam periode tersebut dengan nilai 2,12, yang mengindikasikan peningkatan kinerja perusahaan secara keseluruhan, tetapi juga menunjukkan adanya tingkat efisiensi pengelolaan sumber daya, kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah, serta keberhasilan strategi bisnis yang dijalankan. Capaian tersebut sekaligus merefleksikan tingginya kepercayaan investor terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Namun, setelah pencapaian tersebut, nilai perusahaan mengalami penurunan pada tahun 2018 nilai perusahaan turun cukup signifikan menjadi 1,88, meskipun sempat mengalami sedikit kenaikan di tahun 2019 dengan angka 1,89. Sayangnya, sejak tahun 2020, penurunan berlanjut secara konsisten, dimulai dari 1,72 hingga akhirnya mencapai titik terendah sepanjang periode pengamatan pada tahun 2024, yaitu sebesar 1,39. Penurunan ini diakibatkan oleh beberapa faktor, seperti penurunan laba yang dihasilkan, ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya secara optimal, atau ketidakpastian pasar yang berdampak pada menurunnya kepercayaan investor. Walaupun menunjukkan nilai Tobin's Q lebih besar daripada 1, nilai perusahaan menunjukkan Tren penurunan yang signifikan. Fluktuasi ini menunjukkan adanya tantangan dalam menjaga konsistensi kinerja dan keberlanjutan pertumbuhan perusahaan, yang dapat berdampak pada persepsi pasar terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan. Fluktuasi ini mencerminkan adanya hambatan signifikan dalam mempertahankan konsistensi kinerja dan mendorong pertumbuhan yang berkelanjutan. Akibatnya, persepsi pasar terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan turut terpengaruh. Mengingat dampaknya yang luas, manajemen perlu melakukan evaluasi menyeluruh untuk mengidentifikasi akar penyebab penurunan kinerja tersebut dan menyusun strategi pemulihan yang efektif guna mengembalikan nilai perusahaan di masa depan.

Teori Signal (Signaling Theory) menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih lengkap (informed party) dapat mengirimkan sinyal kepada pihak yang kurang informasi (uninformed party) untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Fluktuasi nilai perusahaan indeks SRI-KEHATI yang diukur dipandang sebagai sinyal yang dikirimkan oleh perusahaan kepada para pemangku kepentingan, khususnya investor, mengenai kualitas kinerja internal dan prospek masa depannya. Berdasarkan dari data Nilai Perusahaan yang di lampirkan. Kondisi Nilai Perusahaan pada periode tahun 2015 sampai 2024 bertentangan

dengan teori signal. Dimana, dalam teori signal mengharapkan Nilai Perusahaan mengalami kenaikan dengan upaya manajemen memberikan sinyal positif kepada pasar melalui kinerja keuangan maupun aktivitas keberlanjutan yang dijalankan. Tetapi nyatanya penurunan nilai Nilai perusahaan yang berkelanjutan sejak 2020 hingga mencapai titik terendah di 1,39 pada tahun 2024. Keadaan tersebut memberikan signal negatif yang mengindikasikan adanya masalah dalam fundamental perusahaan, seperti penurunan profitabilitas, inefisiensi operasional, atau ketidakmampuan beradaptasi terhadap dinamika pasar. Dalam penelitian ini, Nilai Perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor utama yang mencerminkan kekuatan fundamental dan prospek masa depan perusahaan. Faktor-faktor yang dianalisis meliputi CSR Expenditure, Growth Opportunity, dan Profitabilitas.

Nilai perusahaan pada era bisnis modern tidak lagi hanya ditentukan oleh kinerja finansial, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam mengelola dampak lingkungan yang ditimbulkannya. Salah satu faktor penting dalam pengelolaan tersebut adalah CSR Expenditure. Corporate Social Responsibility (CSR) merupakan tindakan perusahaan yang bertujuan memberikan kontribusi sosial dan lingkungan di luar kepentingan bisnis internal serta melampaui apa yang diwajibkan oleh peraturan. CSR pada dasarnya menunjukkan bagaimana perusahaan mengelola dampak aktivitasnya terhadap lingkungan alam, masyarakat, serta pemangku kepentingan. Dengan demikian, CSR menjadi wujud komitmen perusahaan untuk menjaga keberlanjutan dan meminimalkan potensi kerugian pada lingkungan sekitar, sejalan dengan prinsip keberlanjutan, akuntabilitas, dan transparansi.

Salah satu aspek penting dalam implementasi CSR adalah CSR Expenditure, yaitu pengeluaran yang dialokasikan perusahaan untuk menjalankan program-program tanggung jawab sosial. Sejalan dengan acuan CSR Expenditure yang menekankan bahwa setiap pengeluaran perusahaan merupakan bentuk pengorbanan untuk mencegah atau mengurangi dampak negatif aktivitasnya, CSR Expenditure juga menjadi instrumen nyata perusahaan dalam mengelola risiko sosial, lingkungan, dan ekonomi. Besaran biaya CSR mencerminkan intensitas dan komitmen perusahaan dalam menjaga hubungan dengan masyarakat, memenuhi tuntutan regulasi, serta mempertahankan reputasi dan keberlanjutan operasional.

Semakin besar alokasi CSR Expenditure, semakin luas dan efektif kegiatan sosial yang dapat dilakukan perusahaan, baik dalam bentuk pelestarian lingkungan, pemberdayaan masyarakat, maupun pemenuhan kebutuhan publik lainnya. Pengeluaran CSR yang dikelola secara proaktif juga berperan dalam mengurangi risiko konflik sosial, meningkatkan penerimaan masyarakat terhadap perusahaan, serta memperkuat kepercayaan investor dan regulator. Oleh karena itu, dalam konteks penelitian ini, CSR Expenditure dipandang sebagai indikator komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan menjadi faktor yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan.

Berikut Penulis sajikan grafik CSR Expenditure yang terdaftar indeks SRI-KEHATI yang terdaftar pada BEI 2015-2024



Gambar 1. 2 Data CSR Expenditure Perusahaan yang Terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI Periode

2015-2024

Berdasarkan data CSR Expenditure perusahaan yang terdaftar indeks SRI-KEHATI yang ditampilkan, terlihat adanya dinamika yang cukup signifikan dari tahun 2015 hingga 2024. Pada awal periode, tahun 2015 mencatat CSR Expenditure sebesar 0,0092 dan relatif stabil hingga 2016 dengan angka 0,009361. Memasuki tahun 2017 hingga 2019, CSR Expenditure mulai menunjukkan tren peningkatan secara bertahap menjadi 0,0118, 0,0115, dan 0,0119. Kenaikan ini menandakan adanya kesadaran yang lebih besar dari perusahaan untuk mengalokasikan anggaran pada aspek lingkungan sebagai bagian dari strategi keberlanjutan.

Puncak pengeluaran terjadi pada tahun 2020, ketika CSR Expenditure mencapai titik tertinggi sebesar 0,0207. Lonjakan ini dapat disebabkan sebagai respon perusahaan terhadap dampak pandemi COVID-19. Dalam situasi krisis tersebut, perusahaan melakukan penyesuaian operasional yang signifikan, termasuk peningkatan pengeluaran di bidang lingkungan dan kesehatan. Kebijakan ini tidak hanya bertujuan untuk memenuhi regulasi, tetapi juga menjadi langkah strategis untuk memastikan keberlanjutan usaha dan menjaga kepercayaan stakeholder di tengah ketidakpastian global.

Setelah fase puncak tersebut, CSR Expenditure mengalami penurunan yang cukup tajam pada tahun 2021 dengan nilai 0,0113, bahkan turun lebih rendah hingga 0,0067 pada tahun 2022. Penurunan ini mengindikasikan adanya strategi efisiensi biaya pasca-pandemi, di mana perusahaan mulai menyesuaikan kembali alokasi dana setelah fase darurat berakhir. Namun, kondisi ini tidak berlangsung lama, karena pada tahun 2023 dan 2024 CSR Expenditure kembali menunjukkan tren peningkatan ke 0,0072 dan 0,0088. Perbaikan ini mencerminkan upaya perusahaan dalam menjaga keseimbangan antara efisiensi keuangan dan komitmen terhadap aspek lingkungan. Secara keseluruhan, fluktuasi CSR Expenditure selama periode tersebut menunjukkan adanya dinamika strategi perusahaan dalam mengelola keberlanjutan. Kenaikan signifikan pada 2020 menegaskan keseriusan perusahaan dalam menghadapi tantangan global, sementara penurunan di tahun-tahun berikutnya merefleksikan penyesuaian terhadap kondisi eksternal seperti pandemi dan tekanan biaya operasional.

