

**IMPLIKASI CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DALAM GOOD  
CORPORATE GOVERNANCE UNTUK MENGURANGI KONFLIK  
KEAGENAN**

**Fitri Susilowati<sup>1</sup> dan Mugi Harsono<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Fakultas Bisnis Universitas PGRI Yogyakarta  
Email: [fitri.susilowati82@gmail.com](mailto:fitri.susilowati82@gmail.com)

<sup>2</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sebelas Maret Surakarta  
[mugiharsono@yahoo.com](mailto:mugiharsono@yahoo.com)

**ABSTRACT**

*The purpose of writing this article is to identify, study, map research related to CSR in reducing agency conflict. This article begins with the presentation of the concepts of Good Corporate Governance (GCG), Corporate Social Responsibility (CSR), CSR in GCG, and agency conflict. Identification is made by collecting articles in the field of financial management that are related to CSR, agency conflict, and corporate value. Furthermore, an assessment of these studies is carried out to determine the results of each article. Articles are grouped into two articles that support the existence of agency conflict in CSR and group that do not have agency conflict.*

*The method of review of CSR and agency conflict is carried out using previous studies. The identification, assessment and mapping of prior studies are not limited to new studies (less than ten years) but also reviews of more than 20 years. Based on the results of previous research, mapping can be synthesized the influence of CSR in reducing agency conflict.*

*The Implementation of CSR related to agency conflict in the field of financial management is still being debated. Based on empirical evidence, the results are still inconsistent. CSR activities that synergize financial performance, the environment, and society can reduce the use of cash flow that benefits managers so that it will increase the value of the company. On the other hand, empirical evidence that does not support CSR considers that managers use CSR for personal gain.*

**Keywords:** GCG, CSR, Agency Conflict

## Pendahuluan

Trend tata kelola perusahaan saat ini mengalami pergeseran dari *single bottom line* menjadi *triple bottom line*. Perusahaan tidak hanya bertanggung jawab pada peningkatan keuntungan pemegang saham tetapi perusahaan juga memiliki tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan dimana perusahaan tersebut beroperasi. Pergeseran tersebut sesuai dengan konsep dalam *Corporate Social Responsibility* (CSR), bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab sosial yang berdasarkan pada keselarasan dengan tujuan masyarakat (Bowen, 1953). Penerapan dari CSR tersebut untuk menjamin keberlanjutan pertumbuhan perusahaan. Bahkan tanggung jawab sosial perusahaan menjadi aktivitas bisnis utama dalam perusahaan (Kitzmüller & Shimshack, 2012).

CSR di setiap negara diatur oleh hukum atau norma social yang berbeda, di Indonesia penerapan CSR mulai diterapkan sejak dikeluarkannya Undang-Undang Perseroan Terbatas (UU PT) Nomor 40 Tahun 2007, pasal 74 ayat (1) “Perseroan yang menjalankan kegiatan usahanya di bidang dan/atau berkaitan dengan sumber daya alam wajib melaksanakan tanggung jawab social dan lingkungan”. UU PT tersebut mengatur kewajiban perusahaan dalam melakukan CSR, setiap perusahaan memiliki kewajiban kepatuhan yang harus dipenuhi dengan sanksi yang tegas. Penegakan hukum yang tegas pada setiap perusahaan harus ditingkatkan supaya penerapan undang-undang tersebut dapat berjalan dengan sebagaimana mestinya sesuai dengan

ketentuan yang berlaku. Pihak yang pro terhadap UU CSR tersebut umumnya berargumen bahwa CSR memberi manfaat positif terhadap perusahaan, terutama manfaat jangka Panjang.

