

PENGARUH CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TERHADAP RESPON INVESTOR PADA SEKTOR PROPERTI, REAL ESTATE, DAN KONSTRUKSI BANGUNAN DI INDONESIA

Seraphine Angelina dan Juniarti
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: yunie@petra.ac.id

ABSTRAK

Dunia ekonomi saat ini menuntut bisnis untuk berorientasi jangka panjang untuk dapat terus bertahan dan salah satunya dengan memperhatikan stakeholder. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *corporate social responsibility* (CSR) terhadap respon investor pada perusahaan di sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan yang terdaftar pada Bursa Efek di Indonesia antara tahun 2008 hingga 2012. Pengungkapan CSR diukur berdasarkan kriteria *Global Reporting Initiative* (GRI) dan respon investor diproksikan dengan *cummulative abnormal return* (CAR). Dalam penelitian ini, terdapat beberapa variabel kontrol yaitu *return on asset* (ROA), ukuran perusahaan (Fsize), *debt to equity ratio* (DER), dan *market share* (Mshare). Pengolahan data sampel sebanyak 176 perusahaan tahun menggunakan metode regresi linier berganda dengan aplikasi SPSS versi 20. Hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya respon positif signifikan CSR terhadap CAR. Variabel kontrol ROA, Fsize, dan Mshare tidak berpengaruh terhadap CAR, sedangkan DER berpengaruh positif signifikan terhadap CAR.

Kata kunci: *Corporate social responsibility, cummulative abnormal return, respon investor*

ABSTRACT

Nowadays, stakeholders should be maintained well by the companies in order to be sustained in business and reach the long term goal. The purpose of this research was to study the effect of corporate social responsibility (CSR) on the investor response on the listed companies on the property, real estate, and building construction sector in IDX between 2008 and 2012. The disclosure of CSR was proxied by the criterias on Global Reporting Initiative (GRI) Index and investor response was proxied by cummulative abnormal return (CAR). In this research, return on asset (ROA), firm size (Fsize), debt to equity ratio (DER), and market share (Mshare) were used as control variables. The method used for data processing of 176 firm years was multiple regression analysis by using SPSS software 20th version. The result showed that CSR had positive significant effect on CAR. ROA, Fsize, and Mshare as control variables had no effect on CAR, meanwhile, DER had positive significant effect on CAR.

Keywords: *Corporate social responsibility, cummulative abnormal return, investor response.*

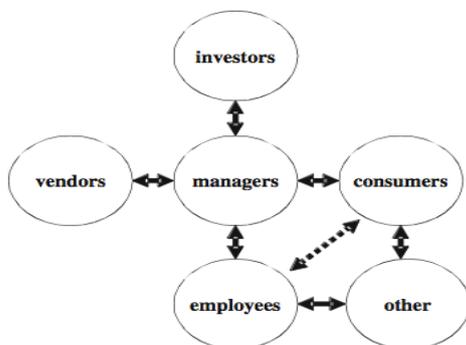
PENDAHULUAN

Dunia ekonomi yang semakin kompetitif memaksa perusahaan yang ingin maju untuk dapat mengembangkan organisasinya secara berkelanjutan dan menuntut perusahaan untuk tidak hanya berorientasi pada kepentingan investor dan kreditor sebagai mana-

jemen dan pemilik modal, namun juga pada karyawan, konsumen, dan masyarakat (Anggraini, 2006). Penerapan dan pengungkapan *corporate social responsibility* (CSR) diharapkan dapat meningkatkan daya tarik investor terhadap saham perusahaan walaupun setiap perusahaan tentunya memiliki alasan tertentu dalam menerapkan *corporate*

social responsibility (Petersen & Vredenburg, 2009). Sandhu & Kapoor (2010) menyatakan bahwa perusahaan terdorong untuk melakukan dan mengembangkan CSR-nya atas dorongan konsumen, karyawan, komunitas, investor, aktivis organisasi, dan *stakeholder* lainnya.

