

# **PENGARUH ENVIRONMENTAL REPORTING TERHADAP MARKET VALUE DENGAN CUSTOMER-RELATED PERFORMANCE SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

## **(Studi Empiris pada Perusahaan FMCG yang Terdaftar di BEI tahun 2019 – 2021)**

**Zadha Salsabila, Daljono<sup>1</sup>**

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone +622476486851

### **ABSTRACT**

*FMCG is said to be one of the largest contributors to environmental problems and global warming because of its close relationship with waste and other industrial pollution. While customers and shareholders play an important role in the success of FMCG businesses, their awareness of environmental issues is increasing but without being accompanied by the increase of corporates awareness of the importance of environmental reporting due to the lack of empirical evidence showing its effect on firm performance and market value. Using panel data components from 38 FMCG companies in Indonesia during 2019-2021 period, this study aims to examine the direct relationship between environmental reporting and market value as well as their indirect relationship through customer-related performance as mediator.*

*Panel data regression analysis method with FEM (fixed effect model) and REM (random effect model) estimators was used to examine the relationship between environmental reporting, customer-related performance, and market value through two separate models. Furthermore, sobel test is used to test the role of customer-related performance as mediator.*

*The results of this study showed a direct positive and significant effect of environmental reporting on market value as well as environmental reporting on customer-related performance. Meanwhile, customer-related performance was not shown to have a significant role in mediating the indirect relationship between environmental reporting and market value.*

*Keywords: FMCG, environmental reporting, customer-related performance, market value*

### **PENDAHULUAN**

Selama terjadinya pergejolakan ekonomi yang serius di berbagai sektor selama pandemi COVID-19, banyak perusahaan telah menghadapi tantangan besar dalam upaya mempertahankan nilai pasar mereka. Ding et al. (2022) menyatakan bahwa pasar menanggapi secara negatif status *lockdown* yang pertama kali diumumkan oleh China pada 23 Januari 2020 silam. FMCG (*Fast-moving Consumer Goods*) sebagai perusahaan yang berada pada persaingan bisnis yang sangat kompetitif (Udokporo et al., 2020), turut terkena dampak dari isu global tersebut. Sorotan terbesar atas hal tersebut tertuju kepada PT Cottonindo Ariesta Tbk dan PT Inti Agri Resources Tbk sebagai perusahaan FMCG yang terancam delisting paksa (*forced delisting*) pada tahun ini karena adanya suspensi perdagangan saham di BEI selama 3 tahun terhitung sejak tahun 2020 (Isna, 2023; Maghiszha, 2023). Pergolakan bisnis akibat pandemi tersebut turut diiringi oleh tuntutan yang semakin tinggi dari berbagai pemangku kepentingan terhadap perusahaan terkait upaya pertanggungjawaban lingkungan di tengah isu lingkungan yang semakin meningkat urgensinya dari tahun ke tahun. Dari keseluruhan permasalahan lingkungan dunia, perusahaan yang bergerak di subsektor FMCG merupakan salah satu kontributor terbesar atas isu lingkungan yang terjadi. Selain itu, urgensi tersebut semakin diperkuat oleh adanya kesadaran pelanggan dan pemegang saham yang meningkat terkait isu lingkungan (Susi, 2009), bahkan aspek perlindungan lingkungan kini menjadi

---

<sup>1</sup> *Corresponding author*

aspek perhatian utama pelanggan dalam memutuskan pembelian produk selain dari aspek pemenuhan kebutuhan pribadi mereka (Pinto de Moura et al., 2012; Yadav & Pathak, 2016; Panda et al., 2020).

Dengan adanya persaingan yang ketat dalam sektor FMCG disertai peningkatan kesadaran pelanggan terkait keberlanjutan lingkungan dan krusialnya peran pelanggan bagi kesuksesan bisnis, perusahaan-perusahaan dalam sektor FMCG tunduk pada tekanan yang tinggi dari pemegang saham mereka untuk berupaya mempertahankan atau bahkan meningkatkan kinerja penjualan mereka demi menjaga *market value* ditengah isu lingkungan yang semakin meningkat ini. Satu dari sekian langkah yang dapat diupayakan perusahaan adalah memenuhi kebutuhan pelanggan dan pemegang saham melalui *environmental reporting*. Namun sayangnya, peningkatan urgensi tersebut dan pentingnya peran *environmental reporting* bagi perusahaan belum terlalu disadari oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia karena kurangnya bukti empiris yang menunjukkan hubungan antara *environmental reporting* dengan *market value*, terutama melalui kinerja terkait pelanggan (*customer-related performance*). Beberapa penelitian empiris terdahulu yang berfokus pada *environmental reporting* dan *market value* telah banyak dilakukan, namun hasil yang ditunjukkan inkonsisten dan saling bertentangan sehingga penelitian-penelitian tersebut belum dapat menjawab urgensi yang diusung dalam penelitian ini. Oleh karena pelanggan berperan penting dalam kesuksesan kinerja perusahaan FMCG sebagai bagian industri *high consumer proximity* dan berada pada sektor yang cukup sensitif dari sisi lingkungan, peneliti ingin berkontribusi dalam memberikan bukti empiris terkait pengaruh *environmental reporting* terhadap *market value* melalui *customer-related performance* dengan studi empiris pada perusahaan FMCG Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2019 hingga 2021.