Selain UU PT Nomor 40 Tahun 2007, dikeluarkannya peraturan pemerintah dari Kementrian Lingkungan Hidup RI No. 3 Tahun 2014 tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Lingkungan (PROPER) terkait dengan kinerja lingkungan semakin memperkuat kewajiban CSR perusahaan. PROPER ini memiliki lima peringkat, yaitu Emas, Hijau, Biru, Merah, Hitam yang menunjukkan peringkat kinerja lingkungan perusahaan. Perusahaan yang memiliki peringkat Hitam dikategorikan sebagai perusahaan yang tidak menerapkan standar pengelolaan lingkungan pemerintah yang berdampak pada pencemaran dan kerusakan lingkungan; Merah dikategorikan sebagai perusahaan yang tidak mentaati persyaratan dalam mengelola lingkungan sesuai standar pemerintah; Biru dikategorikan sebagai perusahaan yang mentaati persyaratan dalam mengelola lingkungan sesuai standar dari pemerintah; Hijau dikategorikan sebagai perusahaan yang menerapkan system manajemen lingkungan dan berperan aktif dalam memberdayakan masyarakat; Emas dikategorikan sebagai perusahaan yang konsisten melakukan aktivitas perusahaan dalam proses produksi yang memiliki etika yang tinggi dan memiliki tagging jawab terhadap masyarakat sehingga memiliki keunggulan lingkungan. PROPER ini dinilai dapat mendorong

perusahaan di Indonesia tidak hanya berorientasi pada pencapaian keuntungan tetapi ada tanggung jawab yang harus dilakukan oleh perusahaan dalam menjaga kelestarian lingkungan dan juga berperan aktif dalam memberdayakan masyarakat di wilayah operasi perusahaan tersebut.

### **Good Corporate Governance (GCG)**

#### **Konsep GCG**

Penerapan GCG dalam organisasi terus mengalami perbaikan dan penyempurnaan untuk pertumbuhan nilai perusahaan yang berkelanjutan. Orientasi perusahaan untuk menjamin keberlanjutan tidak hanya focus pada peningkatan nilai yang tercermin pada kinerja keuangan, tetapi juga harus selaras dengan kinerja lingkungan dan social. Konsep pertama CG disampaikan oleh Adam Smith (1776) dengan *Shareholding Theory* yang dikenal dengan teori korporasi klasik. Teori tersebut menyampaikan bahwa focus utama perusahaan adalah memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Tanggung jawab perusahaan hanya focus pada pencapaian kesejahteraan pemegang saham saja tanpa memperhatikan kepentingan pihak lain. Selanjutnya tahun 1932 melalui pendapat Berle dan Means dalam karyanya yang berjudul "*The Modern Corporation and Private Property*". Perkembangan perusahaan menuntut adanya pemisahan yang jelas antara pemilik (principal) dan pengelola (agent) sehingga pemilik harus memberikan wewenang pengelolaan

perusahaan kepada professional. Implikasi dari pemisahan tersebut adalah diperlukannya mekanisme yang menjamin adanya keselarasan antara kepentingan pemilik (memiliki perusahaan tetapi tidak mengelolanya) dengan pengelola perusahaan (bukan pemilik tetapi mempunyai kewenangan untuk mengelola). Mekanisme yang menjamin keselarasan antara principal dan agent tersebut untuk mengurangi konflik kepentingan yang bermuara pada agency problem (konflik keagenan).

Perkembangan GCG selanjutnya adalah pada tahun 1976, ditandai dengan karya dari Jensen dan Meckling yang menggunakan pendekatan teori keagenan. Jensen dan Meckling mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak yang mana satu atau lebih pemilik (principal) menggunakan orang lain atau manajer (agent) untuk menjalankan aktivitas perusahaan, dan dalam menjalankan aktivitasnya agent diberi kewenangan untuk mengambil keputusan atas nama principal. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer dapat bertindak dalam menggunakan equity dengan hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan pemegang saham.

Pada tahun 1998, La-Porta, Lopez de Silanes, Shleifer dan Vishny melakukan analisis terhadap undang-undang yang mengatur perlindungan investor, kualitas penegakan hukum dan kepemilikan yang terkonsentrasi pada 49 negara untuk memahami fenomena CG (*legal and financial approach*). Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur

kepemilikan di 49 negara cenderung terkonsentrasi sehingga konflik keagenan terjadi antara kepemilikan mayoritas dengan kepemilikan minoritas. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian Jensen dan Meckling, yang menyatakan bahwa konflik keagenan terjadi antara principal dengan agen. Implementasi GC untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham mayoritas dan minoritas di setiap negara juga berbeda tergantung pada perangkat hukum yang berlaku di negara tersebut di dalam memberikan perlindungan kepada pemegang saham minoritas dan mayoritas.