Dalam etika berbisnis, *stakeholder theory* merupakan kerangka kerja yang sangat penting dan sudah sering digunakan (Gibson, 2000). Freeman (1984) memperkenalkan *stakeholder theory* dalam bukunya “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*”. Banyak perusahaan besar sudah mengembangkan serta menjalankan bisnisnya dengan menerapkan *stakeholder theory* secara konsisten (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). *Stakeholder theory* adalah teori yang menyatakan bahwa agar perusahaan dapat terus berkembang dan sukses, perusahaan harus dapat memuaskan kepentingan ekonomi, yaitu profit, serta non-ekonomi, yaitu lingkungan dan sosial, dengan cara memenuhi kebutuhan *stakeholder* (Pirsch, Gupta, & Grau, 2007). Sedangkan *stakeholder* diidentifikasi menjadi *stakeholder* primer atau sekunder; primer sebagai pelaku yang mempengaruhi dan sekunder sebagai yang dipengaruhi menurut Mitchell, Agle, & Wood (1997). Artinya, dalam usaha mencapai tujuan serta untuk terus berkembang dan berkelanjutan, perusahaan harus memperhatikan kepentingan *stakeholder*, yaitu kelompok maupun individual yang dapat mempengaruhi dan dipengaruhi oleh aktivitas perusahaan tersebut, tidak pada aspek ekonomi saja namun juga lingkungan dan sosial (Donaldson & Preston, 1995). Menurut Windsor (2011), hal itu disebabkan karena setiap *stakeholder* memiliki kepentingannya masing – masing, baik persepsi maupun interaksinya seperti yang dijabarkan pada gambar berikut:



Gambar 1. Interaksi *stakeholder*

Sehingga, membangun hubungan yang baik dengan *stakeholder* merupakan bagian terpenting dalam mengimplementasikan dan mengembangkan strategi perusahaan agar dapat berkontribusi untuk pengembangan perusahaan yang berkelanjutan (Pedersen, Henriksen, Frier, Soby, & Jennings, 2013).

Selain itu, informasi perusahaan yang dilaporkan sebagai pertanggung jawaban atas sumber daya yang digunakan harus memiliki *value* yang dapat membantu investor dalam mengambil keputusan. Teori ini diperkenalkan oleh Scott (2012) yaitu *decision usefulness theory* yang digunakan untuk memahami bagaimana cara individual untuk mengambil keputusan yang tepat atas ketidakpastian yang terjadi.

Teori ini digunakan menjadi referensi dalam penyusunan SFAC no.1 mengenai obyektivitas dari pelaporan keuangan serta SFAC no.2 mengenai karakteristik dari informasi bisnis. Kualitas suatu informasi bisnis ditentukan dari seberapa relevan dan *reliable* informasi tersebut. Yang dimaksud dengan relevan adalah informasi harus memiliki beberapa aspek seperti *predictive value*, *feedback value*, dan *timeliness*. *Predictive value* mengarah ke seberapa penting informasi tersebut untuk menentukan prediksi di masa depan, contohnya arus kas di masa sekarang dapat dijadikan bahan untuk memprediksi masa depan. *Feedback value* memfokuskan pada akuntabilitas dimana *value* ini dapat memberi pengaruh terhadap *predictive value*. Sebagai informasi yang relevan harus memiliki aspek *timeliness* yang artinya informasi tersebut harus tepat berguna bagi pengambil keputusan sebelum kapasitasnya untuk mempengaruhi pengambilan keputusan tidak ada lagi. Sedangkan yang dimaksud dengan informasi yang *reliable* adalah informasi yang dapat diverifikasi, merepresentasikan kejujuran, serta netral.

Beberapa hasil dari penelitian sebelumnya yang kurang konsisten karena terdapat hasil yang positif, negatif, dan tidak berpengaruh. Frooman (1997), Jones dan Murrell (2001), Schnietz & Epstein (2005), Picou & Rubach (2006), Patten (2008), Roden dan Medina (2011), Hendarto dan Purwanto (2012) menyatakan terdapat pengaruh positif CSR terhadap CAR.

Di sisi lain, penelitian Davidson dan Worell (1988), Sanders & Zdanowics (1992), Murray, Sinclair, Power, & Gray (2006),

Patten dan Guidry (2010), Wang, Qiu, & Kong (2011), Clacher & Hagendorff (2012) menyatakan tidak ada reaksi yang signifikan terhadap *abnormal return* pada penerapan CSR pada perusahaan.

Wagner, Nguyen, Azomahou, & Wehrmeyer (2002), Brammer, Brooks, & Pavelin (2006), Jones, Frost, Loftus, & van der Laan (2007), Anderson dan Weir (2010), Reddy dan Gordon (2010) menyatakan adanya respon negatif dari investor terhadap *abnormal return* perusahaan.

