

# PENGARUH *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* TERHADAP RESPON INVESTOR DALAM SEKTOR INFRASTRUKTUR, UTILITAS, DAN TRANSPORTASI DI INDONESIA

Elsa Ongkowijoyo dan Juniarti  
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra  
Email: yunie@peter.petra.ac.id

## ABSTRAK

Penelitian-penelitian mengenai pengaruh CSR terhadap respon investor telah banyak dilakukan sebelumnya. Namun, penelitian-penelitian tersebut menunjukkan hasil yang tidak konsisten dan belum pernah dilakukan dalam sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi di Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh CSR terhadap respon investor dalam sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi di Indonesia.

CSR diukur dengan menggunakan kriteria GRI Index versi 3.1, sedangkan respon investor diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return*. Variabel kontrol yang digunakan, yaitu *return on assets* (ROA), ukuran perusahaan, *debt-to-equity ratio* (DER), dan *market share*. Sampel yang digunakan sebesar 136 perusahaan tahun selama periode 2008-2012 dengan metode analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel independen CSR tidak berpengaruh terhadap respon investor. Variabel kontrol DER berpengaruh negatif terhadap respon investor dan *market share* berpengaruh positif terhadap respon investor. Sedangkan variabel kontrol ROA dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap respon investor.

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

## ABSTRACT

The effect of corporate social responsibility on investor response had been studied before. However, there was a mix finding of those researches and none of them had been done in Infrastructure, Utility, and Transportation Sector in Indonesia. The aim of this research was to examine the effect of corporate social responsibility on investor response in Infrastructure, Utility, and Transportation sector in Indonesia.

CSR was measured by GRI Index version 3.1 while investor response was measured by *cumulative abnormal return*. The control variables used in this research were return on assets (ROA), firm size, debt-to-equity ratio (DER), and market share. 136 firm years during 2008-2012 were used as a sample and analyzed using multiple regression analysis method.

The results indicated that CSR and the control variables of ROA and firm size had no influence on investor response. On the other hand, DER had negative influence and market share had positive influence toward investor response.

**Keywords:** *Corporate Social Responsibility*, investor's response, *cumulative abnormal return*

## PENDAHULUAN

Saat ini, *corporate social responsibility* (CSR) banyak diterapkan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia (Yuliana et al. 2008). Pemerintah Indonesia, baik pusat maupun daerah, juga turut berpartisipasi

dalam mendorong perusahaan untuk melakukan tanggung jawab sosialnya melalui penetapan beberapa peraturan dan undang-undang yang mengatur pelaksanaan CSR oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Salah satunya adalah Undang-Undang No. 40 Tahun 2007

tentang Perseroan Terbatas Pasal 74 yang mewajibkan perusahaan berbentuk perseroan yang kegiatan usahanya di bidang dan/atau berkaitan dengan sumber daya alam untuk melakukan kegiatan CSR. Dengan adanya undang-undang ini, pelaksanaan CSR yang dulunya hanya bersifat *voluntary* kini wajib dilakukan. Sesuai Keputusan Ketua BAPEPAM-LK No. KEP-431/BL/2012 tentang Penyampaian Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik, informasi mengenai kegiatan CSR yang telah dilakukan perusahaan dapat disampaikan melalui laporan tahunan (*annual report*) atau laporan tersendiri, seperti *sustainability report* atau *corporate social sustainability report*.

Respon investor terhadap kegiatan CSR perusahaan telah banyak diteliti sebelumnya. Hasil penelitian-penelitian yang telah dilakukan tidak konsisten (*mix finding*) antara penelitian satu dengan yang lain. Penelitian Van de Velde et al. (2005), Patten (2008), Chen et al. (2013), Blajer-Golebiewska (2014), Cheung, Tan, Ahn, dan Zhang (2010), Saleh, Zulkifli, dan Muhamad (2011), Hendarto dan Purwanto (2012), dan Yuliana, Purnomosidhi, dan Sukoharsono (2008) menunjukkan adanya pengaruh positif dari kegiatan CSR terhadap respon investor.

Di sisi lain, penelitian Wagner, Van Phu, Azomahou, dan Wehrmeyer (2002), Brammer, Brooks, dan Pavelin (2006), Jones, Frost, Loftus, dan van der Laan (2007), Anderson-Weir (2010), Dravenstott dan Chieffe (2011), Crisóstomo, Freire, dan de Vasconcellos (2011) justru menemukan bahwa investor memberikan respon negatif terhadap kegiatan CSR perusahaan.

Berbeda dengan penelitian-penelitian di atas, hasil penelitian Clacher dan Hagendorff (2012), Amrousy, Gavius, Katz, dan Yosef (2012), Cheung (2011), Aras, Aybars, dan Kutlu (2010), Guidry dan Patten (2010), Murray, Sinclair, Power, dan Gray (2006), McWilliams dan Siegel (2000), McWilliams dan Siegel (2001) menunjukkan bahwa CSR tidak berpengaruh terhadap respon investor.

