Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Termasuk Dalam Indeks SRI-KEHATI Tahun 2009-2011

Effect of Corporate Characteristics on Capital Market Reaction: Empirical Study on Companies Included in SRI-KEHATI Index 2009-2011

Eka Noor Asmara^a
Akademi Akuntansi YKPN

**ARTICLES
INFORMATION**

E B B A N K

Vol. 8, No. 1, Juni 2017
Halaman : 17 – 32
© LP3M STIEBBANK
ISSN (online) : 2442 - 4439
ISSN (print) : 2087 - 1406

Keywords :

SRI-KEHATI index, abnormal return, company size, leverage ratio, profitability or return on equity ratio.

JEL classifications :

G18, G31

Contact Author :

^a eka.asmara@yahoo.com,

ABSTRACT

Aim of this research is to detect empirical effects of corporate characteristic to capital market reaction which is revealed by abnormal return in the corporate social responsibility disclosure period. The disclosures include details of the environment, energy, employee health and safety, products, community involvement, and general. Previous researches that have been reviewed show the inconsistencies which are contribute substantially to the diversity of result. This research attempts to straighten by using three corporate characteristics as explanatory variables. They are company size, profitability, and leverage. Sampling technique that is used in this research is non-probability sampling by purposive sampling technique. Corporates that have been observed should be included in the SRI-KEHATI index during observation process. Number of company for research sample is 19 companies. To verify market reaction, this research used abnormal return as a dependent variable. Hypothesis test was conduct by using double regression analysis. By using variable test of company size (H1), leverage ratio (H2), and profitability ratio or return on equity (H3), this research revealed that elements having impacts to abnormal return are leverage ratio and profitability or return on equity while company size has not having significant impact. It is mean that the investors still consider leverage ratio and profitability or return on equity ratio as variable to make investment decision to companies that periodically report corporate social responsibility in the published financial report..

PENDAHULUAN

Tidak dapat dipungkiri bahwa fokus perusahaan saat ini masih mengedepankan kesejahteraan bagi pemegang saham (shareholder). Padahal keberadaan pihak lain yang memiliki kepentingan terhadap organisasi (stakeholder) perlu diperhatikan juga. Perusahaan dalam melaksanakan aktivitas dan pengambilan keputusan dituntut tidak hanya berdasarkan faktor keuangan dan keuntungan semata melainkan juga mempertimbangkan konsekuensi sosial dan lingkungan untuk saat ini maupun masa yang akan datang (Filemon dan Krisnawati, 2014). Oleh sebab itu, sebagai inti dari etika bisnis, saat ini banyak perusahaan yang semakin peduli akan pentingnya Corporate Social Responsibility (CSR). Perusahaan

menyadari bahwa perusahaan tidak hanya mempunyai kewajiban-kewajiban ekonomi dan legal tetapi juga kewajiban-kewajiban terhadap pihak-pihak lain, seperti masyarakat dan lingkungan. Corporate Social Responsibility atau tanggung jawab sosial merupakan kewajiban organisasi bisnis untuk mengambil bagian dalam kegiatan yang bertujuan melindungi dan meningkatkan kesejahteraan masyarakat secara menyeluruh (Yuliana dkk., 2008).

Praktek pengungkapan CSR telah banyak diterapkan oleh perusahaan publik di Indonesia melalui penyebutan aspek pertanggung jawaban sosial dalam laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan. Dengan diungkapkannya aspek pertanggung jawaban sosial dalam laporan keuangan, menunjukkan itikad baik perusahaan mengenai pentingnya CSR bagi kelangsungan hidup organisasi. Bagi investor, informasi mengenai CSR yang terdapat dalam laporan keuangan dapat digunakan sebagai rujukan untuk melihat potensi keberlanjutan organisasi tersebut (Yuliana dkk., 2008). Menurut Pambudi (2006, dalam Yuliana dkk., 2008), bila perusahaan tidak mengungkapkan program CSR, maka bisa jadi stakeholder menganggap perusahaan tidak melakukan tanggung jawab sosial dan meragukan kesinambungan hidup suatu usaha (going concern). Akibatnya investor akan tidak tertarik untuk menginvestasikan dana yang dimiliki kepada perusahaan tersebut.

Bagi investor, laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi bagi mereka dalam menilai kinerja perusahaan dan sebagai referensi utama dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan informasi yang didapat dari laporan keuangan, investor dapat mengetahui kondisi keuangan perusahaan secara menyeluruh. Namun sejak kasus Enron, banyak pihak meragukan informasi yang ada dalam laporan keuangan (Owen, 2005). Selanjutnya Owen (2005) mengatakan bahwa sejak kasus Enron telah menyebabkan perusahaan-perusahaan lebih memberikan perhatian besar terhadap pelaporan sustainabilitas dan pertanggungjawaban sosial perusahaan. Akibatnya, laporan keuangan yang meliputi laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, laporan perubahan ekuitas, dan laporan arus kas tidak lagi menjadi satu-satunya tolok ukur bagi para investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Pengungkapan terhadap aspek sosial dan lingkungan dalam laporan keuangan, saat ini menjadi suatu cara bagi perusahaan untuk mengkomunikasikan bentuk akuntabilitasnya kepada para stakeholders. Adanya pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) dipercaya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga para investor akan percaya dan cenderung menanamkan modal kepada perusahaan yang melakukan kegiatan CSR (Cheng dan christiawan, 2011). Pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan diharapkan mampu memberikan signal dan dapat meningkatkan nilai perusahaan dimata investor. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menerapkan CSR diharapkan akan direspon positif oleh pelaku pasar sehingga dapat memaksimalkan profit dalam jangka panjang.

