

# PENGARUH *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* TERHADAP RESPON INVESTOR DALAM SEKTOR KEUANGAN

Stefany Dianita Sidharta dan Juniarti  
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra  
Email : yunie@peter.petra.ac.id

## ABSTRAK

Penelitian tentang *Corporate Social Responsibility* (CSR) telah banyak dilakukan namun belum menunjukkan hasil yang konsisten. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah CSR berpengaruh terhadap respon investor pada perusahaan dalam sektor keuangan.

Dalam penelitian ini, CSR diproksikan dengan CSR index, berdasarkan kriteria yang ditetapkan oleh *Global Reporting Initiative* (GRI), sedangkan respon investor diproksikan dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Penelitian ini menggunakan empat variabel kontrol, yaitu *return-on-asset* (ROA), ukuran perusahaan, *debt-to-equity ratio* (DER), dan *market share*. Analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 310 perusahaan tahun dalam sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa CSR berpengaruh negatif signifikan terhadap respon investor. Variabel kontrol ROA dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap respon investor, DER berpengaruh negatif signifikan terhadap respon investor, sedangkan *market share* tidak memiliki pengaruh terhadap respon investor.

**Kata Kunci:** *Corporate Social Responsibility*, respon investor, *cumulative abnormal return*, sektor keuangan

## ABSTRACT

*There were many researches about the effect of Corporate Social Responsibility on investor response, but the results were still inconsistent. This research aimed to examine the effect of Corporate Social Responsibility (CSR) on investor response in companies in the financial sector.*

*In this research, CSR was measured by CSR index, based on criteria established by the Global Reporting Initiative (GRI), while investor response was measured by the Cumulative Abnormal Return (CAR). This research used four control variables, were consisted of return-on-assets (ROA), firm size, debt-to-equity ratio (DER), and market share. The hypothesis in this research were tested by using multiple regression analysis. The samples used in this research are 310 firm years in the financial sector that were listed in Indonesia Stock Exchange in the period of 2008-2012.*

*The result of this research concluded that CSR had significant negative effect on investor response. As control variables, ROA and firm size had significant positive effect, DER had significant negative effect, while market share had no significant effect on the investor response.*

**Keywords:** *Corporate Social Responsibility*, investor response, *cumulative abnormal return*, financial sector

## PENDAHULUAN

*Corporate Social Responsibility* (CSR) telah menjadi subjek perhatian utama dalam beberapa tahun terakhir. Hal ini

dikarenakan banyak perusahaan yang semakin menyadari pentingnya menerapkan program CSR sebagai bagian dari

strateginya, seperti hasil *survey* yang dilakukan oleh KPMG tahun 2008 dalam Choi (2010), bahwa 250 perusahaan dalam *Global Fortune* mempublikasikan CSR sebagai bagian dari strategi perusahaan. Selain oleh perusahaan, CSR juga dianggap penting oleh para pengambil keputusan bisnis seperti investor, yang ditunjukkan oleh hasil *survey* global yang dilakukan oleh *The Economist Intelligence Unit* dalam Sayekti dan Wondabio (2007) yang menunjukkan bahwa 85% eksekutif senior dan investor dari berbagai organisasi menjadikan CSR sebagai pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan. Hasil *survey* tersebut didukung oleh hasil penelitian Eipstein dan Freedman (1994) yang mengungkapkan bahwa investor individual tertarik terhadap informasi sosial yang dilaporkan dalam laporan keuangan. Demikian pula Rodgers, Choy, dan Guiral (2013) mengungkapkan bahwa investor menilai positif bentuk kegiatan sosial yang dilakukan oleh perusahaan.

Semakin berkembangnya isu mengenai pentingnya CSR bagi para pengambil keputusan bisnis, seperti investor, menimbulkan banyak penelitian yang dilakukan untuk menganalisa pengaruh CSR terhadap respon investor. Namun, hasil penelitian-penelitian tersebut masih menunjukkan hasil yang belum konklusif. Hasil penelitian Jones dan Murrell (2001), Yuliana, Purnomosidhi, dan Sukaharsono (2008), Saleh, Zulkifli, dan Muhammad (2011), Cheng dan Christiawan (2011), Lackmann, Ernstberger, dan Stich (2012), Wang (2011), Hendarto dan Purwanto (2012), Ekatah, Samy, Bampton, Halabi (2011), dan Chen, Tang, dan Hung (2013) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara CSR terhadap respon investor.

Hasil penelitian-penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wagner (2002), Brammer, Brooks, dan Pavelin (2006), Anderson-Weir (2010), Dravenstott dan Chieffe (2011), Jones, Frost, Loftus, dan Van Der Laan (2007), Ragothaman dan Carr (2008), Istianingsih dan Zulni (2013) yang menyatakan bahwa CSR berpengaruh negatif terhadap respon investor.

Hasil lainnya ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh McWilliam dan Siegel (2000), McWilliam dan Siegel (2001), Murray, Sinclair, Power, dan Gray (2006), Xu, Zeng, dan Tam (2007), Guidry dan Patten (2010), Cheung (2011), Dincer

(2011), Amrousy, Gavius, Katz, dan Yosef (2012), Clacher dan Hagendorff (2012) yang menunjukkan bahwa CSR tidak berpengaruh terhadap respon investor. Ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu tersebut menjadi salah satu motivasi dalam penelitian ini untuk melakukan pengujian kembali apakah terdapat pengaruh CSR terhadap respon investor.