Pengertian Corporate Social Responsibility

Terdapat beberapa definisi mengenai *corporate social responsibility*, seperti menurut *World Business Council for Sustainable Development* yang menyatakan bahwa *corporate social responsibility* (CSR) adalah komitmen berkelanjutan perusahaan untuk bertindak etis dan berkontribusi bagi pertumbuhan ekonomi dengan meningkatkan kualitas dari taraf hidup pekerja dan keluarganya serta komunitas lokal dan masyarakat luas. Dupuis dan Lebas (2005) dalam Abboubi & Cornet (2012) berpendapat bahwa dalam sebuah organisasi, sosial-ekonomi, budaya, dan lingkungan harus diperhatikan, bukan hanya mencari profit semata. *Corporate Social Responsibility* didefinisikan sebagai perilaku dan tanggung jawab perusahaan terhadap seluruh dampak dari pengaruh kegiatannya terhadap lingkungan, juga sosial dan ekonomi oleh Marsden (2001) pada Dahlsrud (2008). Ada beberapa kriteria pengukuran dalam penilaian *corporate social responsibility*, salah satunya adalah dengan GRI Index seperti penelitian Forbes & McIntosh (2011) dan Jones et al. (2007). Di Indonesia, belum ada standar pengukuran yang ditentukan dalam menentukan skor CSR yang diterapkan perusahaan, GRI Index yang digunakan dalam penelitian ini adalah GRI Index versi 3.1 sesuai dengan NCSR yang juga menggunakan GRI Index sebagai pengukurannya. Penilaian dimulai dengan mencocokkan kriteria yang terdapat pada GRI Index dengan pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan pada laporan tahunannya. Diberikan nilai 1 pada kriteria yang dijalankan oleh perusahaan dan 0 pada kriteria yang tidak dijalankan oleh perusahaan. Sehingga pada akhirnya didapatkan jumlah kriteria yang dipenuhi oleh perusahaan tersebut dalam menjalankan CSR yang kemudian dibagi

dengan total kriteria yang ada sebagai nilai akhirnya.

Pengertian Respon Investor

Respon investor adalah reaksi pasar terhadap informasi perusahaan, yang diwakili oleh *cummulative abnormal return* dimana merupakan jumlah dari perubahan persentase harga saham harian setelah penyesuaian untuk pergerakan pasar saham (Das, Sen, & Sengupta, 1998 dalam Groening & Kanuri, 2013). Sejalan dengan *efficient market hypothesis*, informasi perusahaan dicerminkan dengan harga sahamnya.

Menurut Becchetti & Ciciretti (2011), pencocokan harga saham harian dengan IHSG dilakukan antara 100 hingga 128 hari. *Cummulative abnormal return* (CAR) didapatkan dari perhitungan sebagai berikut:

Beta dihitung menggunakan rumus sebagai berikut seperti pada penelitian Arya & Zhang (2009):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Setelah data beta tersedia, dilakukan perhitungan *abnormal return* 5 hari sebelum dan setelah t_0 . Berdasarkan peraturan dari IDX, penerbitan laporan tahunan perusahaan paling lambat 4 bulan setelah periode tahun berakhir yang berarti jatuh pada 30 April sehingga t_0 pada perhitungan CAR ini adalah tanggal 30 April, t_{-5} adalah 5 hari sebelum 30 April dan t_{+5} adalah 5 hari setelah 30 April. Lackmann, Ernstberger, & Stich (2012) menyatakan bahwa jumlah hari tersebut digunakan untuk menentukan CAR karena dianggap tidak terlalu pendek dan tidak terlalu panjang untuk mengetahui respon investor mengenai laporan tahunan perusahaan. Jumlah hari yang terlalu panjang akan bias karena lebih banyak *event* yang bisa mengkontaminasi respon. Berdasarkan Arya & Zhang (2009), *abnormal return* dihitung dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Kemudian didapatkan hasil dari *cummulative abnormal return* dengan menjumlahkan *abnormal return* selama jumlah hari tersebut.

$$CAR_{i,t} = \sum AR$$

Hubungan antara CSR dengan Respon Investor

Sesuai dengan *stakeholder theory*, dengan memperhatikan dan bertanggung jawab pada lingkungan, sosial, serta ekonomi bagi individual maupun kelompok yang

dipengaruhi atau yang mempengaruhi perusahaan maka perusahaan akan dapat terus berkelanjutan dan sukses (Marsden, 2001 dalam Dahlsrud, 2008). Jika informasi aktivitas CSR perusahaan yang diinformasikan pada laporan tahunan memiliki value sesuai dengan *decision usefulness theory* maka akan direspon oleh investor, baik positif, negatif, maupun tidak ada respon yang signifikan.