Hasil penelitian yang berbeda-beda dari penelitian-penelitian sebelumnya inilah yang menjadi motivasi penelitian ini. Peneliti ingin menguji bagaimana investor merespon pengungkapan CSR dalam *annual report* perusahaan-perusahaan publik Indonesia.

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan di Indonesia menggunakan sampel yang berasal dari lebih dari satu industri atau sektor. Sebagai contoh, penelitian Hendarto dan Purwanto (2012) menggunakan sampel dari perusahaan yang termasuk dalam LQ45. Sedangkan penelitian Cheng dan Christiawan (2011) menggunakan sampel dari perusahaan yang berhubungan sumber daya alam, yaitu sektor Perkebunan, sektor Pertambangan, sektor Industri Dasar dan Kimia. Penelitian Yuliana, Purnomosidhi, dan Sukoharsono (2008) menggunakan sampel dari semua perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Namun menurut Griffin dan Mahon (1997), penelitian dalam satu industri akan lebih bermanfaat karena dapat membantu mengenali adanya pola tertentu dari *social performance* industri tersebut dan pola dari reaksi *stakeholders*, serta melihat perbedaan *social performance* antar perusahaan dalam satu industri. Berdasarkan pernyataan tersebut, peneliti tertarik melakukan penelitian dalam satu sektor, yaitu sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi.

Pemilihan sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi Indonesia sebagai populasi penelitian juga menjadi pembeda antara penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya karena hingga saat ini, peneliti belum menemukan penelitian tentang pengaruh CSR terhadap reaksi investor yang dilakukan dalam sektor ini di Indonesia.

## Stakeholder Theory

*Stakeholder theory* merupakan teori yang memiliki gagasan utama bahwa perusahaan harus memperluas visi manajemen atas peran dan tanggung jawabnya, tidak hanya sekedar mengoptimalkan laba tetapi juga mempertimbangkan kepentingan kelompok-kelompok non-pemegang saham atau pemangku kepentingan yang lain (Mitchell et al. 1997; Bird et al. 2007).

Pemangku kepentingan (*stakeholders*) merupakan setiap kelompok atau individu yang dapat mempengaruhi dan dipengaruhi oleh pencapaian tujuan-tujuan organisasi (Freeman 1984).

Clarkson (1995) membagi pemangku kepentingan menjadi dua kelompok, yaitu *primary stakeholder* dan *secondary stakeholder*. *Primary stakeholder* adalah

kelompok-kelompok, yang tanpa partisipasinya secara berkelanjutan, perusahaan tidak akan bisa bertahan (*going concern*). Pemegang saham dan investor, karyawan, konsumen, *supplier*, serta *public stakeholder group* yang terdiri dari pemerintah dan organisasi publik lain merupakan kelompok-kelompok yang termasuk *primary stakeholder*. Donaldson dan Preston (1995) menambahkan asosiasi dagang dan kelompok lingkungan sebagai *primary stakeholder*. *Secondary stakeholder* merupakan kelompok-kelompok yang mempengaruhi atau dipengaruhi oleh perusahaan, namun tidak terlibat dalam aktivitas transaksi dengan perusahaan dan tidak berpengaruh secara langsung pada keberlangsungan perusahaan. Media massa dan *special interest group* termasuk dalam *secondary stakeholder*.

Perusahaan termotivasi untuk memenuhi kebutuhan para pemangku kepentingan karena adanya fakta bahwa pemenuhan kebutuhan pemangku kepentingan memiliki korelasi terhadap kelangsungan perusahaan, kesejahteraan ekonomi, keunggulan kompetitif, serta tumbuhnya kepercayaan dan loyalitas di antara konsumen (Mitchell et al. 1997). Pirsch et al. (2006) juga menegaskan hal tersebut dengan menyatakan bahwa keberlangsungan dan kesuksesan perusahaan ditentukan oleh kemampuannya dalam mencapai tujuan ekonomi dan non-ekonomi melalui pemenuhan kebutuhan berbagai kelompok pemangku kepentingan tersebut.

### **Decision Usefulness Theory**

*Decision usefulness theory* pertama kali diungkapkan pada tahun 1966 dan diperkuat pada tahun 1973 dalam laporan Trueblood Commission. Dalam *decision usefulness theory*, ada dua pertanyaan penting. Pertama, siapa pengguna laporan keuangan? Para pengguna laporan keuangan yang beragam dapat dikelompokkan ke dalam kelompok-kelompok besar, seperti investor, manajer, serikat pekerja, pemerintah, dan pembuat peraturan, yang disebut *constituencies*. Pertanyaan yang kedua adalah jenis keputusan apa yang akan diambil pengguna laporan keuangan? Dengan memahami jenis keputusan yang akan diambil, akuntan dapat mempersiapkan informasi yang dibutuhkan secara lebih baik untuk

menjawab kebutuhan berbagai *constituencies*. Dengan kata lain, menyiapkan laporan keuangan sesuai kebutuhan pengguna laporan akan lebih banyak membantu proses pengambilan keputusan sehingga laporan keuangan akan lebih bermanfaat. Laporan keuangan dikatakan berguna jika mampu membantu memprediksi tingkat pengembalian investasi di masa depan (Scott 2012).

