

Pengaruh Tingkat Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Asimetri Informasi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan dan Barang Konsumsi Di Indonesia dengan Variabel Kontrol *Firm Size* dan *Analyst Following*

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

ABSTRAK

Penelitian mengenai pengaruh *Corporate Social Responsibility* (CSR) terhadap financial performance telah banyak diteliti sebelumnya. Sedangkan penelitian mengenai pengaruh *Corporate Social Responsibility* (CSR) terhadap asimetri informasi masih sedikit diteliti. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh antara tingkat pengungkapan CSR terhadap asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread* pada perusahaan sektor pertambangan dan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tingkat pengungkapan CSR diukur dengan menggunakan kriteria pada *GRI Index 3.1*, sedangkan asimetri informasi diukur dengan menggunakan *bid-ask spread*. Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol yaitu *firm size* dan *analyst following*. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan pada sektor pertambangan dan barang konsumsi di Indonesia pada tahun 2008-2015 dengan jumlah sampel 191 pengamatan. Penelitian ini berhasil menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi. Variabel kontrol *firm size* dan *analyst following* juga berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi.

Kata kunci: Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, Tingkat Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*, Asimetri Informasi, *Bid-Ask Spread*, *Firm Size*, dan *Analyst Following*

ABSTRACT

The affect of corporate social responsibility (CSR) on financial performance had been studied before. However, there were only a few studies about the effect of CSR on information asymmetry. The aim of this research was to examine the affect of CSR disclosure level towards information asymmetry, which measured by bid-ask spread in mining and consumption industries firm listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). The CSR disclosure level was measured by using GRI Index 3.1, whereas information asymmetry was measured by using bid-ask spread. There were two control variables used in this research: firm size and analyst following. This study was conducted on mining and consumption industries firms in Indonesia in the period of 2008 to 2015 with a total sample of 191 firm years. The results of this research indicated that corporate social responsibility disclosure level had negative affect on information asymmetry. The control variables of firm size and analyst following also had negative affect on information asymmetry.

Keywords: *Corporate Social Responsibility Disclosure*, *Corporate Social Responsibility Disclosure Level*, *Information Asymmetry*, *Bid- Ask Spread*, *Firm Size*, and *Analyst Following*

PENDAHULUAN

Dalam beberapa waktu terakhir isu *Corporate Social Responsibility* (CSR) mulai mendapatkan banyak perhatian dari perusahaan secara global dan telah menjadi topik bahasan diantara akademisi, praktisioner, bisnis, dan pembuat peraturan (McWilliams, Siegel, & Wright, 2006; Cui, Jo, & Na, 2012; Cho, Lee & Pfeiffer, 2013; Lu & Chueh, 2015). CSR sendiri salah satunya merupakan usaha dari perusahaan atas keberlangsungan perusahaan melalui praktik bisnis yang menjunjung akuntabilitas dan transparansi dari informasi (Jo & Kim, 2011). Menurut Cho, Lee & Pfeiffer (2013) informasi mengenai CSR sangat dibutuhkan oleh investor dan bahwa investor mencari informasi yang dapat dipercaya mengenai kinerja CSR melalui publik atau secara privat untuk keputusan investasinya. Modigliani & Miller (1963) dalam Cui, Jo, & Na (2012) mengasumsikan bahwa investor mempunyai informasi yang sama tentang perusahaan seperti yang dimiliki manajemen. Namun dalam praktik manajer memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan informasi yang dimiliki investor (Cui, Jo, & Na, 2012).

Perhatian terhadap CSR dari bidang akademis dapat dilihat dari banyaknya studi yang meneliti tentang CSR dengan kinerja keuangan perusahaan, diantaranya McGuire & Schneeweis (1988), McWilliams & Siegel (2000), McWilliams, Siegel, & Wright (2006), Makni, Francoeur, & Bellavance (2009), Alshareef, Sandhu, & Bazhair (2012), Raza, Ilyas, Rauf, & Qamar (2012), Tang, Hull, & Rothenberg (2012), Servaes & Tamayo (2013), Karaye, Ishak, & Che-Adam (2014), Trang & Yekini (2014), Cavaco & Crifo (2014), Zaborek (2014), Angela & Suryaningsih (2015), Muzindutsi (2015), Nollet, Fillis, & Mitroskostas (2015), Usman & Amran (2015), Elouidani & Zoubir (2015), dan Sayekti (2015), Platonova, Asutay, Dixon, & Mohammad (2016), serta masih banyak penelitian lain. Ada juga penelitian yang meneliti mengenai CSR dengan asimetri informasi, diantaranya dilakukan oleh Cormier & Ledoux (2011), Cui, Jo, & Na. (2012), Cho, Lee & Pfeiffer (2013), Hung, Shi, & Wang (2013), Liu, Xu, & Yue (2013), Lopatta, Buchholz, & Kaspereit (2014), Lopatta, Buchholz, & Kaspereit (2015), Diebecker & Sommer (2015), Martinez-Ferrero, Ruiz-Cano, & Garchia-Sanchez (2015), Hasporo & Zidni (2015), Lu & Chueh

(2015), Semenescu & Curmei (2015), dan Cui, Jo, & Na. (2016). Namun, jika dibandingkan antara penelitian CSR dengan kinerja keuangan, hanya sedikit bukti empiris mengenai hubungan antara CSR dengan asimetri informasi.