Berdasarkan Stakeholder Theory, perusahaan diharapkan dapat memenuhi kepentingan para pemangku kepentingan melalui alokasi CSR Expenditure yang konsisten dan berkesinambungan. Teori ini menekankan bahwa kepedulian terhadap lingkungan bukan hanya kewajiban moral, tetapi juga strategi untuk meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan di mata investor, konsumen, maupun regulator. Dengan demikian, CSR Expenditure yang dikeluarkan perusahaan seharusnya menunjukkan tren yang stabil atau meningkat seiring dengan komitmen perusahaan dalam menjaga keberlanjutan. Namun, berdasarkan data CSR Expenditure pada periode 2015 hingga 2024, kondisi yang terjadi justru memperlihatkan fluktuasi yang tidak sejalan dengan ekspektasi teori. Lonjakan signifikan pada tahun 2020 hingga mencapai 0,0207 memang dapat dipandang sebagai bentuk respon positif perusahaan terhadap krisis pandemi COVID-19. Akan tetapi, penurunan tajam pada periode 2021–2022 hingga mencapai titik terendah di 0,0067 memberikan gambaran adanya ketidakstabilan dalam komitmen perusahaan terhadap pengelolaan lingkungan. Hal ini berpotensi melemahkan kepercayaan stakeholder karena CSR Expenditure yang menurun dapat ditafsirkan sebagai berkurangnya perhatian perusahaan terhadap isu keberlanjutan.

Teori Legitimasi juga mendasari penelitian ini, CSR Expenditure merupakan bagian dari strategi perusahaan untuk mempertahankan citra positif dan mendapatkan legitimasi sosial. Namun, jika biaya yang dikeluarkan terlalu besar tanpa memberikan manfaat ekonomi yang jelas, hal ini dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Investor

cenderung lebih mempertimbangkan dampak finansial langsung dibandingkan manfaat jangka panjang dari pengeluaran lingkungan. perusahaan perlu menjaga keselarasan antara aktivitas yang dijalankan dengan nilai, norma, dan harapan masyarakat. Salah satu bentuk nyata dari upaya tersebut adalah melalui CSR Expenditure. Teori ini berasumsi bahwa semakin besar komitmen perusahaan terhadap lingkungan, semakin kuat legitimasi sosial yang diperolehnya, yang pada akhirnya akan mendukung pertumbuhan laba dan naik nya nilai perusahaan. Dengan demikian, CSR Expenditure idealnya menunjukkan peningkatan yang konsisten untuk merefleksikan tanggung jawab perusahaan dalam menjaga keberlanjutan. Namun, data CSR Expenditure periode 2015–2024 memperlihatkan kondisi yang tidak sejalan dengan teori. Lonjakan pengeluaran di tahun 2020 yang mencapai 0,0207 memang memperlihatkan usaha perusahaan mempertahankan legitimasi sosial di tengah pandemi COVID-19. Akan tetapi, penurunan drastis setelahnya, khususnya pada tahun 2021 hingga 2022 dengan nilai terendah 0,0067, justru mengindikasikan adanya penurunan konsistensi dalam komitmen lingkungan. Kondisi ini berpotensi mengganggu legitimasi perusahaan di mata masyarakat dan regulator, karena menurunnya CSR Expenditure dapat ditafsirkan sebagai melemahnya keseriusan perusahaan dalam menjaga keberlanjutan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Maulida & Hadi, 2025) menyatakan bahwa CSR Expenditure memberikan pengaruh positif pada nilai perusahaan karena erat kaitannya dengan persepsi eko-efisiensi bisnis. Eko-efisiensi adalah upaya perusahaan untuk meningkatkan kualitas produk/layanan sambil meminimalkan dampak negatif lingkungan, bertentangan dengan hasil penelitian (Pertwi & Januarti, 2025) menyatakan bahwa pengeluaran terkait lingkungan memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan dari penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin besar biaya yang dialokasikan perusahaan untuk memenuhi regulasi lingkungan dan menjalankan program keberlanjutan, semakin rendah nilai perusahaan dikarenakan kondisi ini dapat terjadi karena CSR Expenditure dianggap sebagai beban tambahan yang mengurangi laba bersih perusahaan dalam jangka pendek. Investor yang berorientasi pada profit cenderung menilai tingginya pengeluaran lingkungan sebagai pengurangan efisiensi operasional, sehingga menurunkan ekspektasi terhadap return yang akan diterima.

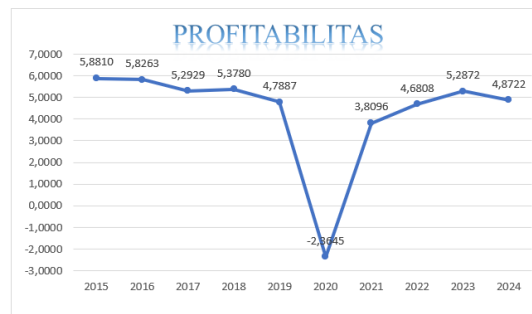
Faktor lain yang diduga akan mempengaruhi nilai perusahaan adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan aspek yang sangat penting karena setiap perusahaan perlu memastikan kondisi keuangan mereka tetap menguntungkan agar dapat menjalankan operasionalnya secara berkelanjutan. (Anisa & Febyansyah, 2024). Salah satu strategi untuk mencapai keberhasilan tersebut adalah dengan optimalisasi laba, Profitabilitas dapat menggambarkan sejauh mana korporat berkembang dengan memanfaatkan sumber daya secara optimal. Investor akan memiliki minat untuk berinvestasi pada korporat yang mempunyai profitabilitas tinggi. Pengukuran kinerja perusahaan menunjukkan seberapa baik perusahaan berkembang dalam jangka waktu tertentu (Leon, 2024). Bagi investor, profitabilitas menjadi indikator fundamental yang menentukan ketertarikan mereka untuk menanamkan modal pada suatu perusahaan. Hal ini disebabkan karena profitabilitas yang tinggi tidak hanya menunjukkan kinerja finansial yang sehat, tetapi juga mencerminkan prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan. Dengan kata lain, semakin tinggi profitabilitas, semakin besar pula tingkat kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memberikan return yang diharapkan.

Profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola sumber daya dengan baik sehingga menghasilkan laba yang optimal. Kondisi ini menandakan bahwa kinerja keuangan perusahaan berada dalam keadaan sehat, sehingga meningkatkan daya tarik bagi investor maupun kreditor. Investor akan lebih percaya menanamkan modal karena perusahaan dinilai mampu memberikan return yang menjanjikan, sementara kreditor

cenderung lebih mudah memberikan pinjaman dengan risiko yang rendah. Selain itu, profitabilitas yang tinggi juga membuka peluang bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha, pengembangan produk, dan inovasi, sehingga secara tidak langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata pasar dan memperkuat daya saingnya.

Sebaliknya, profitabilitas yang rendah mencerminkan lemahnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, yang dapat menurunkan minat investor karena risiko investasi menjadi lebih tinggi. Kreditor pun biasanya akan lebih berhati-hati dalam memberikan pinjaman, atau bahkan mengenakan bunga yang lebih besar karena menganggap perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang tinggi. Kondisi ini dapat menghambat pertumbuhan bisnis, karena perusahaan akan kesulitan memperoleh dana untuk ekspansi maupun inovasi. Jika dibiarkan berlarut-larut, profitabilitas rendah dapat menyebabkan turunnya nilai perusahaan, melemahkan reputasi di pasar, bahkan mengancam keberlangsungan usaha dalam jangka panjang.

Berikut Penulis sajikan grafik Profitabilitas yang terdaftar indeks SRI-KEHATI yang terdaftar pada BEI 2015-2024



Gambar 1. 3 Data Profitabilitas Perusahaan yang Terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI Periode 2015-2024

Berdasarkan data profitabilitas yang ditunjukkan pada grafik di atas, terlihat adanya fluktuasi yang cukup signifikan dalam kinerja keuangan perusahaan selama periode 2015-2024. Pada tahun 2015, profitabilitas tercatat sebesar 5,8810 dan masih berada dalam kondisi stabil hingga tahun 2016 dengan nilai 5,8263. Namun, pada tahun 2017 hingga 2019 terjadi tren penurunan berturut-turut dari 5,2929 ke 5,3780, dan semakin turun ke 4,7887, yang mengindikasikan penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Kondisi terburuk terjadi pada tahun 2020, ketika profitabilitas merosot drastis hingga mencapai nilai negatif -2,3645. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kerugian yang signifikan akibat memburuknya kondisi perekonomian, yang berdampak pada penurunan pendapatan serta meningkatnya beban operasional perusahaan. Setelah periode tersebut, profitabilitas perusahaan menunjukkan tren pemulihan. Pada 2021, nilai profitabilitas naik menjadi 3,8096 dan terus meningkat pada 2022 sebesar 4,6808, kemudian pada tahun 2023 mencapai nilai 5,2872. Meski begitu, pada 2024 kembali terjadi penurunan tipis menjadi 4,8722, yang mencerminkan bahwa kondisi perusahaan masih belum sepenuhnya stabil.