Dalam penelitian ini, objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan yang bergerak di sektor keuangan. Penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang sebagian besar menggunakan objek penelitian dari semua sektor industri, sedangkan seharusnya tiap sektor industri memiliki kondisi yang saling berbeda (Griffin dan Mahon, 1997). Adapun penelitian yang menggunakan sampel perusahaan dari sektor industri tertentu, perusahaan dari sektor keuangan masih belum pernah diteliti sebelumnya. Alasan lain menggunakan sampel perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan adalah karena sebagian besar perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan di Indonesia melakukan kegiatan CSR, walaupun sebenarnya tidak diwajibkan oleh undang-undang yang berlaku di Indonesia. Berdasarkan pertimbangan di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah penerapan CSR yang dilakukan perusahaan dalam sektor keuangan berpengaruh terhadap respon investor.

### **Stakeholder Theory**

Teori *stakeholder* merupakan dasar untuk memahami pentingnya *Corporate Social Responsibility* (CSR). Pirsch, Gupta, dan Grau (2007) mendefinisikan teori *stakeholder* sebagai teori yang menyatakan bahwa keberlanjutan sebuah organisasi dapat diperoleh dengan cara memenuhi kebutuhan para *stakeholder*, yaitu melalui aspek ekonomi, dengan memaksimalkan laba serta aspek non ekonomi, dengan melakukan aktivitas yang berkaitan dengan sosial dan lingkungan. Freeman dan McVea (2001) mendefinisikan *stakeholder* sebagai suatu kelompok atau individu yang dapat dipengaruhi atau mempengaruhi aktivitas yang dilakukan organisasi dalam mencapai tujuannya. Carroll (2004) menyebutkan bahwa pihak-pihak yang disebut sebagai *stakeholder* adalah konsumen, karyawan, pemilik, komunitas, pemerintah, pesaing, dan lingkungan alam. Istianingsih & Zulni

(2013) mengungkapkan bahwa salah satu strategi yang dapat diterapkan oleh perusahaan dalam menjaga dan mengelola hubungan dengan para *stakeholder*-nya adalah dengan melakukan kegiatan CSR. Dengan melakukan CSR, diharapkan perusahaan dapat memenuhi keinginan dan kebutuhan para *stakeholder* sehingga dapat menghasilkan sebuah hubungan yang harmonis. Dengan adanya hubungan yang harmonis antara perusahaan dan para *stakeholder*-nya, maka perusahaan dapat mencapai kesuksesannya dalam jangka panjang (*sustainability*).

### **Decision-Usefulness Theory**

Menurut Scott (2012, p.68), teori *decision-usefulness* merupakan sebuah teori yang memberikan pemahaman bagaimana individu membuat keputusan secara rasional pada kondisi ketidakpastian berdasarkan informasi yang diterimanya. Teori *decision-usefulness* berkaitan dengan teori investasi yang merupakan spesialisasi dari *decision theory*, yaitu teori yang menggambarkan proses pengambilan keputusan oleh investor rasional berdasarkan informasi yang dimiliki oleh investor untuk mengetahui sifat risiko pada portfolio investasi dan mengestimasi tingkat pengembalian yang akan diterima oleh investor. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam *decision theory* adalah :

1. Investor bersifat rasional. Artinya, dalam mengambil keputusan, investor akan cenderung untuk memilih investasi yang memiliki *expected utility* yang terbesar pada risiko tertentu.
2. Investor yang rasional adalah investor yang bersifat *risk-averse*. Investor yang *risk-averse* tidak akan menerima tingkat risiko tertentu kecuali jika investor akan mendapatkan tingkat pengembalian yang sesuai dengan tingkat risiko yang diterimanya.

Teori ini merupakan sebuah pendekatan yang diadopsi untuk memenuhi kebutuhan informasi dari pengguna laporan organisasi, yaitu untuk para pengambil keputusan seperti investor dan kreditor. Dengan menggabungkan konsep informasi dan *decision theory*, Scott (2012, p.76) mendefinisikan informasi sebagai sebuah bukti yang memiliki potensi untuk mempengaruhi individu dalam mempengaruhi keputusan. Aprillianto, Wulandari, dan Kurrohman (2014) menyatakan bahwa konsekuensi dari teori

ini adalah bahwa informasi yang terkandung dalam laporan harus memberikan manfaat bagi para penggunanya dalam mengambil keputusan.

### **Corporate Social Responsibility (CSR)**

Menurut Marsden (2001) dalam Dahlsrud (2008), CSR didefinisikan sebagai perilaku dan tanggung jawab perusahaan dalam menjalankan bisnisnya untuk mencapai keuntungan, dengan mempertimbangkan semua dampak yang dihasilkan terhadap lingkungan, sosial, dan ekonomi dalam masyarakat. Hal ini sejalan dengan konsep mengenai *sustainable development* yang dinyatakan oleh Elkington (1998) dalam Marnelly (2012) yang mengungkapkan bahwa terdapat 3 komponen penting untuk mencapai *sustainable development*, yaitu melalui *economic growth*, *environmental protection*, dan *social equity*. Konsep ini sering dikenal dengan istilah 3P yang terdiri dari *profit*, *planet*, *people* yang berarti bahwa perusahaan yang baik tidak hanya fokus terhadap kepentingan ekonomi saja, melainkan juga terhadap kepentingan lingkungan dan kesejahteraan masyarakat.

