

# Pengaruh Tingkat Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Information Asymmetry* dengan Variabel Kontrol *Beta* dan *Managerial Ownership*

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

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan adanya pengaruh pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *information asymmetry*. Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* perusahaan diukur menggunakan tingkat pengungkapan *Corporate Social Responsibility* yang dinilai menggunakan kriteria *guidelines* yang sesuai *GRI Index*. *Information asymmetry* yang digunakan pada penelitian ini diukur menggunakan *bid-ask spread*. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol, yaitu *beta* dan *managerial ownership*. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan publik di Indonesia yang menerbitkan *sustainability reporting* dan terdaftar dalam *database* GRI dengan jumlah sampel 130 pengamatan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *bid-ask spread*. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *beta* tidak berpengaruh terhadap *information asymmetry*, sedangkan *managerial ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap *bid-ask spread*.

**Kata kunci:** Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, *Information Asymmetry*, Tingkat Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, *Sustainability Reporting*, *Bid-ask Spread*, *Beta*, dan *Managerial Ownership*.

## ABSTRACT

*This study aimed to identify and to prove the affect of Corporate Social Responsibility disclosure level to information asymmetry. Corporate Social Responsibility disclosure of companies measured by using level of Corporate Social Responsibility disclosure which assessed by using criteria guidelines of GRI Index. Information asymmetry in this study was measured by using bid-ask spread. This study also used control variables: beta and managerial ownership. This research was carried on go public companies in Indonesia which published sustainability reporting and listed in GRI's database with a sample of 130 observations. The results of this study showed that there was a significant positive affect of Corporate Social Responsibility on bid-ask spread. The results also showed that beta had no affect on bid-ask spread, while managerial ownership had significant positive affect on the bid-ask spread.*

**Keywords:** *Corporate Social Responsibility Disclosure, Information Asymmetry, Level of Corporate Social Responsibility Disclosure, Sustainability Reporting, Bid-Ask Spread, Beta, and Managerial Ownership.*

## PENDAHULUAN

Banyaknya kasus *fraud* yang telah terjadi di tahun sebelumnya, seperti Enron membuat perusahaan harus menyadari pentingnya informasi yang transparan dalam praktek ekonomi karena hal tersebut telah

menjadi perhatian utama bagi investor (Lopatta et al., 2014; Zhang et al., 2014). Investor menyadari kasus tersebut dipicu karena sedikitnya jumlah informasi yang disampaikan perusahaan kepada pihak luar (Zhang et al., 2014). Selain itu, perusahaan juga dapat dikatakan belum melaksanakan

pengungkapan CSR dengan baik (Zhang et al., 2014) dimana pengungkapan CSR perlu disampaikan karena diyakini sebagai dasar untuk menilai keterbukaan informasi yang diungkapkan perusahaan kepada investor dimana terkait pengungkapan informasi tentang aktivitas tanggung jawab perusahaan yang berhubungan dengan aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial perusahaan (Luhglatno, 2007). Adanya pandangan masyarakat, investor, dan pemerintah terhadap aktivitas CSR tersebut memicu meningkatnya perkembangan CSR dalam perusahaan, sehingga mendorong perusahaan melaksanakan pengungkapan CSR untuk mendapatkan reputasi baik di mata publik (McWilliams & Siegel, 2001).

Namun, pentingnya penelitian mengenai hubungan antara CSR dengan *information asymmetry* ini tidak diikuti dengan dukungan hasil penelitian yang memadai tentang pengaruh pengungkapan CSR terhadap *information asymmetry*. Mayoritas penelitian yang dilakukan membahas mengenai hubungan CSR dengan *financial performance*, yang diantaranya dilakukan oleh McGuire et al. (1988), Waddock & Graves (1997), Hall & Rieck (1998), McWilliams & Siegel (2000), Jackson & Hua (2009), Makni et al. (2009), Karagiorgos (2010), Yang et al. (2010), Dkhili & Ansi (2012), Asatryan & Brezinova (2014), Cheng et al. (2014), Pan et al. (2014), Alshammari (2015), Gi et al. (2015), Madorran & Garcia (2016), Ren (2016). Terdapat pula penelitian yang membahas dampak CSR terhadap *financial performance* (Lin et al., 2009; Kemei & Kerongo, 2014), CSR dan karakteristik *financial* dalam Brazilian Stock Market (Martins & Paulo, 2014). Sedangkan penelitian mengenai pengaruh pengungkapan CSR terhadap *information asymmetry* baru dilakukan oleh Cormier et al. (2011), Cui et al. (2012, 2016), Cho et al. (2013), Hung et al. (2013), Liu et al. (2013), Lopatta et al. (2014, 2015), Hapsoro & Zidni (2015), Lu & Chueh (2015), Martinez-Ferrero et al. (2015), Semenescu & Curmei (2015), dan Diebecker & Sommer (2016).

Secara teoritis, keberadaan CSR dapat mengurangi adanya *information asymmetry* yang telah terbukti oleh beberapa penelitian. Cho et al. (2013) mengungkapkan bahwa aktivitas CSR akan mendorong perusahaan untuk membuat pengungkapan yang lebih luas terkait aktivitas dalam aspek ekonomi, sosial dan lingkungan perusahaan, atas dampak kegiatan operasional perusahaan

kepada para *stakeholders*. Perusahaan dengan pelaporan CSR yang lebih berkualitas akan meningkatkan transparansi informasi (Liu et al., 2013; Lopatta et al., 2014) dimana transparansi dianggap sebagai lingkungan informasi perusahaan yang mencerminkan seberapa banyak informasi yang akan dibagikan ke pihak luar perusahaan (Zhang et al., 2014). Hal tersebut mengakibatkan ketersediaan jumlah informasi yang dimiliki antara perusahaan dengan investor menjadi lebih berimbang sehingga pengungkapan CSR dapat mengurangi *information asymmetry* (Cui et al., 2012, 2016).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh terhadap *information asymmetry* dengan menggunakan variabel kontrol *beta* dan *managerial ownership*. Sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* di Indonesia yang telah menerbitkan *sustainability reporting* (SR) sepanjang tahun 2008 hingga 2014 dalam situs *Global Reporting Initiatives* (GRI). Berdasarkan latar belakang diatas maka peneliti dapat mengidentifikasi rumusan masalah, yaitu apakah pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh terhadap *information asymmetry*?