Meskipun mengalami fluktuasi, profitabilitas masih berada dalam posisi positif di sebagian besar periode, yang berarti perusahaan tetap mampu mencatatkan keuntungan walaupun nilainya tidak selalu stabil dari tahun ke tahun. Dinamika ini menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kapasitas untuk melakukan pemulihan setelah mengalami tekanan finansial, meskipun masih menghadapi tantangan dalam menjaga konsistensi kinerja keuangannya. Dengan kondisi tersebut, sangat penting bagi perusahaan untuk meningkatkan efisiensi operasional, memperkuat pengelolaan biaya, serta menerapkan strategi bisnis yang adaptif agar profitabilitas dapat terus tumbuh secara berkelanjutan. Stabilitas profitabilitas tidak hanya berfungsi sebagai indikator keberhasilan manajerial,

tetapi juga memberikan sinyal positif bagi investor serta memperkuat tingkat kepercayaan pasar terhadap perusahaan.

Menurut Jensen & Meckling (1976). Teori keagenan menjelaskan bahwa terdapat konflik kepentingan antara manajer sebagai pengelola dan pemegang saham sebagai pemilik modal. Manajer dituntut untuk memaksimalkan laba dan nilai perusahaan, tetapi dalam praktiknya, keputusan manajerial bisa dipengaruhi oleh kepentingan pribadi, misalnya dengan pengeluaran biaya yang tidak efisien atau kurang optimal dalam mengelola sumber daya perusahaan. Jika tidak dikendalikan, konflik ini dapat menyebabkan keputusan manajerial yang tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menurunkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari data profitabilitas perusahaan yang berfluktuasi tajam selama periode 2015–2024. Pada tahun 2015 profitabilitas tercatat 5,8810 dan mengalami kondisi paling buruk terjadi pada 2020 ketika profitabilitas turun drastis hingga negatif -2,3645, yang menunjukkan kerugian signifikan akibat memburuknya kondisi perekonomian. Ketidakstabilan profitabilitas ini menjadi indikasi bahwa kebijakan manajemen belum sepenuhnya selaras dengan kepentingan pemegang saham, sehingga masih terdapat gap yang perlu diteliti lebih lanjut.

Signalling Theory juga mendasari pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Menurut Spence (1973), Signalling Theory menjelaskan bahwa informasi yang disampaikan oleh perusahaan kepada pihak eksternal, seperti tingkat profitabilitas, berfungsi sebagai sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan di masa depan. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik, efisiensi operasional yang tinggi, serta kemampuan untuk menghasilkan laba secara berkelanjutan. Sebaliknya, profitabilitas yang rendah dapat diartikan sebagai sinyal negatif yang menunjukkan adanya penurunan efisiensi atau potensi risiko dalam pengelolaan sumber daya perusahaan. Dalam konteks ini, perusahaan menggunakan tingkat profitabilitas sebagai alat komunikasi untuk menarik perhatian investor dan memperkuat kepercayaan pasar terhadap potensi perusahaan.

Dengan demikian, fluktuasi profitabilitas selama periode pengamatan menunjukkan bagaimana perusahaan menyampaikan sinyal kepada investor mengenai kekuatan dan prospek bisnisnya. Berdasarkan pandangan Signalling Theory, profitabilitas yang meningkat dan stabil menjadi indikator penting yang memberikan sinyal positif terhadap kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan memperluas usahanya. Sebaliknya, penurunan tajam dalam profitabilitas dapat menurunkan kepercayaan investor dan mengindikasikan risiko terhadap growth opportunity. Oleh karena itu, menjaga tingkat profitabilitas yang konsisten menjadi strategi penting bagi perusahaan dalam membangun citra positif di mata investor dan memperkuat peluang pertumbuhan yang berkelanjutan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Cahyani et al., 2023) mengemukakan bahwa Profitabilitas memiliki pengaruh positif dan substansial terhadap nilai perusahaan. Berbanding terbalik dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh (Islamiyah firdiana, 2024) menyatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, temuan ini mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi tidak selalu diikuti oleh peningkatan nilai perusahaan. Salah satu alasan yang mungkin mendasari hasil tersebut adalah bahwa tingginya laba perusahaan belum tentu mencerminkan efisiensi kinerja yang berkelanjutan, terutama apabila laba tersebut diperoleh melalui strategi jangka pendek seperti pengurangan biaya operasional secara ekstrem atau pengurangan investasi pada aspek keberlanjutan dan inovasi. Kondisi semacam ini dapat menimbulkan ketidakpastian terhadap prospek masa depan perusahaan, sehingga investor cenderung menurunkan penilaiannya terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menghadirkan unsur kebaruan dibandingkan dengan penelitian

sebelumnya. Fokus utama penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh CSR Expenditure dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dengan memasukkan growth opportunity sebagai variabel intervening pada perusahaan yang terdaftar dalam Indeks SRI-KEHATI. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Maulida & Hadi, 2025) yang hanya meneliti pengaruh ESG Disclosure, CSR Expenditure, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menambahkan dimensi baru melalui peran growth opportunity sebagai variabel perantara untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai mekanisme peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan inkonsistensi yang ditemukan pada data nilai perusahaan, CSR Expenditure, dan profitabilitas pada beberapa perusahaan yang terdaftar dalam Indeks SRI-KEHATI, terlihat bahwa hubungan antara variabel-variabel tersebut tidak selalu konsisten dengan teori yang ada. Kondisi ini mengindikasikan adanya faktor lain yang berpotensi memengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan pendekatan analisis yang lebih mendalam melalui penambahan variabel mediasi atau moderasi untuk memperjelas hubungan antar variabel tersebut.

Dalam penelitian ini, growth opportunity dipilih sebagai variabel intervening, karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan peluang pertumbuhan di masa depan yang dapat meningkatkan persepsi investor terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Dengan memasukkan growth opportunity sebagai variabel intervening, diharapkan hubungan tidak langsung antara CSR Expenditure dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan secara lebih komprehensif, sehingga memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam Indeks SRI-KEHATI.

Ketidakkonsistenan antara teori dan fenomena, serta adanya research gap pada penelitian terdahulu, mendorong penulis untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai nilai perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhinya pada perusahaan yang berkomitmen terhadap keberlanjutan lingkungan. Oleh karena itu, penulis memutuskan untuk melakukan penelitian dengan judul:

“Pengaruh CSR Expenditure dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Growth Opportunity sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks SRI-KEHATI.”

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pandangan baru terkait bagaimana CSR Expenditure dan profitabilitas dapat memengaruhi nilai perusahaan secara langsung maupun tidak langsung melalui growth opportunity, khususnya pada perusahaan yang berorientasi pada prinsip keberlanjutan dan tanggung jawab sosial di Indonesia.

## **METODOLOGI**

penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Pendekatan kuantitatif berlandaskan pada paradigma positivisme dan diterapkan untuk meneliti populasi maupun sampel tertentu. Proses pengumpulan data dilakukan dengan memanfaatkan instrumen penelitian yang terukur, sedangkan analisis data dilakukan secara numerik atau statistik. Tujuan utama dari metode ini adalah untuk mendeskripsikan fenomena yang diteliti serta menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. (Sugiyono, 2017).

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Hasil analisis data menghasilkan kesimpulan terkait status setiap hipotesis, baik yang terbukti diterima maupun yang tidak didukung, yang selanjutnya disajikan dalam rangkuman berikut.

Hipotesis	Pernyataan	Hasil
H1	CSR Expenditure Berpengaruh Terhadap Growth Opportunity	Ditolak
H2	Profitabilitas Berpengaruh Terhadap Growth Opportunity	Ditolak
H3	CSR Expenditure dan Profitabilitas Berpengaruh Terhadap Growth Opportunity	Ditolak
H4	CSR Expenditure Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima
H5	Profitabilitas Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima
H6	Growth Opportunity Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima
H7	CSR Expenditure, Profitabilitas, Growth Opportunity Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan	Diterima
H8	Growth Opportunity dapat memediasi pengaruh CSR Expenditure terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak
H9	Growth Opportunity dapat memediasi pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan	Ditolak

### 1. Pengaruh CSR Expenditure Terhadap Growth Opportunity

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis pertama yang menguji pengaruh CSR expenditure yang diukur dengan CSR Expenditure Ratio terhadap growth opportunity yang diukur dengan Profit Growth Rasio (PGR), dengan diperoleh nilai koefisien sebesar -1,166165 dengan tingkat probabilitas  $0,4109 > 0,05$ . Hasil tersebut menunjukkan bahwa CSR expenditure tidak berpengaruh signifikan terhadap growth opportunity. Dengan demikian, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa CSR expenditure berpengaruh terhadap growth opportunity dinyatakan ditolak.

Koefisien negatif mengindikasikan bahwa peningkatan pengeluaran CSR tidak secara langsung diikuti oleh peningkatan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya dana yang dialokasikan untuk aktivitas CSR belum tentu mampu mendorong ekspansi usaha atau menciptakan kesempatan pertumbuhan baru. Pada perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI, pelaksanaan CSR cenderung berorientasi pada pemenuhan tanggung jawab sosial dan keberlanjutan jangka panjang dibandingkan sebagai instrumen peningkatan growth opportunity dalam jangka pendek.