Hipotesis 1: CSRI berpengaruh terhadap CAR

Hubungan Return on Asset (ROA) dengan Respon Investor

Return on asset (ROA) merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atas sejumlah aset yang dimiliki (Almilia, Shonhadji, & Angraini, 2009). Perusahaan yang memiliki ROA tinggi artinya dapat memaksimalkan penggunaan asetnya untuk mendapatkan profit bagi perusahaan, berarti perusahaan telah menggunakan asetnya secara efektif dan efisien. Menurut Almilia, Shonhadji, & Angraini (2009), perusahaan yang memiliki ROA tinggi akan memiliki kondisi keuangan yang lebih baik serta kemampuan lebih tinggi dalam mengembalikan *return*, selain itu, risiko perusahaan berperforma buruk juga lebih sedikit.

Hipotesis 2: ROA berpengaruh terhadap CAR

Hubungan Ukuran Perusahaan (FSize) dengan Respon Investor

Ukuran sebuah perusahaan menentukan besar atau kecilnya perusahaan tersebut (Aryani, 2011). Perusahaan yang berukuran besar memiliki *economic scale* yang lebih luas sehingga profitabilitas mencetak labanya lebih tinggi, dimana ketika perusahaan memiliki profit yang tinggi maka ada kemungkinan tingkat return semakin tinggi bagi investor.

Hipotesis 3: FSize berpengaruh terhadap CAR

Hubungan antara Debt to Equity Ratio (DER) dengan Respon Investor

Perusahaan dengan rasio *debt-to-equity* yang tinggi artinya lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan ekuitasnya untuk mendanai perusahaan. Ketika sebuah perusahaan memiliki tingkat kewajiban yang tinggi, kemungkinan perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya juga lebih tinggi sehingga muncul risiko kebangkrutan yang dapat merugikan investor. Pengukuran *debt-to-equity* adalah perbandingan nilai hutang

perusahaan dengan nilai ekuitasnya (Barbee, Mukherji, & Raines, 1996).

Hipotesis 4: DER berpengaruh terhadap CAR

Hubungan antara Market Share (MShare) dengan Respon Investor

Perusahaan yang merajai *market* merupakan *leader* di sektornya karena menurut O'Regan (2002), *market share* merupakan penentu posisi perusahaan dalam sektornya. Perusahaan *leader* diasumsikan sebagai perusahaan dengan probabilitas mencetak laba lebih tinggi dibanding pada perusahaan *follower*, sehingga dapat meningkatkan pendapatan per lembar saham dan kemampuannya mengembalikan *return* akan lebih besar yang artinya menguntungkan investor (Suprapti & Nuraini, 2009).

Hipotesis 5: MShare berpengaruh terhadap CAR

METODE PENELITIAN

Penelitian ini akan menguji pengaruh *corporate social responsibility* terhadap respon investor pada perusahaan di sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia. Pengukuran *corporate social responsibility* (CSR) menggunakan kriteria GRI Index versi 3.1 dan respon investor diproksikan dengan *cummulative abnormal return* (CAR) dimana dalam penelitian ini CSR Index (CSRI) menjadi variabel independen dan CAR sebagai variabel dependen.

Definisi dari masing – masing variabel adalah:

- a. CSRI sebagai variabel independen, diukur dengan menggunakan kriteria GRI Index versi 3.1. Variabel ini menggambarkan seberapa besar kesesuaian pengungkapan CSR perusahaan dengan kriteria GRI Index.
- b. Respon investor sebagai variabel dependen yang diproksikan dengan CAR.

Terdapat 4 variabel kontrol dalam penelitian ini, yaitu ROA, Fsize, DER dan Mshare. ROA diukur dengan membandingkan pendapatan bersih perusahaan dengan total aset untuk mengetahui keefektifan penggunaan aset perusahaan dalam mendapatkan profit. Ukuran perusahaan (Fsize) diukur dengan log total aset. Sedangkan DER diukur dengan membandingkan total hutang dan total ekuitas perusahaan untuk mengetahui seberapa tinggi tingkat hutangnya. Mshare dihitung dengan membandingkan total penjualan dengan total penjualan subsektor industri.

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan di sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2008 hingga 2012 dan memiliki data harga saham harian serta IHSG yang lengkap selama minimal 100 hingga 128 hari. Dari kriteria tersebut, didapatkan 220 perusahaan tahun sebagai sampel, namun karena beberapa perusahaan tahun datanya tidak lengkap maka akhirnya diperoleh 176 perusahaan tahun yang sesuai dengan kriteria sampel.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan selama tahun 2008 hingga 2012 yang diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia atau website perusahaan. Sedangkan untuk mengukur CAR dibutuhkan harga saham harian perusahaan dan IHSG yang diperoleh dari *Yahoo!Finance*.