CSR yang dilakukan oleh perusahaan merupakan perwujudan dari teori *stakeholder* yaitu dimana perusahaan selain memenuhi tanggung jawab ekonominya untuk menghasilkan laba, perusahaan juga harus memenuhi kebutuhan para *stakeholder* dengan melakukan aktivitas lainnya seperti menjaga kelestarian lingkungan dan melakukan aktivitas sosial. Menurut Maignan & Farrell (2004), adanya motivasi untuk memenuhi kebutuhan *stakeholder* akan berkorelasi dengan kelangsungan perusahaan, keadaan ekonomi yang lebih terjamin, keunggulan bersaing, serta adanya kepercayaan dan kesetiaan dari pelanggan sehingga kelangsungan hidup perusahaan lebih terjamin.

### **Respon Investor**

Respon investor dapat diartikan sebagai tanggapan investor atas informasi yang diterimanya. Scott (2003, p.93) mengungkapkan bahwa informasi yang diterima oleh investor akan dijadikan pedoman dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi yang diterima oleh investor dapat mempengaruhi harga pasar sekuritas dalam pasar modal. Hal ini sejalan dengan adanya teori *efficient market*

*hypothesis*, yaitu bahwa harga pasar sekuritas mencerminkan informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Harga sekuritas tersebut dapat berubah, tergantung dari tindakan yang diambil oleh investor. Menurut Beaver (1973) dalam Scott (2003, p.98), *market efficiency* mengimplikasikan bahwa investor akan menggunakan seluruh informasi yang relevan, tersedia, dan dipublikasikan agar dapat membantu investor dalam memprediksi tingkat pengembalian di masa depan sebagai dasar keputusan untuk berinvestasi.

Dalam penelitian ini, respon investor diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR), mengacu pada penelitian Arya dan Zhang (2009) serta Groening dan Kanuri (2013). Menurut Groening & Kanuri (2013), *abnormal return* muncul ketika investor menganggap adanya suatu peristiwa dapat memberi dampak positif maupun negatif pada arus kas perusahaan dalam masa mendatang yang dapat dilihat dari kenaikan atau penurunan harga saham secara signifikan baik kurang maupun melebihi harga pasar saham. Das, Sen, Sengupta (1998) dalam Groening dan Kanuri (2013) mendefinisikan CAR sebagai jumlah perubahan persentase harga saham harian setelah menyesuaikan dengan pergerakan pasar saham secara umum dan risiko sistematis perusahaan selama periode peristiwa.

#### **Return-On-Asset (ROA)**

*Return-on-Asset* (ROA) merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba atas sejumlah aset yang dimilikinya (Almiria, Shonhadji, Angraini, 2009). ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang mengukur seberapa efisien perusahaan dalam mendayagunakan asetnya untuk menghasilkan laba (Syauta & Widjaja, 2009). ROA dapat diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}}$$

#### **Ukuran Perusahaan (FSIZE)**

Ukuran perusahaan dapat didefinisikan sebagai suatu skala untuk menentukan besar kecilnya suatu perusahaan (Aryani, 2011). Pengukuran ukuran perusahaan dengan total aset paling umum dilakukan. Dalam penelitian ini,

ukuran perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$FSIZE_{i,t} = \log(\text{Total Aset})$$

#### **Debt-to-Equity Ratio (DER)**

*Debt-to-Equity ratio* (DER) dapat didefinisikan sebagai rasio yang membandingkan antara total kewajiban perusahaan dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun (Juniarti & Sentosa, 2009). Dalam penelitian ini, *debt-to-equity ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER_{i,t} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

#### **Market Share (MSHARE)**

*Market share* dapat didefinisikan sebagai posisi suatu perusahaan dalam suatu sektor industri (O'Regan, 2002). *Market share* merupakan salah satu indikator makro yang dapat menjelaskan tentang kemampuan perusahaan dalam menguasai bagian pasar dalam sektor industrinya. Dalam penelitian ini, *market share* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MSHARE_{i,t} = \frac{\text{Total Penjualan}}{\text{Total Penjualan Industri}}$$

#### **Pengaruh CSRI terhadap CAR**

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa suatu perusahaan dapat mencapai keberlanjutan jika memenuhi kebutuhan para *stakeholder*. Hal ini diwujudkan dengan aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan, dimana aktivitas CSR ini dilakukan dengan mengintegrasikan aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial serta mengelola hubungan dari ketiga aspek tersebut agar perusahaan dapat berkelanjutan.

Aktivitas CSR yang telah dilakukan oleh perusahaan diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan untuk memberi informasi bagi para pengambil keputusan seperti investor. Sejalan dengan teori *decision-usefulness*, jika informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan memiliki kandungan informasi yang dapat memberi *value* bagi investor, maka investor akan memberikan suatu respon. Respon yang diberikan oleh investor dapat berupa respon positif dan negatif. Jika investor mengapresiasi praktik CSR yang dilakukan oleh perusahaan berdasarkan pertimbangan

bahwa dengan melakukan CSR perusahaan akan berkelanjutan, maka investor akan memberikan respon yang positif. Sebaliknya, beberapa investor beranggapan bahwa perusahaan yang melakukan praktik CSR cenderung melakukan pemborosan sumber daya karena untuk melakukan CSR dibutuhkan sumber daya yang banyak dan belum tentu membawa dampak yang dapat dirasakan secara langsung oleh perusahaan, sehingga direspon negatif oleh investor.

Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Jones & Murrell (2001), Wang (2011), Lackmann, *et al.* (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif antara CSR terhadap *abnormal return*, sedangkan Brammer, Brooks, Pavelin (2006), Jones (2007), Istianingsih & Zulni (2013) menemukan bahwa aktivitas CSR berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Namun, berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Guidry & Patten (2010), Cheung (2011), Clacher & Hagendorff (2012) yang tidak menemukan adanya pengaruh CSR terhadap *abnormal return*. Sebagian besar dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa CSR berpengaruh terhadap respon investor, baik berpengaruh secara positif maupun negatif. Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibuat adalah :

H<sub>1</sub> : CSRI berpengaruh terhadap CAR

#### **Pengaruh ROA terhadap CAR**

ROA mengukur seberapa efisien perusahaan menggunakan aset yang dimiliki dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi nilai ROA, menunjukkan bahwa perusahaan beroperasi semakin efisien dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan laba. Selain itu, nilai ROA yang tinggi mengindikasikan bahwa *return* yang dihasilkan perusahaan semakin besar, risiko perusahaan tidak dapat memberikan *return* bagi investor rendah, sehingga direspon positif oleh investor. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Syauta dan Widjaja (2009) serta Ulupui (2007). Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibuat adalah :

H<sub>2</sub> : ROA berpengaruh positif terhadap CAR

#### **Pengaruh Ukuran Perusahaan (FSIZE) terhadap CAR**

Semakin besar ukuran perusahaan mengindikasikan memiliki sumber daya keuangan yang besar pula. Selain itu, semakin besar perusahaan dapat

melakukan diversifikasi terhadap risiko, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, dan memiliki posisi yang dominan di pasar. Ukuran perusahaan yang besar akan menghadapi risiko kegagalan yang lebih kecil, sehingga direspon positif oleh investor. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Clacher dan Hagendorff (2012) dan Martani, Mulyono, dan Khairurizka (2009). Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibuat adalah:

H<sub>3</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap CAR

#### **Pengaruh DER terhadap CAR**

Rasio DER yang tinggi menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding modal yang dimiliki oleh perusahaan sehingga berdampak pada kewajiban perusahaan yang semakin tinggi untuk melunasi hutangnya. Kewajiban yang tinggi menunjukkan risiko kegagalan perusahaan yang semakin tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai DER yang tinggi direspon negatif oleh investor. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sugiarto (2011), Yuliantara & Sudjana (2014), dan Acheampong, Agalega, Shibu (2014). Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibuat adalah :

H<sub>4</sub> : *Debt-to-Equity ratio* berpengaruh negatif terhadap CAR

#### **Pengaruh Market Share (MSHARE) terhadap CAR**

*Market share* merupakan salah satu indikator makro yang dapat menjelaskan tentang kemampuan perusahaan dalam menguasai bagian pasar dalam sektor industrinya. Presentase *market share* yang tinggi dapat dijadikan salah satu indikator keberhasilan perusahaan dalam melakukan penjualan dan penguasaan pasar, sehingga risiko kegagalan perusahaan semakin kecil dan *return* yang diperoleh investor juga semakin tinggi. Oleh karena itu, presentase *market share* yang tinggi akan direspon positif oleh investor. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Hidayat & Setyaningsih (2011) dan Suprpti & Nuraini (2009). Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibuat adalah :

H<sub>5</sub> : *Market share* berpengaruh positif terhadap CAR

## METODE PENELITIAN

Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Hubungan antar variabel yang diuji dalam penelitian ini dapat dinyatakan dalam model persamaan sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSRI_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t-1} + \beta_4 DER_{i,t-1} + \beta_5 MSHARE_{i,t-1} + \varepsilon$$

Keterangan :

$CAR_{i,t}$	: <i>Cumulative Abnormal Return</i> perusahaan i pada periode t
$\alpha$	: konstanta persamaan regresi
$\beta_{1,2,3,4,5}$	: koefisien regresi pada setiap variabel
$CSRI_{i,t-1}$	: <i>CSR Index</i> perusahaan i, pada periode t-1
$ROA_{i,t-1}$	: <i>return-on-asset</i> perusahaan i pada periode t-1
$FSIZE_{i,t-1}$	: ukuran perusahaan i pada periode t-1
$DER_{i,t-1}$	: <i>debt-to-equity ratio</i> perusahaan i pada periode t-1
$MSHARE_{i,t-1}$	: <i>market share</i> perusahaan i pada periode t-1
$\varepsilon$	: <i>error</i>

### Corporate Social Responsibility Index (CSRI)

Dalam penelitian ini, CSR diukur dengan menggunakan *CSR Index* (CSRI), mengacu pada kriteria yang ditetapkan oleh *Global Reporting Initiative* versi 3.1 yang mencakup pengungkapan CSR dalam bidang ekonomi, lingkungan, dan sosial. Tahap-tahap untuk memperoleh *CSR index* adalah sebagai berikut :