Dalam *stakeholder theory* yang dikemukakan oleh Freeman (1984), perusahaan menggunakan CSR sebagai mekanisme untuk berkomunikasi dengan lebih baik dengan *stakeholder*-nya. Sebuah perusahaan yang mengungkapkan informasi yang lebih akan memuaskan kepentingan *stakeholder*-nya (Lu & Chueh, 2015). Salah satu isu dalam studi mengenai partisipan pasar dan *stakeholder* adalah asimetri informasi. CSR secara teoritis dapat mengurangi asimetri informasi (Scott, 2000). Asimetri informasi muncul ketika jumlah informasi yang dimiliki manajemen dan investor berbeda (Omran & El-Galfy, 2014). Manajemen mengetahui informasi privat mengenai nilai perusahaan sedangkan investor lain hanya memiliki akses ke informasi publik saja. Dengan adanya pengungkapan dapat membuat informasi privat menjadi informasi publik sehingga dapat mengurangi asimetri informasi yang ada dan membantu investor untuk menilai perusahaan (Hung, Shi, & Wang, 2013). Hal ini sesuai dengan penelitian dari beberapa penelitian juga menemukan bahwa CSR merupakan instrumen yang dapat membantu mengurangi asimetri informasi (Cho, Lee & Pfeiffer, 2013; Lopatta, Buchholz, & Kaspereit, 2014; Lu & Chueh, 2015; dan Semenescu & Curmei, 2015).

Penelitian mengenai CSR dengan asimetri informasi masih sangat sedikit dibandingkan penelitian mengenai hubungan CSR dengan kinerja keuangan perusahaan. Padahal secara teori, CSR dapat mengurangi asimetri informasi, sehingga hubungan antara kinerja CSR dengan asimetri informasi menjadi menarik untuk diteliti kembali.

LANDASAN TEORI

Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*

Definisi pertama mengenai CSR dikemukakan oleh Bowen (1953) sebagai kewajiban dari pelaku bisnis untuk mencapai kebijakan untuk membuat keputusan atau untuk mengikuti aksi yang dinilai baik untuk tujuan dan nilai sosial. Carroll (1970)

mendefinisikan CSR sebagai kewajiban kepada masyarakat luas menjadi empat aspek yaitu mencakup aspek ekonomi, hukum, etis, dan filantropis.

Marsden (2001) dalam Dahlsrud (2008) mendefinisikan CSR sebagai tanggung jawab perusahaan atas dampak yang berasal dari kegiatan operasionalnya terhadap ekonomi, sosial, dan lingkungan. Sedangkan menurut Marie & Magnan (2011), CSR dapat diartikan sebagai cara bagi perusahaan untuk mengintegrasikan aspek sosial, lingkungan, dan ekonomi terhadap nilai, budaya, keputusan, strategi dan operasinya.

Perusahaan melakukan CSR sebagai cara untuk mempromosikan dirinya telah melakukan tindakan tanggung jawab secara sosial dan untuk secara efektif merespon kepentingan *stakeholder*-nya (Maignan & Ferrell, 2004; Marie & Magnan, 2011). Motivasi untuk memenuhi kepentingan *stakeholder* berasal dari fakta bahwa hal ini dapat mendukung keberlangsungan perusahaan dan mengembangkan kepercayaan dan kesetiaan dari *stakeholder* (Mitchell, 1997).

Penting bagi perusahaan untuk tidak hanya melakukan aktivitas CSR tetapi juga membuat informasi mengenai aktivitas CSR tersebut tersedia bagi *stakeholder*-nya (Holder-Webb, Cohen, Nath, & Wood, 2009). Tingkat pengungkapan kinerja *Corporate Social Responsibility* (CSR) menggambarkan aktivitas CSR yang telah dilakukan perusahaan. Pengungkapan dari perusahaan ini memberikan perusahaan kesempatan untuk memberikan informasi yang bernilai kepada *stakeholder* (Karagiorgos, 2010).

Stakeholder Theory

Menurut teori *stakeholder* yang dikemukakan oleh Freeman (1984), perusahaan saling bergantung dengan *stakeholder*-nya. Teori ini juga mengatakan bahwa keberlangsungan dan kesuksesan dari sebuah perusahaan tergantung pada bagaimana ia mampu menyelaraskan tujuan ekonomis dan non-ekonomisnya dengan memenuhi kebutuhan dari *stakeholder*-nya. Perusahaan tidak lagi hanya mementingkan kepentingan pelanggan atau pemegang saham, namun perusahaan berusaha memenuhi seluruh kepentingan dari *stakeholder*-nya (Donaldson & Preston, 1995; Clarkson, 1995).