Dalam perspektif Stakeholder Theory, perusahaan tidak hanya beroperasi untuk kepentingan pemegang saham, tetapi juga harus memperhatikan kepentingan seluruh pemangku kepentingan seperti masyarakat, karyawan, pemerintah, dan lingkungan. Pengeluaran CSR merupakan bentuk komitmen perusahaan dalam menjaga hubungan harmonis dengan stakeholder. Namun, manfaat dari hubungan tersebut umumnya bersifat jangka panjang dan lebih terkait dengan legitimasi sosial serta reputasi perusahaan, sehingga dampaknya terhadap peluang pertumbuhan tidak selalu terlihat secara langsung dalam periode penelitian. Artinya, meskipun CSR penting untuk keberlanjutan perusahaan, pengaruhnya terhadap growth opportunity tidak bersifat instan.

Sejalan dengan Legitimacy Theory, perusahaan melakukan aktivitas CSR untuk memperoleh penerimaan sosial dan menjaga kesesuaian operasional dengan nilai serta norma yang berlaku di masyarakat. Pengeluaran CSR berfungsi sebagai sarana untuk mempertahankan legitimasi perusahaan di mata publik. Namun tujuan utama legitimasi adalah keberlanjutan operasional dan citra perusahaan, bukan secara langsung meningkatkan peluang pertumbuhan jangka pendek. Oleh karena itu, dalam penelitian ini CSR expenditure lebih berperan sebagai instrumen legitimasi sosial daripada sebagai pendorong growth opportunity yang dapat diukur secara langsung.

Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Zainab & Burhany, 2020), dimana dalam penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa CSR Expenditure tidak berpengaruh terhadap Growth Opportunity

## **2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Growth Opportunity**

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua yang menguji pengaruh profitabilitas diukur dengan Return on Assets (ROA) terhadap growth opportunity, yang diukur dengan Profit Growth Rasio (PGR), diperoleh nilai koefisien sebesar 1,0811786 dengan tingkat probabilitas  $0,6413 > 0,05$ . Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap growth opportunity. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap growth opportunity dinyatakan ditolak.

Koefisien positif menunjukkan bahwa secara teoritis peningkatan profitabilitas memiliki potensi untuk mendorong peluang pertumbuhan perusahaan. Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas operasionalnya, sehingga seharusnya memberikan ruang bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi dan investasi strategis. Namun secara empiris, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laba yang diperoleh perusahaan belum tentu dialokasikan untuk kegiatan yang secara langsung meningkatkan growth opportunity.

Menurut Signaling Theory, profitabilitas merupakan sinyal yang dikirimkan perusahaan kepada investor mengenai kinerja dan prospek masa depan. Tingkat laba yang tinggi seharusnya menjadi sinyal positif yang meningkatkan kepercayaan pasar terhadap potensi pertumbuhan perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian mengindikasikan bahwa sinyal tersebut belum cukup kuat untuk diterjemahkan sebagai peluang pertumbuhan yang nyata. Investor kemungkinan menilai bahwa profitabilitas jangka pendek belum menjamin strategi investasi jangka panjang yang mampu memperluas kesempatan pertumbuhan perusahaan.

Dengan demikian, profitabilitas dalam penelitian ini lebih berfungsi sebagai indikator kinerja keuangan daripada sebagai sinyal langsung yang mendorong peningkatan growth opportunity. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak hanya mempertimbangkan besarnya laba, tetapi juga memperhatikan bagaimana laba tersebut dikelola dan diinvestasikan kembali untuk menciptakan pertumbuhan berkelanjutan.

Temuan dalam penelitian ini sejalan dengan hasil studi yang dilakukan oleh (Firly et al., 2023), yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap growth opportunity.

## **3. Pengaruh CSR Expenditure dan Profitabilitas Terhadap Growth Opportunity**

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F-Statistic sebesar 0,493740 dengan nilai signifikansi (Prob F-statistic) sebesar 0,611865. Karena nilai signifikansi  $0,611865 > 0,05$ , maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara CSR Expenditure dan Profitabilitas terhadap Growth Opportunity. Artinya, variabel independen CSR Expenditure dan Profitabilitas secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel intervening yaitu Growth Opportunity, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan ditolak.

Hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun perusahaan telah mengalokasikan dana untuk aktivitas CSR dan mampu mencatat tingkat profitabilitas yang baik, kedua variabel tersebut belum cukup kuat untuk secara simultan mendorong peningkatan Growth Opportunity. Hal ini menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh komitmen sosial maupun kemampuan menghasilkan laba, tetapi sangat bergantung pada bagaimana laba tersebut dialokasikan dan bagaimana strategi perusahaan dirancang untuk menciptakan ekspansi yang berkelanjutan.

Growth Opportunity pada dasarnya merefleksikan potensi perusahaan dalam memperluas pasar, meningkatkan kapasitas produksi, melakukan inovasi, serta mengembangkan lini bisnis baru. Oleh karena itu, variabel ini lebih sensitif terhadap kebijakan investasi jangka panjang, keputusan pendanaan, manajemen risiko, serta dinamika persaingan industri. Dalam banyak kasus, perusahaan dapat memiliki profitabilitas yang tinggi namun memilih untuk mempertahankan stabilitas keuangan atau membagikan dividen, sehingga tidak seluruh laba dialokasikan untuk ekspansi usaha.

Selain itu, faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, regulasi pemerintah, tingkat suku bunga, stabilitas pasar modal, hingga perubahan preferensi konsumen juga berperan dalam membentuk peluang pertumbuhan perusahaan. Kompleksitas faktor-faktor tersebut menyebabkan CSR Expenditure dan Profitabilitas, meskipun penting, belum mampu menjelaskan variasi Growth Opportunity secara signifikan dalam penelitian ini.

#### **4. Pengaruh CSR Expenditure Terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil penelitian pada hipotesis keempat yang menguji pengaruh CSR Expenditure diukur dengan CSR Expenditure Ratio terhadap Nilai Perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q menunjukkan bahwa CSR Expenditure memiliki nilai probabilitas sebesar  $0,0002 < 0,05$  serta nilai koefisien sebesar  $0,931961$  dengan arah positif terhadap Nilai Perusahaan. Artinya, apabila CSR Expenditure meningkat, maka Nilai Perusahaan cenderung mengalami peningkatan. Dengan demikian, pengaruh yang dihasilkan signifikan secara statistik sehingga hipotesis keempat yang diajukan diterima.

Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya (Maulida & Hadi, 2025) yang menyatakan bahwa aktivitas dan pengeluaran CSR berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan karena mampu meningkatkan citra perusahaan serta memperkuat kepercayaan investor terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pengeluaran CSR mampu memberikan kontribusi nyata terhadap peningkatan Nilai Perusahaan. CSR Expenditure dalam penelitian ini mencerminkan besarnya dana yang dialokasikan perusahaan untuk kegiatan sosial, lingkungan, dan keberlanjutan. Alokasi dana tersebut tidak hanya dipandang sebagai biaya operasional, tetapi sebagai bentuk investasi reputasi yang dapat meningkatkan kepercayaan pasar.

Ditinjau dari Stakeholder Theory, perusahaan tidak hanya berorientasi pada kepentingan pemegang saham, tetapi juga bertanggung jawab terhadap seluruh pemangku kepentingan seperti masyarakat, karyawan, pemerintah, dan lingkungan. Pelaksanaan CSR menjadi sarana untuk menjaga hubungan harmonis dengan para stakeholder. Ketika perusahaan mampu memenuhi ekspektasi stakeholder melalui aktivitas CSR, maka tingkat kepercayaan dan dukungan terhadap perusahaan meningkat, yang pada akhirnya berdampak pada kenaikan Nilai Perusahaan.

Menurut Legitimacy Theory, perusahaan melakukan aktivitas CSR untuk memperoleh dan mempertahankan legitimasi sosial agar operasionalnya tetap diterima oleh masyarakat. Pengeluaran CSR menjadi instrumen untuk menunjukkan bahwa perusahaan menjalankan kegiatan usahanya sesuai dengan nilai dan norma yang berlaku. Ketika perusahaan memperoleh legitimasi yang kuat, risiko reputasi dapat ditekan dan persepsi pasar menjadi lebih positif. Hal ini mendorong peningkatan permintaan saham dan berdampak pada meningkatnya Nilai Perusahaan.

Dengan demikian, CSR Expenditure dalam penelitian ini tidak hanya berfungsi sebagai kewajiban sosial, tetapi juga sebagai strategi yang mampu memperkuat legitimasi dan hubungan dengan stakeholder, sehingga berkontribusi signifikan dalam meningkatkan Nilai Perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI periode 2015–2024.