Terdapat dua asumsi dalam *decision usefulness theory*, yaitu investor rasional dan *risk-averse*. Investor yang rasional berarti investor memilih alternatif yang memberikan utilitas paling tinggi dalam pengambilan keputusan dan akan mencari informasi tambahan terkait dengan keputusan yang diambil. *Decision usefulness theory* menggambarkan tindakan yang pada umumnya dilakukan investor jika ingin mengambil keputusan investasi yang tepat. Investor rasional diasumsikan *risk-averse* yang berarti investor cenderung enggan mengambil risiko yang terlalu tinggi. Investor ini selalu mempertimbangkan *trade off* antara tingkat pengembalian yang diharapkan dan risiko. Investor yang *risk-averse* membutuhkan dan akan mencari informasi terkait risiko dan nilai dari tingkat pengembalian di masa depan (Scott 2012).

Lembaga-lembaga akuntansi profesional telah mengadopsi *decision usefulness theory* dalam kerangka kerja dan kebijakan-kebijakan yang dibuat. Salah satu contohnya adalah rancangan IASB/FASB Conceptual Framework (2008) yang menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi keuangan yang berguna bagi *present and potential equity investors, lenders, dan kreditor lain* dalam pengambilan keputusan dalam kapasitasnya sebagai penyedia modal (*capital providers*).

Dalam IASB/FASB Conceptual Framework, terdapat dua kriteria utama yang dibutuhkan agar informasi laporan keuangan berguna bagi pengambilan keputusan investor. Kriteria tersebut adalah:

- a. *Relevant*  
Informasi dikatakan *relevant* jika informasi tersebut mampu membuat perbedaan atau mempengaruhi keputusan yang diambil pengguna laporan keuangan.
- b. *Reliability*

Informasi dikatakan *reliable* jika informasi itu *faithful representation*. Agar suatu informasi dikategorikan *faithful representation*, informasi harus lengkap, bebas dari kesalahan, dan netral.

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

Marsden (2001) mendefinisikan CSR sebagai perilaku atau tindakan (*core behaviour*) perusahaan dalam mengelola bisnis yang menguntungkan sembari mempertimbangkan dampak positif dan negatif dari tindakan tersebut terhadap lingkungan, sosial, dan ekonomi dalam masyarakat (dalam Dahlsrud 2006). CSR merupakan cara perusahaan untuk menjawab kebutuhan dan permintaan pemangku kepentingan (Maignan dan Farrel 2004) seperti yang telah diungkapkan dalam *stakeholder theory*. Dengan kata lain, CSR merupakan perwujudan *stakeholder theory* dan upaya perusahaan untuk mengintegrasikan aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial dalam kegiatan bisnisnya dengan tujuan untuk mencapai keberlangsungan dan kesuksesan perusahaan.

### **Respon Investor**

Respon investor merupakan keputusan yang diambil investor berdasarkan informasi pasar tertentu yang telah diperoleh, diproses, dan dianalisa oleh investor tersebut (Scott 2012).

Banyak penelitian-penelitian yang telah dilakukan membuktikan bahwa investor memberikan respon terhadap informasi akuntansi yang ditunjukkan oleh perubahan harga pasar sekuritas (Scott 2012). Hal ini sejalan dengan *decision usefulness theory*, yaitu informasi akuntansi dirancang agar dapat berguna bagi penggunaannya dan investor memberikan respon atas informasi yang berguna bagi pengambilan keputusan mereka. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa informasi dikatakan berguna jika memiliki *information content* dan membantu pengambilan keputusan investor yang kemudian akan direspon investor dengan mengubah ekspektasi dan tindakan mereka (Scott, 2012).

Respon investor diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR). Das et al. (1998) mendefinisikan

CAR sebagai akumulasi persentase perubahan harga saham harian perusahaan setelah disesuaikan dengan pergerakan pasar secara keseluruhan dan risiko sistematis perusahaan (dalam Groening dan Kanuri 2013).

### **Return on Assets (ROA)**

*Return on asset* (ROA) merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atas sejumlah aset yang dimiliki perusahaan (Almilia et al. 2009). Semakin besar ROA, semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan sehingga kemungkinan suatu perusahaan dalam kondisi bermasalah semakin kecil (Almilia dan Herdingtyas 2005). Dari pernyataan tersebut, dapat disimpulkan bahwa ROA juga menunjukkan tingkat risiko perusahaan. Weston dan Brigham (1988) menyatakan bahwa perusahaan dengan ROA yang tinggi umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena ROA tinggi tersebut memungkinkan bagi perusahaan mendanai kegiatan usahanya dengan laba ditahan saja tanpa menggunakan hutang dalam jumlah besar (dalam Kesuma 2009). Selain itu, ROA yang tinggi berarti laba bersih yang dimiliki perusahaan juga tinggi sehingga kemampuan perusahaan dalam membayar bunga tetap tinggi (Kesuma 2009). Oleh karena itu, semakin tinggi ROA, semakin kecil tingkat risiko perusahaan.