### **Stakeholder Theory**

*Stakeholder theory* merupakan suatu teori yang menyatakan bahwa keberhasilan dan keberlangsungan perusahaan dapat tercapai dengan cara perusahaan wajib memenuhi dan menyeimbangkan kebutuhan *stakeholder* atau para pemangku kepentingan, tidak hanya menyenangkan *shareholders* melalui aspek ekonomi dengan memaksimalkan profit, melainkan juga aspek non-ekonomi seperti lingkungan dan sosial (Clarkson, 1995; Pirsch et al., 2007). *Stakeholder theory* menyatakan bahwa perusahaan bukanlah suatu entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri namun juga harus memberikan manfaat bagi *stakeholdernya* (Pirsch et al., 2007). Keberadaan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh dukungan yang diberikan *stakeholder* agar perusahaan dapat melanjutkan operasinya dan terus berkelanjutan (Hadi, 2011).

### **Pengertian Corporate Social Responsibility**

Carroll (1991) mengungkapkan bahwa perusahaan yang melakukan *Corporate Social Responsibility* (CSR) tidak hanya beroperasi untuk memperoleh profit saja, melainkan juga harus memenuhi tanggung jawabnya kepada *stakeholders*, seperti mematuhi hukum, berperilaku etis, dan menjadi perusahaan yang baik di mata *stakeholders*. Cormier et al. (2011) berpendapat bahwa CSR dapat dipahami sebagai perusahaan yang mengintegrasikan kepentingan ekonomi, sosial, dan lingkungan ke dalam nilai dan budaya perusahaan untuk menunjang aktivitas operasional perusahaan secara keseluruhan. Pada intinya, CSR merupakan sebuah aktivitas yang berorientasi bukan hanya mementingkan aspek ekonomi saja, melainkan juga memperhatikan kepentingan masyarakat sosial dan lingkungan atas dampak aktivitas yang ditimbulkan dari kegiatan operasional perusahaan dimana telah diwajibkan oleh hukum sehingga dapat mendorong *sustainability* perusahaan (Carroll, 2008; Cui et al., 2012).

Weber (2008) mengidentifikasi manfaat dari pengungkapan CSR, yaitu efek positif pada citra dan reputasi perusahaan, meningkatkan motivasi dan retensi karyawan, penghematan biaya, peningkatan pendapatan dari penjualan dan pangsa pasar yang lebih tinggi serta pengurangan risiko. CSR merupakan perwujudan dari *stakeholder theory* dimana perusahaan selain memenuhi tanggung jawab ekonominya untuk menyenangkan *shareholders*, perusahaan juga harus memenuhi kebutuhan para *stakeholder* dalam aspek lingkungan dan sosial (Carroll, 1991). Jika tiga aspek CSR yaitu tanggung jawab secara ekonomi, sosial dan lingkungan ini telah diterapkan dengan baik, maka akan berpengaruh terhadap *sustainability* perusahaan (Mulyadi & Anwar, 2012; Watson, 2015). Dalam konteks *sustainability*, *The World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) mendefinisikan CSR berhubungan erat dengan *sustainable development* dimana CSR merupakan komitmen bisnis berkelanjutan untuk berperilaku etis dan dapat memberikan kontribusi terhadap pembangunan ekonomi serta meningkatkan kualitas kehidupan bagi karyawan dan keluarganya, komunitas setempat maupun masyarakat luas.

### **Information Asymmetry**

*Information asymmetry* timbul karena adanya kondisi dimana terjadi perbedaan jumlah informasi yang dimiliki karena kepentingan yang saling bertentangan antara peserta pasar modal, yaitu manajemen dan investor sehingga investor berpotensi membuat keputusan yang kurang tepat (Healy & Palepu, 2001; Scott, 2003). Hal tersebut dikarenakan manajemen perusahaan cenderung memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan investor dan mempunyai insentif untuk memaksimalkan kekayaan pribadi mereka dengan tidak menyebarkan informasi tersebut sehingga mengorbankan kepentingan investor (Healy & Palepu, 2001).

Pada ilustrasi Akerlof (1970) dalam "*The Market for Lemons*" dapat ditarik kesimpulan bahwa pembuatan keputusan mengenai suatu transaksi akan terhambat akibat munculnya masalah *information asymmetry* antara dua pihak, seperti manajer dan investor yang memiliki jumlah informasi yang tidak sama. Adanya gap perbedaan jumlah informasi kedua pihak tersebut membuat investor berpikir rasional dan menilai perusahaan hanya sebesar informasi yang dimilikinya (Akerlof, 1970). Apabila investor tidak mendapatkan informasi yang cukup memadai, maka investor tidak mampu memberikan penilaian yang sesungguhnya terhadap perusahaan sehingga dapat menilai perusahaan lebih rendah atau lebih tinggi dari yang sesungguhnya dimana tidak menunjukkan nilai perusahaan yang sesungguhnya (Akerlof, 1970; Healy & Palepu, 2001).