Stakeholder sendiri dapat diartikan sebagai grup atau individu yang punya kepentingan pada perusahaan karena ia dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh pencapaian dari tujuan perusahaan atau aktivitas dari perusahaan tersebut (Freeman, 1984). Menurut Clarkson (1995), *stakeholder* dibedakan menjadi dua, yaitu *primary stakeholder* dan *secondary stakeholder*.

Persepsi dari *stakeholder* seringkali punya dampak yang besar bagi interaksi yang ada di dalam perusahaan. Hal ini berlaku untuk seluruh organisasi bisnis, baik perusahaan kecil atau perusahaan besar (Riordan & Forbass, 2008). Jika ada pihak dalam *stakeholder*, seperti contohnya pelanggan atau *supplier* yang tidak puas dan menarik diri dari sistem perusahaan, maka keberlangsungan perusahaan dapat terancam (Clarkson, 1995). Motivasi untuk memenuhi kepentingan *stakeholder* berasal dari fakta bahwa hal ini agar perusahaan mendapat dukungan dari *stakeholder* dalam melanjutkan aktivitas operasionalnya (Mitchell, 1997).

Signaling Theory

Signaling theory menjelaskan keadaan dimana ada asimetri informasi atau dua pihak yang memiliki perbedaan akses ke informasi. Pihak yang memiliki lebih banyak informasi (*sender*) akan memberikan sinyal dan bagaimana memberikan sinyal yang berupa informasi kepada pihak lain (*receiver*). Sedangkan pihak lain diharapkan melakukan tindakan seperti yang diharapkan dari pemberi sinyal (Spence, 1973; Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011).

Perusahaan memberikan sinyal untuk meningkatkan reputasi dan statusnya di mata publik (Certo, 2003). Salah satu bentuk sinyal yang dikirimkan adalah mengenai informasi CSR kepada investor untuk menunjukkan bahwa mereka lebih baik dari perusahaan lain. Hal ini dilakukan perusahaan untuk menarik investasi dan meningkatkan reputasinya (Verrechia, 1983; Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011).

Firm Size

Dalam penelitian ini, salah satu variabel kontrol yang digunakan adalah *firm size*. Ukuran perusahaan merupakan indikator dari besar dan kecilnya perusahaan (Aryani, 2011). Ukuran perusahaan penting karena beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan

kecil tidak dapat mengadopsi kegiatan CSR karena keterbatasan sumber daya yang mereka miliki (Udayakansar, 2007; Karagiorgos, 2010).

Analyst Following

Analysts following adalah jumlah analis yang mengikuti dan menganalisa sebuah perusahaan (Bhushan 1989; Botosan, 1997; Fortin & Roth, 2007). Seorang analis berperan dalam memproses dan menganalisa informasi mengenai perusahaan dan menyediakan rekomendasi pada investor (O'Brien & Bhushan, 1990; Schipper, 1991; Lang & Lundholm, 1996). Semakin banyak informasi yang diberikan oleh perusahaan maka makin mudah bagi analis untuk menyediakan informasi yang dibutuhkan bagi investor (Bhushan, 1989). Biasanya analis tertarik untuk mengikuti perusahaan yang berkualitas dan baik (Allayanis & Simko, 2009; Shores, 1990).

Pengaruh tingkat pengungkapan CSR dengan asimetri Informasi

CSR merupakan implemmentasi dari *stakeholder theory* dimana perusahaan harus mengakomodasi kepentingan seluruh *stakeholder*-nya (Carroll, 1991; Jones, 1995; Woodward, Edwards, & Birkin, 1996). Bagi *stakeholder* perusahaan, terutama investor, mengurangi asimetri informasi diantara manajemen perusahaan dan dirinya menjadi perhatian utama (Cormier & Ledoux, 2016). Baik investor maupun pengusaha adalah rasional dan menilai kondisi investasinya melalui informasi yang mereka miliki (Healy & Palepu, 2011). Perusahaan yang melakukan CSR akan memberikan pengungkapan sukarela terkait CSR tersebut tersedia bagi investor dan seluruh *stakeholder*-nya dan berarti perusahaan memberikan informasi lebih (Holder-Webb, Cohen, Nath, & Wood, 2009; Karagiorgos, 2010).

Informasi CSR digunakan perusahaan untuk memberikan sinyal mengenai nilai perusahaan yang terkait dengan isu sosial dan lingkungan dan untuk membuktikan pada investor bahwa mereka peduli atas isu tersebut dan bahwa mereka lebih baik dari perusahaan lain. Dengan begitu perusahaan dapat memperoleh citra yang baik dan dinilai dengan baik (Verrechia, 1983; Certo, 2003; Connelly, Certo, & Ireland, 2011; Clarkson &

Chapple, 2011; Thorne, Mahoney, & Manetti, 2014).