Berdasarkan beberapa penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa masalah mendasar dalam GCG karena adanya perbedaan kepentingan di dalam suatu perusahaan. Perbedaan tersebut muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendali dalam suatu perusahaan. GCG merupakan mekanisme untuk menyelaraskan atau menyeimbangkan perbedaan kepentingan antar pihak yang terlibat.

### **Corporate Sosial Responsibility (CSR)**

CSR mulai populer sejak karya Bowen (1953) yang berjudul "*Social Responsibilities of the Businessman*", bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab sosial yang berdasarkan pada keselarasan dengan tujuan masyarakat. Pendapat Bowen tersebut menjadi konsep dasar dalam CSR dan mengalami pergeseran dari *philantropi* ke *pemberdayaan masyarakat* dan *harmonisasi*

lingkungan. Carroll (1979), CSR meliputi ekspektasi ekonomi, hukum, etika dan kebijaksanaan masyarakat. Mc Williams dan Siegel (2001), CSR merupakan bentuk dari investasi jangka Panjang. CSR sebagai situasi di mana perusahaan melampaui kepatuhan dan terlibat dalam tindakan *social*, diluar kepentingan perusahaan dan sesuai dengan yang disyaratkan oleh hukum. Konsep CSR perusahaan tidak hanya memiliki tanggung jawab terhadap kesejahteraan pemegang saham saja tetapi juga memiliki tanggung jawab untuk mensinergikan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Saat ini konsep CSR sering dikenal dengan nama *triple bottom line*, yaitu perusahaan memiliki kewajiban untuk keselarasan antara kinerja ekonomi, sosial dan lingkungan (Aguinis, 2011).

### **Good Corporate Governance dan Corporate Sosial Responsibility**

Konsep dasar dari CSR menunjukkan kepatuhan perusahaan untuk menyelaraskan tujuan perusahaan, masyarakat dan lingkungan yang merupakan bagian dari tata kelola perusahaan (GCG). Tata kelola perusahaan menurut *Organization for Economic Cooperation & Development* (OECD) memiliki lima prinsip, yaitu: *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency* dan *Fairness*. CSR merupakan wujud tata kelola perusahaan terhadap prinsip *responsibility* atau kepatuhan terhadap norma hukum yang berlaku yaitu tanggung jawab sosial dan lingkungan. Ketaatan perusahaan dapat mencerminkan tata kelola yang baik bagi perusahaan, karena CSR

bersumber dari prinsip dasar dalam GCG.

### **Konflik Keagenan**

Masalah mendasar dalam GCG adalah karena adanya perbedaan kepentingan antara agent dan principal (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Jensen dan Meckling pemisahan control antara principal dan agent yang mendorong terjadinya konflik keagenan. Perbedaan kepentingan antara agen dan principal dalam menggunakan equity dapat dijelaskan dengan aliran kas bebas (*free cash flow*), yaitu adanya kelebihan kas dalam perusahaan dan kesempatan investasi terbatas atau sudah tidak ada peluang untuk melakukan investasi (Jensen, 1986). Agen lebih memilih untuk tidak membagikan dan tersebut kepada pemegang saham, tetapi diinvestasikan pada proyek yang menguntungkan dirinya sedangkan biaya disebabkan kepada principal.

Keputusan investasi antara agen dan principal juga dapat berbeda karena didasarkan pada risiko yang akan ditanggung (Eisenhart, 1989). Principal lebih memilih investasi dengan risiko tinggi karena tingkat keuntungan yang diperoleh juga akan tinggi, sedangkan agen lebih memilih investasi dengan risiko rendah untuk mempertahankan posisi mereka di dalam perusahaan (Cruthley dan Hansen, 1989).

Konflik keagenan berdasarkan pada penelitian Jensen dan Mecklin (1976) terjadi antara pemilik perusahaan (principal) dengan manajer (agen). Tetapi penelitian yang dilakukan oleh La Porta (1998) konflik yang terjadi

antara kepemilikan saham mayoritas dan kepemilikan saham minoritas. Untuk dapat mengatasi konflik yang semakin besar tentunya diperlukan system hukum yang kuat dalam mengatur tata kelola perusahaan di negara tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Cruthley dan Hansen (1989), Jensen et al (1992), Chen dan Steiner (1999) menggunakan tiga mekanisme untuk mengontrol konflik keagenan : insider ownership, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Bathala et al (1994), Cruthley et al (1999) selain insider ownership kepemilikan institusional juga dapat digunakan untuk mengontrol konflik keagenan. Mekanisme lain untuk mengurangi konflik keagenan, antara lain dengan *Business Combination* (Tang, 2018), penerbitan sukuk (Halim, Z et al, 2017)