#### **5. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian, profitabilitas diukur dengan Return on Assets (ROA) terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien sebesar 43,44588 dengan tingkat probabilitas  $0,0000 < 0,05$ . Artinya, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, maka Nilai Perusahaan cenderung meningkat. Dengan demikian, hipotesis kelima yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan dapat diterima.

Temuan ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Cahyani et al., 2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas yang baik berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan karena mampu meningkatkan kepercayaan investor serta memperkuat persepsi pasar terhadap prospek jangka panjang perusahaan. Kesamaan hasil ini mempertegas bahwa faktor fundamental, khususnya profitabilitas, memiliki peran penting dalam menentukan tinggi rendahnya Nilai Perusahaan.

Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba menjadi faktor penting dalam pembentukan Nilai Perusahaan. Profitabilitas mencerminkan efektivitas manajemen dalam mengelola aset dan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Ketika perusahaan mampu mencatat kinerja laba yang baik dan konsisten, investor akan menilai perusahaan memiliki prospek yang menjanjikan, sehingga meningkatkan minat investasi yang berdampak pada kenaikan harga saham.

Menurut Signaling Theory, profitabilitas merupakan sinyal positif yang disampaikan perusahaan kepada pasar. Tingkat laba yang tinggi mengirimkan pesan bahwa perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang sehat dan memiliki kemampuan menghasilkan arus kas di masa depan. Sinyal ini memperkuat kepercayaan investor terhadap stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan, sehingga mendorong peningkatan Nilai Perusahaan.

Berdasarkan Agency Theory, profitabilitas yang tinggi juga menunjukkan bahwa manajemen mampu menjalankan fungsi pengelolaan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Laba yang optimal mencerminkan bahwa manajemen berhasil memaksimalkan penggunaan sumber daya perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik modal. Ketika kinerja manajerial selaras dengan tujuan pemegang saham, konflik keagenan dapat ditekan, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar dan berdampak positif terhadap Nilai Perusahaan.

## **6. Pengaruh Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian, Growth Opportunity diukur dengan Return on Assets (ROA) memiliki pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dengan nilai probability sebesar  $0,0009 < 0,05$  serta koefisien sebesar -0,041275 yang menunjukkan arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan Growth Opportunity justru diikuti oleh penurunan Nilai Perusahaan dalam periode penelitian. Dengan demikian, hipotesis keenam yang menyatakan bahwa Growth Opportunity berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan diterima, namun dengan arah hubungan negatif.

Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak selalu merespons potensi pertumbuhan secara otomatis sebagai kabar baik. Growth Opportunity memang mencerminkan peluang ekspansi dan pengembangan usaha di masa depan, tetapi di sisi lain juga membawa konsekuensi berupa peningkatan kebutuhan pendanaan dan risiko ketidakpastian. Investor cenderung mempertimbangkan apakah peluang tersebut benar-benar mampu direalisasikan menjadi kinerja yang konkret sebelum memberikan penilaian positif terhadap perusahaan.

Menurut dari Signaling Theory, peluang pertumbuhan seharusnya menjadi sinyal prospek masa depan yang baik. Namun dalam konteks penelitian ini, sinyal tersebut tampaknya ditafsirkan secara lebih hati-hati oleh pasar. Jika pertumbuhan belum disertai

dengan stabilitas laba atau arus kas yang kuat, maka investor dapat memandangnya sebagai sinyal risiko, bukan sebagai jaminan peningkatan nilai.

Berdasarkan Agency Theory, growth opportunity yang tinggi berpotensi meningkatkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen mungkin terdorong untuk melakukan ekspansi yang agresif demi memperbesar skala perusahaan, meskipun proyek tersebut belum tentu memberikan nilai tambah optimal bagi pemegang saham. Ketika investor menilai adanya potensi peningkatan risiko atau biaya keagenan, respons pasar dapat menjadi negatif, yang pada akhirnya menekan Nilai Perusahaan.

### **7. Pengaruh CSR Expenditure, Profitabilitas dan Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F-Statistic sebesar 55,20240 dengan nilai signifikansi (Prob F-statistic) sebesar 0,000000. Karena nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan CSR Expenditure, Profitabilitas, dan Growth Opportunity berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Artinya, ketiga variabel tersebut secara bersama-sama mampu menjelaskan perubahan Nilai Perusahaan, sehingga hipotesis ketujuh yang diajukan diterima.

Hasil ini menunjukkan bahwa Nilai Perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh satu aspek tertentu, melainkan merupakan hasil dari kombinasi kinerja sosial, kinerja keuangan, dan prospek pertumbuhan perusahaan. CSR Expenditure mencerminkan komitmen terhadap tanggung jawab sosial dan keberlanjutan, Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan Growth Opportunity menggambarkan potensi ekspansi dan perkembangan usaha di masa depan. Ketika ketiga faktor ini berjalan selaras, maka persepsi pasar terhadap perusahaan akan semakin positif.

Berdasarkan Signaling Theory, ketiga variabel tersebut menjadi sinyal yang kuat bagi investor. Profitabilitas yang tinggi mengirimkan pesan bahwa perusahaan memiliki kinerja operasional yang sehat, Growth Opportunity memberikan gambaran mengenai potensi pertumbuhan jangka panjang, sementara CSR Expenditure menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan dan tata kelola yang baik. Kombinasi sinyal tersebut meningkatkan keyakinan investor bahwa perusahaan memiliki fundamental yang kuat sekaligus prospek masa depan yang menjanjikan.

Jika dilihat dari Stakeholder Theory, perusahaan yang mampu menyeimbangkan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan stakeholder lainnya akan memperoleh dukungan yang lebih luas. Dukungan tersebut memperkuat reputasi dan legitimasi perusahaan, yang pada akhirnya berkontribusi pada peningkatan Nilai Perusahaan.

Dalam Agency Theory, pengelolaan laba, keputusan investasi untuk pertumbuhan, serta alokasi dana CSR mencerminkan bagaimana manajemen menjalankan amanah dari pemegang saham. Ketika manajemen mampu menggunakan laba secara efektif, mengalokasikan dana pada proyek pertumbuhan yang produktif, serta menjalankan program CSR secara strategis, maka konflik keagenan dapat diminimalkan. Kondisi ini meningkatkan kepercayaan investor dan memperkuat persepsi bahwa manajemen bertindak selaras dengan kepentingan pemilik modal. Kepercayaan tersebut kemudian tercermin dalam peningkatan Nilai Perusahaan.

Dengan demikian, secara simultan CSR Expenditure, Profitabilitas, dan Growth Opportunity menjadi faktor yang secara bersama-sama memperkuat Nilai Perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI periode 2015–2024.

### **8. Pengaruh CSR Expenditure Terhadap Nilai Perusahaan dengan Growth Opportunity Sebagai Variabel Intervening**

Hasil analisis uji Sobel menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar 0,8144 lebih kecil dibandingkan dengan nilai t tabel sebesar 1,98. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa Growth Opportunity tidak mampu memediasi pengaruh CSR Expenditure terhadap Nilai Perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kedelapan yang menyatakan bahwa Growth Opportunity berperan sebagai variabel intervening dalam hubungan antara CSR Expenditure dan Nilai Perusahaan dinyatakan ditolak.

Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun CSR Expenditure berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan, namun pengaruh tersebut tidak melalui mekanisme peningkatan Growth Opportunity. Artinya, perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI belum mampu mengonversi aktivitas dan pengeluaran CSR menjadi peluang pertumbuhan yang secara tidak langsung meningkatkan Nilai Perusahaan. Dengan kata lain, kontribusi CSR terhadap nilai perusahaan lebih bersifat langsung daripada melalui jalur ekspansi atau peningkatan prospek pertumbuhan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Zainab & Burhany, 2020) yang menyatakan bahwa CSR Expenditure tidak berpengaruh terhadap growth opportunity. Beberapa faktor yang dapat memengaruhi kondisi ini antara lain karakteristik industri, strategi investasi perusahaan, serta perbedaan orientasi antara kegiatan sosial dan kebijakan ekspansi usaha.

Berdasarkan Stakeholder Theory, pelaksanaan CSR merupakan bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap berbagai pihak yang memiliki kepentingan terhadap keberlangsungan usaha, seperti masyarakat, investor, karyawan, pemerintah, dan lingkungan sekitar. Aktivitas CSR dilakukan bukan semata-mata untuk kepentingan internal perusahaan, tetapi untuk menjaga keseimbangan hubungan dengan para pemangku kepentingan tersebut. Ketika perusahaan secara konsisten menjalankan program CSR, kepercayaan dan dukungan stakeholder cenderung meningkat karena perusahaan dinilai memiliki komitmen terhadap aspek sosial dan keberlanjutan. Namun peningkatan kepercayaan ini umumnya tercermin dalam bentuk reputasi yang lebih baik dan persepsi positif dari pasar, bukan secara langsung dalam bentuk perluasan usaha atau peningkatan peluang pertumbuhan bisnis. Dengan demikian, dampak CSR lebih terasa pada citra dan hubungan eksternal perusahaan dibandingkan pada aspek ekspansi operasional.