### **Signaling Theory**

*Signaling theory* muncul untuk mengurangi terjadinya *information asymmetry* dimana menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal (Sari & Zuhrohtun, 2008). *Signaling theory* dapat digambarkan sebagai perilaku ketika dua pihak baik individu maupun perusahaan memiliki akses yang berbeda atas informasi sehingga dapat mempengaruhi nilai saham perusahaan tersebut (Connelly et al., 2011). Spence (1973) berpendapat bahwa perusahaan yang baik akan membedakan dirinya dari sebuah perusahaan yang buruk dengan cara mengirimkan sinyal yang kredibel tentang kualitas perusahaan ke pasar modal. Markopoulo & Papadopoulos (2009)

menyatakan bahwa munculnya *signaling theory* bermula dari ide yang mengungkapkan bahwa pihak *insiders* mempunyai informasi lebih banyak dibandingkan pihak *outsiders* dimana keberadaannya berkaitan dengan penurunan *information asymmetry* (Spence, 1973, Connelly et al., 2011) dengan cara pemberian sinyal antara kedua pihak, yaitu *insiders* (perusahaan) kepada *outsiders* (investor) (Connelly et al., 2011). Pengirim sinyal yaitu pihak *insiders* (Spence, 1973), harus menentukan bagaimana cara memberikan sinyal kepada pihak *outsiders* (Connelly et al., 2011). Penerima sinyal, selaku *outsiders* yang ingin mendapatkan informasi tersebut (Spence, 1973), harus menentukan bagaimana menginterpretasikan sinyal yang telah diberikan tersebut sehingga dapat memberikan penilaian sebagaimana yang diharapkan oleh pemberi sinyal (Connelly et al., 2011).

### **Beta**

Beta ( $\beta$ ) merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2009). Beta berkaitan dengan variabilitas *return* saham suatu perusahaan yang umum bagi perekonomian pasar (Rego et al., 2009) dan berhubungan langsung dengan pergerakan pasar (Anastasia et al., 2003; Jogiyanto, 2009). Investor memerlukan ukuran beta yang akurat dan tidak bias sebagai dasar untuk memperkirakan besarnya risiko maupun *return* investasi di masa depan (Jogiyanto, 2009).

### **Managerial Ownership**

*Managerial ownership* menunjukkan kepemilikan manajer atas saham di dalam sebuah perusahaan (Welim & Rusiti, 2014). Dengan adanya *managerial ownership* akan mendorong pihak manajer untuk bertindak tidak hanya sebagai seorang karyawan di dalam perusahaan, melainkan juga berposisi sebagai pemegang saham (Imanta & Satwiko, 2011). Meskipun juga berposisi sebagai pemegang saham, adanya *managerial ownership* dalam perusahaan dapat meningkatkan risiko perusahaan (Bakhshi et al., 2011; Zhou, 2011; Afendi, 2014).

### **Pengaruh Tingkat Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap**

### **Information Asymmetry yang diukur menggunakan Bid-Ask Spread**

CSR merupakan perwujudan dari *stakeholder theory* dimana perusahaan perlu mengakomodasi kepentingan seluruh *stakeholders* tidak hanya memenuhi tanggung jawab ekonomi untuk memaksimalkan profit, melainkan juga pada aspek lingkungan dan sosial (Carroll, 1991). Aktivitas CSR tersebut mendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan terkait CSR yang disampaikan dapat melalui *sustainability reporting* atau bagian dari laporan tahunan (Cormier et al., 2011). Tindakan berani melakukan pengungkapan CSR tersebut merupakan salah satu bentuk sinyal kepada investor agar perusahaan dapat dipersepsikan telah bertanggung jawab moral tidak hanya pada kinerja *financial* saja, melainkan juga aspek *non-financial* seperti lingkungan dan sosial perusahaan (Carroll, 1991; Sari & Zuhrohtun, 2008; Cui et al., 2016). Dengan adanya pengungkapan CSR tersebut, transparansi perusahaan meningkat (Cormier et al., 2011; Cho et al., 2013) yang tercermin pada banyaknya informasi yang disampaikan perusahaan kepada pihak luar (Lopatta et al., 2014; Cho et al., 2013). Dengan banyaknya jumlah informasi yang diungkapkan perusahaan, maka gap jumlah informasi yang dimiliki perusahaan dan investor menjadi lebih kecil (Healy & Palepu, 2001) dimana mengarah pada penurunan *information asymmetry* (Lopatta et al., 2014; Cheng et al., 2014; Zhang et al., 2014). Turunnya *information asymmetry* tersebut membuat ketersediaan informasi yang dimiliki investor akan meningkat (Cho et al., 2013), sehingga investor diharapkan dapat memberikan penilaian yang sesungguhnya terhadap perusahaan sebagaimana yang diharapkan oleh perusahaan, dimana tidak menilai perusahaan terlalu rendah atau terlalu tinggi dari yang sesungguhnya (Akerlof, 1970; Healy & Palepu, 2001), sehingga investor akan menentukan *ask* yang mendekati bid. Hal tersebut membuat selisih antara *bid* dan *ask* akan semakin tipis (Fu et al., 2012) dimana ditunjukkan pada lebih rendahnya *bid-ask spread* (Lu & Chueh, 2015). Didukung penelitian sebelumnya oleh Cormier et al. (2011), Cui et al. (2012, 2016), Cho et al. (2013), Hapsoro & Zidni (2015), Lu & Chueh (2015), Diebecker & Sommer (2016), maka dapat dibuat hipotesis :

H<sub>1</sub> : Tingkat pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh negatif terhadap *information asymmetry* yang diukur menggunakan *bid-ask spread*.