### **Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan (Aryani, 2011). Perusahaan yang besar pada umumnya telah berdiri untuk jangka waktu yang lama sehingga mampu mencapai *economic of scale* dan keunggulan kompetitif berdasarkan pengalaman dan keuntungan-keuntungan lain yang dimiliki perusahaan (Ball dan Foster 1982). Lebih lanjut, Fama dan French (1995) menambahkan bahwa perusahaan dengan ukuran kecil lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dibanding perusahaan besar (dalam Suharmadi 2003). Hal yang sama juga diungkapkan Rajan dan Zingales (1995) yang menyebutkan perusahaan besar cenderung lebih kecil probabilitasnya dalam mengalami kebangkrutan. Selain itu,

penelitian Miyajima (2003), Mihn dan Tripe (2002), Short (1979), Smirlock (1985), dan Akhavein (1985) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (dalam Stiawan 2009). Berdasarkan pernyataan-pernyataan tersebut, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan dapat mengindikasikan risiko kebangkrutan dan profitabilitas perusahaan.

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

*Debt-to-equity ratio* (DER) adalah rasio yang membandingkan antara total kewajiban dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun (Juniarti dan Sentosa, 2009). DER memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dapat dilihat tingkat risiko tak terbayarkan suatu hutang (Suharli, 2005). Hal ini dikarenakan DER menggambarkan seberapa besar persentase hutang yang dilindungi oleh ekuitas (Ang, 1997 dalam Prihantini, 2009). Semakin besar proporsi hutang dibanding ekuitas dalam pendanaan perusahaan, maka semakin sedikit persentase hutang yang mampu dilindungi oleh ekuitas. Oleh karena itu, semakin tinggi DER, semakin besar risiko yang ditanggung perusahaan terkait solvabilitas atau kemampuannya dalam melunasi hutang.

### ***Market Share***

*Market share* merupakan suatu ukuran yang menggambarkan posisi perusahaan dalam sektor industri (O'Regan 2002). Menurut Schuster (1984), perusahaan dengan *market share* yang lebih besar lebih menguntungkan karena memiliki *economic of scale*, *market power*, dan kualitas manajemen yang lebih baik (dalam Stiawan 2009). O'Regan (2002) juga mendukung pernyataan tersebut melalui hasil penelitiannya bahwa perusahaan dengan *market share* yang terus bertumbuh cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dalam hal operasional dan finansial. Dapat disimpulkan, *market share* perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualan yang diperoleh dan risiko dalam kegiatan operasionalnya.

## **Pengaruh CSRI terhadap CAR**

Sebagai bentuk perwujudan *stakeholder theory*, perusahaan melakukan kegiatan CSR dengan tujuan untuk menjaga keberlangsungan perusahaan. Kegiatan CSR tersebut diukur dengan menggunakan CSRI. CSRI yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan telah mengungkapkan kegiatan CSR dalam laporan tahunannya sesuai dengan kriteria GRI Index versi 3.1.

Informasi mengenai kegiatan CSR yang disampaikan melalui pengungkapan dalam laporan tahunan (*annual report*) akan direspon oleh investor jika memiliki kandungan informasi dan berguna bagi investor dalam mengambil keputusan, sesuai dengan *decision usefulness theory*. Jika tidak memiliki kandungan informasi dan tidak membantu investor dalam mengambil keputusan, maka informasi tersebut tidak akan direspon oleh investor. Informasi kegiatan CSR akan direspon positif oleh investor jika mereka menilai bahwa kegiatan CSR perusahaan akan memberikan nilai tambah bagi keberlangsungan perusahaan yang mana akan menjamin tingkat pengembalian terhadap investor yang diberikan oleh perusahaan. Sebaliknya, investor yang memandang kegiatan CSR sebagai pemborosan sumber daya perusahaan akan memberikan respon negatif.

Penelitian Blajer-Golebiewska (2014), Chen et al. (2013), Hendarto dan Purwanto (2012), Saleh et al. (2011), Cheng dan Christiawan (2011), Cheung et al. (2010), Patten (2008), Yuliana et al. (2008), serta Van de Velde et al. (2005) menunjukkan pengaruh positif CSRI terhadap CAR yang berarti investor merespon positif kegiatan CSR perusahaan. Sebaliknya, penelitian Wagner et al. (2002), Brammer et al. (2006), Jones et al. (2007), Anderson-Weir (2010), Crisóstomo et al. (2011), serta Dravenstott dan Chieffe (2011) menunjukkan pengaruh negatif CSRI terhadap CAR. Penelitian McWilliams dan Siegel (2000, 2001), Murray et al. (2006), Aras et al. (2010), Guidry dan Patten (2010), Cheung (2011), Clacher dan Hagendorff (2012), serta Amrousy et al. (2012) justru menyatakan bahwa CSRI tidak berpengaruh terhadap CAR. Namun sejauh ini, hasil penelitian lebih banyak menunjukkan bahwa CSRI berpengaruh terhadap CAR, baik pengaruh positif maupun negatif. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

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

### Pengaruh ROA terhadap CAR

ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Selain menunjukkan profitabilitas suatu perusahaan, ROA juga menunjukkan seberapa efektif suatu perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan laba dan seberapa tinggi risiko atas kegiatan operasional perusahaan (Kesuma 2009). Semakin tinggi ROA, semakin tinggi tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan dan semakin efektif kemampuan perusahaan dalam mengelola asetnya sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat risiko atas kegiatan operasional perusahaan rendah. Oleh karena itu, investor cenderung tertarik berinvestasi pada perusahaan yang memiliki ROA tinggi.