Penelitian ini berupaya melibatkan peran dua *stakeholders* terpenting dalam bisnis, yaitu pelanggan dan pemegang saham, dalam menanggapi upaya pelaporan lingkungan yang dilakukan perusahaan FMCG ditengah isu lingkungan yang meningkat. Selain itu, penelitian ini juga turut ingin membuktikan hasil penelitian Qiu et al. (2021), yang menyatakan bahwa keterkaitan dengan upaya CSR dapat meningkatkan *stock returns* sekaligus perhatian pemegang saham selama masa pandemi, pada perusahaan FMCG yang memiliki kedekatan tinggi dengan pelanggan sekaligus pemegang saham.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

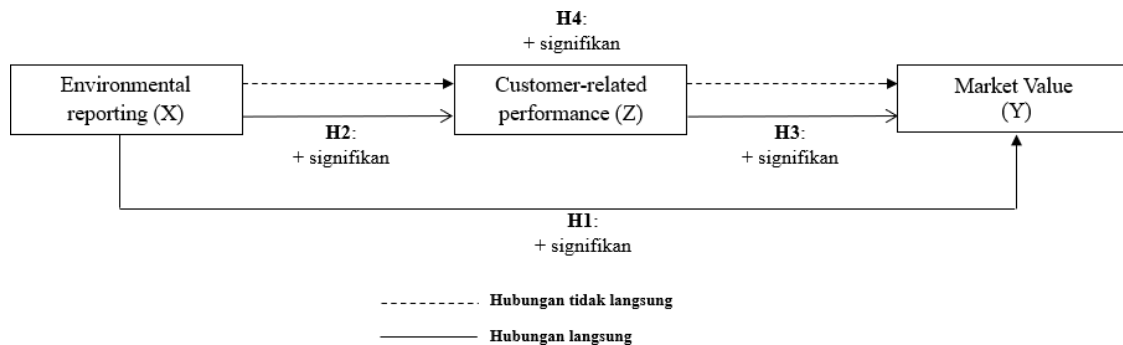
### Teori Stakeholder

Menurut Freeman (1984), teori *stakeholder* menjunjung tinggi keyakinan bahwa perusahaan memiliki pertanggungjawaban terhadap berbagai pemangku kepentingan (*stakeholders*), yaitu pihak-pihak dengan andil krusial bagi kesuksesan dan kegagalan bisnis (Valentinov & Hajdu, 2019) serta turut memengaruhi dan dipengaruhi oleh tindakan, tujuan, dan kebijakan perusahaan (Shi & Veenstra, 2021). Menurut teori ini, kemampuan perusahaan dalam menjawab kebutuhan berbagai pemangku kepentingan berkaitan erat dengan eksistensi bisnis di jangka panjang, sehingga perusahaan yang gagal memenuhi kebutuhan mereka dapat merusak reputasi perusahaan di mata publik dan memengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara tidak menguntungkan (Aggarwal, 2014).

Berbasis pada teori ini, upaya pelaporan lingkungan dapat berkontribusi pada *market value* melalui pemberian informasi yang berguna kepada berbagai kelompok pemangku kepentingan secara luas dan dengan demikian dapat memenuhi kebutuhan informasi mereka, terutama tentang bagaimana mereka menanggapi tuntutan pertanggungjawaban lingkungan. Terkait dengan pelaporan upaya lingkungan, perusahaan memiliki banyak pemangku kepentingan dengan kepentingan dan prioritas berbeda terkait informasi yang dilaporkan. Salah satu yang menjadi target utamanya adalah pemegang saham karena mereka memperhatikan potensi risiko dan keuntungan jangka panjang yang akan diperoleh perusahaan, terutama yang berkaitan dengan lingkungan (Radhouane et al., 2018). Berkaitan dengan hal tersebut, *environmental reporting* berguna bagi pemegang saham dalam menilai potensi risiko dan kewajiban perusahaan (Clarkson et al., 2011). Terlebih dari itu, adanya peningkatan kesadaran lingkungan pelanggan yang saat ini memengaruhi niat pembelian (Panda et al., 2020) turut menjadikan pelanggan sebagai target penting dalam membangun persepsi positif untuk meningkatkan penjualan dan kemudian berdampak pada *market value* perusahaan.

Hubungan antarvariabel dalam penelitian ini digambarkan melalui kerangka penelitian berikut ini.

Gambar 1  
Kerangka Penelitian



Sumber: *Olahan Penulis* (2023)

### Perumusan Hipotesis

#### *Environmental Reporting dan Market Value*

Konsep teori *stakeholder* menegaskan bahwa kesuksesan perusahaan terletak pada kemampuannya dalam memenuhi harapan pemangku kepentingan mereka yang penting sekaligus memenuhi kebutuhan informasi mereka yang beragam (Gray et al., 1995). Diantara berbagai pemangku kepentingan yang memiliki prioritas berbeda terkait *environmental reporting*, pemegang saham merupakan target audiens utama karena mereka memperhatikan profitabilitas masa depan yang akan diperoleh sekaligus potensi risiko yang dimiliki perusahaan (Radhouane et al., 2018). *Environmental reporting* dapat berkontribusi pada *market value* karena memenuhi kebutuhan pemegang saham melalui pemberian informasi nonkeuangan yang secara langsung memengaruhi profitabilitas masa depan perusahaan, kewajiban dan penalti kontinjensi terkait lingkungan, dan besarnya anggaran investasi lingkungan untuk meminimalisir risiko di masa depan (Cormier & Magnan, 2007). Informasi tersebut dapat memudahkan pemegang saham untuk menilai pendapatan dan potensi risiko arus kas masa depan secara lebih baik (Aerts et al., 2008); menilai seberapa baik perusahaan menanggapi tuntutan eksternal terkait lingkungan berupa melakukan tindakan preventif yang dapat membantu mereka mengurangi potensi bahaya, kewajiban, dan premi risiko masa depan yang harus ditanggung pemegang saham (Radhouane et al., 2018). Dengan demikian, perusahaan dengan *environmental reporting* yang baik dapat membangun persepsi pemegang saham yang positif terkait posisi lingkungan mereka (Plumlee et al., 2015) dan pada akhirnya berdampak pada *market value* perusahaan. Bukti empiris yang membenarkan adanya keterkaitan positif antara *environmental reporting* dan *market value* berasal dari penelitian Alareeni & Hamdan (2020), Radhouane et al. (2018b), Plumlee et al. (2015), Aerts et al. (2008), dan Cormier & Magnan (2007). Dengan berdasarkan pada teori stakeholder dan hasil penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis keempat yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