### **Pengaruh Beta terhadap Information Asymmetry yang diukur menggunakan Bid-Ask Spread**

Beta merupakan pengukur risiko sistematis yang menunjukkan sejauh mana *return* suatu saham tertentu dapat bergerak naik dan turun mengikuti *return* pasar saham (Brigham & Houston, 2010). Investor memerlukan ukuran beta yang akurat dalam pembuatan keputusan investasinya sebagai dasar untuk memperkirakan besarnya risiko maupun *return* investasi di masa depan. Beta yang merupakan risiko perusahaan mencerminkan bahwa semakin tinggi beta akan mengarah pada risiko yang semakin besar, dimana investor cenderung memilih saham yang mempunyai beta dengan fluktuasi rendah bila dibandingkan dengan kondisi pasar untuk menghindari risiko (Ryan, 1996; Jogiyanto, 2009; Chandra, 2010). Perusahaan dengan risiko yang besar dapat menyebabkan kepercayaan investor terhadap perusahaan menurun karena investor mempertimbangkan terjadinya risiko kebangkrutan perusahaan, probabilitas investor mendapatkan *return* yang diharapkan semakin kecil (Theriou et al., 2010) dan perusahaan dipersepsikan cenderung tidak mengungkapkan informasi sepenuhnya kepada pihak luar, sehingga berdampak pada harga saham yang dinilai rendah oleh investor (Pagach & Warr, 2010). Stoll (1978) mengungkapkan bahwa harga saham berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread* dimana menurunnya harga saham akan membuat *spread* semakin melebar karena investor melakukan penilaian *ask* yang semakin menjauhi *bid*. Penelitian sebelumnya telah membahas mengenai hubungan antara beta dengan *bid-ask spread*, seperti Ryan (1996) dan Mehrani et al. (2011) menemukan bahwa beta berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*, maka dapat dihasilkan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>2</sub> : Beta berpengaruh positif terhadap *information asymmetry* yang diukur menggunakan *bid-ask spread*.

### **Pengaruh Managerial Ownership terhadap Information Asymmetry yang diukur menggunakan Bid-Ask Spread**

*Managerial ownership* menunjukkan kepemilikan saham oleh manajer dalam sebuah perusahaan (Welim & Rusiti, 2014) dimana kedudukan yang dimilikinya tidak hanya sebagai seorang manajer, melainkan juga sebagai pemegang saham (Imanta & Satwiko, 2011). Meskipun juga berposisi sebagai pemegang saham, adanya *managerial ownership* dalam suatu perusahaan dapat meningkatkan risiko perusahaan (Afendi, 2014). *Insiders* cenderung untuk memiliki jumlah informasi yang lebih banyak dibandingkan investor lainnya dan memanfaatkan posisi tersebut untuk membuat keputusan demi keuntungan pribadinya (Healy & Palepu, 2001) sehingga meningkatkan kekhawatiran risiko timbulnya *insider trades* dalam pasar modal (Chiang & Venkatesh, 1988 dalam Zhou, 2011). Adanya kepemilikan *inside information* oleh para manajer yang tidak dapat diakses oleh pihak luar tersebut dimana menunjukkan tingginya *information asymmetry* tersebut, akan merugikan investor yang tercermin pada turunnya kepercayaan investor atas penilaian terhadap perusahaan tersebut (Bakhshi et al., 2011) sehingga mengarah pada rendahnya penentuan investor atas harga saham perusahaan (Welim & Rustiti, 2014). Harga saham berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread* dimana investor akan menentukan *ask* yang menjauhi *bid* sehingga *bid-ask spread* akan semakin besar (Stoll, 1978). Hal tersebut mendorong saham perusahaan dengan *managerial ownership* yang tinggi akan memiliki *spread* yang lebih luas dibandingkan dengan perusahaan dengan *managerial ownership* yang rendah (Bakhshi et al., 2011; Zhou, 2011). Beberapa penelitian sebelumnya telah membahas mengenai hubungan *managerial ownership* dengan *bid-ask spread*. Bakhshi et al. (2011) menyimpulkan bahwa *managerial ownership* yang lebih rendah akan mengurangi *bid-ask spread*. Sarin et al. (1999) dan Zhou (2011) menunjukkan *managerial ownership* secara positif memperluas *bid-ask spread*, maka dibuatlah hipotesis :

H<sub>3</sub> : *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *information asymmetry* yang diukur menggunakan *bid-ask spread*.

## **METODE PENELITIAN**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah TCSR dengan variabel dependen *information asymmetry*. Sedangkan variabel kontrolnya adalah *beta* dan *managerial*

*ownership*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

#### 1. Bid-Ask Spread

Information asymmetry diukur menggunakan *bid-ask spread* yang menunjukkan seberapa besar selisih atau rentang antara bid dan ask, dimana bid merupakan harga yang ditawarkan, dan ask merupakan harga yang diminta dalam mekanisme pasar modal, selama periode perdagangan efektif dalam setahun (Maulina et al., 2010). Secara matematis, *bid-ask spread* oleh Lu & Chueh (2015) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$SPREAD_i = \frac{\sum_i^n \frac{S_{i,t}}{BID_{i,t} + ASK_{i,t}}}{2n}$$

Semakin tinggi *spread*, maka semakin tinggi *information asymmetry* yang dapat ditandai dengan semakin besarnya selisih *bid* dan *ask*.

#### 2. TCSR

Tingkat pengungkapan *Corporate Social Responsibility* menunjukkan seberapa besar pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan melalui *sustainability reporting* yang diukur menggunakan pedoman GRI Index yang meliputi aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan. Apabila kriteria dari GRI Index tersebut diungkapkan dalam *sustainability reporting* perusahaan, maka akan diberi skor 1, jika tidak maka diberi skor 0. Penilaian tingkat pengungkapan CSR dihitung dari total skor *sustainability reporting* perusahaan pada tahun tertentu, dibagi dengan total kriteria pengungkapan pada GRI Index. Pengukuran variabel pengungkapan CSR dapat dirumuskan:

$$TCSR = \frac{\sum \text{Kriteria pengungkapan perusahaan}}{\sum \text{Kriteria pengungkapan sesuai GRI Index}}$$

Semakin tinggi skor TCSR, menunjukkan semakin banyak jumlah pengungkapan yang disampaikan perusahaan.