Apabila investor mempertimbangkan CSR dalam pengambilan keputusan investasi dan diikuti dengan kenaikan pembelian saham perusahaan sehingga terjadi kenaikan harga saham yang melebihi return yang diekpektasikan oleh investor sehingga pada akhirnya informasi CSR merupakan informasi yang memberikan nilai tambah bagi investor dan menyebabkan terjadinya abnormal return (Cheng dan christiawan, 2011). Keputusan yang diambil oleh investor tidak dapat dilepaskan dari dampak sosial yang ditimbulkan oleh perusahaan tersebut. Semakin kuat karakteristik yang dimiliki suatu perusahaan tersebut dalam menghasilkan dampak sosial bagi publik tentunya akan semakin kuat pula pemenuhan tanggung jawab sosialnya kepada publik dan semakin meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Karakteristik perusahaan di antaranya adalah size (ukuran perusahaan), tingkat likuiditas, tingkat profitabilitas, tingkat leverage, kendala sosial yang dimiliki, umur perusahaan, profil perusahaan, struktur dewan komisaris, negara pemilik suatu perusahaan, negara tempat didirikannya perusahaan, dan lain-lain.

Berbagai penelitian mengenai pengungkapan CSR perusahaan telah dilakukan seperti penelitian Sembiring (2005), Yuliana dkk. (2008), dan Clacher dan Hagendorff (2011) akan tetapi masih

menunjukkan keanekaragaman hasil. Penelitian Sembiring (2005) dan Yuliana dkk. (2008) yang menguji dampak karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar modal dalam pengungkapan CSR yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diperoleh hasil yang berbeda, seperti ukuran perusahaan dalam penelitian Sembiring (2005) merupakan variabel yang dapat mempengaruhi pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Hasil penelitian yang diperoleh oleh Sembiring (2005) sama dengan hasil penelitian Clacher dan Hagendorff (2011) yang menguji tentang reaksi pasar modal terhadap perusahaan yang diklasifikasi sebagai *socially responsible* dan menguji karakteristik khusus perusahaan dalam menentukan reaksi pasar terhadap pengumuman FTSE4Good Index. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Yuliana dkk. (2008) menunjukkan hasil sebaliknya, yaitu ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial.

Berdasarkan hasil penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk memperoleh kembali bukti empiris dan konsistensi hasil dari pengaruh karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar modal di Indonesia yang disebabkan adanya pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan pada laporan keuangan yang dipublikasikan. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah penelitian ini lebih memfokuskan kepada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI periode tahun 2009-2011. Oleh sebab itu, untuk mencapai tujuan tersebut maka pertanyaan yang diajukan dalam penelitian ini adalah, apakah karakteristik perusahaan yang meliputi ukuran perusahaan, profitabilitas dan leverage berpengaruh terhadap reaksi investor yang diuji dengan menggunakan abnormal return yang disebabkan adanya pengungkapan tanggung jawab sosial?

TELAAH PUSTAKA

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Informasi merupakan hal yang penting bagi investor dan pelaku bisnis karena dari sebuah informasi investor dan pelaku bisnis akan mendapatkan gambaran mengenai keadaan pasar baik di masa yang lalu maupun di masa yang akan datang. Kelengkapan, keakuratan dan ketepatan waktu suatu informasi dapat membantu investor dan pelaku bisnis dalam pengambilan keputusan investasi. Sehingga informasi dapat memberikan sinyal yang positif maupun sinyal negative. Menurut Teori Sinyal (*signaling theory*), sebuah perusahaan seharusnya dapat memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal tersebut berupa informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Sinyal yang diberikan dapat juga dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan dan laporan-laporan lainnya yang menyatakan kondisi perusahaan (Susilowati dan Turyanto, 2011). Teori sinyal berakar pada teori akuntansi pragmatik yang memusatkan perhatiannya kepada pengaruh informasi terhadap perubahan perilaku informasi. Salah satu informasi yang dapat dijadikan sinyal adalah pengumuman yang dilakukan oleh suatu emiten.

Susilowati dan Turyanto (2011) menyatakan bahwa teori sinyal membahas bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (*agent*) disampaikan kepada pemilik modal (*principle*). Penyampaian laporan keuangan dapat dianggap sebagai sinyal, yang berarti bahwa apakah agen telah berbuat sesuai dengan kontrak atau belum. Menurut teori sinyal, kegiatan perusahaan memberikan informasi kepada investor tentang prospek return masa depan yang substansial. Marwata (2001, dalam Susilowati dan Turyanto, 2011) menyatakan bahwa return yang meningkat akan diprediksi dan memberikan sinyal tentang laba jangka pendek dan jangka panjang dan analisa yang mengungkap sinyal tersebut digunakan untuk memprediksi peningkatan *earning* jangka panjang. Sehingga informasi yang berbentuk pengumuman akan memudahkan melihat reaksi pasar berupa perubahan harga saham pada saat informasi tersebut diumumkan. Jika informasi memberikan sinyal positif terhadap pasar, reaksi pasar akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dimana harga saham semakin naik.

Sebaliknya, jika informasi memberikan sinyal negatif terhadap pasar, reaksi pasar akan ditunjukkan dengan tidak adanya perubahan harga saham dimana harga saham tetap atau lebih buruknya mengalami penurunan.