Kondisi tersebut selaras dengan Legitimacy Theory, yang menjelaskan bahwa perusahaan berupaya memperoleh dan mempertahankan legitimasi sosial agar kegiatan operasionalnya tetap diterima oleh masyarakat. Melalui pengeluaran CSR, perusahaan menunjukkan bahwa aktivitas bisnisnya sejalan dengan norma, nilai, dan harapan sosial yang berlaku. Upaya ini bertujuan untuk menjaga stabilitas dan keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang. Namun, fokus utama legitimasi adalah penerimaan sosial dan penguatan citra perusahaan, bukan secara langsung mendorong pertumbuhan usaha. Oleh karena itu, meskipun CSR Expenditure berkontribusi terhadap peningkatan Nilai Perusahaan secara langsung melalui reputasi dan kepercayaan pasar, Growth Opportunity tidak mampu berperan sebagai jalur perantara yang signifikan dalam hubungan tersebut.

Dengan demikian, dalam penelitian ini CSR Expenditure lebih berperan sebagai instrumen legitimasi dan pemenuhan kepentingan stakeholder yang berdampak langsung terhadap Nilai Perusahaan, tanpa melalui mekanisme peningkatan Growth Opportunity terlebih dahulu.

## **9. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Growth Opportunity Sebagai Variabel Intervening**

Hasil analisis uji Sobel menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar 0,3881 lebih kecil dibandingkan dengan nilai t tabel sebesar 1,98. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa Growth Opportunity tidak mampu memediasi pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kesembilan yang menyatakan bahwa Growth

Opportunity berperan sebagai variabel intervening dalam hubungan antara Profitabilitas dan Nilai Perusahaan dinyatakan ditolak.

Temuan ini memberikan gambaran bahwa meskipun perusahaan mampu menghasilkan laba yang tinggi, hal tersebut belum tentu diikuti oleh peningkatan peluang pertumbuhan yang signifikan. Laba yang diperoleh kemungkinan lebih difokuskan untuk menjaga stabilitas keuangan, membayar kewajiban, atau dibagikan sebagai dividen, sehingga tidak sepenuhnya diarahkan pada ekspansi atau investasi yang dapat memperbesar growth opportunity.

Menurut Signaling Theory, profitabilitas pada dasarnya merupakan sinyal yang dikirimkan perusahaan kepada pasar mengenai kondisi keuangan dan kualitas kinerjanya. Tingkat laba yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola aset serta aktivitas operasional secara efektif. Sinyal ini biasanya ditangkap investor sebagai indikator bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang sehat dan memiliki prospek yang baik. Namun dalam konteks penelitian ini, laba yang tinggi tampaknya lebih dipersepsikan sebagai cerminan kinerja jangka pendek, bukan sebagai representasi adanya peluang pertumbuhan yang kuat di masa depan. Investor kemungkinan melihat profitabilitas sebagai bukti performa saat ini, tetapi belum tentu menganggapnya sebagai jaminan ekspansi atau peningkatan growth opportunity. Akibatnya, meskipun profitabilitas meningkat, efek tidak langsung melalui growth opportunity menjadi tidak signifikan.

Kondisi tersebut dapat dipahami lebih lanjut melalui Agency Theory. Dalam teori ini dijelaskan bahwa ketika perusahaan memperoleh laba yang tinggi, manajemen memiliki fleksibilitas yang lebih besar dalam menentukan bagaimana dana tersebut akan digunakan. Keleluasaan ini dapat berdampak positif apabila laba dialokasikan pada investasi yang produktif dan mendukung pertumbuhan perusahaan. Namun, jika penggunaan dana tidak sepenuhnya difokuskan pada proyek-proyek yang berorientasi pada ekspansi atau peningkatan kapasitas usaha, maka peluang pertumbuhan perusahaan tidak akan berkembang secara signifikan. Dengan kata lain, meskipun profitabilitas tinggi, tanpa kebijakan investasi yang tepat, growth opportunity tidak akan meningkat dan tidak mampu menjadi penghubung antara Profitabilitas dan Nilai Perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan yang terdaftar pada indeks SRI-KEHATI periode 2015–2024, pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan terjadi secara langsung, tanpa melalui jalur Growth Opportunity sebagai mediator.

## **KESIMPULAN**

Mengacu pada hasil analisis data dan pembahasan yang telah dipaparkan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama, diperoleh bahwa CSR Expenditure memiliki nilai koefisien sebesar -1,166165 dengan tingkat probabilitas 0,4109 yang lebih besar dari 0,05. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara parsial CSR Expenditure tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Growth Opportunity Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2024. Dengan demikian, hipotesis pertama yang menyatakan adanya pengaruh CSR Expenditure terhadap Growth Opportunity tidak dapat diterima.
2. Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa Profitabilitas memiliki koefisien sebesar 1,081186 dengan nilai probabilitas 0,6413 > 0,05. Hal tersebut menandakan bahwa Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap Growth Opportunity Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Periode 2015-2024. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang diajukan terkait pengaruh Profitabilitas terhadap Growth Opportunity dinyatakan ditolak.

3. Berdasarkan hasil uji simultan pada substruktural satu, diperoleh nilai F-statistic sebesar 0,493740 dengan probabilitas 0,611865 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa CSR Expenditure dan Profitabilitas secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Growth Opportunity Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2024. Dengan demikian, hipotesis ketiga dinyatakan tidak diterima
4. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keempat, CSR Expenditure memiliki nilai koefisien sebesar 0,931961 dengan probabilitas 0,0002 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa CSR Expenditure berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2024. Dengan demikian, hipotesis keempat yang menyatakan adanya pengaruh CSR Expenditure terhadap Nilai Perusahaan dinyatakan diterima.
5. Hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa Profitabilitas memiliki koefisien sebesar 43,44588 dengan nilai probabilitas  $0,0000 < 0,05$ . Temuan ini mengindikasikan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2024. Oleh karena itu, hipotesis kelima dapat diterima.
6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keenam, Growth Opportunity memiliki koefisien sebesar -0,041275 dengan nilai probabilitas 0,0009 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa Growth Opportunity berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI di Bursa Efek Indonesia periode 2015–2024. Dengan demikian, hipotesis keenam dinyatakan diterima.
7. Hasil uji simultan pada substruktural dua menunjukkan nilai F-statistic sebesar 55,20240 dengan probabilitas  $0,000000 < 0,05$ . Temuan ini mengindikasikan bahwa CSR Expenditure, Profitabilitas, dan Growth Opportunity secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2024.. Oleh karena itu, hipotesis ketujuh dapat diterima.
8. Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis kedelapan, diperoleh nilai t hitung sebesar 0,5323 yang lebih kecil dibandingkan nilai t tabel 1,98. Hasil tersebut menunjukkan bahwa Growth Opportunity tidak mampu memediasi pengaruh CSR Expenditure terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2024. Dengan demikian, jalur mediasi yang diuji tidak terbukti secara statistik.
9. Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis Kesembilan, diperoleh nilai t hitung sebesar 0,3881 yang lebih kecil dibandingkan nilai t tabel 1,98. Hal ini mengindikasikan bahwa Growth Opportunity tidak berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks SRI-KEHATI Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2024. Oleh karena itu, efek tidak langsung melalui variabel intervening dinyatakan tidak signifikan.

### **Saran**

Berdasarkan hasil analisis data mengenai pengaruh CSR Expenditure dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Growth Opportunity sebagai variabel

intervening pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI periode 2015–2024, maka rekomendasi yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

#### Saran untuk Perusahaan

1. Berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa CSR Expenditure dan profitabilitas secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap growth opportunity, perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI perlu melakukan evaluasi terhadap bagaimana strategi keberlanjutan dan kinerja keuangan diterjemahkan menjadi peluang pertumbuhan di masa depan. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan pengeluaran CSR maupun tingginya laba belum tentu dipersepsikan pasar sebagai indikator adanya prospek ekspansi atau pengembangan usaha. Dengan demikian, perusahaan tidak cukup hanya meningkatkan alokasi CSR atau mencatatkan laba yang tinggi, tetapi perlu memastikan bahwa kedua aspek tersebut terintegrasi secara nyata dalam strategi pertumbuhan jangka panjang.
2. Tidak signifikannya pengaruh pengeluaran CSR terhadap growth opportunity menunjukkan bahwa aktivitas sosial dan lingkungan yang dilakukan perusahaan belum sepenuhnya dikaitkan dengan penciptaan nilai ekspansi atau inovasi bisnis. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengarahkan program CSR pada kegiatan yang memiliki keterkaitan langsung dengan pengembangan pasar, efisiensi operasional, atau inovasi produk. Tanpa keterkaitan strategis tersebut, pengeluaran CSR berpotensi hanya dipersepsikan sebagai biaya operasional tambahan dan bukan sebagai investasi pertumbuhan.
3. Selain itu, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap growth opportunity. Kondisi ini mengindikasikan bahwa laba yang tinggi tidak secara otomatis diikuti oleh peningkatan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal tersebut dapat terjadi apabila laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk menjaga stabilitas internal dibandingkan untuk ekspansi atau reinvestasi produktif. Oleh karena itu, perusahaan perlu menyusun kebijakan alokasi laba yang lebih produktif, misalnya melalui reinvestasi pada proyek-proyek strategis, pengembangan teknologi, atau perluasan pasar yang terukur dan berbasis analisis risiko yang matang.
4. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa growth opportunity tidak mampu memediasi hubungan antara CSR Expenditure maupun profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan nilai perusahaan tidak bergantung pada mekanisme peluang pertumbuhan sebagai perantara. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu memaksakan strategi ekspansi yang agresif hanya untuk menciptakan persepsi pertumbuhan, apabila fundamental internal belum sepenuhnya kuat. Pertumbuhan yang tidak didukung kesiapan keuangan dan manajerial justru berpotensi meningkatkan risiko dan ketidakpastian di mata investor.