#### 3. BETA

Beta merupakan pengukur risiko perusahaan yang menunjukkan sejauh mana return suatu saham tertentu dapat bergerak naik dan turun mengikuti return pasar saham (Brigham & Houston, 2010). Beta diukur menggunakan model indeks tunggal dengan menghubungkan return

saham individual ( $R_i$ ) dengan return indeks pasar ( $R_m$ ) (Anastasia et al., 2003). Secara matematis, Anastasia, Gunawan, & Wijiyanti (2003) merumuskan return saham individual ( $R_i$ ) dan return pasar ( $R_m$ ) sebagai berikut :

$$R_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$$BETA = \frac{(n \sum R_m * R_i - \sum R_m \sum R_i)}{(n \sum R_m^2 - (\sum R_m)^2)}$$

Semakin tinggi beta, maka semakin tinggi risiko, dimana probabilitas *return* yang diharapkan investor semakin kecil.

#### 4. Managerial Ownership

Managerial ownership menunjukkan kepemilikan manajer atas saham di dalam perusahaan (Rizal, 2007). Pengukuran managerial ownership menggunakan persentase total ekuitas yang dimiliki oleh pihak insiders, seperti dewan direksi dan dewan komisaris dibagi dengan total jumlah saham yang beredar (Holderness, 2003; Syafi'i, 2011). Rumus yang digunakan untuk mengukur managerial ownership adalah sebagai berikut :

$$MO = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki pihak manajer}}{\text{total jumlah lembar saham yang beredar}} \times 100\%$$

Semakin tinggi *managerial ownership*, maka semakin tinggi risiko perusahaan.

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah aktivitas CSR yang diungkapkan dalam *sustainability reporting* (SR) yang terdapat pada *website Global Reporting Initiative* (GRI) Database, harga saham bid dan ask yang diperoleh dari Bloomberg, harga saham perusahaan, dividen saham perusahaan, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang diperoleh dari *website Yahoo Finance*, serta jumlah saham yang dimiliki pihak manajer dan total jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari *Annual Report* (AR) pada *website Indonesia Stock Exchange* (IDX) dan *website* perusahaan.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*, dimana sampel penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria penelitian. Kriteria penelitian tersebut adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan go public yang terdaftar pada *Indonesia Stock Exchange* (IDX)

dan tersedia Annual Report perusahaan pada tahun 2008 – 2014. (2) Perusahaan yang menerbitkan *sustainability reporting* yang terdaftar di website GRI pada tahun 2008 – 2014.(3)Perusahaan yang memiliki data bid dan ask. (4) Perusahaan yang memiliki data harga saham dan dividen perusahaan.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan *software Statistic for Social Science* (SPSS) versi 24 untuk mengolah dan menganalisa seluruh data penelitian. Berikut statistik dari penelitian ini:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SPREAD	130	-.0227035	-.001268	-.007208098	.00394610
TCSR	130	.13187000	1.000000	.5844467590	.29590506
BETA	130	-1.1609996	2.341982	1.093000023	.46404672
MO	130	.00000000	.1596612	.0056459908	.02395130
Valid N (listwise)	130				

Penelitian ini melakukan empat macam uji asumsi klasik, yang terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas, dengan tingkat signifikansi sebesar  $\alpha = 10\%$ .

Pengujian dilakukan sebanyak dua kali, karena terdapat masalah pada uji normalitas. Pengujian pertama menunjukkan bahwa data penelitian tidak normal, oleh karena itu dilakukan penghapusan *outlier* pada pengujian kedua, sehingga uji normalitas dapat terpenuhi. Berikut adalah hasil pengujian dari masing-masing uji asumsi klasik:

### 1. Uji Normalitas

Hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov menunjukkan signifikansi sebesar 0,200 dimana dapat disimpulkan bahwa uji normalitas terpenuhi karena error pada persamaan regresi telah memiliki distribusi normal.

Tabel 2. Hasil Pengujian Asumsi Klasik – Normalitas

		Unstandardized Residual
N		1222
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.00291832
Most Extreme Differences	Absolute	.063
	Positive	.049
	Negative	-.063
Test Statistic		.063
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 <sup>c,d</sup>

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

### 2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menghasilkan nilai Durbin Watson sebesar 1.998, sehingga dapat dikatakan model regresi bebas autokorelasi karena berada diantara -2 sampai 2.

Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Klasik – Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.303 <sup>a</sup>	.092	.069	.002955	1.998

a. Predictors: (Constant), MO, BETA, TCSR

b. Dependent Variable: SPREAD

### 3. Uji Heteroskedastisitas

Hasil dari uji Glejser menunjukkan bahwa signifikansi dari masing-masing variabel berada diatas 10%, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4. Hasil Pengujian Asumsi Klasik - Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.002	.001		4.555	.000
TCSR	-.001	.001	-.129	-1.415	.160
BETA	.000	.000	-.115	-1.281	.203
MO	-.009	.006	-.140	-1.538	.127

a. Dependent Variable: RES4

#### 4. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas menghasilkan nilai VIF lebih kecil dari 10 dan *tolerance* lebih besar dari 10%, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada model regresi.

Tabel 5. Hasil Pengujian Asumsi Klasik - Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
TCSR	.966	1.035
BETA	.990	1.010
MO	.967	1.304

Setelah uji asumsi klasik kemudian dilakukan uji kelayakan model regresi untuk mengetahui kelayakan model regresi untuk digunakan dalam pengujian hipotesis.