Investor akan memberikan respon, yang ditunjukkan dengan CAR, jika ROA aktual yang dicapai perusahaan berbeda dengan ekspektasi investor sebelumnya. Semakin tinggi ROA dari ekspektasi investor, maka semakin besar kemungkinan investor memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi karena profitabilitas dan efektivitas perusahaan yang baik serta tingkat risiko atas operasional perusahaan rendah sehingga investor akan memberikan respon positif yang ditunjukkan dengan CAR positif. Sebaliknya semakin rendah ROA dari ekspektasi investor, berarti profitabilitas dan efektivitas perusahaan kurang baik serta tingkat risiko atas kegiatan operasional perusahaan tinggi. Investor akan memberikan respon negatif. Penelitian Ulupui (2007) dan Prihantini (2009) mendukung pernyataan tersebut. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap CAR.

Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis yang diajukan yaitu:

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

### Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap CAR

Perusahaan yang besar pada umumnya telah berdiri untuk jangka waktu yang lama sehingga mampu mencapai *economic of scale* dan keunggulan kompetitif berdasarkan pengalaman dan keuntungan-keuntungan lain yang dimiliki perusahaan (Ball dan Foster 1982). Risiko kebangkrutan perusahaan besar juga lebih kecil dibanding

perusahaan kecil. Pernyataan tersebut sesuai dengan hasil penelitian Fama dan French (1995) yang menyebutkan perusahaan dengan ukuran kecil lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dibanding perusahaan besar (dalam Suharmadi 2003). Hal yang sama juga diungkapkan Rajan dan Zingales (1995) bahwa perusahaan besar cenderung lebih kecil probabilitasnya dalam mengalami kebangkrutan. Titman dan Wessels (1998) menambahkan bahwa perusahaan besar cenderung lebih melakukan diversifikasi dibanding perusahaan kecil sehingga kemungkinan terjadi kebangkrutan lebih kecil (dalam Munte 2009). Selain itu, penelitian Miyajima (2003), Mihn dan Tripe (2002), Short (1979), Smirlock (1985), dan Akhavein (1985) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas (dalam Stiawan 2009). Ketiga hal tersebut, *economic of scale* dan keunggulan kompetitif, risiko kebangkrutan, dan profitabilitas, mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memberikan imbal hasil pada investor. Oleh karena itu, investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi di perusahaan besar daripada perusahaan kecil.

Semakin besar ukuran perusahaan, maka investor akan makin tertarik untuk berinvestasi karena adanya probabilitas yang lebih besar untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang diinginkan. Hal ini sesuai dengan penelitian Clacher dan Hagendorff (2012) serta Acheampong et al. (2014). Oleh karena itu, ukuran perusahaan akan berpengaruh positif terhadap CAR yang merupakan ukuran dari respon investor.

Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

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

### Pengaruh *Debt-to-Equity Ratio* terhadap CAR

*Debt-to-equity ratio* (DER) menjadi salah satu pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi karena DER menggambarkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan dan tingkat risiko tak terbayarkan suatu hutang (Suharli 2005). Semakin tinggi DER, maka semakin tinggi risiko kebangkrutan yang ditanggung perusahaan. Tingkat risiko yang tinggi akan

mempengaruhi keberlanjutan dan kemampuan perusahaan untuk memberikan imbal hasil pada investor. Oleh karena itu, investor cenderung menghindari perusahaan yang memiliki DER tinggi.

Semakin tinggi DER dari ekspektasi investor, maka investor akan memberikan respon negatif yang ditunjukkan dengan CAR negatif karena tingginya risiko perusahaan dan semakin rendahnya kemungkinan investor memperoleh *return*. Sebaliknya semakin rendah DER dari ekspektasi investor, investor akan merespon positif. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Hull (1999) serta Arista dan Astohar (2012). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap CAR.

Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

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

### Pengaruh *Market Share* terhadap CAR

*Market share* suatu perusahaan berhubungan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan risiko operasionalnya. Hal ini didukung pernyataan Schuster (1984) bahwa perusahaan dengan *market share* yang lebih besar lebih menguntungkan karena memiliki *economic of scale*, *market power*, dan kualitas manajemen yang lebih baik (dalam Stiawan 2009). O'Regan (2002) juga mendukung pernyataan tersebut melalui hasil penelitiannya bahwa perusahaan dengan *market share* yang terus bertumbuh cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dalam hal operasional dan finansial. Dengan *market share* yang besar, risiko operasional perusahaan juga cenderung rendah karena kemampuan perusahaan menghasilkan laba tinggi. Oleh karena itu, perusahaan dengan *market share* besar cenderung lebih menarik bagi investor karena kemungkinan perusahaan mampu memberikan tingkat pengembalian juga lebih tinggi melalui peluangnya menghasilkan laba dari tingginya tingkat penjualan dibanding kompetitor dan rendahnya tingkat risiko operasional perusahaan.