Semakin sering pengungkapan sukarela yang dilakukan maka semakin banyak jumlah informasi yang diungkapkan, sehingga perusahaan dapat meningkatkan transparansinya dan dengan begitu mengurangi asimetri informasi yang ada (Fu, Kraft, & Zhang, 2012; Lopatta, Buchholz, & Kaspereit, 2015). Sehingga dengan pengungkapan yang semakin banyak diharapkan dapat mengurangi adanya dampak dari pemberian nilai atas perusahaan yang tidak sesungguhnya (Diamond & Verrechia, 1991; Clarkson & Chapple, 2011) dan investor akan menentukan harga ask yang mendekati bid (Amihud dan Mendelson, 1986; Ajina, Sougne, & Lakhali, 2015; Kandelousi, Alifiah, & Karimiyan, 2016).

Dari penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa tingkat pengungkapan CSR meningkatkan level transparansi yang dapat mengurangi asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread*. Didukung dengan beberapa penelitian dari Cho, Lee & Pfeiffer (2013), Lopatta, Buchholz, & Kaspereit (2015), Lu dan Chueh (2015), Cui, Jo, & Na (2016), maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut :

H1 : Tingkat pengungkapan CSR berhubungan negatif dengan asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread*.

Pengaruh Firm Size dengan Asimetri Informasi

Menurut Watson, Shrikes, & Marston (2002) dan Souissi & Khlif (2012) perusahaan besar cenderung melakukan pengungkapan dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar memiliki sumber daya yang memadai untuk melakukan pengungkapan sehingga memiliki tingkat pengungkapan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil (Kharim, Pinsker, & Robin, 2013; Bilal, Khan, Abbas, & Saeed, 2013). Dengan pengungkapan maka jumlah informasi yang tersedia bagi investor makin banyak dan asimetri dapat berkurang (Diamond & Verrechia, 1991; Cui, Jo, & Na., 2012; Lopatta, Buchholz, & Kaspereit, 2015). Dengan demikian keraguan investor akan masa depan perusahaan akan berkurang dan investor akan menentukan harga ask yang mendekati bid (Omran & El-Galfy, 2014; Easley & O'Hara, 2004). Penelitian sebelumnya dari Cho, Lee & Pfeiffer (2013),

Lopatta, Buchholz, & Kaspereit (2014), Martinez- Ferrero, Ruiz- Cano, & Garchia-Sanchez (2015) juga menemukan bahwa perusahaan besar memiliki asimetri informasi yang kecil. Oleh karena itu dibuatlah hipotesis sebagai berikut:

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread*.

Pengaruh Analyst Following dengan Asimetri Informasi

Analysts following adalah jumlah analis yang mengikuti dan menganalisa sebuah perusahaan (Bhushan 1989; Botosan, 1997; Fortin & Roth, 2007). Seorang analis berperan dalam memproses dan menganalisa informasi mengenai perusahaan dan menyediakan rekomendasi pada investor (O'Brien & Bhushan, 1990; Schipper, 1991; Lang & Lundholm, 1996). Seorang analis biasanya tertarik pada perusahaan yang berkualitas dan baik sehingga semakin banyak jumlah analis yang mengikuti perusahaan maka akan memberikan sinyal bahwa perusahaan itu baik dan berkualitas (Allayanis & Simko, 2009; O'Brien & Bhushan, 1990). Jika suatu perusahaan diikuti oleh banyak analis, maka terdapat pengawasan atas perusahaan itu. Sehingga, kemungkinan untuk *insider* mendapat keuntungan untuk dirinya sendiri akan kecil karena informasi lebih mengenai perusahaan tersedia untuk investor dan meningkatkan transparansi perusahaan (Chung, McNish, Wood, & Wyhowski, 1995). Hal ini menandakan risiko perusahaan kecil, sehingga investor akan menentukan harga ask mendekati bid (Chung, McNish, Wood, & Wyhowski, 1993; Easley & O'Hara, 2004). Sebagai tambahan, beberapa penelitian menemukan bahwa terdapat *bid-ask spread* yang lebih kecil pada perusahaan yang diikuti oleh banyak analis (Chung, McNish, Wood, & Wyhowski, 1993; Brennan & Subrahmanyam, 1995; Roulstone, 2003). Oleh karena itu, dibuat hipotesis sebagai berikut :

H3 : *Analyst following* berpengaruh negatif pada asimetri informasi yang diukur dengan *bid-ask spread*.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah tingkat pengungkapan CSR dengan variabel dependen asimetri informasi. Sedangkan variabel kontrolnya adalah *firm size*, dan *analyst following*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

1. Asimetri Informasi

Asimetri informasi adalah kondisi dimana jumlah informasi yang dimiliki salah satu pihak berbeda dengan pihak lainnya (Akerlof, 1970; Spence, 1976; Lofgren, Persson, & Weibull, 2002). Adanya asimetri informasi dapat mengakibatkan malfungsi pasar karena munculnya penilaian yang tidak sesungguhnya (Akerlof, 1970). Pengukuran asimetri informasi menggunakan proxy *bid-ask spread* (Lu & Chueh, 2015). :

$$SPREAD_i = \frac{\sum_1^n \frac{S_{i,t}}{BD_{i,t} + ASK_{i,t}}}{\frac{2}{n}}$$

Nilai SPREAD yang tinggi menandakan asimetri informasi yang tinggi pula.