1. Memperoleh kriteria pengungkapan CSR dari *Global Reporting Initiative*.
2. Membandingkan kriteria dengan pengungkapan aktivitas CSR dalam laporan tahunan dan laporan tahunan secara keseluruhan, jika memenuhi kriteria diberi angka 1, jika tidak diberi angka 0.
3. Menjumlahkan skor tiap perusahaan dalam 1 tahun lalu dibandingkan dengan jumlah kriteria keseluruhan untuk mengukur proporsi perusahaan dalam memenuhi kriteria pengungkapan tersebut, dengan rumus sebagai berikut :

$$CSRI_{i,t} = \sum \frac{\text{item yang diungkapkan}}{\text{item kriteria}}$$

### Cumulative Abnormal Return (CAR)

Tahap-tahap perhitungan CAR dalam penelitian ini mengacu pada tahapan dalam Arya & Zhang (2009), yaitu sebagai berikut :

1. Mengestimasi hubungan antara *actual return* ( $R_{it}$ ) dan *market return* ( $R_{mt}$ ) untuk memperoleh *expected return*

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$
2. Menghitung *abnormal return* (AR) yang merupakan selisih dari *actual return* dan *expected return*

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$
3. Mengitung jumlah *abnormal return* selama 11 hari (5 hari sebelum, hari penyampaian laporan tahunan, dan 5 hari sesudah)
$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t}$$

Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan dalam sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2008-2012
2. Perusahaan dalam sektor keuangan yang mempublikasikan laporan tahunan antara 2008-2012
3. Harga saham harian perusahaan dan IHSIG tersedia dengan lengkap selama minimal 100 hari

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel penelitian yang berjumlah 310 perusahaan tahun, yang merupakan hasil seleksi dari perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
CSRI	310	.01	.21	.0891	.06531
ROA	310	-.44	.28	.0300	.05628
FSIZE	310	10.57	14.80	12.5560	1.03986
DER	310	-	15.62	4.8513	4.73089

MSHARE	309	-.04	.90	.0720	.13306
CAR	310	-4.23	1.63	-.7514	.92098
Valid N (listwise)	309				

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 1 menunjukkan nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi masing-masing variabel dalam penelitian ini.

**Tabel 2. Uji Normalitas**

		Unstandardized Residual
N		309
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	0E-7
	Std. Deviation	.84563578
Most Extreme Differences	Absolute	.077
	Positive	.052
	Negative	-.077
Kolmogorov-Smirnov Z		1.346
Asymp. Sig. (2-tailed)		.053

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian normalitas pada variabel residual yang dilakukan dengan menggunakan *Kolmogorov Smirnov* yang menunjukkan angka signifikansi 0,053 yang berarti bahwa nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal.

**Tabel 3. Uji Multikolinearitas**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
1 CSRI	.852	1.174
ROA	.854	1.170
FSIZE	.479	2.090
DER	.524	1.908
MSHARE	.748	1.337

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian multikolinearitas dan hasil dari pengujian ini menyatakan bahwa tidak terdapat korelasi antar variabel karena nilai *tolerance* (TOL) pada seluruh variabel

independen menunjukkan nilai lebih dari 0,1 dan nilai VIF yang kurang dari 10.

**Tabel 4. Uji Autokorelasi**

R	R Square	Adjusted R Square	Durbin-Watson
.399 <sub>a</sub>	.160	.146	1.692

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian autokorelasi dengan melakukan pengujian *Durbin Watson* dan menunjukkan nilai 1,692. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *Durbin Watson* berada di antara angka -2 sampai 2, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada data.

**Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas**

Model	T	Sig.
(Constant)	2.395	.017
1 CSRI	.884	.378
ROA	-.536	.592
FSIZE	-1.084	.279
DER	-.485	.628
MSHARE	.683	.495

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian heteroskedastisitas dengan melakukan uji Glejser dan menunjukkan bahwa tingkat signifikansi seluruh variabel independen terhadap variabel *residual* (ABSU) memiliki nilai lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan setiap variabel tidak terkena heteroskedastisitas.

**Tabel 6. Nilai Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.399 <sub>a</sub>	.160	.146	.85258

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 6 menunjukkan nilai koefisien determinasi yaitu sebesar 0,146 yang berarti bahwa variabel CSRI, ROA, FSIZE, DER, dan MSHARE mampu menjelaskan

perubahan CAR sebesar 14,6%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya.

**Tabel 7. Hasil Uji F**

Model	F	Sig.
Regression	11.505	.000 <sup>b</sup>
Residual		
Total		

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 7 menunjukkan hasil uji ANOVA atau uji F dan menunjukkan besarnya F hitung adalah 11,505 dengan tingkat signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi perubahan variabel dependen (CAR). Hal ini juga menunjukkan bahwa variabel CSRI, ROA, FSIZE, DER, dan MSHARE secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap CAR.