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan regresi berganda. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

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

Keterangan:

- CAR = jumlah dari selisih *expected* dan *actual return*
 CSRI = Index kesesuaian pengungkapan CSR dengan kriteria GRI Index
 ROA = laba bersih dibagi total aset
 Fsize = log total aset
 DER = total hutang dibagi total ekuitas
 Mshare = total penjualan dibagi total penjualan subsektor industri

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Metode regresi linier berganda untuk menguji data pada penelitian mengenai pengaruh CSR terhadap respon investor pada sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia ini. Berikut data deskriptif statistik variabel yang digunakan.

Tabel 1. Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	176	-3.94665	2.19485	-.3107847	1.09270010
CSRI	176	.02381	.33333	.0932089	.04676865
ROA	176	-.11180	.20932	.0435110	.04680098
FSize	176	10.99506	13.39566	12.3771396	.55585645
DER	176	.00115	7.74539	1.1344043	1.13550877

FSize	176	.00028	.35869	.0560317	.07303871
Valid N	176				

Tabel 1 merupakan deskripsi statistik variabel yang digunakan untuk mengetahui pengaruh CSR terhadap respon investor pada penelitian ini. Rata – rata CAR memiliki angka negatif yaitu -0.3107847 diikuti dengan standar deviasinya 1.09270010 sedangkan rata – rata nilai CSR sampel adalah sebesar 9.3% dengan standar deviasi 0.04677. Rata – rata ROA adalah 4% dan rata – rata ukuran perusahaan 12.4%. Sementara itu, rata – rata DER adalah 113% dan Mshare 5.6%.

Untuk memastikan bahwa data layak digunakan, dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. *Confidence interval* dalam penelitian ini adalah 90% - 95%. Data memenuhi kriteria uji normalitas dengan signifikansi 0.710 artinya di atas 0.05 atau 0.1. Kriteria uji autokorelasi juga terpenuhi dengan nilai Durbin Watson 1.514. Nilai *tolerance* dan VIF seluruh variabel mendekati 1 dan di bawah 10 sehingga seluruhnya memenuhi kriteria uji multikolinearitas serta dengan signifikansi di atas 0.05 atau 0.1, seluruhnya memenuhi kriteria uji heteroskedastisitas.

Tabel 2. Hasil Pengujian

R	.309 ^a
R Square	.096
Adjusted R Square	.069

Dari Tabel 2 menunjukkan diperolehnya nilai $R^2 = 0,96$ yang artinya variabel CSRI, ROA, Fsize, DER, dan Mshare dapat menerangkan variabilitas sebesar 9.6% dari variabel CAR sedangkan sisanya diterangkan oleh variabel lain.

Tabel 3. Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1. Regression	20.001	5	4000	3.579	.004 ^a
Residual	188.892	169	1.118		
Total	208.893	174			

a. Predictor: (Constant), Mshare, ROA, CSR, FSize
 b. Dependent variable: CAR

Tabel 3 menunjukkan hasil pengujian regresi yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,004 yaitu di bawah 0.05 atau 0.1 artinya model regresi layak digunakan.

Selanjutnya dilakukan uji hipotesis dengan hasil:

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficient	Standardized Coef.	t	Sig.	
1. (Constant)	-.658	3.608	-.182	.856	
CSR	.739	.411	.153	1800	.074
ROA	-.044	.148	-.022	-.295	.768
FSize	.106	.258	.054	.410	.683
DER	.391	.191	.170	2.047	.042
MShare	.100	.196	.067	.513	.609

a. Dependent variable: CAR

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian hipotesis. Berdasarkan uji t, variabel CSR signifikan karena dapat dilihat pada tabel 4 bahwa signifikansinya kurang dari 0.05 atau 0.1. Sehingga berarti terdapat pengaruh positif signifikan CSR terhadap CAR dan DER terhadap CAR, namun, ROA, Fsize, dan MShare tidak berpengaruh terhadap CAR.