### **Pro-Kontra Corporate Social Responsibility dalam Konflik Keagenan**

Perdebatan pro-kontra terkait dengan tanggung jawab perusahaan, mendorong para peneliti untuk melakukan penelitian terkait dengan CSR yang dilakukan oleh perusahaan. Perdebatan yang fenomenal adalah perdebatan antara dua pengacara Amerika pada tahun 1930-an, yaitu Berle-Dodd terkait dengan pertanyaan “Kepada siapa perusahaan bertanggung jawab?”. Berle berpendapat pihak manajemen perusahaan hanya memiliki tanggung jawab kepada pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Sebaliknya, Dodd menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham tetapi juga

memiliki tanggung jawab kepada masyarakat di mana perusahaan tersebut beroperasi. CSR mencerminkan ketaatan tata kelola yang dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan kesetaraan sosial, hubungan masyarakat yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Pengelolaan CSR dapat menjadi salah satu indikasi bahwa perusahaan tersebut dikelola dengan baik karena dapat menyelaraskan tujuan maksimisasi kekayaan bagi pemegang saham serta pencapaian tujuan sosial yang lebih luas.

Friedman (1970) menyatakan bahwa perusahaan hanya memiliki satu tanggung jawab yaitu memperoleh keuntungan. Hal senada juga disampaikan oleh Levitt (1958), beberapa peneliti di era 2000 juga menyatakan bahwa CSR merupakan manifestasi dari manajerial untuk mendapatkan manfaat pribadi dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham (Jensen, 2001; Benabou dan Tirole, 2010; Barnea dan Rubin, 2010; Cheng, Hong dan Shue 2014; Masulis dan Reza, 2015; Krueger, 2015; Liang, H. dan Renneboog, L., 2016, Jensen (2001). Pihak manajer memiliki akses kewenangan dalam penggunaan kekayaan perusahaan, hal ini dimanfaatkan secara pribadi oleh manajer untuk memperoleh manfaat pribadi. Beberapa peneliti menunjukkan hasil bahwa kelebihan investasi pada CSR dimanfaatkan oleh manajer untuk membangun reputasi yang menguntungkan secara pribadi (Jensen, 1976; Stulz, 1976; Dermott, 2011; Jiraporn, et al, 2013; Borghesi, et al, 2014; Masulis, 2015). Demikian juga hasil penelitian oleh Chetty dan Saez (2003); Brown et al

(2007); yang menunjukkan adanya konflik kepentingan dalam penggunaan kekayaan perusahaan untuk kegiatan CSR.

Adanya konflik keagenan ini menunjukkan tata kelola perusahaan belum baik karena kegiatan CSR justru memberikan kesempatan kepada pihak manajerial untuk memperoleh manfaat pribadi dari sejumlah kekayaan yang dimiliki. Kegiatan CSR tersebut justru menjadi sarana bagi pihak manajerial yang akan berdampak pada meningkatnya biaya keagenan yang harus dikeluarkan. Biaya tersebut tentunya akan mengurangi kekayaan perusahaan dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Berdasarkan teori *free cash flow* dari Jensen (1986) perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer menjadi penyebab konflik keagenan dalam penggunaan kelebihan kas dalam kegiatan CSR.

Di sisi lain, beberapa peneliti justru menunjukkan hasil yang sebaliknya di mana kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan dapat menyelaraskan antara kepentingan pemegang saham, kinerja sosial dan lingkungan. Hal ini didukung oleh penelitian Ferrel (2016) yang melakukan penelitian CSR di mana proksi dari CSR menggunakan kinerja sosial dan lingkungan serta konflik keagenan diproxy dengan biaya keagenan (cash, free cash flow, capital expenditure) dan variable control keagenan (dividen dan hutang) hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada konflik keagenan dalam CSR. Penelitian Ferrel (2016) tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Edmans, 2011; Deng