**Tabel 8. Hasil Uji t**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-5.983	.778		-7.692	.000
CSRI	-1.605	.805	-.114	-1.994	.047
ROA	1.781	.933	.109	1.909	.057
FSIZE	.437	.067	.494	6.483	.000
DER	-.033	.014	-.172	-2.358	.019
MSHARE	-.077	.422	-.011	-.183	.855

a. Dependent Variable: CAR

(Sumber : Hasil Output SPSS)

Tabel 8 menunjukkan hasil uji t dan menunjukkan bahwa nilai variabel CSRI, ROA, FSIZE, dan DER lebih kecil dari 0,05 dan 0,1 yang berarti memiliki pengaruh signifikan terhadap CAR. Sedangkan variabel MSHARE menunjukkan angka signifikansi lebih besar dari 0,05 dan 0,1 yaitu sebesar 0,855 yang menunjukkan bahwa variabel MSHARE tidak berpengaruh terhadap CAR. Selain itu ditunjukkan pula bahwa CSRI berpengaruh negatif terhadap CAR, ROA dan FSIZE berpengaruh positif terhadap CAR, dan DER berpengaruh negatif terhadap CAR.

#### **Pengaruh CSRI terhadap CAR**

Hasil penelitian untuk hipotesis pertama menunjukkan bahwa CSR berpengaruh terhadap CAR, sehingga hipotesis diterima.

Hasil penelitian ini tidak membuktikan *stakeholder theory*, namun dapat membuktikan *decision-usefulness theory*. Hal ini dikarenakan aktivitas CSR yang telah dilakukan oleh perusahaan diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan untuk memberi informasi bagi para pengambil keputusan seperti investor. Berdasarkan teori *decision-usefulness*, jika informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan memiliki kandungan informasi yang dapat memberi *value* bagi investor, maka investor akan memberikan respon.

Respon negatif yang diberikan oleh investor dikarenakan adanya anggapan investor bahwa perusahaan yang melakukan praktik CSR cenderung melakukan pemborosan sumber daya karena untuk melakukan CSR dibutuhkan sumber daya yang banyak dan belum tentu membawa dampak yang dapat dirasakan secara langsung oleh perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Brammer, Brooks, Pavelin (2006) yang melakukan penelitian di UK bahwa total biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk melakukan aktivitas sosial dianggap dapat merusak *shareholder value*. Demikian pula hasil penelitian yang dilakukan oleh Istianingsih & Zulni (2013) yang dilakukan di Indonesia, menyatakan bahwa adanya pengaruh negatif antara CSR dan *abnormal return* dikarenakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk aktivitas CSR akan semakin besar sehingga mengurangi laba perusahaan dan mengurangi pendapatan yang akan diperoleh investor.

#### **Pengaruh ROA terhadap CAR**

Hasil penelitian untuk hipotesis kedua menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap CAR, sehingga hipotesis diterima.

Hal ini membuktikan bahwa semakin tinggi nilai ROA, menunjukkan bahwa perusahaan beroperasi semakin efisien dalam menggunakan asetnya dalam menghasilkan laba. Selain itu, nilai ROA yang tinggi dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* baik sehingga risiko perusahaan tidak dapat memberikan *return* bagi investor rendah. Oleh karena itu nilai ROA yang tinggi akan direspon positif oleh investor

#### **Pengaruh Ukuran Perusahaan (FSIZE) terhadap CAR**

Hasil penelitian untuk hipotesis ketiga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (FSIZE) berpengaruh positif terhadap CAR, sehingga hipotesis diterima.

Hal ini membuktikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan berarti perusahaan tersebut memiliki sumber daya keuangan yang besar pula. Sumber daya keuangan yang besar dapat memudahkan perusahaan untuk dapat melakukan diversifikasi terhadap risiko, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, dan memiliki posisi yang dominan di pasar (Setiawan dan Daud, 2012). Ukuran perusahaan yang besar akan menghadapi risiko kegagalan yang lebih kecil dan memiliki potensi untuk memberi *return* yang besar, sehingga direspon positif oleh investor

#### **Pengaruh DER terhadap CAR**

Hasil penelitian untuk hipotesis keempat menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap CAR, sehingga hipotesis diterima. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa rasio DER yang tinggi menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibandingkan total ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan sehingga berdampak pada kewajiban perusahaan yang semakin tinggi untuk melunasi hutangnya. Astuti (2006) mengungkapkan bahwa semakin tinggi proporsi hutang dibanding modal menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap kreditor sehingga tingkat risiko perusahaan akan semakin besar. Oleh karena itu, nilai DER yang tinggi direspon negatif oleh investor.

#### **Pengaruh Market Share (MSHARE) terhadap CAR**

Hasil penelitian untuk hipotesis kelima menunjukkan bahwa *market share* tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR, sehingga hipotesis ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Hidayat & Setyaningsih (2011) dan Suprapti & Nuraini (2009).

Berdasarkan data penjualan dan penjualan industri perusahaan yang telah dihitung dan diolah, nilai rata-rata *market share* perusahaan dalam sektor keuangan hanya sebesar 7,2% (tabel 1), sehingga dapat disimpulkan bahwa posisi setiap perusahaan dalam tidak ada yang saling mendominasi sehingga investor kurang memandang *market share* sebagai bahan

pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi.

. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Almilia (2006) yang menyatakan bahwa *market share* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap CAR.

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

1. *Corporate Social Responsibility* (CSRI) berpengaruh negatif signifikan terhadap respon investor
2. *Return-on-Asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap respon investor
3. Ukuran perusahaan (FSIZE) berpengaruh positif signifikan terhadap respon investor
4. *Debt-to-Equity ratio* (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap respon investor
5. *Market share* (MSHARE) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap respon investor.