Sesuai dengan *stakeholder theory* yang menyatakan bahwa agar perusahaan dapat terus berkembang dan sukses, perusahaan harus dapat memuaskan kepentingan ekonomi, yaitu profit, serta non-ekonomi, yaitu lingkungan dan sosial, dengan cara memenuhi kebutuhan *stakeholder* seperti yang dinyatakan oleh Pirsch, Gupta, & Grau (2007) serta *decision usefulness theory* mengenai adanya *value* atas informasi yang diungkapkan oleh perusahaan sehingga mendapatkan respon dari investor, hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa hipotesis pertama yaitu CSR berpengaruh terhadap respon investor diterima dan respon yang diperoleh adalah signifikan positif. Artinya, CSR yang dilakukan oleh perusahaan sudah memenuhi dan sesuai dengan *stakeholder theory*, serta informasi yang diungkapkan oleh perusahaan memiliki *value* sehingga investor bereaksi terhadap informasi tersebut. Pengungkapan CSR ini berarti memberikan dampak positif bagi *stakeholder* serta pasar.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Frooman (1997), Jones & Murrell (2001), Schnietz & Epstein (2005), Picou & Rubach (2006), Patten (2008), Roden dan Medina (2011), dan Hendarto dan Purwanto (2012) yang menyatakan adanya respon positif terhadap pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan.

Hasil penelitian pada tabel 4 menyatakan bahwa hipotesis kedua ditolak karena signifikansi ROA 0.768 yaitu di atas 0.05 atau 0.1 yang artinya tidak ada pengaruh signifikan ROA terhadap CAR pada sektor

properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia. Hasil ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Ulupui (2007) serta Syauta & Wijaya (2009), namun didukung oleh penelitian Aristo & Astohar (2012) dan Susilowati & Turyanto (2011) yang menyatakan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis yang ketiga menyatakan adanya pengaruh positif antara Fsize terhadap CAR ditolak karena hasil penelitian menyatakan nilai signifikansi uji t-nya di atas 0.1 sehingga Fsize tidak berpengaruh terhadap CAR pada sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia. Artinya, besar kecil ukuran perusahaan tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian yang akan diterima (Solechan, 2009). Hasil dari penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Clacher & Hagendorff (2012) serta Martani, Mulyono, & Khairurizka (2009) yang menyatakan ada pengaruh positif, namun penelitian ini sejalan dengan penelitian Solechan (2009) dan Rachmawati & Triatmoko (2007) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa hipotesis kelima yaitu terdapat pengaruh positif Mshare terhadap CAR ditolak karena angka signifikansi hasil uji t di atas 0.1 sehingga artinya Mshare tidak berpengaruh terhadap CAR pada sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia. Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian Suprpti & Nuraini (2009) dan Hidayat & Setyaningsih (2011) namun didukung oleh penelitian Almilia (2006). Cheng & Christiawan (2011) dan Listyanti (2011) menyatakan bahwa investor di Indonesia sudah mulai lebih memperhatikan informasi *corporate social responsibility* (CSR) yang diungkapkan oleh perusahaan dan menggunakan informasi tersebut sebagai salah satu sumber pengambilan keputusan, bukan lagi berorientasi pada informasi fundamental seperti ROA, FSize dan MShare tidak berpengaruh signifikan terhadap respon investor. Selain itu, angka rata – rata Mshare pada sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia yaitu 5.6% yang artinya persaingan di sektor ini cukup ketat. Oleh karena itu, maka seberapa besar atau kecil pangsa pasar perusahaan tidak mempengaruhi respon dari investor.

Sedangkan hipotesis keempat dinyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif DER terhadap CAR pada sektor properti, *real*

estate, dan konstruksi bangunan di Indonesia, namun berdasarkan hasil penelitian ini, terdapat pengaruh signifikan positif DER terhadap CAR sehingga hipotesis keempat ditolak dan artinya tidak sesuai dengan hasil penelitian Hull (1999) dan Koseoglu (2013). Hasil ini sejalan dengan penelitian Suprapti & Nuraini (2009), Sutriani (2014), serta Susilowati & Turyanto (2011). Haque & Sarwar (2013) menyatakan bahwa beberapa investor yang lebih memilih untuk berinvestasi pada perusahaan dengan tingkat DER yang tinggi. Penelitian Haque & Sarwar (2013) dilakukan di negara dengan kondisi yang hampir sama dengan Indonesia yaitu Pakistan. Perusahaan dengan tingkat DER yang tinggi menunjukkan bahwa pendanaannya sebagian besar menggunakan hutang sehingga memiliki risiko yang besar. Namun, ternyata bagi investor perusahaan dengan DER yang tinggi dianggap lebih agresif dalam bertumbuh (Haque & Sarwar, 2013). Artinya, investor berharap dengan berinvestasi pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi, *return* yang didapat juga tinggi. Investor tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan dengan DER tinggi biasanya ditujukan untuk investasi jangka pendek sehingga investor mengambil berani mengambil risiko yang tinggi.