**H1:** *Environmental Reporting* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Market Value*.

#### *Environmental Reporting dan Customer-related Performance*

Dalam konteks “bisnis adalah *business for consumers*”, pelanggan menjadi pemangku kepentingan paling penting dalam bisnis dan sangat terintegrasi dengan bisnis (Tiwari et al., 2022), sehingga perusahaan yang secara cepat menanggapi permintaan pelanggan memiliki keunggulan kompetitif dibanding yang lain (Battle, 2012). Selain itu, pelanggan seringkali bersifat “*green-awarded*” (Chen et al., 2015) sehingga peningkatan kesadaran mereka akan upaya dan aktivitas lingkungan yang dilakukan perusahaan dapat memberikan dorongan yang menguntungkan terkait penilaian dan sikap pelanggan terhadap perusahaan (Luo & Bhattacharya, 2006). Dari perspektif teori *stakeholder*, pelaporan dianggap sebagai alat manajemen dalam memenuhi kebutuhan informasi pemangku kepentingan yang beranekaragam sekaligus menjaga hubungan baik dengan mereka (Setiawan et al., 2019), salah satunya pelanggan.

Perusahaan yang tidak ramah lingkungan akan memiliki reputasi buruk di mata pelanggan yang kemudian merusak kinerja keuangan dan pasar mereka (Zhang & Xie, 2022). Sebaliknya, perusahaan yang menunjukkan sikap dan komitmen proaktif terhadap pengelolaan lingkungan (Darnall et al., 2010; Yang et al., 2019; dan Opoku et al., 2023) berupa melakukan pengungkapan/pelaporan informasi lingkungan yang efisien dan memadai dapat meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan (Aerts et al., 2008). Sikap dan komitmen tersebut mampu menyediakan arus informasi yang memadai antar para pelaku bisnis sehingga dapat membangun reputasi dan citra yang baik bagi perusahaan (Yang et al., 2019). Hal tersebut yang kemudian memberikan potensi peningkatan penerimaan pasar atas produk dan pada gilirannya berkontribusi pada peningkatan *sales growth* (Chen et al., 2015).

Bukti atas pernyataan-pernyataan tersebut datang dari hasil penelitian Radhouane et al. (2018b) yang menunjukkan bahwa *environmental reporting* memiliki pengaruh yang positif pada *customer-related performance* pada sektor kedekatan pelanggan (*high-customer proximity*). Dengan memuaskan kebutuhan lingkungan pelanggan, perusahaan akan mendapatkan hasil keuangan yang terkait dengan pelanggan (Radhouane et al., 2018). Dengan berdasarkan pada teori stakeholder dan hasil penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis kedua yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

**H2:** *Environmental Reporting* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Customer-related Performance*.

### ***Customer-related Performance dan Market Value***

Berdasarkan pada teori *stakeholder*, perusahaan perlu memenuhi kebutuhan dan kepentingan *stakeholder* mereka demi menjaga eksistensi bisnis dalam jangka panjang, terutama kepentingan pemegang saham. Selain pemegang saham, pelanggan turut menjadi pemangku kepentingan terpenting bagi perusahaan melalui perannya sebagai sumber aliran pendapatan (Stahl et al., 2003). Bahkan, pelanggan dapat menjadi sumber daya bagi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pemegang saham terkait dengan arus kas masuk yang bersifat jangka panjang melalui penciptaan nilai pelanggan jangka panjang (*customer lifetime value*). Adapun salah satu komponen dari CLV adalah adanya arus kas yang berasal dari hasil penjualan bersih atas produk atau layanan yang menjadi dasar hubungan pelanggan (Stahl et al., 2003). Berkaitan dengan hal tersebut, hubungan pelanggan dapat disebut sebagai aset berbasis pasar karena perusahaan dapat menciptakan nilai pemegang saham melalui pengelolaan hubungan ini (Nenonen & Storbacka, 2016). Oleh karena adanya keterkaitan yang erat antara nilai pelanggan jangka panjang dengan nilai pemegang saham, perusahaan perlu menganggap pelanggan sebagai aset yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham melalui percepatan peningkatan arus kas, pengurangan volatilitas dan kerentanan arus kas, serta peningkatan nilai residu perusahaan (Stahl et al., 2003). Dengan demikian, nilai dan kinerja perusahaan terkait pelanggan turut memegang peran kunci dalam peningkatan nilai pemegang saham yang kemudian meningkatkan *market value*, sejalan dengan temuan penelitian Goettsche et al. (2016) yang menegaskan adanya ketergantungan antara pelanggan dan pemegang saham. Dengan berdasarkan pada teori stakeholder dan hasil penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis ketiga yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

**H3:** *Customer-related Performance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Market Value*.

### ***Customer-related Performance dalam Memediasi Hubungan Tidak Langsung antara Environmental Reporting dan Market Value***

Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa kesuksesan perusahaan terletak pada bagaimana ia memenuhi kebutuhan dan permintaan pemangku kepentingan yang penting serta memenuhi permintaan informasinya yang beragam (Gray et al., 1995). Diantara berbagai pemangku kepentingan, pelanggan dan pemegang saham memegang peran penting terhadap tanggapan arus informasi yang diberikan perusahaan, terutama berkaitan dengan lingkungan. Melalui teori ini, aktivitas perusahaan yang bertanggung jawab secara lingkungan dapat menjadi sumber sikap positif pelanggan yang mengarah pada peningkatan kinerja perusahaan (Le, 2022). Kinerja perusahaan yang baik, terutama penjualan yang meningkat, kemudian dapat berkontribusi pada *market value*

sebagai akibat dari pemenuhan nilai pemegang saham serta persepsi positif pemegang saham atas pendapatan dan profitabilitas masa depan perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kualitas *environmental reporting* yang baik berfungsi sebagai sinyal atas kinerja lingkungan yang baik, yang dapat berpengaruh pada kinerja keuangan perusahaan (seperti peningkatan penjualan), dan pada akhirnya memengaruhi *market value* mereka (Al-Tuwaijri et al., 2004). Selain itu, perusahaan yang berkomitmen secara lingkungan dan bertujuan *sustainability* dapat menciptakan keunggulan kompetitif dan meningkatkan strategi bisnis perusahaan, yang pada akhirnya dapat meningkatkan *market value* (Benkraiem et al., 2022). Salah satu indikator pencapaian keunggulan kompetitif perusahaan menurut W. S. Li (2018) adalah *sales growth*, karena keterlibatannya dengan arus kas masuk yang meningkat. Berkaitan dengan hal tersebut, penelitian dari Al-Shaer et al. (2023) membuktikan bahwa arus kas dapat memperkuat secara positif hubungan antara upaya CSR yang ekstensif dan optimal dengan nilai perusahaan. Dengan berdasarkan pada teori stakeholder dan hasil penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis keempat yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

**H4:** *Customer-related Performance* memediasi secara positif dan signifikan hubungan *Environmental Reporting* dengan *Market Value*.

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini meliputi 56 perusahaan dalam industri *consumer goods* yang listing BEI sejak 2019 hingga 2021. Sementara itu, sampel yang digunakan adalah 38 *perusahaan fast-moving consumer goods* yang dipilih menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria berikut ini:

**Tabel 1**  
**Kriteria Purposive Sampling**

Kriteria Sampling	Jumlah
1. Perusahaan dalam sektor industri <i>consumer goods</i> yang listing di BEI tahun 2019 – 2021	56
2. Perusahaan yang tidak termasuk dalam kategori <i>Fast-Moving Consumer Goods</i> (FMCG)	(7)
3. Perusahaan yang tidak menerbitkan <i>annual reports</i> secara lengkap selama periode 2018 - 2020	(11)
4. Perusahaan yang tidak secara lengkap mempublikasikan <i>audited financial statements</i> selama periode 2018 - 2021	0
5. Perusahaan yang tidak melaporkan dalam rupiah	0
<b>Total perusahaan sampel</b>	<b>38</b>
<b>Total sampel akhir penelitian (38 x 3 tahun)</b>	<b>114</b>

Sumber: *Olahan Penulis* (2023)

### Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen *market value* yang diukur dengan Tobin's Q, variabel independen *environmental reporting* yang diukur dengan *environmental reporting score*, dan variabel mediasi *customer-related performance* yang diukur dengan *sales growth*.

**Tabel 2**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Pengukuran	Sumber
Environmental reporting (ENV)	$env\ reporting\ score_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} x_{ij}}{n_j}$	Radhouane et al. (2018b); Setiawan et al. (2019); Monteiro et al. (2021)

Customer-related performance (CRP)	$sales\ growth_{it} = \frac{company's\ sales_{it} - company's\ sales_{it-1}}{company's\ sales_{it-1}}$	Ruf et al. (2001); Smith & Wright (2004).
Market Value (MV)	$Tobin's\ Q = \frac{Total\ market\ value\ of\ firm}{Total\ asset\ value\ of\ firm}$	Hayes (2021)

Sumber: *Olahan Penulis* (2023)

### Metode Penelitian

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Data Panel dengan dua model terpisah, yaitu sebagai berikut:

$$CRP_{it} = \alpha + \beta_{ENV} ENV_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_{CRP} CRP_{it} + u_{it} \quad (2a)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_{ENV} ENV_{it} + u_{it} \quad (2b)$$

$$MV_{it} = \alpha + \beta_{ENV} ENV_{it} + \beta_{CRP} CRP_{it} + u_{it} \quad (2)$$

Sebelum melakukan uji regresi, perlu dilakukan uji pemilihan model estimasi regresi (uji chow, uji hausman, uji LM) untuk menentukan estimator terbaik diantara CEM (*Common Effect Model*), FEM (*Fixed Effect Model*), atau REM (*Random Effect Model*).

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan FMCG (*fast moving consumer goods*), yaitu perusahaan padat modal yang memproduksi dalam volume besar dengan margin rendah; tingkat turnover tinggi; umur simpan produk singkat; harga relatif murah; dan frekuensi pembelian tinggi (Andrade et al., 2020; Cha & Park, 2019; Kuzmina et al., 2019). Diantara sekian banyak perusahaan yang telah mempertimbangkan *green product* dan upaya pertanggungjawaban lingkungan, FMCG bersifat spesial karena banyak pelanggan yang secara teratur dan dalam frekuensi waktu tinggi melakukan pembelian dan konsumsi produk-produknya, bahkan beberapa telah menjadikan perilaku tersebut sebagai kebiasaan (Niedermeier et al., 2021), sehingga perusahaan yang bergerak dalam bidang FMCG tergolong dalam sektor kedekatan tinggi dengan pelanggan (*high-consumer proximity*) (Radhouane et al., 2018b). Selain terkait dengan kedekatan pelanggan yang tinggi, perusahaan FMCG juga identik dengan keterkaitannya yang erat dengan permasalahan lingkungan yang cukup tinggi, terutama dari sisi limbah.