*Market share* yang besar akan berpengaruh positif terhadap CAR yang menunjukkan bahwa investor merespon positif *market share* perusahaan. Hal ini

sesuai dengan hasil penelitian Suprpti dan Nuraini (2009) serta Hidayat dan Setyaningsih (2011).

Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis yang diajukan yaitu:

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

### METODE PENELITIAN

Persamaan regresi berganda yang akan digunakan dalam pengujian adalah sebagai berikut:

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

Variabel independen dalam penelitian ini adalah CSR (CSRI) dengan variabel kontrol *return on assets* (ROA), ukuran perusahaan (FSIZE), *debt-to-equity ratio* (DER), dan *market share* (MSHARE). Sedangkan variabel dependennya adalah respon investor (CAR). Definisi operasional untuk variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut:

#### 1. Respon Investor

Respon investor merupakan keputusan yang diambil investor berdasarkan informasi pasar tertentu yang telah diperoleh, diproses, dan dianalisa oleh investor tersebut (Scott 2012). Respon investor diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR). CAR merupakan akumulasi persentase perubahan harga saham harian perusahaan setelah disesuaikan dengan pergerakan pasar secara keseluruhan dan risiko sistematis perusahaan (Das et al. 1998 dalam Groening dan Kanuri 2013). Langkah menghitung CAR:

- Mencari beta dan konstanta dengan menggunakan data IHSG dan harga saham perusahaan minimal 100 hari (Becchetti dan Ciciretti 2011):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_i$$

- Menghitung *abnormal return* (AR) selama 11 hari (Yuliana et al. (2008); Arya dan Zhang (2009); Lackmann et al. 2012):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

- Menghitung *cumulative abnormal return* (CAR):

$$CAR = \sum AR_{i,t}$$

#### 2. CSR

Marsden (2001) mendefinisikan CSR sebagai perilaku atau tindakan (*core behaviour*) perusahaan dalam mengelola

bisnis yang menguntungkan sembari mempertimbangkan dampak positif dan negatif dari tindakan tersebut terhadap lingkungan, sosial, dan ekonomi dalam masyarakat (dalam Dahlsrud 2006). CSR diukur dengan menggunakan CSRI berdasarkan kriteria yang ditetapkan GRI Index versi 3.1. Bila kriteria yang terdapat dalam GRI Index diungkapkan dalam laporan tahunan, maka diberi skor 1. Sedangkan bila tidak, diberi skor 0.

$$CSRI = \frac{\sum \text{item yang diungkapkan}}{\text{total item dalam kriteria}}$$

### 3. Return on assets (ROA)

*Return on assets* adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba atas jumlah aset yang dimiliki (Almilia et al 2009).

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}}$$

### 4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan (Aryani, 2011).

$$FSIZE = \log \text{total aset}$$

### 5. Debt-to-equity ratio (DER)

*Debt-to-equity ratio* merupakan rasio yang membandingkan antara total kewajiban dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun (Juniarti dan Sentosa, 2009).

$$DER = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total ekuitas}}$$

### 6. Market Share (MSHARE)

*Market share* digunakan untuk menggambarkan posisi perusahaan dalam sektor industri (O'Regan, 2002).

$$MSHARE = \frac{\text{Total penjualan perusahaan}}{\text{Total penjualan subsektor industri}}$$

Jenis data yang akan digunakan adalah data kuantitatif dan kualitatif. Data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah harga saham harian, data IHSG, *disclosure* mengenai kegiatan CSR perusahaan dalam laporan tahunan, laba bersih, total aset, total kewajiban, total ekuitas, total penjualan perusahaan, total penjualan dalam satu industri.

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan dalam sektor Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara tahun 2008-2012.

Metode atau teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah

*purposive sampling* atau pemilihan sampel berdasarkan dengan kriteria tertentu. Perusahaan-perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan terdaftar sebagai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2008-2012, 2) Perusahaan menerbitkan laporan tahunan untuk periode 2008-2012, 3) Data harga saham harian perusahaan dan IHSG selama minimal 100 hari tersedia, 4) Data-data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini tersedia.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 136 perusahaan tahun yang memenuhi kriteria *sampling*.

Berdasarkan data yang tersedia, maka disajikan statistik deskriptif yang meliputi nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, dan nilai standar deviasi dalam tabel 1 berikut:

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CSRI	136	.00000	.20000	.0742647	.05708515
ROA	136	-.50000	.30000	.0205882	.11490263
FSIZE	136	10.60000	14.00000	12.4536765	.85677328
DER	136	-.44.70000	5.60000	.7492647	5.38724139
MSHARE	136	.00000	1.00000	.1625000	.26968775
CAR	136	-4.10000	1.70000	-.6036765	.92755418
Valid N (listwise)	136				

Sebelum dilakukan uji hipotesis dengan analisis regresi berganda, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinieritas.