#### 1. Uji F

Hasil uji f menunjukkan nilai signifikansi yang kurang dari 0.10 yaitu 0.010. Hal ini dapat disimpulkan bahwa persamaan model regresi pada penelitian ini layak digunakan untuk menguji hipotesis.

Tabel 6. Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.000	3	.000	3.984	.010 <sup>b</sup>
Residual	.001	118	.000		
Total	.001	121			

a. Dependent Variable: SPREAD

b. Predictors: (Constant), MO, BETA, TCSR

#### 2. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Nilai adjusted  $R^2$  adalah 0,069 yang berarti 6,9% perubahan variabel dependen dapat dijelaskan oleh seluruh variabel independen.

Tabel 7. Hasil Pengujian Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.303 <sup>a</sup>	.092	.069	.002955	1.998

a. Predictors: (Constant), MO, BETA, TCSR

b. Dependent Variable: SPREAD

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t, berikut adalah hasil uji t:

Tabel 8. Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.004	.001		-4.479	.000
TCSR	-.002	.001	-.209	2.344	.021
BETA	-.001	.001	-.124	-1.408	.162
MO	-.021	.011	-.167	1.873	.064

a. Dependent Variable: SPREAD

TCSR memiliki signifikansi yang kurang dari 0.10 yaitu 0.021 dan  $\beta$  TCSR adalah -0.209. Hal ini mengindikasikan bahwa TCSR memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap SPREAD. Sedangkan BETA memiliki nilai signifikansi di atas 0.10 yaitu 0.162 dan  $\beta$  -0.124, sehingga BETA dapat dikatakan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap SPREAD. MO memiliki signifikansi yang kurang dari 0.1 yaitu 0.064 dan  $\beta$  MO sebesar -0.167, sehingga dapat dikatakan MO memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SPREAD.

## KESIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk membuktikan adanya pengaruh negatif pengungkapan *corporate social responsibility* (CSR) terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid-ask spread* pada perusahaan sektor aneka industri yang terdaftar di IDX. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa hipotesis  $H_1$  ditolak. TCSR memiliki pengaruh positif signifikan terhadap SPREAD. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Cormier et al. (2011), Cui et al. (2012, 2016), Cho et al. (2013), Hapsoro & Zidni (2015), Lu & Chueh (2015), Diebecker & Sommer (2016) yang menyimpulkan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh negatif signifikan terhadap *information asymmetry*. Jaggi



& Freedman (1992) mengungkapkan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan CSR tidak mendapat reaksi yang positif dari pasar. Hal ini dikarenakan pasar tidak memberikan dukungan pada manajemen untuk melakukan manajemen yang efektif pada pengungkapan aktivitas CSR. Di samping itu, investor menganggap tindakan pengungkapan CSR ini hanya sekedar kedok bagi perusahaan untuk dipandang baik bagi investor (Jaggi & Freedman, 1992). Investor tidak menganggap pengungkapan luas mengandung informasi tambahan bagi mereka (Freedman dan Jaggi, 1992), melainkan investor justru mencurigai adanya maksud terselubung perusahaan dengan pengungkapan yang dilakukan tersebut. Hal ini merupakan fenomena baru di Indonesia yang belum terbukti pada penelitian sebelumnya bahwa pengungkapan CSR perusahaan berpengaruh positif terhadap *information asymmetry*, dimana ditunjukkan pada semakin besar rentang antara bid dan ask.

Hasil pengujian juga disimpulkan bahwa hipotesis H<sub>2</sub> ditolak, dimana BETA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap SPREAD. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Ryan (1996) dan Mehrani et al. (2011) yang menyimpulkan bahwa beta berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*. Namun, hasil pengujian hipotesis penelitian ini sejalan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tumirin & Kusuma (2003) dan Haryono & Subiyantoro (2014) yang menyatakan bahwa beta tidak memiliki pengaruh terhadap *bid-ask spread*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor dan calon investor belum mempertimbangkan beta yang merupakan risiko pasar dalam memperhitungkan besarnya *information asymmetry* (Tumirin & Kusuma, 2003). Hal ini mengindikasikan bahwa naik turunnya beta tidak mempengaruhi pertimbangan investor atas seberapa besar pengungkapan yang disampaikan perusahaan (Tumirin & Kusuma, 2003), sehingga tidak mempengaruhi perilaku investor pada penentuan harga saham perusahaan (Tumirin & Kusuma, 2003; Solechan, 2010). Baik perusahaan dengan risiko pasar tinggi maupun rendah, perusahaan tetap akan mengungkapkan informasi seluas-luasnya untuk menjelaskan bagaimana risiko besar atau kecil tersebut dapat terjadi dan bagaimana cara menanggulangnya, sehingga tidak mempengaruhi investor pada penilaian perusahaan tersebut. Naik turunnya beta dianggap investor sebagai keadaan pasar saham yang cenderung kurang stabil (Tumirin & Kusuma, 2003). Dengan ini, dapat dikatakan bahwa besar kecilnya beta sebagai risiko pasar

tidak mempengaruhi besarnya *information asymmetry*.

Pengujian hipotesis H<sub>3</sub> menunjukkan hasil H<sub>3</sub> diterima dikarenakan adanya pengaruh secara signifikan antara MO terhadap SPREAD dengan arah hubungan model regresi tersebut sesuai dengan yang tercantum pada hipotesis. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Sarin et al. (1999), Bakhshi et al. (2011), dan Zhou (2011) yang menyimpulkan bahwa *managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*. Adanya *managerial ownership* dalam suatu perusahaan dapat meningkatkan risiko perusahaan (Afendi, 2014) dimana para manajer cenderung untuk memiliki jumlah informasi yang lebih banyak dibandingkan investor lainnya dan memanfaatkan posisi tersebut untuk membuat keputusan demi keuntungan pribadinya (Healy & Palepu, 2001; Welim & Rusiti, 2014) sehingga meningkatkan kekhawatiran risiko timbulnya insider trades dalam pasar modal (Chiang & Venkatesh, 1988 dalam Zhou, 2011). Adanya kepemilikan *inside information* oleh para manajer yang tidak dapat diakses oleh pihak luar tersebut, dapat menunjukkan tingginya *information asymmetry* pada perusahaan, sehingga investor akan menentukan harga *ask* yang semakin menjauhi *bid* untuk menghindari kerugian yang dapat dialaminya dimana ditunjukkan pada spread yang lebih besar. (Bakhshi et al., 2011; Zhou, 2011; Antari & Dana, 2013; Welim & Rustiti, 2014).