#### Saran Untuk Peneliti Selanjutnya:

1. Hasil uji koefisien determinasi pada substruktural satu menunjukkan nilai  $R^2$  sebesar 0,010078 dengan Adjusted  $R^2$  bernilai negatif (-0,010333). Temuan ini mengindikasikan bahwa model penelitian hanya mampu menjelaskan 1,01% variasi growth opportunity, sementara 98,99% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model. Nilai Adjusted  $R^2$  yang negatif bahkan menunjukkan bahwa model yang digunakan belum memiliki daya jelaskan yang memadai setelah mempertimbangkan jumlah variabel dalam persamaan. Kondisi ini menegaskan bahwa CSR Expenditure dan profitabilitas bukan merupakan determinan utama growth opportunity pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya perlu merumuskan model konseptual yang lebih komprehensif dengan memasukkan variabel-variabel yang secara teoritis lebih dekat dengan konsep peluang pertumbuhan,

- seperti kebijakan investasi, capital expenditure, struktur modal, risiko perusahaan, maupun kondisi makroekonomi yang memengaruhi ekspansi usaha.
2. Penelitian berikutnya juga disarankan untuk mengkaji kembali pendekatan pengukuran growth opportunity. Rendahnya daya jelaskan model dapat disebabkan oleh keterbatasan proksi yang digunakan dalam merepresentasikan peluang pertumbuhan perusahaan.
  3. Penelitian selanjutnya juga perlu mempertimbangkan kemungkinan adanya efek waktu (time effect). Pertumbuhan perusahaan umumnya tidak terbentuk secara instan pada periode yang sama ketika CSR atau laba dihasilkan. Dengan demikian, penggunaan model panel dinamis atau variabel lagged dapat membantu menangkap hubungan jangka panjang yang tidak terdeteksi dalam model statis. Pendekatan ini berpotensi menghasilkan temuan yang lebih reflektif terhadap dinamika bisnis yang sesungguhnya..

## DAFTAR PUSTAKA

- Afandani, F. (2014). Pengaruh Corporate Social Responsibility Expenditure, Corporate Social Responsibility Disclosure, Dan Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Yang Termasuk Daftar Corporate Governance Perception Index (CGPI) Periode 2. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, September 2015, 1–25.
- Afifah, N., Astuti, S. W. W., & Irawan, D. (2021). Pengaruh Corporate Social Responsibility (Csr) Dan Reputasi Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 5(3), 346–364. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2021.v5.i3.4644>
- Alfiandi, R., & Supadmi, N. L. (2025). The Effect of Financial Ratio on Profit Growth in Infrastructure Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Commerce, and Management*, 2, 88–107.
- Amelia, A., Usman, B., & Mursalin, M. (2024). Pengaruh Profitabilitas Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Sub Sektor Trade Retail Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Manajemen Dan Investasi (MANIVESTASI)*, 5(2), 134–148. <https://doi.org/10.31851/jmaninvestasi.v5i2.16289>
- Ananda, N. A. (2017). The Effects of Profitability and Capital Structure on the Value of Firm. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia* 25 JEBI, 02(01), 25–31.
- Anggriani, B., & Syaipudin, U. (2025). Pengaruh Biaya Lingkungan dan Kinerja Lingkungan Terhadap Nilai Perusahaan. *EKONOMIKA45: Jurnal Ilmiah ...*, 5(2), 1005–1014. <https://jurnaluniv45sby.ac.id/index.php/ekonomika/article/view/4422>
- Anisa, T. D., & Febyansyah, A. (2024). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, 8(1), 1992–2016. <https://doi.org/10.31955/mea.v8i1.3896>
- Awliya, M. (2022). Analisis Profitabilitas (Return on Asset (Roa) dan Return on Equity (RoE) pada PT Sido Muncul Tbk (Periode 2015-2018). *Journal of Economic Education*, 1(1), 10–18.
- Badawi, Yulianty, P. D., & Misnen. (2022). SROI Konsep, Pengukuran, dan Implementasi Pada Program CSR. CV. Literasi Nusantara Abadi.
- Bakti, B. E. M., & Triyono. (2022). Analisis Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance Dan Variabel Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 9(1), 104–111.
- Basuki, A. T. (2021). ANALISIS DATA PANEL DALAM.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2015). Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis.
- Cahyani, N. K. S. I., Pradnyani, N. L. P. S. P., & Artaningrum, R. G. (2023). The Effect of Profitability, Liquidity, and Company Size on Company Value in The Banking Subsector. *International Journal of Pertapsi*, 1(1), 32–40. <https://doi.org/10.9744/ijp.1.1.32-40>
- Chazireni, B., & Kader, A. (2019). The Impact of CSR on the Sustainable Growth of Wholesale and Retail SMEs: The Case of eThekwini Municipal Region. *Expert Journal of Business and Management*, 7(2), 221–229. <http://business.expertjournals.com>

- Dara Aprilly, R. V., & Sadikin, D. S. (2024). Pengaruh Profitabilitas dan GCG terhadap Nilai Perusahaan Indeks LQ45 di BEI Tahun 2018-2022. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(1), 27–40. <https://doi.org/10.35384/jkp.v21i1.588>
- Dusuki, A. W. and Abdullah, N. I. (2019). Corporate Social Responsibility & Ethics Corporate Social Responsibility & Ethics. In *Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals* (Vol. 06, Issue 03). <http://www.scirp.org/journal/doi.aspx?DOI=10.4236/ib.2014.63013>
- Egbunike, A., & Okoro, G. (2018). Does green accounting matter to the profitability of firms? A canonical assessment. *Ekonomski Horizonti*, 20(1), 17–26. <https://doi.org/10.5937/ekonhor1801017e>
- Fatmasari, R. (2011). the Relation Between Growth Opportunity, Leverage Policy and Function of Covenant To Control the Agency Conflict Between Shareholders and Debtholders. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 13(3), 307–324. <https://doi.org/10.21098/bemp.v13i3.395>
- Firly, H. A., Hartono, A., & Titin Eka Ardiana. (2023). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Food and Beverages yang Tercatat di BEI Periode 2017-2021. *SENTRI: Jurnal Riset Ilmiah*, 2(8), 3258–3268.
- Ghozali, H. ima. (2018). Aplikasi Analisis Multivariate dengan IBM SPSS 25. Universitas Diponegoro.
- Ghozali, H. ima. (2021). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 26. Universitas Diponegoro.
- Gunardi, A., Alghifari, E. S., & Suteja, P. D. H. jaja. (2022). KEPUTUSAN INVESTASI DAN NILAI PERUSAHAAN MELALUI EFEK MODERASI CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DAN PROFITABILITAS. *TEORI DAN BUKTI EMPIRIS* (E. A. Firmansyah (ed.)). Scopindo Media Pustaka
- Hastalona, D., Tulim, A., Wahyuni, R. S., Pelawi, P., & Sitorus, E. (2025). Liquidity, Growth Opportunities, and Profitability as Determinants of Firm Value: Evidence from Manufacturing Companies from Indonesia. *Golden Ratio of Finance Management*, 5(2), 460–471. <https://doi.org/10.52970/grfm.v5i2.1268>
- Indrarini, D. D. S. (2019). NILAI PERUSAHAAN MELALUI KUALITAS LABA (N. azizah (ed.)). Scopindo Media Pustaka.
- Islamiyah firdiana. (2024). PENGARUH CAPITAL EXPENDITURE, CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY Fidiaana Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*. [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Ismanto, H., & Pebruary, S. (2021). Aplikasi SPSS dan Eviews dalam Analisis Data Penelitian.
- Janitra, P. V. V., & Sedana, I. B. P. (2021). the Effect of Growth Opportunity, Firm Size, and Debt Policy on Firm Value Mediated By Profitability in Real Estate and Property Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 119(11), 41–54. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2021-11.05>
- Jones, T. M., Wicks, A. C., & Freeman, R. E. (2008). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Blackwell Guide to Business Ethics*, 19–37. <https://doi.org/10.1002/9781405164771.ch0>
- Kaulika, Fidela Malva., I. (2025). The Influence of Profitability, Firm Size, and Company Growth on Firm Value. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IIJSE)*, 8(1), 1284–1300.
- Kusnanto, E., Qalbia, F., Kasih Bangsa, S., Jl Kasih No, I., & Jeruk, K. (2024). The Impact Of Profitability, Firm Size, And Growth Opportunities On The Value Of Property Companies. *Journal of Economic and Leadership*, 2, 42–53.
- Kusumaningrum, D. P., & Iswara, U. S. (2022). PENGARUH PROFITABILITAS, LEVERAGE, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Kasus Pada Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan (JIAKu)*, 1(3), 295–312. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v1i3.5509>
- Leon. (2024). Pengaruh\_Enviromental\_Social\_Dan\_Governance\_Disclo. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 1(1), 196–209.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56–72. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.001>