Efisiensi Pasar Modal

Secara umum efisiensi pasar didefinisikan oleh (Beaver 1989, dalam Hartono,2010) sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Efisiensi pasar secara informasi adalah bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia. Fama (1970, dalam Hartono, 2010) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat, sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form)

Pasar efisiensi dalam bentuk lemah merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (fully reflect) informasi masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisiensi bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang dan investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (semistrong form)

Pasar efisiensi setengah kuat merupakan pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (fully reflect) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Pada bentuk ini, investor tidak dapat memperoleh abnormal return dengan memanfaatkan public information. Jika pasar dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (strong form)

Pasar dikatakan efisiensi bentuk kuat jika harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (fully reflect) semua informasi termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena mempunyai informasi privat.

Penelitian mengenai reaksi pasar akibat informasi khususnya informasi akuntansi dilakukan pertama kali oleh Ball dan Brawn (1968). Penelitian yang menggunakan laporan keuangan tahunan 261 perusahaan pada periode tahun 1945-1965 tersebut memperoleh kesimpulan bahwa pasar bercorak semi-kuat. Tipe pasar semi-kuat ini, dikarenakan pasar bereaksi (kenaikan harga saham) terhadap informasi yang terkandung pada saat laporan keuangan dipublikasikan. Menurut Hartono (2010) suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisa dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Bagaimana suatu pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien.

Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

Menurut Undang-Undang Perseroan Terbatas No.40 Tahun 2007 Pasal 1 ayat 3, tanggung jawab sosial dan lingkungan adalah komitmen Perseroan untuk berperan serta dalam pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan kualitas kehidupan dan lingkungan yang bermanfaat, baik bagi Perseroan sendiri, komunitas setempat, maupun masyarakat pada umumnya. Sedangkan menurut The

World Business Council for Sustainable Development, Corporate Social Responsibility (CSR) atau tanggung jawab sosial perusahaan didefinisikan sebagai komitmen bisnis untuk memberikan kontribusi bagi pembangunan ekonomi berkelanjutan, melalui kerja sama dengan para karyawan serta perwakilan mereka, keluarga mereka, komunitas setempat maupun masyarakat umum untuk meningkatkan kualitas kehidupan dengan cara yang bermanfaat baik bagi bisnis sendiri maupun untuk pembangunan.

Berdasarkan pengertian di atas, konsep Corporate Social Responsibility melibatkan tanggung jawab kemitraan antara pemerintah, lembaga sumberdaya masyarakat, serta komunitas setempat (lokal). Bagi perusahaan, pertanggungjawaban sosial perlu diungkapkan di dalam laporan yang disebut sustainability reporting. Berdasarkan UU PT No. 40 tersebut, sustainability reporting wajib dilaporkan setiap tahunnya bersamaan dengan laporan tahunan perusahaan. Sustainability Reporting adalah pelaporan mengenai kebijakan ekonomi, lingkungan dan sosial, pengaruh dan kinerja organisasi dan produknya di dalam konteks pembangunan berkelanjutan (sustainable development).

Pengungkapan didefinisikan sebagai penyediaan sejumlah informasi yang dibutuhkan untuk pengoperasian secara optimal pasar modal efisien (Hendriksen 1998, dalam Yuliana dkk., 2008). Dalam interpretasi yang lebih luas, pengungkapan terkait dengan informasi baik yang terdapat dalam laporan keuangan maupun komunikasi tambahan (supplementary communication) yang terdiri atas catatan kaki, informasi tentang kejadian setelah tanggal laporan, analisis manajemen atas operasi perusahaan di masa mendatang, perkiraan keuangan dan operasi, serta informasi lainnya (Zuhroh dan Sukmawati 2003). Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan merupakan proses pengkomunikasian dampak sosial dan lingkungan dari kegiatan ekonomi organisasi terhadap kelompok khusus yang berkepentingan dan terhadap masyarakat secara keseluruhan.

Dengan adanya pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dalam laporan keuangan yang dipublikasikan, hal tersebut memperluas tanggung jawab organisasi di luar peran tradisionalnya untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemilik modal, khususnya pemegang saham (Sembiring, 2005). Pengungkapan aktivitas perusahaan yang berkaitan dengan tanggung jawab sosial merupakan salah satu cara untuk mengirimkan signal terutama yang positif kepada stakeholders dan pasar mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang bahwa perusahaan memberikan guarantee atas keberlangsungan hidupnya.

Pengembangan Hipotesis

Ukuran Perusahaan (Total Aktiva/TA)

Penelitian sebelumnya (Cowen dkk, 1987; Sembiring, 2005; Yuliana dkk., 2008; dan Clacher dan Hagendorff, 2011) mengisyaratkan bahwa ukuran perusahaan adalah faktor yang menentukan dalam pengungkapan CSR. Mereka mengatakan bahwa perusahaan besar tidak akan lepas dari tekanan dan perhatian publik terutama terkait dengan aktivitas CSR. Selanjutnya perusahaan yang lebih besar mungkin akan memiliki pemegang saham yang memperhatikan program sosial yang dibuat perusahaan sehingga pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan akan semakin luas. Sedangkan perusahaan yang lebih kecil tidak akan menerima tekanan seperti halnya perusahaan besar tersebut.