## SARAN DAN KETERBATASAN

Keterbatasan pada penelitian ini yaitu penelitian ini menggunakan informasi *sustainability reporting* pada perusahaan di Indonesia yang telah *go public* dan menerbitkan *sustainability reporting* sepanjang tahun 2008-2014 di dalam daftar pada situs *Global Reporting Initiatives* (GRI), sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada seluruh perusahaan *go public* di Indonesia. Selain itu, penelitian ini menggunakan penghitungan CSR dengan acuan GRI versi 3.0, 3.1, dan 4.0 yang sesuai dengan acuan yang digunakan perusahaan. Namun, untuk penghitungan tingkat pengungkapan CSR versi 4.0, semua penghitungan dengan *core option*, sehingga hasil penelitian tingkat pengungkapan CSR tidak dapat dibandingkan untuk perusahaan yang menggunakan acuan GRI versi 4.0 dengan *comprehensive option*.

Dengan adanya hasil penelitian ini, penulis mempunyai beberapa saran yaitu (1) Bagi manajemen agar tetap meningkatkan aktivitas dan pengungkapan CSR dalam perusahaan

dikarenakan CSR merupakan suatu hal yang diwajibkan oleh Undang – Undang (2) Bagi investor dan calon investor disarankan untuk tidak hanya mempertimbangkan dan berinvestasi pada perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan CSR (TCSR) yang tinggi, melainkan juga perlu mengingat ada faktor-faktor lain yang dapat dijadikan pertimbangan untuk keputusan dalam berinvestasi pada suatu perusahaan.

#### DAFTAR REFERENSI

- Afendi, A. (2014, January). Struktur kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan kebijakan keuangan: Analisis persamaan simultan. *SEGMENT Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 10(1), 17.
- Akerlof, G. A. (1970, August). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alshammari, M. (2015, May). Corporate social responsibility and firm performance: The moderating role of reputation and institutional investors. *International Journal of Business and Management*, 10(6).
- Anastasia, N., Gunawan, Y. W., & Wijiyanti, I. (2003, November). Analisis faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham properti di BEJ. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 5(2), 123-132.
- Antari, D. A., & Dana, I. M. (2013). Pengaruh struktur modal, kepemilikan manajerial, dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 2(3).
- Asatryan, R. & Brezinova, O. (2014). Corporate social responsibility and financial performance in the airline industry in central and eastern europe. *CTA Universitatis Agriculturae*, 62(4), 633-639.
- Bakhshi, M., Bazrafshan, E., Rezaei, M., & Fereidouni, H. G. (2011). The impact of corporate governance on the bid – ask spread: Evidence from an emerging market. In *International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR (Vol.10)*.
- Brigham, E., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (9th Edition). Jakarta: Erlangga.
- Carroll, A. B. (1991, July). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Carroll, A. B. (2008, January). A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices. Retrieved August 22, 2016 from <https://www.researchgate.net/publication/282746355>.
- Chandra, R. (2010, August). Analisis pemilihan saham oleh investor asing di Bursa Efek Indonesia. *Bisnis & Birokrasi, Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, 17(2), 101-113.
- Cheng, B., Ioannuo, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *J. Account. Public Policy*, 32, 71–83.
- Clarkson, M. B. (1995, January). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011, January). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Cormier, D., Leduox, M. J., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276 - 1304.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2012, July). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? *Journal of Banking and Finance*.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2016, January). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 1-24.
- Diebecker, J., & Sommer, F. (2016, February). The impact of corporate sustainability performance on information asymmetry: The role of institutional differences. *Review of Managerial Science*, 1-47.
- Dkhili, H., & Ansi, H. (2012). The link between corporate social responsibility and financial performance: The case of the Tunisian companies. *Journal of Organizational Knowledge Management*, 2012, 1.
- Fu, R., Kraft, A. G., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3).
- Gelb, D. S., & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1-13.