Di dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan, yaitu :

1. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur nilai CSR hanya berasal dari laporan tahunan
2. Terdapat beberapa perusahaan dalam sektor keuangan tidak mengungkapkan aktivitas CSR karena tidak ada peraturan khusus yang mewajibkan dan dapat dijadikan pedoman, sehingga agak sulit untuk mendapatkan skor CSR

Adapun beberapa saran atas hasil dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi investor  
Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa investor cenderung hanya mempertimbangkan aspek keuangan dalam mengambil keputusan investasi. Namun untuk jangka panjang, sebaiknya investor lebih memperhatikan keberlanjutan perusahaan di mana CSR memegang peranan penting seperti yang sudah dibuktikan dalam penelitian-penelitian secara global di negara-negara maju.
2. Bagi penelitian selanjutnya  
Untuk penelitian tentang CSR di Indonesia, untuk menilai skor CSRI dapat dilakukan dengan membandingkan item-item aktivitas CSR yang diungkapkan oleh perusahaan

publik dalam laporan tahunan dengan mengacu pada kriteria pengungkapan CSR yang diwajibkan oleh peraturan yang dikeluarkan oleh BAPEPAM LK No X-K.6 tahun 2012.

#### DAFTAR REFERENSI

- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A.K. (2014). The effect of financial leverage and market size on stock returns on the Ghana stock exchange: evidence from selected stocks in the manufacturing sector. *International Journal of Financial Research*, 5 (1), 124-135.
- Almilia, L.S. (2006). Reaksi pasar dan efek intra industri pengumuman financial distress. *Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi* (1), 1-15.
- Almilia, L.S., Shonhadji, N., & Angraini. (2009). Faktor-faktor yang mempengaruhi financial sustainability ratio pada bank umum swasta nasional non devisa periode 1995-2005. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11(1), 42-52
- Amrousy, Z., Gavius, I., Katz, H., & Yosef, R. (2012). Corporate social responsibility (CSR) and firm performance. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8 (11), 1691-1703.
- Anderson-Weir, C.H. (2010). How does the stock market react to corporate environmental news? *Undergraduate Economic Review*, 6 (1), 1-29.
- Aprillianto, B., Wulandari, N., & Kurrohman, T. (2014). Perilaku investor saham individual dalam pengambilan keputusan investasi: studi hermeneutika-kritis. *E-Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi*, 1 (1), 16-31.
- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional reforms and investor reactions to csr announcements: evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies*, 46 (7), 1-24.
- Aryani, D.S (2011). Manajemen laba pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*, 1 (2), 200-220.
- Astuti, S.P. (2006). Analisis pengaruh faktor-faktor fundamental, EVA, dan MVA terhadap return saham (studi pada perusahaan manufaktur di bursa efek jakarta periode 2001-2003). *Tesis, Universitas Diponegoro*. Retrieved October 11, 2014 from [core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/11717629.pdf](http://core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/11717629.pdf)
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: uk evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35 (3), 97-116.
- Carroll, A. B. (2004). Managing ethically with global stakeholders: a present and future challenge. *Academy of Management Executive*, 18 (2), 114-120
- Chen, R.C.Y., Tang, H., Hung, S. (2013). Corporate social responsibility and firm performance. *The Journal of American Business Review*, 2(1), 181-188.
- Cheng, M. & Christiawan, Y.J. (2011). Pengaruh pengungkapan corporate social responsibility terhadap abnormal return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13 (1), 23-35.
- Cheung, Y.L., Tan, W., Ahn, H.J., & Zhang, Z. (2010). Does corporate social responsibility matter in Asian emerging markets? *Journal of Business Ethics*, 92, 401-413.
- Cheung, A.W.K. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99, 145-165.
- Choi, J.S, Kwak, Y.M., & Choe, C. (2010). Corporate social responsibility and corporate financial performance: evidence from Korea. *Australian Journal of Management*, 35 (3), 291-311
- Clacher, I., & Hagedorff, J. (2012) Do announcements about corporate social responsibility create or destroy shareholder wealth? evidence from the UK. *Journal of Business Ethics*, 106, 253-266.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social*