Ukuran perusahaan yang digunakan sebagai variabel, telah banyak digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Akan tetapi penyulih yang digunakan terhadap ukuran perusahaan tersebut oleh peneliti selalu tidak sama. Cowen dkk. (1987) menggunakan jumlah pemangku kepentingan (stakeholders) sebagai proksi ukuran perusahaan dalam mengungkapkan CSR. Cowen dkk. (1987) beralasan semakin besar jumlah stakeholders maka semakin banyak pihak yang memperhatikan pengungkapan CSR oleh perusahaan. Sedangkan Sembiring (2005) menggunakan jumlah tenaga kerja sebagai penyulih ukuran perusahaan. Menurut Hartono (2010), ukuran aktiva dipakai sebagai wakil

pengukur (proxy) besarnya perusahaan. Variabel ukuran aktiva diukur sebagai logaritma dari total aktiva. Konsisten dengan pernyataan Hartono, Yuliana dkk. (2008) dan Clacher dan Hagendorff (2011) juga menggunakan total aset sebagai ukuran perusahaan dalam penelitiannya. Hal tersebut disebabkan investor memandang seberapa besar kemampuan perusahaan dalam membayar atau menciptakan kesejahteraan bagi pemegang saham biasanya dilihat dari total aktiva yang dimiliki perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel yang memberi pengaruh terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (corporate social responsibility) dan dijadikan sebagai pertimbangan investor melakukan investasi terhadap dana yang dimilikinya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1 : Ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap reaksi pasar modal terkait pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan.

Rasio Leverage Perusahaan

Teori keagenan atau agency theory (Jensen dan Mackling, 1976) didefinisikan sebagai suatu kontrak antara satu atau lebih prinsipal (pemilik) dengan orang lain atau manajer (agent) untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Menurut teori ini, konflik keagenan akan muncul sehingga perlu diambil keputusan untuk menguranginya, salah satunya adalah dengan hutang. Hutang merupakan salah satu mekanisme yang bisa digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara kepentingan pemilik dengan kepentingan manajer. Dengan hutang tersebut, maka perusahaan harus melakukan pembayaran bunga dan prinsipal. Hal tersebut dimaksudkan untuk membatasi manajer melakukan penggunaan dana untuk kegiatan yang tidak optimal dan membatasi manajer menciptakan transfer kekayaan.

Aktivitas menciptakan utang dan modal dilakukan perusahaan dalam rangka membiayai kegiatan operasional perusahaan. Akibatnya pihak kreditur dan investor akan mengamati dan memantau setiap penggunaan dana tersebut. Sehingga untuk memberikan dana kepada perusahaan, kreditur maupun investor akan mempertimbangkan dan memperhatikan besarnya utang kepada pihak lain dengan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan atau biasa disebut rasio leverage. Leverage didefinisikan sebagai nilai buku total utang jangka panjang dibagi dengan total aktiva (Hartono, 2010).

Menurut Belkaoui dan Karpik (1989) keputusan manajemen untuk mengungkapkan informasi sosial akan diikuti suatu pengeluaran yang dapat menurunkan pendapatan. Sesuai dengan teori agensi manajemen perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi akan berusaha menguranginya, agar tidak terjadi konflik kepentingan antara manajemen dan pihak luar khususnya debt holders. Karena peran leverage sangat penting dalam menganalisa pengungkapan tanggung jawab sosial, maka beberapa penelitian telah memasukan variabel tersebut dalam pengujiannya (seperti yang dilakukan oleh Belkaoui dan Karpik, 1989 dan Sembiring, 2005). Sedangkan Clacher dan Hagendorff (2011) menguji leverage sebagai variabel yang menyebabkan terjadinya reaksi pasar dan menemukan bukti bahwa leverage berhubungan negatif dengan reaksi pasar modal terkait dengan pengumuman perusahaan yang termasuk dalam FTSE4Good Index. Konsisten dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini kembali menguji leverage sebagai variabel yang menyebabkan pasar bereaksi terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial yang dibuat perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang dikemukakan adalah:

H2: Rasio Leverage berpengaruh secara negatif terhadap reaksi pasar modal terkait pengungkapan tanggung jawab sosial.

Profitabilitas Perusahaan (ROE)

Penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji hubungan profitabilitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan memperlihatkan hasil yang beragam. Seperti penelitian yang dilakukan

Cowen dkk. (1987), Hackston dan Milne (1996), dan Sembiring (2005), dalam hipotesisnya disebutkan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Hasil pengujian secara statistik tidak berhasil mendukung hipotesisnya dan menemukan pengaruh profitabilitas yang tidak signifikan terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Yuliana dkk. (2008) dan Clacher dan Hagendorff (2011), menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan aktivitas CSR akan lebih baik dalam menjalankan operasional perusahaan dan secara tidak langsung akan meningkatkan kemampuan manajerial dan performa keuangan perusahaan (Alexander dan Buchholz, 1978, dalam Clacher dan Hagendorff, 2011).

Karena penelitian sebelumnya menggunakan variabel profitabilitas, penelitian ini juga menggunakan profitabilitas sebagai variabel yang berpengaruh terhadap reaksi pasar terkait dengan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan pada laporan keuangan. Untuk menghitung nilai profitabilitas perusahaan, penelitian ini menggunakan return on equity (ROE). ROE adalah laba sebelum pajak dan bunga (EBIT) dibagi dengan nilai buku dari saham biasa. Sehingga hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini adalah konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Clacher dan Hagendorff (2011), yaitu:

H3: Profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap reaksi pasar modal terkait pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2011, terutama perusahaan yang termasuk dalam indeks SRI-KEHATI. Sedangkan sampel yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang secara konsisten selama periode pengamatan berada dalam indeks SRI-KEHATI. Pemilihan perusahaan-perusahaan yang masuk dalam indeks SRI-KEHATI untuk dijadikan sampel disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai kewajiban untuk menyampaikan laporan tahunan kepada pihak luar perusahaan dan perusahaan-perusahaan tersebut telah secara konsisten melakukan pengungkapan penggunaan dana untuk kegiatan CSR, sehingga memungkinkan data laporan tahunan tersebut diperoleh dalam penelitian.