2. Tingkat Pengungkapan CSR

Pengukuran yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *CSR index* yang mengacu pada *Global Reporting Initiative (GRI) index*. GRI merupakan kerangka yang sering digunakan di seluruh dunia untuk pengukuran CSR (Miles, 2011). *Global Reporting Initiative Index (GRI)* menyediakan kerangka untuk pengembangan dari strategi pengungkapan CSR, sekaligus dengan pedoman isi, serta tipe indikator yang dapat dipilih (Marie & Magnan, 2011). Dalam GRI versi 3.1 atau disingkat G3.1 terdapat 6 indikator utama dalam pelaporan CSR antara lain *economic, environmental, social, human rights, society, dan product responsibility* dan dalam G3.1 terdapat 84 item. Jika memenuhi item diberi skor 1 dan jika tidak diberi skor 0.

METODE PENELITIAN

Pengukuran Variabel CSR dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{TCSR} = \frac{\text{Total pengungkapan perusahaan}}{\text{Total kriteria pengungkapan G3.1}}$$

Semakin tinggi skor TCSR, menandakan bahwa semakin tinggi pula pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan.

3. Firm Size

Ukuran perusahaan merupakan indikator dari besar dan kecilnya perusahaan (Aryani, 2011). Ukuran perusahaan penting karena beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan kecil tidak dapat mengadopsi kegiatan CSR karena keterbatasan sumber daya yang mereka miliki (Udayakansar, 2007; Karagiorgos, 2010).

Penelitian ini mengukur variabel ukuran perusahaan dengan menggunakan logaritma dari total aktiva yang dimiliki perusahaan mengikuti penelitian dari Lu & Chueh (2015) Cho et al. (2013), dan Lopatta et al. (2014) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FSIZE} = \log(\text{total assets})$$

4. Analyst Following

Analysts following adalah jumlah analis yang mengikuti dan menganalisa sebuah perusahaan (Bhushan 1989; Botosan, 1997; Fortin dan Roth, 2007).

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Berikut penjelasan mengenai jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini: Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah tingkat pengungkapan CSR, *closing price* dari *bid* dan *ask* setiap harinya, *total assets* dari perusahaan, dan jumlah *analyst following*. Data tingkat pengungkapan CSR dapat didapat dari laporan tahunan perusahaan yang ada pada *website* perusahaan dan *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *Indonesia Stock Exchanget (IDX)*, sedangkan *closing price bid*

dan *ask*, *total assets*, dan jumlah *analyst following* didapat dari *Bloomberg*.

Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu populasi yang akan dijadikan sampel adalah populasi yang memenuhi kriteria-kriteria penelitian. Berikut adalah kriteria penelitian: (1) Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2015, (2) Memiliki laporan tahunan 2008-2015, (3) Memiliki data *bid-ask* selama 2008-2015, (4) Perusahaan memiliki data lain yang lengkap tahun 2008-2015.

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
LOGSPREAD	176	-2.67	-1.10	-1.9526	.34201
TCSR	176	.04762	1.00000	.2347792	.16047215
FSIZE	176	10.01174	13.93489	12.7026953	.69669810
AFOL	176	.00	30.00	7.3011	8.94971
Valid N (listwise)	176				

Penelitian ini melakukan empat macam uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas. Uji asumsi klasik ini penting untuk dilakukan, karena dapat memastikan apakah data penelitian layak untuk digunakan. Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi sebesar sig= 10%.

Pengujian dilakukan sebanyak tiga kali, karena terdapat masalah pada uji normalitas. Pengujian pertama menunjukkan bahwa data penelitian tidak normal, oleh karena itu dilakukan penghapusan *outlier* pada pengujian kedua, akan tetapi uji normalitas tetap tidak terpenuhi. Pada pengujian ketiga dilakukan transformasi data dengan merubah variabel SPREAD ke dalam bentuk logaritma, dan uji normalitas terpenuhi. Berikut adalah hasil pengujian dari masing-masing uji asumsi klasik:

1. Uji Normalitas

Hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov menunjukkan signifikansi sebesar 0,200. Signifikansi dari uji normalitas lebih besar dari 10%, dapat disimpulkan bahwa error pada persamaan regresi telah memiliki distribusi yang normal.

Tabel 2. Hasil Pengujian Asumsi Klasik – Normalitas

		Unstandardized Residual
N		176
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.23937170
Most Extreme Differences	Absolute	.054
	Positive	.054
	Negative	-.031
Test Statistic		.054
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

2. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi menunjukkan angka Durbin-Watson sebesar 1,207 dimana angka ini berada diantara -2 sampai 2. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data terbebas dari autokorelasi.

Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Klasik – Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,714 ^a	,510	,502	,24145	1,207

a. Predictors: (Constant), AFOL, TCSR, FSIZE

b. Dependent Variable: LOGSPREAD

3. Uji Heteroskedastisitas

Dari hasil olahdata, variabel AFOL tidak terbebas dari heteroskedastisitas. Untuk itu dilakukan pengolahan data lagi dengan mentransformasi AFOL menjadi lag. 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	Error Std.	Beta		
1 (Constant)	,337	,249		1,354	,178
TCSR	-,090	,080	-,090	-1,119	,265
FSIZE	-,010	,020	-,044	-,504	,615
LGAFOL	,001	,002	,068	,761	,447

a. Dependent Variable: RES_4

4. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas menghasilkan nilai VIF lebih kecil dari 10 dan TOL 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	,892	1,122
FSIZE	,755	1,324
LGAFOL	,726	1,377

Setelah uji asumsi klasik kemudian dilakukan uji kelayakan model regresi untuk mengetahui kelayakan model regresi untuk digunakan dalam pengujian hipotesis. Penelitian ini menggunakan dua uji kelayakan model regresi, yaitu koefisien determinasi dan uji F.

1. Uji F

Hasil uji F menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai tersebut kurang dari 10%, sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen dan bahwa model regresi ini layak digunakan untuk menguji hipotesis.

Tabel 6. Hasil Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	9,231	3	3,077	46,843	,000 ^b
Residual	11,233	171	,066		
Total	20,465	174			

a. Dependent Variable: LOGSPREAD

b. Predictors: (Constant), LGAFOL, TCSR, FSIZE

2. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai *adjusted R²* adalah 0,441 yang berarti 44.1% 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
1	,672 ^a	,451	,441	,25630

a. Predictors: (Constant), LGAFOL, TCSR, FSIZE

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)	1,247	,397		3,145	,002
TCSR	-,306	,128	-,144	-2,392	,018
FSIZE	-,242	,032	-,492	-7,554	,000
LGAFOL	-,008	,003	-,200	-3,007	,003

a. Dependent Variable: LOGSPREAD

Tabel diatas menunjukkan bahwa TCSR memiliki signifikansi kurang dari 0.1 yaitu 0.018. Selain itu, β TCSR adalah -0,144, hal ini mengindikasikan bahwa TCSR memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD. FSIZE memiliki nilai signifikansi dibawah 0.10 yaitu 0.000 dan β -0.492, sehingga FSIZE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD. LGAFOL memiliki signifikansi 0.003 dan β

sebesar -0.200, sehingga dapat dikatakan AFOL berpengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD.

KESIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk melihat pengaruh tingkat pengungkapan CSR dengan asimetri informasi. Pengujian dilakukan terhadap perusahaan *go public* dan *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar pada sektor pertambangan dan barang konsumsi antara tahun 2008- 2015. Jumlah sampel yang digunakan adalah 176 *firm year*.

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa hipotesis H₁ diterima. TCSR memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD. Semakin tinggi tingkat pengungkapan CSR maka akan meningkatkan transparansi sehingga menurunkan asimetri informasi yang diukur dengan SPREAD. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Cui, Jo, & Na. (2012), Cho, Lee & Pfeiffer (2013), Hung, Shi, & Wang (2013), Lopatta (2015), Lu & Chueh (2015), Hapsoro (2015), Semenescu & Curmei (2015), Martinez- Ferrero, Ruiz- Cano, & Garchia- Sanchez (2015), Diebecker (2016), dan Cui, Jo, & Na (2016)

Dari hasil penelitian di atas, maka dapat dikatakan hipotesis H₂ diterima. FSIZE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin banyak sumber daya yang dimiliki untuk melakukan pengungkapan sehingga tingkat pengungkapan makin tinggi dan menurunkan asimetri informasi. Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Cho et al. (2013), Lopatta et al. (2014), Martinez et al. (2015)

Dari hasil uji di atas, juga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H₃ diterima, dimana AFOL memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap LOGSPREAD. Semakin banyak jumlah analis maka akan menyebabkan asimetri yang menurun. Hal ini karena analis memberikan tambahan informasi dan dengan semakin banyak analis menunjukkan bahwa perusahaan baik dan berkualitas. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh (Chung et al., 1993; Brennan & Subrahmanyam, 1995; Roulstone, 2003).

SARAN

Dari hasil penelitian ini, penulis memiliki beberapa saran atas analisa hasil penelitian antara lain: (1). Bagi manajemen agar melaksanakan dan mengungkapkan aktifitas CSR karena CSR dapat mengurangi asimetri informasi yang ada. (2). Bagi investor disarankan untuk mempertimbangkan kembali keputusan investasinya pada perusahaan yang mengungkapkan CSR karena CSR dapat mengurangi asimetri informasi yang ada. Tetapi investor juga perlu mempertimbangkan hal lain, mengingat ada faktor lain yang dapat dijadikan untuk keputusan dalam berinvestasi.

KETERBATASAN PENELITIAN

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah bahwa penelitian ini hanya dilakukan atas perusahaan di Bursa Efek Indonesia pada sektor pertambangan dan barang konsumsi pada tahun 2008-2015 sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan ke seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan hanya bisa pada sektor pertambangan dan barang konsumsi saja.