- Gherardi, L. G., & Farneti, F. (2014). Stand-alone sustainability reporting and the use of GRI in Italian Vodafone: A longitudinal analysis. *Procedia- Social and Behavioural Sciences*, 164, 11-25.
- Gi, T. G., Vakilbashi, A., & Zamil, N. A. (2015). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: A literature review. *Journal of Advanced Review on Scientific Research*, 10(1), 34-43.
- Hadi, N. (2011). *Corporate Social Responsibility*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Hall, P. L., & Rieck, R. (1998). The effect of positive corporate social actions on shareholder wealth. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), 83-89.
- Hapsoro, D., & Zidni, M. H. (2015). The effect of corporate social responsibility disclosure on economic consequences: Case study in Indonesia. *Journal of Business and Economics*, 6(9), 1595-1605.
- Haryono, A., & Subiyantoro, E. (2014). Risiko investasi, bid-ask spread, dan cost of equity capital di pasar modal Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 18(3), 420-433.
- Heal, G. (2004). Corporate social responsibility - An economic and financial framework. *The Geneva papers on risk and insurance Issues and practice*, 30(3), 387-409.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1).
- Hung, M., Shi, J., & Wang, Y. (2013). The effect of mandatory CSR disclosure on information asymmetry: Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Asian Finance Association (AsFA) 2013 Conference*.
- Jackson, L. A., & Hua, N. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: A snapshot from the lodging and gaming industries. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 17(1), 63-78.
- Jaggi, B., & Freedman, M. (1992). An examination of the impact of pollution performance on economic and market performance: pulp and paper firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(5), 697-713.
- Jogiyanto. (2009). *Teori portofolio dan analisis investasi* (6th Edition). Yogyakarta: PT BPFY Yogyakarta.
- Karagiorgos, T. (2010). Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis on Greek companies. *European Research Studies*, 13(4), 85.
- Kemei, J. C., & Kerongo, F. (2014). The effects of information asymmetry in the performance of the banking industry: A case study of banks in Mombasa country. *International Journal of Education and Research*, 2(2).
- Kisgen, D. J. (2006). Credit ratings and capital structure. *The Journal of Finance*, 61(3), 1035-1072.
- Lin, C. H., Yang, H. L., & Liou, D. Y. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology in Society*, 31(1), 56-63.
- Liu, D., Xu, S., & Yue, Y. (2013). The information contribution of corporate social responsibility disclosure for investors in China. *Journal of Convergence Information Technology*, 8(17), 43.
- Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2014). Asymmetric information and international corporate social responsibility. *Zentra Working Papers in Transnational Studies No. 29*.
- Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2015). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business & Society*, 1-31, 0007650315575488.
- Lu, C. W., & Chueh, T. S. (2015). Corporate social responsibility and information asymmetry. *Journal of Applied Finance & Banking*, 5(3), 105-122.
- Luhglatno. (2007). Akuntansi sosial bentuk kepedulian perusahaan terhadap lingkungan. *Fokus Ekonomi*, 2(2), 1-16.
- Madorran, C., & Garcia, T. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: The Spanish case. *Revista de Administração de Empresas*, 56(1), 20-28.
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 409-422.
- Markopoulou, M. K., & Papadopoulos, D. L. (2009). Capital structure signaling theory: Evidence from the Greek stock exchange. *Portuguese Journal of Management Studies*, 14(3), 217-238.
- Martinez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & Garcia-Sanchez, I.-M. (2015). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Information asymmetry in stock trading, economic and financial characteristics and corporate

- governance in the Brazilian stock market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45.
- Maulina, V., Sumiati, & Triyuwono, I. (2013). Analisis faktor yang mempengaruhi holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45. *Wacana*, 13(3).
- Mazurkiewicz, P. (2011). Corporate social responsibility: Is a common CSR framework possible. *World Bank*, 2.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *The Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.
- McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2000). Corporate social responsibility and financial performance : Correlation or miss-specification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- Mehrani, S., Rasaiian, A., & Hanjari, S. (2011). The use of financial ratios as measures of risk in the determination of the bid-ask spread in Tehran stock exchange. *Iranian Economic Review*, 15(29), 11-25.
- Mulyadi, M. S., & Anwar, Y. (2012). Influence of corporate governance and profitability to corporate CSR disclosure. *International Journal of Arts and Commerce*, 1(7), 29-35.
- Pagach, D. (2010). The characteristics of firms that hire chief risk officers. *Journal of Risk and Insurance*, 78(1), 185-211.
- Pan, X., Sha, J., Zhang, H., & Ke, W. (2014). Relationship between corporate social responsibility and financial performance in the mineral Industry: Evidence from Chinese mineral firms. *Sustainability*, 6(7), 4077-4101.
- 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(2), 125-140.
- Rego, L. L., Billett, M. T., & Morgan, N. A. (2009). Consumer-based brand equity and firm risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 47-60.
- Ren, Y. (2016, April). Corporate social responsibility and firm financial performance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2772424>
- Ryan, H. A. (1996). The use of financial ratios as measures of risk in the determination of the bid-ask spread. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 9(2), 33-41.
- Sari, R. C., & Zuhrohtun. (2008). Keinformatifan laba di pasar obligasi dan saham: Uji liquidation option hypothesis. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 3(1).
- Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K. (1999). Ownership structure and stock market liquidity. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2652>.
- Scott, W. R. (2003). *Financial accounting theory*. (2nd Edition). Canada: Prentice Hall Pub.
- Semenescu, A., & Curmei, C. V. (2015). Using CSR to mitigate information asymmetry in the banking sector. *Management & Marketing*, 10(4), 316-329.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stoll, H. R. (1978). The supply of dealer services in securities markets. *The Journal of Finance*, 33(4), 1133-1151.
- Syafri, I. (2011). Managerial ownership, free cash flow, dan growth opportunity terhadap kebijakan hutang. *Media Mahardhika*, 10(1), 1-21.
- Theriou, N. G., Aggelidis, V. P., & Maditinos, D. I. (2010). Testing the relation between beta and returns in the Athens stock exchange. *Managerial Finance*, 36(12), 1043-1056.
- Tumirin, & Kusuma, I. W. (2003). Analisis variabel akuntansi kuartalan, variabel pasar, dan arus kas operasi yang mempengaruhi bid-ask spread. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 9(1).
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance - Financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Watson, L. (2015). Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature*, 34, 1-16.
- Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal*, 26(4), 247-261.
- Welim, M. F., & Rusiti, C. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, 1-14.
- Yang, F. J., Lin, C. W., & Chang, Y. N. (2010). The linkage between corporate social performance and corporate financial performance. *African Journal of Business Management*, 4(4), 406-413.
- Zhang, Q., Yao, L., & Zheng, S. (2014). The corporate social responsibility and information transparency. *Eastern Academic Forum*, 202-211.
- Zhou, D. (2011). Ownership structure, liquidity, and trade informativeness. *Journal of Finance & Accountancy*, 6, 1.