Metode Pengambilan Sampel

Metode pengambilan sampel adalah teknik atau cara penarikan sampel dalam penelitian supaya sampel tersebut dapat dikatakan representative (mewakili populasi). Dalam penelitian ini teknik pengambilan sampelnya menggunakan non-probability sampling dengan teknik purposive sampling. Non-probability sampling adalah teknik pengambilan sampel di mana setiap unsur dalam populasi tidak memiliki kesempatan atau peluang yang sama untuk dipilih sebagai sampel, bahkan probabilitas anggota tertentu untuk terpilih tidak diketahui. Sedangkan purposive sampling yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu. Kriteria penentuan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang secara konsisten terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI periode tahun 2009 sampai 2011 secara berturut-turut dan perusahaan yang selalu mempublikasikan laporan audit (annual report).

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan 4 variabel dan tiap-tiap variabel diukur dengan menggunakan indikator tertentu. Berikut adalah definisi operasi untuk masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan proksi total aset (TA) (Machfoedz, 1994; Yuliana dkk., 2008). Pengukuran ukuran perusahaan dengan menggunakan proksi total aset juga memperlihatkan tingkat produktivitas dan skala ekonomi perusahaan (Morrison dan Siegel 2006).

Profitabilitas

Menurut Beard dan Dess (1979, dalam Yuliana dkk., 2008) konsep profitabilitas mengacu pada dua perspektif, yakni dilihat dari kepentingan manajemen dan kepentingan pemilik modal. Profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan indikator Return on Equity (ROE). Keunikan dari interpretasi rasio profitabilitas industri yang diukur ROE industri adalah bahwa rasio ini mencerminkan daya tarik bisnis (business attractiveness). Penggunaan ROE dalam mengukur profitabilitas konsisten dengan penelitian Yuliana dkk. (2008) dan Clacher & Hagendorff (2011).

Rasio Leverage

Banyak peneliti yang menggunakan rasio leverage dengan ukuran yang beraneka ragam. Menurut Hartono (2010:392) Leverage merupakan nilai buku total utang jangka panjang dibagi dengan total aktiva. Leverage yang digunakan dalam penelitian ini konsisten dengan pengukuran yang digunakan Kokubu dkk., (2001) dan Sembiring (2005) yaitu rasio hutang terhadap modal sendiri.

Reaksi Pasar atau Reaksi Investor

Reaksi investor diukur dengan menggunakan indikator abnormal return atau return taknormal. Return taknormal merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal atau ekspektasian. Model yang digunakan untuk menghitung return taknormal adalah model sesuaian rata-rata (mean-adjusted model), model pasar (market model) dan model sesuaian pasar (market-adjusted model) (Hartono, 2010, hal. 579).

Pengukuran return taknormal yang digunakan dalam penelitian ini adalah model sesuaian pasar (market-adjusted model) yaitu model yang menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi return suatu saham adalah return indeks pasar pada saat tersebut (Hartono, 2010, hal. 591). Dengan menggunakan model ini, tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar. Sehingga return taknormal yang merupakan selisih antara return sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasian dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{mt}]$$

Notasi:

$RTN_{i,t}$ = Abnormal Return Saham i pada periode t

$R_{i,t}$ = Return Sesungguhnya terjadi saham i pada periode t

$E[R_{mt}]$ = Expected Return (return ekspektasian) indeks pasar saham i pada periode t

Untuk menghitung return ekspektasian indeks pasar dapat menggunakan rumus berikut ini:

$$E(R_{mt}) = (IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1}) / IHS_{Gt-1}$$

Notasi:

$E(R_{mt})$ = Return ekspektasian indeks pasar pada periode t

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan (composite index) saham pada waktu t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan (composite index) saham pada waktu t-1

Pengujian Variabel

Penelitian ini berusaha untuk menemukan pengaruh karakteristik spesifik perusahaan yang dapat menjelaskan terjadinya return taknormal (abnormal return) tersebut. Menurut Hartono (2010), untuk menjawab pertanyaan mengenai karakteristik perusahaan tersebut, teknik regresi dapat digunakan. Sedangkan Gudono (2011) menyatakan bahwa penggunaan analisis regresi karena peneliti juga ingin membuat prediksi berdasarkan model yang telah diketahui dan ingin menentukan kekuatan hubungan (asimetris) antara variabel dependen dan variabel independen di mana variabel dependen diukur dengan skala metrics seperti skala rasio atau minimal skala interval.

Dalam penelitian ini beberapa asumsi dalam analisis regresi telah terpenuhi seperti, (1) model telah dinyatakan secara tepat dan hubungan antara variabel dependen dan masing-masing variabel independen adalah linier (variabel independen berpangkat satu), (2) model yang dikembangkan merupakan model penambahan (additive). Untuk mendapatkan hasil yang baik dan tidak terjadi bias serta untuk memastikan apakah asumsi-asumsi dalam analisis regresi terpenuhi, maka peneliti ini juga melakukan uji terhadap asumsi-asumsi klasik, seperti uji linieritas, uji heterokedastisitas, uji multikolenieritas, uji autokorelasi dan uji normalitas. Return taknormal digunakan sebagai variabel dependen dan faktor-faktor spesifik perusahaan digunakan sebagai variabel independen. Oleh sebab itu, persamaan regresi yang dibangun dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$RTN_i = \beta_0 + \beta_1 TA + \beta_2 ROE + \beta_3 LEV + \epsilon_i$$

Keterangan:

RTN_i = return taknormal perusahaan ke-i.