KESIMPULAN

Corporate social responsibility (CSR) yang diungkapkan oleh perusahaan sektor properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan di Indonesia dalam laporan tahunan perusahaannya saat ini sudah mulai digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan berdasarkan hasil penelitian yang menyatakan terdapat respon positif yang signifikan CSRI terhadap CAR. Namun, ROA, Fsize, dan Mshare tidak berpengaruh terhadap CAR. Hal ini disebabkan oleh bergesernya tren global dari pengambilan keputusan berdasarkan informasi fundamental ke pengungkapan CSR. Dalam penelitian ini, DER memiliki signifikansi positif dimana ada kemungkinan investor di Indonesia lebih memilih untuk melakukan investasi jangka pendek dengan risiko yang lebih tinggi karena perusahaan dengan tingkat hutang tinggi dianggap memiliki *growth* lebih tinggi karena lebih agresif dalam pertumbuhannya.

Keterbatasan dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Keterbatasan pada penelitian ini adalah pengukuran CSR yang terbatas pada laporan tahunan karena belum ada peraturan mengikat dari pemerintah mengenai pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mempertimbangkan informasi CSR yang diungkapkan di sumber atau media lain. Selain itu bagi manajemen diharapkan untuk mempertahankan dan meningkatkan kesesuaian antara kriteria CSR dengan kegiatan dan pengungkapannya sehingga dapat menaikkan harga saham sejalan dengan hasil penelitian ini yang menyatakan adanya pengaruh positif CSR terhadap respon investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Abboubi, M. E., & Cornet, A. (2012). Towards a Dynamic Stakeholder Management framework for CSR Certification. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (4), 1-12.
- 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), 125-134.
- Almilia, L. S. (2006). Reaksi Pasar dan Efek Intra Industri Pengumuman Financial Distress. *Jurnal Ekono-Insentif*, 1 (1), 1-21.
- 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.
- Anderson-Weir, C. H. (2010). How Does the Stock Market React to Corporate Environmental News? *Undergraduate Economic Review*, 6 (1), 1-29.
- Angraini, F. (2006). Pengungkapan Informasi Sosial dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Informasi Sosial dalam Laporan Keuangan Tahunan (Studi Empiris pada Perusahaan - Perusahaan yang terdaftar Bursa Efek Jakarta). *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 1-21.
- 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.

- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional Reforms and Investor Reactions to CSR Announcements: Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Management Studies*, 1(1), 1-24.
- Arista, D., & Astohar. (2012). Analisis Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Return Saham. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan*, 3 (1), 1-15.
- Barbee, W. C., Mukherji, S., & Raines, G. A. (1996). Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better than Book-Market and Firm Size? *Financial Analysts Journal*, 52 (2), 56-60.
- Becchetti, L., & Ciciretti, R. (2011). Stock Market Reaction to the Global Financial Crisis: Testing for the Lehman Brothers' Event. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 70, 3-58.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 97-116.
- Cheng, M., & Christiawan, Y. J. (2011). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 13 (1), 24-36.
- Clacher, I., & Hagendorff, J. (2012). Do Announcements about Corporate Social Responsibility Create or Destroy Shareholder Wealth? Evidence from the UK. *Journal of Business Ethics*, 106, 253-266.
- Davidson, W. N., & Worrell, D. L. (1988). The Impact of Announcements of Corporate Illegality on Shareholder Returns. *Academy of Management Journal*, 31 (1), 195-200.
- Dahlsrud, A. (2008). How Corporate Social Responsibility is Defined: an Analysis of 37 Definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 1-13.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.
- Forbes, S., & McIntosh, M. (2011). Towards CSR and the Sustainable Enterprise Economy in the Asia Pacific Region. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 2 (2), 194-213.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited". *Organization Science*, 15 (3), 364-369.
- Frooman, J. (1997). Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth. *Business and Society*, 36 (3), 221-249.
- Gibson, K. (2000). The Moral Basis of Stakeholder Theory. *Journal of Business Ethics*, 26 (3), 245-257.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. *Business and Society*, 5-31.
- Groening, C., & Kanuri, V. K. (2013). Investor Reaction to Positive and Negative Corporate Social Events. *Journal of Business Research*, 1-9.
- Hull, R. M. (1999). Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Transaction. *Financial Management*, 28 (2), 32-45.
- Haque, A., & Sarwar, S. (2013). Effect of Fundamental and Stock Market Variables on Equity Return in Pakistan. *Sci.Int. (Lahore)*, 25 (4), 981-987.
- 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.
- Hidayat, A., & Setyaningsih, S. (2011). 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.
- Juniarti, & Sentosa, A. A. (2009). Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure Terhadap Biaya Hutang. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11 (2), 88-100.
- 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.
- Jones, R., & Murrell, A. J. (2001). Signaling Positive Corporate Social Performance. *Business and Society*, 40 (1), 59-78.
- Joo, S. J., Nixon, D., & Stoeberl, P. A. (2011). Benchmarking with Data Envelopment Analysis: A Return on Asset Perspective.