2013. Penelitian yang dilakukan oleh Edmans (2011) yang meneliti hubungan antara kepuasan pekerja dan keuntungan saham jangka panjang, berdasarkan hasil penelitiannya bahwa investasi CSR meningkatkan pengembalian investasi. Perkembangan saat ini menjadikan tanggung jawab social perusahaan menjadi aktivitas bisnis utama (Kitzmueller & Shimshack, 2012). Deng (2013) yang meneliti CSR pada kasus merger, hasilnya menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pengakuisisi menjadi penentu penting dalam kinerja merger. Di Guilli & Kostovetsky (2014), yang menganalisis kecenderungan afiliasi politik pemangku kepentingan perusahaan dengan peringkat CSR. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan memperoleh peringkat CSR yang tinggi ketika memiliki system kepemimpinan yang democrat. Perusahaan yang berinvestasi pada CSR memberikan kesejahteraan pada pemangku kepentingan meskipun tidak meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Beberapa peneliti juga melakukan pengujian empiris antara CSR dengan kinerja keuangan, di mana hasilnya menunjukkan bahwa CSR berhubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan (Griffin, 1997; Waddock, 1997; Margolis, 2003). Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR berhubungan positif dengan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan dapat menyeimbangkan antara kepentingan pemegang saham dengan kinerja sosial dan lingkungan

sehingga dapat memberikan meningkatkan kinerja keuangan. Hubungan yang positif antara CSR dan kinerja keuangan menunjukkan bahwa semakin meningkat kinerja CSR akan diikuti oleh semakin meningkatnya kinerja keuangan perusahaan.

### Penutup

CSR merupakan implementasi *responsibility* sebagai prinsip dalam GCG. Tanggung jawab perusahaan tidak hanya berorientasi pada pencapaian keuntungan atau nilai pemegang saham saja tetapi harus selaras dengan tujuan masyarakat dan lingkungan. Efektivitas penerapan CSR di Indonesia sejak diberlakukannya UU PT Nomor 40 Tahun 2007 yang menuntut setiap PT harus melaksanakan CSR. Peraturan pemerintah dari Kementrian Lingkungan Hidup RI No. 3 Tahun 2014 tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Lingkungan (PROPER) juga mendorong perusahaan di Indonesia tidak hanya berorientasi pada pencapaian keuntungan tetapi ada tanggung jawab yang harus dilakukan oleh perusahaan dalam menjaga kelestarian lingkungan dan juga berperan aktif dalam memberdayakan masyarakat di wilayah operasi perusahaan tersebut.

Bukti empiris pelaksanaan CSR dalam bidang manajemen keuangan masih menjadi perdebatan yang menarik. Perdebatan terkait dengan CSR sudah dimulai sejak perdebatan Berle-Dood (1930). Perdebatan saat ini, terkait implementasi CSR dengan konflik keagenan yang berdampak pada

kenaikan atau penurunan nilai perusahaan. Konflik keagenan ini terkait dengan penggunaan dana yang digunakan dalam CSR, kegiatan CSR yang mensinergikan kinerja keuangan, lingkungan dan masyarakat dapat mengurangi penggunaan aliran cash flow yang menguntungkan manajer sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya bukti empiris yang kontra terhadap CSR menganggap bahwa CSR dimanfaatkan oleh manajer untuk mendapatkan keuntungan secara pribadi.

Berdasarkan hasil kajian tersebut masih terdapat beberapa perbedaan pandangan terkait dengan peran CSR dalam mengurangi konflik keagenan. Penelitian-penelitian berikutnya yang terkait dengan CSR dan konflik keagenan diharapkan dapat memperjelas peran CSR tersebut.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Barnea A, Rubin A, 2010, Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders, *Journal of Business Ethics*, Vol. 97, 71-86.
- Bathala, C.T., Moon, K.P. dan Rao, R.P., 1994, Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding : An Agency Perspective, *Financial Management*, 38-50.
- Benabou, R., Tirole, J., 2010. Individual and Corporate Social Responsibility *Econometrica* 77, 1-19
- Berle, A., Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, New York, NY
- Bowen, H.R., 1953., *Social Responsibilities of the Businessman*; Harper & Row : New York, NY, USA
- Borghesi, R; Houston, J.F.: Naranjo, A, 2014, Corporate Socially Responsible Investment : CEO Altruism, Reputation and Shareholder Interests., *J. Corp, Finance*, Vo.26, 164-181
- Brow, J.R., Liang, N., Weisbenner, S. 2007., *Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut*, *J. Finance*, Vol. 62, 1935-1965
- Carroll, A.B. A, 1979, Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Acad. Manag. Rev* Vol.4, 497-505
- Chen, C.R. dan Steiner, T.L, 1999, Managerial Ownership and Agency Conflict : a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *Financial Review* Vol.34, 119-137