FMCG sebagai perusahaan dengan sensitivitas lingkungan yang tinggi sekaligus memiliki kedekatan pelanggan yang tinggi tentu menjadikannya mendapatkan perhatian yang lebih tinggi dari pemegang saham dalam menjaga nilai pasar mereka ditengah merebaknya isu lingkungan. Dengan demikian, FMCG memiliki urgensi kuat untuk dijadikan sebagai fokus objek dalam penelitian ini.

### Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif berguna dalam memberikan gambaran atas objek yang diteliti dalam bentuk mean, median, maksimum, minimum, dan standar deviasi. Berdasarkan analisis menggunakan Eviews 10, dihasilkan data berikut ini.

**Tabel 3**  
**Hasil Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Mean	Med	Maks	Min	Std. Dev.
Environmental Reporting Score	114	0.109871	0.080645	0.446851	0.039785	0.082148
Sales Growth	114	0.074989	0.066893	1.273016	-0.465160	0.230061
Tobin's Q	114	2.608465	1.770850	16.26330	0.431100	2.599392

Sumber: *Olahan Data Sekunder* (2023)

Hasil analisis statistik deskriptif di atas menunjukkan bahwa *environmental reporting score* memiliki mean sebesar 0,109871 atau 10,98%. Proporsi angka tersebut menunjukkan bahwa rata-

rata perusahaan dalam sektor FMCG melakukan pelaporan lingkungan sesuai standar internasional GRI dengan porsi 10.98% dari keseluruhan informasi publik yang dilaporkan dalam *annual report* dan *sustainability report* dalam rentang waktu 2019 hingga 2021. Nilai minimum *environmental reporting score* adalah 0,039785 atau 3,97% oleh PT Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2021, dan nilai maksimumnya adalah 0,446851 atau 44,68% oleh PT Sido Muncul Tbk pada tahun 2021.

*Sales growth* menunjukkan nilai mean sebesar 0,074989 atau 7,49% yang berarti bahwa perusahaan dalam penelitian mengalami kenaikan penjualan pada kisaran 7,49% dari tahun sebelumnya. Nilai minimum *sales growth* sebesar -0,465160 atau -46,51%, dimiliki PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) pada tahun 2020. Sementara itu, nilai maksimum *sales growth* sebesar 1,273016 atau 127,3% oleh PT Pyridam Farma Tbk (PYFA).

*Tobin's Q* memiliki mean sebesar 2,608465 menunjukkan rata-rata nilai pasar setiap perusahaan dalam sektor FMCG memiliki nilai pasar sebesar 2,6084 dan tergolong memiliki saham dengan harga mahal. Nilai minimum *Tobin's Q* adalah 0,431100 oleh PT Mustika Ratu Tbk tahun 2019 dan nilai maksimumnya dimiliki oleh PT Unilever Indonesia tahun 2019 dengan nilai sebesar 16,26330.

### Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan uji chow dan uji hausman yang dilakukan, diperoleh estimator regresi terbaik untuk model I adalah FEM. Sementara itu, dengan uji chow, uji hausman, dan uji LM diperoleh estimator regresi terbaik untuk model II adalah REM. Dengan menggunakan estimator masing-masing, diperoleh hasil uji hipotesis yang ditampilkan dalam tabel 4. Adapun pengujian hipotesis 1 hingga 3 dilakukan dengan berbasis pada analisis regresi linier, sementara hipotesis 4 dilakukan dengan menggunakan uji sobel untuk mengukur peran mediator *customer-related performance*.

Tabel 4  
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Koefisien	Probabilitas	Hasil
H1	<i>Environmental reporting</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>market value</i>	2,008	0,04	Diterima
H2	<i>Environmental repoting</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>customer-related performance</i>	3,1137	0,0026	Diterima
H3	<i>Customer-related performance</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>market value</i>	0.3437	0.7317	Ditolak
Hipotesis	Pernyataan	t hitung	t tabel	Hasil
H4	<i>Customer-related performance</i> memediasi secara positif dan signifikan hubungan antara <i>environmental reporting</i> dan <i>market value</i>	0,3416	1,981	Ditolak

Sumber: Olahan Data Sekunder (2023)

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa *environmental reporting* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *market value* yang diukur dengan *Tobin's Q* sehingga **H1 diterima**. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Alareeni & Hamdan (2020), Radhouane et al. (2018b), Plumlee et al. (2015), Aerts et al. (2008), dan Cormier & Magnan (2007) yang menunjukkan hubungan positif antara *environmental reporting* dan *market value*. Kinerja ESG yang baik dapat mengurangi risiko di masa depan dan meningkatkan kinerja keuangan melalui persepsi yang baik dari berbagai pemangku kepentingan, terutama pemegang saham. Oleh karena itu, praktik ESG lebih signifikan terhadap nilai perusahaan dan pemegang saham menghargai adanya upaya pelaporan lingkungan yang baik karena relevansinya dengan pengambilan keputusan investasi (Radhouane et al., 2018). Selain itu, hasil penelitian juga selaras dengan konsep teori stakeholder dan membuktikan bahwa *environmental reporting* dapat menjadi alat bagi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan pemegang saham dalam bentuk peningkatan *market value* mereka.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa *environmental reporting* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *customer-related performance* yang diukur dengan *sales growth* sehingga **H2 diterima**. Dengan berfokus pada sektor industri yang memiliki kedekatan tinggi dengan pelanggan (*high-consumer proximity*), hasil positif dan signifikan dalam penelitian ini