- Maulida, T. N., & Hadi, A. (2025). Company Value in the SRI-KEHATI Index: ESG Disclosure, Environmental Costs, and Company Size. *Jurnal Mebis*, 10(1), 75–86. <https://mebis.upnjatim.ac.id/index.php/mebis/article/view/677%0Ahttps://mebis.upnjatim.ac.id/index.php/mebis/article/download/677/195>
- Maury, B. (2022). Strategic CSR and firm performance: The role of prospector and growth strategies. *Journal of Economics and Business*, 118(December 2020), 106031. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2021.106031>
- Mitha Christina Ginting. (2021). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cost of Capital Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2020. Pengaruh Celebrity Endorsement, Brand Image, Dan Testimoni Terhadap Minat Beli Konsumen Produk Mie Instan Lemonilo Pada Media Sosial Instagram, 6(1), 131–143.
- Mulyadi, T. (2021). Pertumbuhan Perusahaan dan Strategi (Nurliza (ed.)). <https://doi.org/978-623-256-538-8>
- Nikma, E. F. (2020). Analisis Pengaruh Profitabilitas Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Subsektor Kosmetik Dan Keperluan Rumah Tangga Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2014-2019. 1–23.
- Ningrum, E. P. (2022). Nilai Perusahaan (Konsep dan Aplikasi (Kodri (ed.))).
- Nugraha, N. M., & Susyana, F. I. (2021). Pengaruh Net Profit Margin, Return On Assets dan Current Ratio Terhadap Pertumbuhan Laba. *JEMPER (Jurnal Ekonomi Manajemen Perbankan)*, 3(1), 56. <https://doi.org/10.32897/jemper.v3i1.568>
- Nugroho, M., & Halik, A. (2021). The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's TMs Value: Profitability as a Mediating Variable. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(3), 466–476. <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i3.2468>
- Nurhalija, N., Mediaty, M., & Said, D. (2025). The Impact of Environmental Costs and Good Corporate Governance on Firm Value: A Systematic Review (Vol. 2024, Issue Icame 2024). Atlantis Press International BV. [https://doi.org/10.2991/978-94-6463-758-8\\_130](https://doi.org/10.2991/978-94-6463-758-8_130)
- Nurlaili, Ningsih, N. W., & Zuliansyah, A. (2022). Biaya Lingkungan dan Kinerja Keuangan Perusahaan dalam Ekonomi Syariah. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(03), 3349–3356. <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v8i3.5466>
- OFURUM, C. O., & Ngoke, O.-S. (2022). Corporate Social Responsibility Cost and Financial Performance of Listed Oil and Gas Firms in Nigeria. *Archives of Business Research*, 10(5), 65–77. <https://doi.org/10.14738/abr.105.12282>
- Pangestika, S., & Widiastuti, H. (2017). Pengaruh Media Exposure dan Kepemilikan Asing Terhadap Corporate Social Responsibility Expenditure dan Corporate Social Responsibility Disclosure. *Reviu Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 1(1), 78–89.
- Pertiwi, R. A., & Januarti, I. (2025). Kinerja Lingkungan dan Biaya Lingkungan: Faktor Penentu Nilai Perusahaan di Era Keberlanjutan. *Owner*, 9(2), 1059–1070. <https://doi.org/10.33395/owner.v9i2.2668>
- Phillips, R. A. (2004). Stakeholder theory and organizational ethics. *Choice Reviews Online*, 41(08), 41-4764-41-4764. <https://doi.org/10.5860/choice.41-4764>
- Pratiwi, D. P., & Amanah, L. (2017). Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 6(2), 440–455.
- Purnamasari, K., & Djuniardi, D. (2021). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. CV. Literasi Nusantara Abadi.
- Putri Pawitan, L., Saleh Sadikin, D., & Budhijana, R. B. (2024). Pengaruh Financial Slack, Free Cash Flow, dan Firm Size Terhadap Corporate Social Responsibility Expenditure (CSRE) Pada Perusahaan LQ 45. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(2), 117–128. <https://doi.org/10.35384/jkp.v20i2.525>
- Putri, indah ayu johanda, Budiyanto, & Triyonowati. (2023). FAKTOR PENENTU NILAI PERUSAHAAN. PT. Literasi Nusantara Abadi Group. <https://doi.org/978-623-8177-75-2>
- Putri, S. K. (2024). Pengaruh biaya lingkungan dan kinerja lingkungan terhadap profitabilitas. *Kompak :Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi*, 14(1), 196–204.
- Qotimah, K., Kalangi, L., & Korompis, C. W. M. (2023). Pengaruh Analisa Fundamental Terhadap Return Investasi Pada Saham Second Liner Di Sektor Energi Periode 2019-2022 Yang

- Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia The Effect Of Fundamental Analysis On Investment Return In Second Liner Share In The Energy Sector For. *Jurnal EMBA*, 11(3), 12–26.
- Rahmayati, A. D., Hermuningsih, S., & Wiyono, G. (2022). Insider Ownership Profitabilitas dan Kebijakan Deviden (N. Duniawati (ed.)). CV. Adanu Abimata.
- Raodah, R., & Pratiwi, A. (2020). Analisis Growth Opportunity Pada Pt. Adira Dinamika Multifinance Tbk. *Balance : Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 5(2), 105. <https://doi.org/10.32502/jab.v5i2.2825>
- Rusli, D. Y. M., & Hakki, T. W. (2024). Cara mudah olah data sekunder dengan evIEWS. Media Edu Pustaka.
- Salsabila, A. Q., & Prijanto, B. (2025). Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Corporate Social Responsibility (Csr) Sebagai Variabel .... *Jurnal Nusa Akuntansi*, 5(2016), 90–97. <https://doi.org/10.20885/ncf.vol5.art11>
- Salsabilla, S., & Rahmawati, M. I. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(1), 1–20.
- Saputri, C. K., & Giovanni, A. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. *Competence : Journal of Management Studies*, 15(1), 90–108. <https://doi.org/10.21107/kompetensi.v15i1.10563>
- Sari, R. A. I., & Priyadi, P. M. (2016). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Size, dan Growth Opportunity terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 5(10), 1–17.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Bisnis* (S. Y. Suryandari (ed.)). ALFABETA.
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. ALFABETA.
- Suliyanti, N., & Damayanti, D. (2022). Faktor- faktor yang Mempengaruhi Profitabilitas pada Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Fokus Ekonomi, Manajemen, Bisnis & Akuntansi (EMBA)*, 1(2), 244–254. <https://doi.org/10.34152/emba.v1i2.516>
- Tirta Wangi, G., & Aziz, A. (2024). Analisis Pengaruh ESG Disclosure, Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks ESG Leaders. *Ikraith-Ekonomika*, 7(2), 221–230. <https://doi.org/10.37817/ikraith-ekonomika.v7i2.3351>
- Trida. (2022). Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. *Akuntansi*, 1(3), 1–8.
- Widianto, R., & Astuti, C. D. (2024). Pengaruh Enterprise Risk Management, Kualitas Audit Eksternal, Dan ESG Disclosure Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 7(3), 4307–4318. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i3.9125>
- Widiastuty, E., & Soewarno, N. (2019). Csr expenditure and company performance: Charity or signal? Evidence from Indonesia. *Quality Innovation Prosperity*, 23(3), 22–37. <https://doi.org/10.12776/QIP.V23I3.1273>
- Wulaningrum, R., & Kusrihandayani, D. (2020). Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Biaya Lingkungan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Seminar Nasional Penelitian & Pengabdian Kepada Masyarakat*, 97–103.
- Yuwanita, Y. F., & Ilona, D. (2020). PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN , PROFITABILITAS DAN The Influence Of Company Size , Profitability And Growth Opportunities On Capital Structure. 7(2), 162–172.
- Zainab, A., & Burhany, D. I. (2020). Biaya lingkungan, Kinerja Lingkungan dan Kinerja Keuangan. *Prosiding The 11th Industrial Research Workshop and National Seminar*, 992–998.