DAFTAR REFERENSI

- Ajina, A., Sougne, D., & Lakhal, F. (2015). Corporate Disclosures, Information Asymmetry And Stock-Market Liquidity In France . *The Journal of Applied Business Research* , 31 (4).
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* , 84, 488-500.
- Allayanis, G., & Simko, P. J. (2009). Earnings Smoothing, Analyst Following, and Firm Value. *SSRN Electronic Journal* .
- Alshareef, M. N., Sandhu, K., & Bazhair, A. (2012). Corporate social responsibility and Corporate Financial Performance : Some Proporsitions and research Agenda. *International Journal on GSTF Business Review* , 1 (3).
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and The Bid- Ask Spread. *Journal of Financial Economics* , 17, 223-249.
- Angelia, D., & Suryaningsih, R. (2015). The Effect of Environmental Performance and CSR Disclosure Towards Financial Performance. *Procedia- Social and Behavioral Sciences* , 348-355.
- Aryani, D. S. (2011). Manajemen Laba Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi (JENIUS)* , 1.
- Bhushan, R. (1989). Firm Characteristics and Analyst Following. *Journal of Accounting and Economics* , 11, 255-274.
- Bilal, T. S., Khan, J., Abbas, A., & Saeed, A. (2013). The Association between Firm-Specific Characteristics and Corporate Disclosure: Evidence from Pakistan. *Journal of Contemporary Issues in Business Research* , 2(4), 124-134.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* , 72 (3), 323-349.
- Bowen, H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman* . New York: Harper and Row.
- Brealey, R., Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* , 32 (2), 371-387.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment Analysis and Price Information in Securities Market. *Journal of Financial Economics* , 38, 361-381.
- Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons* , 39-48.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2014). CSR and Financial Performance-complementarity between environmental, social, business behaviours. *Applied Economics* , 46, 3323-3338.
- Certo, T. (2003). influencing IPO Investor with Prestige: Signaling with board structure. *The Academy of Management Review* , 28, 432-446.
- Cheng, M., & Christiawan, Y. J. (2011). Pengaruh Pengungkapan CSR terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* , 1, 24-36.
- Cho, Seong Y.; Lee, Cheol; Jr., Pfeiffer, Ray J. (2013). Corporate Social Responsibility Performance and Information

- Asymmetry. *Journal Account Public Policy* , 71-83.
- Chung, K. H., McInish, T. H., Wood, R. A., & Wyhowski, D. J. (1995). Production of information, information asymmetry, and the bid ask spread: Empirical evidence from analysts' forecast. *Journal of Banking and Finance* , 19, 1025-1046.
- Clarkson, M. B. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance . *The Academy of Management Review* , 20 (1), 92-117.
- Clarkson, P. O., & Chapple, L. (2011). Environmental reporting and its relation to corporate environmental performance . *Abacus* , 47 (1), 27-60.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment . *Journal of Management* .
- Cormier, D., & Ledoux, M.-J. (2011). The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors. *Management Decision* , 49 (8), 1276-1304.
- Crisostomo, V. L., & Freire, F. d. (2011). Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil. *Social Responsibility Journal* , 7 (2), 295- 309.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2016). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics* .
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2012). Does Corporate Social Responsibility Reduce Information Asymmetry? *Journal Business Ethics* .
- Dahlsrud, A. (2006). How Corporate Social Responsibility is Defined: an Analysis of 37 Definitions of CSR. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* , 15, 1-13.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and Cost of Capital. *The Journal of Finance* , 46 (4), 1325-1359.
- Diebecker, J., & sommer, F. (2016). The Impact of Corporate Sustainability Performance on Information Asymmetry: the role of institutional differences. *Rev Manag Sci* .
- 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.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance* , 59, 1553-1583.
- Elouidani, A., & Zoubir, F. (2015). CSR and Financial Performance. *African J. Accounting, Auditing and Finance* , 4.
- Fortin, R., & Roth, G. (2007). Analyst Coverage of Small cap Firms in A Period Of Brokerage Firm Retrenchment. *Journal of Business and Economics Research* , 5.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman Publishing.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics* , 54, 132-149.
- Hasporo, 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.
- 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.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosures Among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics* , 84 (4), 496-527.
- 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* .
- Jo, H., & Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management . *Journal of Financial Economics* .
- Jones, T. M. (1995). Stakeholder Theory : a Synthesis of Ethics and Economics. *The Academy of Management Review* , 20 (2), 404-437.
- Kandelousi, A. S., Alifiah, M. N., & Karimiyan, A. (2016). Investigation of the Association between Disclosure and