konsisten dengan penelitian Radhouane et al. (2018b) yang menguji pengaruh *corporate environmental reporting* (CER) terhadap *customer-related performance* (CRP) yang menggunakan peran berbagai moderator, salah satunya *customer proximity*. Hasil penelitian ini juga selaras dengan penelitian Montabon et al. (2007), Pham & Tran (2020), dan Wang et al. (2020) yang menunjukkan keterkaitan positif antara *environmental reporting* dengan *firm performance*. Selain itu, bukti dalam penelitian menunjukkan keselarasan konsep dengan teori legitimasi dan teori stakeholder. Bukti statistik dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *environmental reporting* merupakan alat yang berguna bagi perusahaan yang bergerak dalam sektor *high-consumer proximity*, seperti FMCG, dalam mendapatkan legitimasi atas kegiatan bisnisnya dari pelanggan sekaligus memenuhi kepentingan salah satu *stakeholder* primer dengan peran krusial dalam industri, yaitu pelanggan.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa *customer-related performance* berpengaruh secara positif namun tidak signifikan terhadap *market value* sehingga **H3 ditolak**. Upaya meningkatkan *market value* melalui peningkatan penjualan selama masa penelitian yang bersamaan dengan masa pandemi memberikan tantangan tersendiri bagi mayoritas perusahaan karena adanya perubahan kondisi ekonomi, terutama perilaku pembelian pelanggan, sebagai dampak dari pandemi global COVID-19. Selama periode tersebut, fokus pembelian pelanggan FMCG mengarah pada produk farmasi dan FnB, sehingga menyebabkan produk dari subsektor lainnya memiliki jumlah penjualan yang tak sebanyak kedua subsektor tersebut. Adapun pengaruh paling besar atas hal tersebut menimpa industri FMCG pada tahun 2020 dibuktikan dengan data yang telah dikumpulkan untuk penelitian ini, komposisi perusahaan yang mengalami penurunan penjualan pada tahun 2020 adalah sebesar 58%, tidak separah dengan apa yang terjadi pada tahun 2019 dan 2021 dengan komposisi masing-masing sebesar 24% dan 16%. Diantara komposisi perusahaan yang mengalami penurunan penjualan tersebut, perusahaan yang bergerak pada subsektor farmasi dan FnB tetap mengalami kenaikan di tahun yang sama. Dari subsektor farmasi, terdapat PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Makmur Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, PT Kimia Farma Tbk, PT Phyridar Farma Tbk, PT Indofarma Tbk, dan PT Darya Varia Laboratoria Tbk. Sementara dari subsektor FnB, terdapat PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Sekar Bumi Tbk, PT Siantar Top Tbk, dan PT Wilmar Cahaya Indonesia. Tren dalam data tersebut konsisten dengan pernyataan Rose et al. (2023), bahwa pandemi COVID-19 pada tahun 2020 memiliki dampak gangguan yang luas terutama pada dunia ritel hingga mengganggu *supply chain global* akibat penerapan *lockdown* dan pembatasan sosial. Salah satu yang paling menonjol dari perubahan perilaku pembelian pelanggan adalah munculnya perilaku *panic buying* sebagai hasil dari kepanikan dan ketakutan yang diimbulkan dari merebaknya wabah global COVID-19 dan kebijakan *lockdown* (Islam et al., 2021; Omar et al., 2021; Zuokas et al., 2022). Selama pandemi terjadi, adanya stimulus eksternal berupa kelangkaan kuantitas dan kelangkaan waktu secara signifikan menjadi pendorong gairah pelanggan yang kemudian menyebabkan adanya perilaku pembelian impulsif dan obsesif terhadap produk-produk tertentu (Islam et al., 2021), yang kemudian memengaruhi keuntungan dan nilai pasar mereka. Dengan demikian, adanya distraksi eksternal berupa perubahan perilaku pelanggan yang ekstrem pada tahun 2020 sebagai dampak dari pandemi, menjadi dasar atas tidak signifikannya pengaruh positif *customer-related performance* terhadap *market value* dalam penelitian ini.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa nilai t hitung lebih rendah daripada nilai t tabel yang mengindikasikan tidak adanya pengaruh *customer-related performance* yang positif dan signifikan dalam memediasi hubungan tidak langsung antara *environmental reporting* dan *market value*, sehingga **H4 ditolak**. Dalam penelitian ini, *environmental reporting* ditunjukkan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *customer-related performance*, namun *customer-related performance* tidak secara signifikan memengaruhi *market value* meskipun pengaruh tersebut bersifat positif. Tidak signifikannya pengaruh tersebut dipengaruhi oleh beberapa hal. Pertama, meskipun *customer-related performance* dipercaya memiliki pengaruh pada peningkatan *market value*, namun juga keterkaitannya yang erat dengan biaya-biaya pemasaran sebagai upaya meningkatkan penjualan itu sendiri tidak dapat dielakkan. Meskipun mendapatkan manfaat ekonomi, perusahaan juga perlu melakukan pengeluaran biaya atas upaya-upaya pemasaran dalam program peningkatan penjualan. Kedua, terdapat adanya intervensi eksternal berupa perubahan perilaku pembelian pelanggan selama periode penelitian sebagai akibat dari COVID-19 yang menyebabkan tingkat penjualan tidak merata karena adanya kecenderungan terhadap pembelian yang tinggi atas produk-produk tertentu, yang kemudian berdampak pada nilai pasar perusahaan terkait. Dengan begitu, terdapat distraksi yang



menyebabkan pengaruh positif diantara *customer-related performance* dan *market value* tidak signifikan.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan bahwa *environmental reporting* dibuktikan memiliki pengaruh langsung secara positif dan signifikan terhadap *market value* dan *customer-related performance*. Sementara itu, *customer-related performance* dibuktikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *market value* meskipun hubungan yang ditunjukkan positif. Hal tersebut kemudian menjadikannya tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam memediasi hubungan tidak langsung antara *environmental reporting* dan *market value*.

Keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian ini meliputi beberapa hal. Pertama, peneliti hanya berfokus pada perusahaan FMCG dan di Indonesia, sehingga hasil penelitian mungkin tidak dapat diaplikasikan disektor industri lain dengan perilaku bisnis berbeda dan di negara lain yang memiliki regulasi serta kondisi ekonomi yang berbeda. Kedua, periode penelitian yang secara tidak disengaja bersamaan dengan periode terjadinya pandemi COVID-19 menyebabkan adanya perubahan pada beberapa faktor eksternal yang mungkin dapat memengaruhi hasil penelitian dan tidak dipertimbangkan sebagai variabel kontrol.

Berdasarkan keterbatasan yang dimiliki penelitian ini, peneliti menyarankan beberapa hal untuk penelitian selanjutnya menggunakan tahun 2021 sebagai awal periode penelitian karena kelengkapan sustainability report mulai terjadi di tahun tersebut dan melibatkan periode waktu yang lebih lama untuk menunjukkan pengaruhnya secara *long-term* dan meminimalkan gangguan dari faktor-faktor eksternal yang tidak diteliti. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat berfokus pada perusahaan dari industri dan/atau negara lain untuk mendapatkan bukti empiris yang lebih luas terkait dengan topik ini.

## REFERENSI

- Aerts, W., Cormier, D., & Magnan, M. (2008). Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. *Ecological Economics*, 64(3), 643–659. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2007.04.012>
- Aggarwal, P. (2014). Sustainability reporting and its impact on corporate financial performance: a literature review. *Indian Journal of Commerce & Management Studies*, IV(February), 14–17.
- Al-Shaer, H., Uyar, A., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2023). Do shareholders punish or reward excessive CSR engagement? Moderating effect of cash flow and firm growth. *International Review of Financial Analysis*, 88(November 2022), 102672. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102672>
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5–6), 447–471. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1)
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Andrade, X., Guimarães, L., & Figueira, G. (2020). Product Line Selection of Fast-moving Consumer Goods. *Omega*, 102, 0305–0483. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2020.102389>
- Battle, G. (2012). Sustainability for consumer business companies: A story of growth. In *Deloitte* (p. 14).
- Benkraiem, R., Shuwaikh, F., Lakhali, F., & Guizani, A. (2022). Carbon performance and firm value of the World's most sustainable companies. *Economic Modelling*, 116(August), 106002. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106002>
- Cha, Y. U., & Park, M. J. (2019). Consumer preference and market segmentation strategy in the fast moving consumer goods industry: The case of women's disposable sanitary pads. *Sustainable Production and Consumption*, 19, 130–140. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2019.04.002>
- Chen, L., Tang, O., & Feldmann, A. (2015). Applying GRI reports for the investigation of environmental management practices and company performance in Sweden, China and India.

- Journal of Cleaner Production*, 98, 36–46. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.02.001>
- Clarkson, P. M., Overell, M. B., & Chapple, L. (2011). Environmental Reporting and its Relation to Corporate Environmental Performance. *Abacus*, 47(1), 27–60. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00330.x>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, 62(3–4), 613–626. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.07.030>
- Darnall, N., Henriques, I., & Sadorsky, P. (2010). Adopting proactive environmental strategy: The influence of stakeholders and firm size. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1072–1094. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00873.x>
- Ding, H., Fan, H., & Lin, S. (2022). COVID-19, firm exposure, and firm value: A tale of two lockdowns. *China Economic Review*, 71(March 2021), 101721. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2021.101721>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston, Pitman: Publishing, Inc.
- Goettsche, M., Steindl, T., & Gietl, S. (2016). Do Customers Affect the Value Relevance of Sustainability Reporting? Empirical Evidence on Stakeholder Interdependence. *Business Strategy and the Environment*, 25(3), 149–164. <https://doi.org/10.1002/bse.1856>
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate Social and Environmental Reporting: A Review of The Literature and A Longitudinal Study of UK Disclosure. *Accountability Journal*, 8(2), 277–279.
- Hayes, A. (2021). *Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>
- Islam, T., Pitafi, A. H., Arya, V., Wang, Y., Akhtar, N., Mubarik, S., & Xiaobei, L. (2021). Panic buying in the COVID-19 pandemic: A multi-country examination. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 59(October 2020), 102357. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2020.102357>
- Isna, T. D. (2023). *Belum 5 Tahun IPO, Produsen Kapas Ini Bangkrut*. Fortune Indonesia. <https://www.fortuneidn.com/market/tanayastri/belum-5-tahun-ipo-produsen-kapas-ini-bangkrut?page=all>
- Kuzmina, K., Prendeville, S., Walker, D., & Charnley, F. (2019). Future scenarios for fast-moving consumer goods in a circular economy. *Futures*, 107(November 2018), 74–88. <https://doi.org/10.1016/j.futures.2018.12.001>
- Le, T. T. (2022). Corporate social responsibility and SMEs' performance: mediating role of corporate image, corporate reputation and customer loyalty. *International Journal of Emerging Markets*, January. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1164>
- Li, W. S. (2018). Strategic management accounting. In *International Journal of Contemporary Hospitality Management* (Vol. 7, Issue 1). <https://doi.org/10.1108/09596119510078171>
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(October), 1–18. <https://doi.org/10.1111/boer.12374>
- Maghiszha, D. F. (2023). *Tiga Tahun Kena Suspensi, Inti Agri (IIKP) Terancam Delisting*. Market News. <https://www.idxchannel.com/market-news/tiga-tahun-kena-suspensi-inti-agri-iikp-terancam-delisting>
- Montabon, F., Sroufe, R., & Narasimhan, R. (2007). An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance. *Journal of Operations Management*, 25(5), 998–1014. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2006.10.003>
- Monteiro, A. P., Pereira, C., & Barbosa, F. M. (2021). Environmental disclosure on mandatory and voluntary reporting of Portuguese listed firms: the role of environmental certification, lucratively and corporate governance. *Meditari Accountancy Research*. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2020-1001>
- Nononen, S., & Storbacka, K. (2016). Driving shareholder value with customer asset management: Moving beyond customer lifetime value. *Industrial Marketing Management*, 52, 140–150. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.05.019>
- Niedermeier, A., Emberger-Klein, A., & Menrad, K. (2021). Drivers and barriers for purchasing green Fast-Moving Consumer Goods: A study of consumer preferences of glue sticks in