Pengujian normalitas menunjukkan nilai signifikansi 0,260 (kurang dari probabilitas yang ditentukan, yaitu 0,05) sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi masalah normalitas.

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan *Durbin-Watson Test*. Menurut Purwanti dan Sawitri (2011), jika angka *Durbin-Watson* -2 hingga +2, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi. Dari hasil uji autokorelasi didapat angka *Durbin-Watson* 1,885 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Pengujian pertama menunjukkan adanya

heteroskedastisitas pada variabel DER dan MSHARE. Untuk menangani masalah ini maka data variabel DER dan MSHARE ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma. Hasil pengujian heteroskedastisitas yang kedua setelah transformasi data menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Pengujian multikolinieritas tidak menunjukkan ada masalah multikolinieritas karena nilai VIF semua variabel independen di bawah 10 dan nilai *tolerance* mendekati 1.

Setelah melakukan pengujian asumsi klasik, maka dilakukan uji kelayakan model regresi dengan melihat nilai R<sup>2</sup> (koefisien determinasi) dan hasil uji F. Nilai R<sup>2</sup> dari haseil pengujian adalah sebesar 0,086. Sedangkan hasil uji F menunjukkan nilai signifikansi 0,084 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi layak untuk menguji variabel dependen.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melakukan uji t. Hasil uji t disajikan dalam tabel 2 di bawah ini:

**Tabel 2. Hasil Uji t**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.013	4.220		-.003	.998
	CSRI	-3.370	2.218	-.238	-1.519	.135
	ROA	-1.473	2.056	-.133	-.717	.477
	FSIZE	.046	.324	.027	.141	.888
	LOG_DER	-1.203	.582	-.365	-2.068	.044
	LOG_MSHARE	.693	.396	.292	1.747	.086

Nilai signifikansi masing-masing variabel menunjukkan bahwa variabel DER dan MSHARE dengan nilai signifikansi di bawah 0,10 atau 0,05 memiliki pengaruh yang signifikan terhadap CAR. Sedangkan variabel CSRI, ROA, dan FSIZE memiliki nilai signifikansi di atas 0,10 atau 0,05. Hal ini berarti ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap CAR.

**KESIMPULAN DAN SARAN**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *corporate social responsibility* (CSR) terhadap respon investor dalam sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi di Indonesia. Hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan sebagai berikut:

a. CSR tidak berpengaruh terhadap respon investor.

- b. ROA tidak berpengaruh terhadap respon investor.
- c. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap respon investor.
- d. *Debt-to-equity ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap respon investor.
- e. *Market share* berpengaruh positif signifikan terhadap respon investor.

Keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain: 1) Penilaian CSRI hanya menggunakan satu sumber yaitu laporan tahunan dan tidak mempertimbangkan sumber-sumber yang lain, 2) Penelitian ini tidak mempertimbangkan kondisi perusahaan dan peristiwa-peristiwa lain yang memiliki dampak ekonomi bagi perusahaan.

Beberapa saran yang bisa diterapkan untuk penelitian selanjutnya, yaitu: 1) mempertimbangkan informasi yang berasal dari sumber-sumber lain selain laporan tahunan dalam penilaian CSRI, 2) mempertimbangkan kondisi perusahaan serta peristiwa-peristiwa lain yang memiliki dampak ekonomi bagi perusahaan

**DAFTAR PUSTAKA**

Acheampong, P., Agalega, E. & Shibu, A.K. (2014, January). 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), 125-134.

Almilia, L.S. & Herdinigtyas, W. (2005, November). Analisis rasio CAMEL terhadap prediksi kondisi bermasalah pada lembaga perbankan periode 2000-2002. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 7(2), 131-147.

Almilia, L.S. Shonhadji, N. & Angraini. (2009, May). 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., Gaviou, I., Katz, H. & Yosef, R. (2012, November). 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.
- Aras, G., Aybars, A. & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254.
- Arista, D. & Astohar. (2012, May). Analisis faktor – faktor yang mempengaruhi return saham (kasus pada perusahaan manufaktur yang go public di BEI periode tahun 2005-2009). *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan*, 3(1), 1-15.
- Arya, B. & Zhang, G. (2009, November). Institutional reforms and investor reactions to CSR announcements: Evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies*, 46(7), 1089-1112.
- Aryani, D.S. (2011, May). Manajemen laba pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*, 1(2), 200-220.
- Ball, R. & Foster, G. (1982). Corporate financial reporting: A methodological review of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 20, 161-234.
- Becchetti, L. & Ciciretti, R. (2011, July). Stock market reaction to the global financial crisis: Testing for the Lehman Brothers' event. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 70(2), 3-58.
- Bird, R., Hall, A.D., Momentè, F. & Reggiani, F. (2007). What corporate social responsibility activities are valued by the market? *Journal of Business Ethics*, 76, 189-206.
- Blajer-Gołębiewska, A. (2014, July). Do stock exchange indices based on reputational matter? *International Journal of Academic Research*, 6(4), 251-257.
- Blundell, R., Griffith, R. & Van Reenen, J. (1999, July). Market share, market value and innovation in a panel of British manufacturing firms. *The Review of Economic Studies*, 66(3), 529-554.
- Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Boesso, G., Kumar, K. & Michelon, G. (2013). Descriptive, instrumental and strategic approaches to corporate social responsibility. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(3), 399-422.
- Chen, R.C.Y., Tang, H.W. & Hung, S.W. (2013, December). Corporate social responsibility and firm performance. *The Journal of American Business Review*, 2(1), 181-188.
- Cheng, M. & Christiawan, Y.J. (2011, May). Pengaruh pengungkapan corporate social responsibility terhadap abnormal return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 24-36.
- Cheung, A.W.K. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99, 145-165.
- 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.
- 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.
- Clarkson, M.B.E. (1995, January). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Crisóstomo, V.L., Freire, F.D.S. & de Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- Dahlsrud, A. (2006). How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.
- Donaldson, T. & Preston, L.E. (1995, January). The stakeholder theory of