- Cheng, I, H., Hong, H., Shue, K., 2014. Do Managers Do Good With Other People's Money? University of Chicago Booth School of Business, Chicago, 12-47
- Chetty, R, Saez.E., 2005., Dividend Taxes and Corporate Behavior : Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut, Q.J. Econ, Vo. 120, 791-833
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S., 1989, A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, Financial Management, Vo. 18, No.4, PP 36-46
- Cruthley, Claire E., Jensen, Marlin R.H. Jahera, John S., Raymond, Jr., Jennie E., 1999, Agency Problem and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership, International Review of Financial Analysis, Vol.82, pp 177-197.
- Deng, X., Kang, J, K, Low, B, 2013. Corporate Social Responsibility and Stakeholders Value Maximization : Evidence From Merger. Journal of Financial Economics 110, 87-109
- Dermott, K.E., 2011, Financial Reporting Quality and Investment in Corporate Social Responsibility. J., Bus. Adm. Manag. Sci, Res, Vol. 2, 45- 49
- Di Giuli and Kostovetsky, L., 2014., Are Red or Blue Companies More Likely to go Green? Politics and Corporate Social Responsibility. Journal of Financial Economics 111 (1), 158-180
- Edmans, A., 2011. Does The Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. Journal of Finance Economics 101 (3) 621-640
- Ferrel, A, Liang H & Renneboog, 2016, Socially Responsible Firms, Journal of Finance Economics, 122, 585-606.
- Friedman, M., 1970., The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, New York Times, September 13, 122-126
- Griffin, Jennifer, J, John F. Mahon, 1997, The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate : Twenty-Five-Years of Incomparable Research, Business & Society 36, 5-31
- Halim, Z.A, How J, Verhoeven, 2017, Agency Costs and Corporate Sukuk Issuance, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 42, 83-95
- Jensen, M., and W.H.Meckling., 1976. "Theory Of The Firm, Managerial Behavior,

- Agency Cost, and Ownership Structure”, *Journal Of Financial Economics* 3: 305-366
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T.S., 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividen Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263
- Jensen, M., 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory and The Corporate Objective Function., *Journal Applied Corporate Finance*, 8-21
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeover*, *Journal of Political Economy* Vol.76, 323-329
- Jiraporn, P., Chintrakan, P., 2013, How Do Powerful CEOs View Corporate Social Responsibility (CSR)? An Empirical Note. *Econ. Lett*, Vol.199, 344-347
- Kitzmuller, M., & Shimshack, J. (2012), Economic Perspective on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literatur*, 50 (1), 51-84
- Krueger, P., 2015., Corporate Goodness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 115 (2), 304-325.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. dan Vishny, R. 1998, Law md Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, no.6, pp 1113-155
- Liang, H., Renneboog, L., 2016. On The Foundation of Corporate Social Responsibility. *Journal of Finance*.
- Levitt, T., 1958, The Dangers of Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 36, 41-50.
- Margolis, J.D., J.P. Walsh , 2001, People and Profits? The Search for a link Between a Company’s Social and Financial Performance. Mahmaw, NJ:Erlbaum
- Masulis, R.W., Reza, S.W., 2015, Agency Problem of Corporate Philanthropy., *Rev Finance Stud*, Vo.28, 592-636
- McWilliams, A; Siegel, D., 2000, Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Corelation or Misspeciffication? *Strateg. Manag.J.*, Vol.21, 603-609.
- Stulz, R., 1990, Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *J. Financ. Econ*, Vol. 26, 3-27
- Tang, Y, 2018, When Does Conpetition Mitigate Agency Problems?, *Journal Corporate Finance* 51, pp 258- 274

Waddock, Sandra, A, John F.Mahon,  
1991, Corporate Social  
Performance Revisited :  
Dimensions of Efficacy,  
Effectiveness and Efficiency  
in Research in Corporate  
Social Performance and  
Policy, James E Post, 12,  
231-262, Greenwich, CT:JAI  
Press