- Germany. *Journal of Cleaner Production*, 284, 124804. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124804>
- Omar, N. A., Nazri, M. A., Ali, M. H., & Alam, S. S. (2021). The panic buying behavior of consumers during the COVID-19 pandemic: Examining the influences of uncertainty, perceptions of severity, perceptions of scarcity, and anxiety. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 62(August 2020), 102600. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2021.102600>
- Opoku, R. A., Adomako, S., & Tran, M. D. (2023). Improving brand performance through environmental reputation: The roles of ethical behavior and brand satisfaction. *Industrial Marketing Management*, 108(December 2022), 165–177. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2022.11.011>
- Panda, T. K., Kumar, A., Jakhar, S., Luthra, S., Garza-Reyes, J. A., Kazancoglu, I., & Nayak, S. S. (2020). Social and environmental sustainability model on consumers' altruism, green purchase intention, green brand loyalty and evangelism. *Journal of Cleaner Production*, 243, 118575. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118575>
- Pham, H. S. T., & Tran, H. T. (2020). CSR disclosure and firm performance: The mediating role of corporate reputation and moderating role of CEO integrity. *Journal of Business Research*, 120(August), 127–136. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.08.002>
- Pinto de Moura, A., Cunha, L. M., Castro-Cunha, M., & Lima, R. C. (2012). A comparative evaluation of women's perceptions and importance of sustainability in fish consumption: An exploratory study among light consumers with different education levels. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 23(4), 451–461. <https://doi.org/10.1108/14777831211232263>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336–361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Qiu, S. (Charles), Jiang, J., Liu, X., Chen, M. H., & Yuan, X. (2021). Can corporate social responsibility protect firm value during the COVID-19 pandemic? *International Journal of Hospitality Management*, 93(June 2020), 102759. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102759>
- Radhouane, I., Nekhili, M., Nagati, H., & Paché, G. (2018). The impact of corporate environmental reporting on customer-related performance and market value. *Management Decision*, 56(7), 1630–1659. <https://doi.org/10.1108/MD-03-2017-0272>
- Rose, N., Rowe, F., & Dolega, L. (2023). How consumer behaviours changed in response to COVID-19 lockdown stringency measures: A case study of Walmart. *Applied Geography*, 154(March), 102948. <https://doi.org/10.1016/j.apgeog.2023.102948>
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32(2), 143–156. <https://doi.org/10.1023/A:1010786912118>
- Setiawan, R. Y., Ganis, E., & Saraswati, E. (2019). CSR and Financial Performance for the Role of Customer Loyalty Mediation, Corporate Reputation, and CEO Reputation. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 19(5), 111–121.
- Shi, W., & Veenstra, K. (2021). The Moderating Effect of Cultural Values on the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Performance. *Journal of Business Ethics*, 174(1), 89–107. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04555-9>
- Smith, R. E., & Wright, W. F. (2004). Determinants of Customer Loyalty and Financial Performance. *Journal of Management Accounting Research*, 16(1), 183–205. <https://doi.org/10.2308/jmar.2004.16.1.183>
- Stahl, H. K., Matzler, K., & Hinterhuber, H. H. (2003). Linking customer lifetime value with shareholder value. *Industrial Marketing Management*, 32(4), 267–279. [https://doi.org/10.1016/S0019-8501\(02\)00188-8](https://doi.org/10.1016/S0019-8501(02)00188-8)
- Susi. (2009). the Occurrence of Environmental Disclosures in the Annual Reports. *Jaai*, 13(1), 29–42.
- Tiwari, S., Dharwal, M., & Fulzele, R. (2022). An impact of environment on consumer loyalty towards sustainable businesses in India. *Materials Today: Proceedings*, 60, 911–916. <https://doi.org/10.1016/j.matpr.2021.10.249>

- Udokporo, C. K., Anosike, A., Lim, M., Nadeem, S. P., Garza-Reyes, J. A., & Ogbuka, C. P. (2020). Impact of Lean, Agile and Green (LAG) on business competitiveness: An empirical study of fast moving consumer goods businesses. *Resources, Conservation and Recycling*, 156(February), 104714. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2020.104714>
- Valentinov, V., & Hajdu, A. (2019). Integrating instrumental and normative stakeholder theories: a systems theory approach. *Journal of Organizational Change Management*, 34(4), 699–712. <https://doi.org/10.1108/JOCM-07-2019-0219>
- Wang, S., Wang, H., Wang, J., & Yang, F. (2020). Does environmental information disclosure contribute to improve firm financial performance? An examination of the underlying mechanism. *Science of the Total Environment*, 714(96), 136855. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2020.136855>
- Yadav, R., & Pathak, G. S. (2016). Young consumers' intention towards buying green products in a developing nation: Extending the theory of planned behavior. *Journal of Cleaner Production*, 135, 732–739. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.06.120>
- Yang, D., Jiang, W., & Zhao, W. (2019). Proactive environmental strategy, innovation capability, and stakeholder integration capability: A mediation analysis. *Business Strategy and the Environment*, 28(8), 1534–1547. <https://doi.org/10.1002/bse.2329>
- Zhang, D., & Xie, Y. (2022). Customer environmental concerns and profit margin: Evidence from manufacturing firms. *Journal of Economics and Business*, 120(February), 106057. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2022.106057>
- Zuokas, D., Gul, E., & Lim, A. (2022). How did COVID-19 change what people buy: Evidence from a supermarket chain. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 68(April), 103010. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2022.103010>