- the corporation: Concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dravenstott, J. & Chieffe, N. (2011). Corporate social responsibility: Should I invest for it or against it? *Journal of Investing*, 20(3), 108-117.
- Griffin, J.J. & Mahon, J.F. (1997, March). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(1), 5-31.
- Groening, C. & Kanuri, V.K. (2013, October). Investor reaction to positive and negative corporate social events. *Journal of Business Research*, 66(10), 1852-1860.
- 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.
- Hendarto, K.A. & Purwanto, B.M. (2012). Market reactions of mandatory implementation of corporate social responsibility: Indonesia context. *Asia Pasific Management Review*, 17(4), 379-402.
- Hidayat, A. & Setyaningsih, S. (2011, October). Pengaruh economic value added, market share, earnings dan net cash flow terhadap return saham (studi pada perusahaan manufaktur jenis consumer goods di Bursa Efek Indonesia 2004 – 2007). *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 1(2), 79-87.
- Hull, R.M. (1999). Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction: An empirical investigation of stock-for-debt transactions. *Financial Management*, 28(2), 32-45.
- Jones, S., Frost, G., Loftus, J. & van der Laan, S. (2007, March). 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, November). Pengaruh good corporate governance, voluntary disclosure terhadap biaya hutang (cost of debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11(2), 88-100.
- Kesuma, A. (2009, March). Analisis faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruhnya terhadap harga saham perusahaan real estate yang go public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(1), 38-45.
- Lackmann, J., Ernstberger, J. & Stitch, M. (2012). Market reaction to increased reliability of sustainability information. *Journal of Business Ethics*, 107, 111-128.
- Maignan, I. & Ferrell, O.C. (2004). Corporate social responsibility and marketing: An integrative framework. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(1), 3-19.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (2000, May). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (2001, January). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Mitchell, R.K. Agle, B.R. & Wood, D.J. (1997, October). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Munte, M.H.M. (2009). Pengaruh faktor fundamental terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (4030). Unpublished postgraduate thesis, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- 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.
- Patten, D.M. (2008). Does the market value corporate philanthropy? Evidence from the response to the 2004 tsunami relief effort. *Journal of Business Ethics*, 81, 599-607.

- 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.
- Prihantini, R. (2009). Analisis pengaruh inflasi, nilai tukar, ROA, DER dan CR terhadap return saham (studi kasus saham industri real estate and property yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003–2006). (18720). Unpublished postgraduate thesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Purwanti, D. & Sawitri, P. (2011). Dampak Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Ilmiah Bisma*, 3(2), 1-14.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995, December). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- 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), 165-190.
- Scott, W.R. (2012). *Financial accounting theory* (6<sup>th</sup> ed). Toronto: Pearson Education Canada.
- Stiawan, A. (2009). Analisis pengaruh faktor makroekonomi, pangsa pasar dan karakteristik bank terhadap profitabilitas bank Syariah (studi pada bank Syariah periode 2005-2008). (24050). Unpublished postgraduate thesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Suharli, M. (2005, November). Studi empiris terhadap dua faktor yang mempengaruhi return saham pada industri food & beverages di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 7(2), 99-116.
- Suharmadi. (2003). Hubungan fungsional arus kas, laba, dan ukuran perusahaan dengan return saham di Bursa Efek Jakarta. (11477). Unpublished postgraduate thesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Suprpti, S.B.W & Nuraini, S.D. (2009). Pengaruh pangsa pasar, rasio leverage dan rasio intensitas modal pada return saham. *Karisma*, 3(2), 139-146.
- Ulupui, I G.K.A. (2007, January). 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 Akuntansi*, 2(1), 1-20.
- Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 5(3), 129-138.
- Wagner, M., Van Phu, N., Azomahou, T. & Walter, W. (2002). 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.
- Yuliana, R., Purnomosidhi, B. & Sukoharsono, E.G. (2008, December). Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengungkapan corporate social responsibility (CSR) dan dampaknya terhadap reaksi investor. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(2), 245-276.