- Asymmetric Information . *Journal of Business Studies Quarterly* , 7 (3).
- Karagiorgos, T. (2010). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: an Empirical Analysis on Greek Companies. *European Research Studies* , 13 (4).
- Karaye, Y. I., Ishak, Z., & Che-Adam, N. (2014). The Mediating effect of stakeholder influence capacity on relationship between CSR and CFP. *Procedia- Social and Behavioral Sciences* , 164, 528-534.
- Kharim, K. E., Pinsker, R., & Robin, A. (2013). Firm Size and The Voluntary Disclosure of Nonfinancial Information by Private Versus Public Firm Managers. *Managerial Auditing Journal* , 28 (9), 866-892.
- Lang, M., & Lundholm, r. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure. *Journal of Accounting Research* , 31, 246-271.
- 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- 49.
- Lofgren, K.-G., Persson, T., & Weibull, J. (2002). Markets with Asymmetric Information : The Contributions of George Akerlof, Michael Spence, and Josph Stiglitz. *Scand J. of Economics* , 104, 195-211.
- Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2016). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business and Society* , 55 (3), 458-488.
- Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2014). Asymmetric Information and International Corporate Social Responsibility. *Zentra Working Papers in Transnational Studies no. 29* .
- Lu, C.-W., & Chueh, T.-S. (2015). Corporate social responsibility and information asymmetry. *Journal of Applied Finance & Banking* , 5 (3), 105-122.
- Maignan, i., & Ferrel, O. (2004). Corporate Social Responsibility and Marketing . *Journal of the Academy Marketing Science* , 32 (1), 3-19.
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance : Evidence from Canadian Firms. *Journal of Business Ethics* , 409-422.
- Marie, D. C., & Magnan, M.-J. L. (2011). The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors. *Management Decision* , 49, 1276-1304.
- Martinez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & Garchia-Sanchez, I. M. (2015). The Causal Link Between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of Stakeholder Protection Context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* , 23, 319-332.
- 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 Mis-Specification. *Strategic Management Journal* , 21, 603-609.
- McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate Social Responsibility : Strategic Implications. *Journal of Management Studies* , 43.
- Mitchell, R. K. (1997). 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.
- Muzindutsi, P. (2015). Does CSR affect companies' financial performance? a review of empirical studies. *Journal of Business and Management Dynamics* , 5.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitroskostas, E. (2015). CSR and Financial Performance: a non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling* .
- O'Brien, P., & Bhushan, R. (1990). Analyst Following and Institutional Ownership. *Journal of Accounting Research* , 28, 55-76.
- Omran, M. A., & El-Galfy, A. (2014). Theoretical perspectives on corporate disclosure: a critical evaluation and literature survey. *Asian Review Accounting* , 22, 257-286.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2016). The Impact of Corporate Social Responsibility

- Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics* , 1-21.
- Raza, A., Ilyas, M. I., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between CSR and CFP: Literature Review Approach. *Elixir Fin. Mgmt* , 46.
- Riordan, L., & Fairbass, J. (2008). Corporate Social Responsibility (CSR): Models and Theories in Stakeholder Dialogue. *Journal of Business Ethics* , 83 (4), 745-758.
- Roulstone, D. (2003). The Relation Between Insider-Trading Restrictions and Executive Compensation. *Journal of Accounting Research* , 41 (3).
- Sayekti, Y. (2015). Strategic CSR, Company Financial Performance, and Earning Response Coefficient: empirical evidence on Indonesian Listed Companies. *Global Conference on Business and Social Science* .
- Schipper, K. (1991). Analysts' Forecasts. *Accounting Horizons* , 5, 105-121.
- Scott, W. R. (2000). *Financial Accounting Theory* (2 ed.). Canada: Prentice Hall.
- Semenescu, A., & Curmei, C. V. (2015). Using CSR to mitigate information asymmetry in the banking sector. *Management & Marketing* , 10 (4), 316-329.
- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt . *The Accounting Review* , 73, 459-474.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of CSR on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science* , 59, 1045-1061.
- Shores, D. (1990). The Association Between Interim Information and Security Returns Surrounding Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* , 28(1), 164-181.
- Souissi, M., & Khlif, H. (2012). Meta-analytic review of disclosure level and cost of equity capital. *International Journal of Accounting and Information Management*, 20(1), 49-62.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling . *The Quarterly Journal of Economics* , 87 (3), 355-374.
- Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR-Financial Performance Relationship. *Journal of Management Studies* , 49 (7).
- Thorne, L., Mahoney, L. S., & Manetti, G. (2014). Motivations for issuing standalone CSR reports: a survey of Canadian firms . *Accounting, Auditing & Accountability Journal* , 27 (4), 686-714.
- Trang, H. N., & Yekini, L. S. (2014). Investigating the link between CSR and Financial Performance- evidence from Vietnamese listed companies. *British Journal of Arts and Social Sciences* , 17 (1).
- Udayasankar, K. (2007). Corporate Social Responsibility and Firm Size. *Journal of Business Ethics*.
- Usman, A. B., & Amran, N. A. (2015). CSR practice and Corporate Financial Performance- evidence from Nigeria Companies. *Social Responsibility Journal* , 11, 749-763.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* , 179-194.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal* , 18 (4).
- Watson, A., Shrives, P., & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289-313.
- Woodward, D. G., Edwards, P., & Birkin, F. (1996). Organizational Legitimacy and Stakeholder Information Provision . *British Journal of Management* , 7, 329-347.
- Zaborek, P. (2014). CSR and Financial Performance: The Case of Polish Small and Medium Manufacturers. *International Journal of Management and Economics* , 43, 53-73.