TA = total aktiva yang dimiliki perusahaan ke-i.

ROE = profitabilitas perusahaan ke-i (laba sebelum pajak (EBIT) dibagi dengan nilai buku saham biasa).

LEV = total utang dibagi dengan total aktiva.

Tabel 1. Pengujian Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		19
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	3.67085518
Most Extreme Differences	Absolute	.274
	Positive	.137
	Negative	-.274
Kolmogorov-Smirnov Z		1.380
Asymp. Sig. (2-tailed)		.401
a. Test Distribution is Normal		
b. Calculated from data		

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengujian Statistik

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris adanya pengaruh karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar modal mengenai pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dalam laporan keuangan yang dipublikasikan. Penelitian dilakukan terhadap 150 perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI dari tahun 2009 sampai dengan 2011. Akan tetapi yang dapat dijadikan sampel dan digunakan dalam pengujian hipotesis adalah 19 perusahaan yang secara konsisten tetap berada atau masuk dalam indeks SRI-KEHATI selama periode 2009 – 2011.

Penelitian ini menguji faktor-faktor yang dapat mempengaruhi return taknormal. Sebelum melakukan pengujian hipotesis 1, hipotesis 2 dan hipotesis 3 dengan regresi berganda, perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu. Pengujian asumsi klasik multikolinearitas menunjukkan bahwa tidak terdapat data dengan nilai VIF di atas 10, dan tolerance value lebih dari 0,1 (lihat Tabel 2). Sedangkan uji normalitas dilakukan dengan metode Kolmogorov-Smirnov. Hasil pengujian pada One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test diperoleh angka significance 0,410 yang lebih besar dari 0.05 (lihat Gambar 2), dengan demikian terbukti bahwa data berdistribusi normal

Hasil pengujian regresi atas variable-variabel yang diteliti yaitu variabel ukuran perusahaan, variabel rasio *leverage* dan variabel ROE yang berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang diukur dengan return taknormal perusahaan yang termasuk dalam indeks SRI-KEHATI dapat dilihat pada Tabel 2. Dari hasil pengujian regresi pada Tabel 2 tersebut, model regresi yang terbentuk dari pengaruh variabel ukuran perusahaan, rasio *leverage* dan ROE terhadap reaksi pasar modal (return taknormal saham) perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI adalah sebagai berikut:

$$Y = 10,040 + 0,019X1 - 0,009X2 + 0,015X3$$

Notasi:

Y = Return taknormal

X1 = Ukuran Perusahaan

X2 = Rasio *leverage*

X3 = ROE

Tabel 2. Hasil Pengujian Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1							
	(Constant)	10.040	3.971		2.529	.013	
	Ukuran_Perusahaan	.019	.016	.063	1.229	.223	.977
	Rasio_Leverage	-.009	.001	-.841	15.164	.000	.834
	ROE	.015	.001	.792	14.128	.000	.817

^a Dependent Variabel: Return Taknormal

Berdasarkan Tabel 2. di atas, nilai signifikan variabel ukuran perusahaan terhadap return taknormal saham adalah nilai t = 1,229 (0,223 > 0,05). Hal ini berarti ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap return taknormal, dengan demikian hipotesis 1 tidak terbukti. Pengujian hipotesis 2 yang merupakan hubungan antara variabel rasio *leverage* terhadap return taknormal adalah nilai t = -15,164 (0,000 < 0,05). Hal ini berarti rasio *leverage* berpengaruh signifikan terhadap return taknormal, dengan demikian hipotesis 2 terbukti. Sedangkan, pengujian hipotesis 3 yang merupakan hubungan

antara variabel ROE dengan return taknormal diperoleh nilai signifikan adalah nilai $t = 14,128$ ($0,000 < 0,05$) yang berarti ROE berpengaruh signifikan terhadap return taknormal, dengan demikian hipotesis 3 didukung secara signifikan. Sedangkan pengaruh secara simultan semua variabel independen yaitu ukuran perusahaan, rasio *leverage* dan rasio profitabilitas (ROE) dapat dilihat dari perhitungan Anova dan koefisien determinasi yang masing-masing tampak pada tabel 3 dan tabel 4 di bawah ini.

Tabel 3. Hasil Uji ANOVA

Anova ^b						
	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
1	Regression	27360.094	3	9120.031	101.415	000 ^a
	Residual	4720.002	16	295.000		
	Total	32080.096	19			

a. Predictors: (Constant), ROE, Ukuran_Perusahaan, Rasio_Leverage
b. Dependent Variable: Return_Taknormal

Tabel 4. Hasil Koefisien Determinasi

Model Summary ^b						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std Error of the Estimate	Durbin-Watson	
1	.878 ^a	.771	.773	9.33656	.491	

a. Predictors: (Constant), ROE, Ukuran_Perusahaan, Rasio_Leverage
b. Dependent Variable: Return_Taknormal

Dari hasil pengujian ANOVA pada Tabel 3 di atas, nilai signifikan yang didapat dari hasil uji F adalah 101,415 ($p = 0,000$) yang berarti secara simultan seluruh variabel independen yaitu ukuran perusahaan, rasio *leverage* dan ROE berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, return taknormal. Sedangkan nilai koefisien determinasi model adalah 0,771 yang berarti besar kontribusi yang diberikan semua variabel independen terhadap return taknormal adalah 77,1% sedangkan sisanya sebanyak 22,7% dipengaruhi oleh faktor lain selain ukuran perusahaan, rasio *leverage* dan ROE (lihat Tabel 4).