- Benchmarking: An International Journal*, 18 (4), 529-542.
- Koseoglu, B. (2014). Cross-Sectional Variation in Stock Returns due to Leverage in Exchange Istanbul. *International Business Research*, 7 (1), 34-42.
- Lackmann, J., Ernstberger, J., & Stich, M. (2012). Market Reactions to Increased Reliability of Sustainability Information. *Journal of Business Ethics*, 107, 111-128.
- Listyanti, A. (2011, May). Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan Terhadap Reaksi Investor: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Thuan 2008 - 2009. *Thesis*, 1-10.
- Murray, A., Sinclair, D., Power, D., & Gray, R. (2006). Do Financial Markets Care About Social and Environmental Disclosure? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (2), 228-255.
- 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.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22 (4), 853-886.
- 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.
- Patten, R. P., & Guidry, D. M. (2010). Market Reactions to the First-time Issuance of Corporate Sustainability Reports. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 1 (1), 33-50.
- Pedersen, E. G., Henriksen, M. H., Frier, C., Soby, J., & Jennings, V. (2013). Stakeholder Thinking in Sustainability Management: The Case of Novozymes. *Social Responsibility Journal*, 9 (4), 500-515.
- Petersen, H. L., & Vredenburg, H. (2009). Moral or Economics? Institutional Investor Preferences for Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2-14.
- Picou, A., & Rubach, M. J. (2006). Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines. *Journal of Business Ethics*, 65, 55-67.
- 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.
- Suprpti, S. B., & Nuraini, S. D. (2009). The Effect of Market Share, Leverage Ratio, and Capital Intensity Ratio on Stock Return. *Karisma*, 3 (2), 139-146.
- Susilowati, Y., & Turyanto, T. (2011). REAKSI SIGNAL RASIO PROFITABILITAS DAN RASIO SOLVABILITAS TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3, 17-37.
- Sutriani, A. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Likuiditas Terhadap Return Saham Dengan Nilai Tukar Sebagai Variabel Moderasi Pada Saham LQ-45. *Journal of Business and Banking*, 4 (1), 67-80.
- 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.
- Sanders, Jr., R. W., & Zdanowicz, J. S. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume Around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (1), 109-129.
- Sandhu, H. S., & Kapoor, S. (2010). Corporate Social Responsibility Initiatives: An Analysis of Voluntary Corporate Disclosure. *South Asian Journal of Management*, 47-80.
- Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). Exploring the Financial Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility During a Crisis. *Corporate Reputation Review*, 7 (4), 327-245.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory* (6th ed.). US: PH Professional.
- Solechan, A. (2009). Pengaruh Earning, Manajemen Laba, Ios, Beta, Size dan Rasio Hutang Terhadap Return Saham Pada Perusahaan yang Go Public di BEI. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 6 (1), 1-18.

- Rachmawati, A., & Triatmoko, H. (2007, July). Analisis Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*, 1-26.
- Reddy, K., & Gordon, L. W. (2010). The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance: An Empirical Study Using Listed Companies. *Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability* , 6 (2), 19-43.
- Roden, P. F., & Medina, F. V. (2011). An Analysis of Corporate Social Responsibility: The Mexico Evidence. *Journal of Financial and Economic Practice* , 11 (2), 64-76.
- Ulupui, I. G. (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). *Journal of Accounting* , 1(1), 1.
- Wagner, M., Phu, N. V., Azomahou, T., & Whermeyer, 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* , 133-146.
- Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal of Business Ethics* , 101, 127-141.
- Windsor, D. (2011). The Role of Dynamics in Stakeholder Thinking. *Journal of Business Ethics* , 96, 79-87.
- 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.
- Zadeh, F. O., & Alireza, E. (2012). Firm Size As Company's Characteristic and Level of Risk Disclosure: Review on Theories and Literatures. *International Journal of Business and Social Science* , 3 (17), 9-18.