- Responsibility and Environmental Management*, 15, 1-13.
- Dincer, B. (2011). Do the shareholders really care about corporate social responsibility? *International Journal of Business and Social Science*, 2 (10), 71-76.
- Dravenstott, J., & Chieffe, N. (2011). Corporate social responsibility: should i invest for it or against it? *Journal of Investing*, 20 (3), 108-117.
- Eipstein, M.J. & Freedman, M. (1994). Social disclosure and the individual investor. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 7 (4), 94-109.
- Ekatah, I., Samy, M., Bampton, R., & Halabi, A. (2011). The relationship between corporate social responsibility and profitability: the case of Royal Dutch Shell PLC. *Corporate Reputation Review*, 14(4), 249-261.
- Freeman, R.E., & McVea, J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. *Working Paper*. Retrieved October 2, 2014 from www.ssrn.com
- Guidry R.P., & Patten, D.M. (2010). Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports, evidence that quality matters. *Sustainability Accounting Management and Policy Journal*, 1(1), 33-50.
- Griffin, J., & Mahon, J.F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate. *Business and Society*, 36(1), 5-31.
- Groening, C., & Kanuri, V.K. (2013). Investor reaction to positive and negative corporate social events. *Journal of Business Research*, 66 (10), 1852-1860.
- Hendarto, K.A. & Purwanto, B.M. (2012). Market reactions of mandatory implementation of corporate social responsibility: Indonesia context. *Asia Pacific Management Review*, 17(4), 379-402.
- Istianingsih & Zulni, R. (2013). Corporate social responsibility disclosure and predictability of future earnings: evidence from Indonesia Stock Exchange. 3rd Annual International Conference on Accounting and Finance, 182.
- Jones, R. & Murrel, A.J. (2001). Signaling positive corporate social performance. *Business and Society*, 40 (1), 59-78.
- Jones, S., Frost, G., Loftus, J., & van der Laan, S. (2007). An empirical examination of the market returns and financial performance of entities engaged in sustainability reporting. *Australian Accounting Review*, 17(1), 78-87.
- Juniarti & Sentosa, A.A. (2009). Pengaruh good corporate governance, voluntary disclosure terhadap biaya hutang (cost of debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11 (2), 88-100.
- Lackmann, J., Ernstberger, J., & Stich, M. (2012). Market reactions to increased reliability of sustainability information. *Journal of Business Ethics*, 107, 111-128.
- Maignan, I., & Ferrell, O.C. Corporate social responsibility and marketing: an integrative framework. *Journal of Academy of Marketing Science*, 32 (1), 3-19.
- Marnelly, T.R. (2012). Corporate Social Responsibility (CSR): tinjauan teori dan praktek di Indonesia. *Jurnal Aplikasi Bisnis*, 2 (2), 49-59.
- Martani, D., Mulyono, & Khairurizka. R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44-55.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21 (5) 603-609.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. *The Academy of Management*, 26 (1), 117-127.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., & Gray, R. (2006). Do financial markets care about social and environmental disclosure? further evidence and exploration from the UK. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 19 (2), 228-255

- O'Regan, N. (2002). Market Share: The conduit to future success? *European Business Review* 14 (4), 287-293.
- Pirsch, J., Gupta, S., Grau, S.L. (2007). A framework for understanding corporate social responsibility programs as a continuum: an exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 70: 125-140.
- Ragothaman, S., & Carr, D. (2008). The impact of environmental information disclosures on shareholder returns in a company : an empirical study. *International Journal of Management*, 25 (3), 613-620.
- Rodgers, W., Choy, H.L. & Guiral, A. (2013). Do investors value a firms' commitment to social activities? *Journal of Business Ethics*, 114, 607-623.
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2011), Looking for evidence of the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 3 (2), 163-190.
- Sayekti, Y. & Wondabio, L.S. (2007). Pengaruh CSR disclosure terhadap earning response coefficient. *Simposium Nasional Akuntansi X Unhas Makassar 26-28 Juli 2007*.
- Scott, W.R. (2003). Financial accounting theory 3<sup>rd</sup> edition. New Jersey, Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Scott, W.R. (2012). Financial accounting theory & 6<sup>th</sup> edition. Toronto: Pearson Education Canada
- Setiawan, E. & Daud, R. (2012). Pengaruh informasi akuntansi terhadap return saham: pertimbangan ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Penelitian dan Pengembangan Akuntansi*, 6(2), 11-27.
- Sudarmadji, A.M., & Sularto, L. (2007). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage, dan tipe kepemilikan perusahaan terhadap luas voluntary disclosure laporan keuangan tahunan. *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, Arsitek & Sipil)*.
- Sugiarto, A. (2011). Analisa pengaruh beta, size perusahaan, DER, dan PBV ratio terhadap return saham. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 3 (1), 8-14.
- Suprapti, S.B.W., & Nuraini, S.D. (2009). Pengaruh pangsa pasar, rasio leverage, dan rasio intensitas modal pada return saham. *Karisma*, 3(2), 139-146.
- Syauta, R.C., & Widjaja, I. (2009). Analisis pengaruh rasio ROA, LDR, NIM, dan NPL terhadap abnormal return saham perbankan di Indonesia pada periode sekitar pengumuman subprime mortgage. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 1 (2), 351-367.
- Ulupui, I.G.K.A. (2007). Analisis pengaruh rasio likuiditas, leverage, aktivitas, dan profitabilitas terhadap return saham (studi pada perusahaan makanan dan minuman dengan kategori industri barang konsumsi di BEJ). *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 2 (1), 1-20.
- Wagner, M., Van Phu, Azomahou, T., & Wehrmeyer, W. The relationship between the environmental and economic performance of firms: an empirical analysis of the European paper industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9 (3), 133-146.
- Wang, Y.G. (2011). Corporate social responsibility and stock performance evidence from Taiwan. *Modern Economy*, 2, 788-799.
- Xu, X.D., Zeng, S.X., & Tam, C.M. (2012). Stock market's reaction to disclosure of environmental violations: evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 107, 227-237.
- Yuliana, R., Purnomosidhi, B., & Sukoharsono, E.G. (2008). Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengungkapan corporate social responsibility (CSR) dan dampaknya terhadap reaksi investor. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5 (2), 245-276.
- Yuliantari, N.N.A. (2014). Pengaruh financial ratio, firm size, dan cash flow operating terhadap return share perusahaan F & B. *E-Journal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(3), 547-558.