Pembahasan

Terkait dengan teori agensi yang menyatakan bahwa semakin besar suatu perusahaan maka biaya keagenan yang muncul juga semakin besar. Untuk mengurangi biaya keagenan tersebut, perusahaan akan cenderung mengungkapkan informasi yang lebih luas. Selain itu, perusahaan besar merupakan emiten yang banyak disoroti, pengungkapan yang lebih besar merupakan pengurangan biaya politis sebagai wujud tanggung jawab sosial perusahaan. Walaupun bukti pengungkapan tanggung jawab sosial dipengaruhi oleh ukuran perusahaan telah ditemukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Akan tetapi berdasarkan hasil analisis regresi berganda, pengujian untuk hipotesis 1 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar yang disebabkan pada pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan.

Hasil pengujian yang tidak signifikan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yuliana dkk. (2008) akan tetapi berbeda dengan yang diperoleh dalam penelitian Clacher & Hagendorff (2011) dan Nurhidayah (2011) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham sehingga pasar modal bereaksi positif. Temuan dalam

penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dianggap tidak cukup informatif dan tidak lagi menjadi perhatian investor dalam mengambil keputusan berinvestasi serta tidak dapat digunakan untuk mengestimasi return taknormal pada periode pengamatan. Hal ini bisa saja disebabkan karena investor beranggapan bahwa perusahaan yang besar tidak selamanya dapat memberikan tingkat return yang besar begitu juga sebaliknya, perusahaan kecil tidak menutup kemungkinan dapat memberikan tingkat return yang tinggi bagi para investornya. Selain itu salah satu argumentasi penolakan hipotesis ini adalah bahwa posisi ukuran perusahaan dalam perumusan strategi perusahaan (termasuk program CSR) terkait erat dengan formalitas dalam manajemen strategik. Formalitas sistem manajemen strategis berbeda-beda di perusahaan yang berbeda. Formalitas mengacu pada seberapa rinci tingkat tanggung jawab, wewenang, dan keleluasaan (*discretion*) pihak-pihak yang terlibat dalam pengambilan keputusan (Yuliana dkk., 2008).

Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa rasio *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *abnormal return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Dahlia dan Veronica (2008) dan Clacher & Hagendorff (2011), yang menyatakan bahwa tingkat hutang (*leverage*) perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* saham. *Leverage* merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Berdasarkan teori agensi, tingkat *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial. Manajemen perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung mengurangi pengungkapan tanggung jawab sosial yang dibuatnya agar tidak menjadi sorotan dari para *debtholders*. Rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin buruk, karena tingkat ketergantungan permodalan perusahaan terhadap pihak luar semakin besar. Menurut Dahlia dan Veronica (2008), perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi, namun tanpa mengimbangnya dengan aktivitas *monitoring* yang baik terhadap kreditur, kontrol yang kuat terhadap *financial cash flow*, serta kurang mendisiplinkan para manajernya, maka akan direspon negatif oleh pasar, yang pada akhirnya dapat memperburuk kinerja pasar.

Secara teoritis, menurut Kokubu dkk. (2001, dalam Sembiring, 2005) terdapat hubungan positif antara kinerja ekonomi suatu perusahaan dengan pengungkapan tanggung jawab sosial. Hal ini dikaitkan dengan teori agensi dengan premis bahwa perolehan laba yang semakin besar akan membuat perusahaan mengungkapkan informasi sosial yang lebih luas. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 yaitu mengenai pengaruh profitabilitas (ROE) terhadap return taknormal diperoleh hasil yang mendukung hipotesis ini. Hal tersebut menunjukkan bahwa ROE berpengaruh secara positif signifikan terhadap return taknormal. Menurut Cheng dan Christiawan (2011) terdukungnya hipotesis ini memiliki makna bahwa investor masih memiliki kepercayaan terhadap perusahaan yang peduli terhadap sosial dan lingkungan berupa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. Sehingga menyebabkan investor masih memiliki kepercayaan terhadap perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks SRI-KEHATI dan menurut investor masih dapat memberikan kesejahteraan berupa return taknormal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cheng dan Christiawan (2011) dan berbeda dengan hasil penelitian Sembiring (2005), Yuliana dkk. (2008), Mulyono (2008) dan Clacher & Hagendorff (2011). Perbedaan hasil penelitian ini kemungkinan disebabkan perbedaan periode penelitian, jumlah sampel, atau karakteristik sampel yang diteliti.

PENUTUP

Simpulan

Seperti halnya penelitian yang dilakukan oleh Sembiring (2005), adanya kontradiksi antara teori dengan berbagai temuan empiris mengenai faktor yang mempengaruhi pengungkapan tanggung jawab

sosial perusahaan merupakan motivasi dilakukannya penelitian ini. Hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan bahwa karakteristik perusahaan masih dianggap sebagai variabel yang dapat mempengaruhi reaksi pasar terkait dengan pengungkapan tanggung jawab sosial. Penelitian ini mendapatkan bahwa hipotesis 1 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Untuk hipotesis 2 dan hipotesis 3 semuanya terdukung. Hal ini membuktikan bahwa rasio *leverage* dan ROE merupakan variabel yang signifikan dapat mempengaruhi terjadinya *abnormal return* atau dengan kata lain, pasar modal akan bereaksi terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial pada laporan keuangan perusahaan yang termasuk dalam indeks SRI-KEHATI.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pada periode pengamatan (2009-2011), isu mengenai indeks SRI-KEHATI merupakan hal yang relatif baru di Indonesia dan kebanyakan investor masih belum mengerti tentang indeks tersebut. Selain itu, kebanyakan investor masih berorientasi pada kinerja jangka pendek, sedangkan indeks SRI-KEHATI yang terkait dengan pengungkapan CSR oleh perusahaan dianggap berpengaruh pada kinerja jangka menengah dan jangka panjang Dahlia dan Veronica (2008).

Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa rasio *leverage* dan rasio profitabilitas masih dianggap sebagai variabel yang berpengaruh terhadap reaksi pasar modal terkait dengan pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor sudah mulai merespon dengan baik informasi-informasi sosial yang disajikan perusahaan dalam laporan tahunan. Semakin luas pengungkapan sosial yang dilakukan perusahaan dalam laporan tahunan ternyata memberikan pengaruh terhadap *abnormal return*. Selain itu diharapkan kepada investor untuk lebih menyadari pentingnya isu CSR di masa depan, sehingga perusahaan mau melakukan aktivitas CSR secara nyata dengan cara memaksimalkan dampak positif dan meminimalkan dampak negatif dari suatu kegiatan bisnis tertentu. Dengan kata lain diharapkan bahwa investor dapat mendukung pengeluaran yang dilakukan perusahaan yang berhubungan dengan CSR merupakan bentuk pengeluaran untuk menciptakan kesejahteraan bersama.

Keterbatasan dan Saran

Dalam penelitian ini, terdapat beberapa keterbatasan, seperti sampel yang digunakan berasal dari perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI-KEHATI pada tahun 2009-2011 sehingga sampel masih relatif kecil. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperbanyak jumlah sampel dengan memperluas periode observasi. Selain itu, variabel yang mempengaruhi *abnormal return* dalam penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel saja yaitu ukuran perusahaan, rasio *leverage* dan ROE. Untuk penelitian selanjut diharapkan dapat menambahkan variabel-variabel yang dapat mempengaruhi *abnormal return* seperti variabel pertumbuhan perusahaan, produktivitas dan lain-lain.

Penelitian ini hanya membatasi pada sisi pengungkapan tanggung jawab sosial, bukan pada aktifitas sosial. Bilamana perusahaan tidak memanfaatkan laporan tahunan untuk menjelaskan seluruh aktivitas selama tahun pelaporan, akan muncul kesenjangan antara aktivitas sosial dengan pengungkapan sosial. Akibatnya laporan tahunan gagal menjelaskan seluruh aktivitas sosial perusahaan. Oleh karena itu, penelitian yang akan datang diharapkan dapat menguji aktivitas-aktivitas sosial perusahaan sebagai bentuk perwujudan dari pengungkapan tanggung jawab sosial, sehingga informasi yang diungkap dalam laporan keuangan dapat menggambarkan kenyataannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R.J., and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 7, pp. 300-323.
- Belkaoui, Ahmed., and Karpik, Philip G.1989. Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 2 Iss: 1, pp. 36-51.
- Bursa Efek Indonesia. 2010. Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia. Diakses melalui www.idx.co.id.
- Clacher, Iain., and Hagendorff, Jens. 2011. Do Announcements About Corporate Social Responsibility Create or Destroy Shareholder Wealth? Evidence from the UK. *Journal of Business Ethics*. Publish online August 30, 2011.
- Cheng, Megawati., dan Christiawan, Julius. 2011. Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13, No. 1, Mei 2011: 24-36.
- Cowen, S.S., Ferreri, L.B. and Parker, L.D. (1987), The Impact Of Corporate Characteristics On Social Responsibility Disclosure: A Typology And Frequency-Based Analysis, *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 12 No. 2, pp. 111-122.
- Dahlia, Lely., dan Veronica, Sylvia. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada tahun 2005 dan 2006). *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Friedman, Milton.1970.The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. New York Times. 13 September 1970.
- Gudono.2011. Analisis Data Multivariat. Edisi Pertama. BPFE Yogyakarta.
- Hackston, David., and Milne, Markus J. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 9 Iss: 1 pp. 77-108.
- Hartono, Jogiyanto M. 2010. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Ketujuh, BPFE Yogyakarta.
- Jensen, Michael C., and Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Lindananty dan Soedarman, Mohammad. 2015. Konsistensi Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Penerbitan Indeks SRI-KEHATI. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.17, No. 1, Maret 2015: 43–54.
- Machfoedz, M. “Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia.” *Kelola: Gajah Mada University Business Review* 7/III (1994).
- Nurlela, Rika., dan Islahuddin. 2008. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak, 2008.
- Republik Indonesia. Undang-Undang Perseroan Terbatas No.40 Tahun 2007.
- Sarwoko, Endi. 2005. Pengaruh Informasi Laba Akuntansi (Earnings) terhadap Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham (Studi pada Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, Vol.1, No.3, Oktober 2005.
- Sembiring, Eddy Rismanda. 2005. Karakteristik Perusahaan dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial: Study Empiris Pada Perusahaan Yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo, 15-16 September 2005.
- Sulistio, Helen. 2005. Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi terhadap Initial Return: Studi

pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Jakarta”, *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo, 15 – 16 September 2005.

- Watts, Ross. L., and Zimmerman, Jerold. L. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International Editions.
- Yuliana, Rita., Purnomosidhi, Bambang., dan Sukoharsono, Eko Ganis. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) dan Dampaknya Terhadap Reaksi Investor. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 5, No. 2, Desember 2008.
- Zuhroh, D. and I. Sukmawati. “Analisis Pengaruh Luas Pengungkapan Sosial dalam Laporan Tahunan Perusahaan terhadap Reaksi Investor (Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan High Profile di BEJ).” *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Universitas Airlangga, Surabaya, 2003.

Halaman ini sengaja dikosongkan