

Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap *Stock Return* Dengan *Firm Performance* Sebagai Variabel Mediasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Agnes Runtulalu dan Adwin Surja Atmadja
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: aplin@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimanakah dampak pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) berpengaruh terhadap *stock return* dengan dimediasi oleh *firm performance*. Penelitian ini berbentuk penelitian kuantitatif dimana data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan menggunakan *annual report* dan *sustainability report*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam bursa efek Indonesia dan mengungkapkan *Corporate Social Responsibility* yang sesuai dengan standar *global reporting initiative* (GRI). Sampel berjumlah 18 perusahaan pada tahun 2010 – 2015.

Metode analisis data yang dipakai adalah dengan menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) dengan *software* STATA 13 untuk mengetahui hubungan antar variabel. Dari hasil penelitian diketahui bahwa *corporate social responsibility* berpengaruh signifikan positif langsung terhadap *stock return*. *Firm performance* tidak dapat menjadi mediasi *corporate social responsibility* terhadap *stock return*. Sedangkan variabel kontrol *debt to equity* tidak berpengaruh terhadap *stock return*, tetapi berpengaruh signifikan negatif terhadap *firm performance*. Disisi lainnya variabel kontrol *firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *stock return*, tetapi berpengaruh signifikan negatif terhadap *firm performance*.

Kata Kunci: Corporate Social Responsibility, firm performance, stock return, debt to equity dan firm size.

ABSTRACT

The purpose of this study was to know the direct affect of Corporate Social Responsibility toward stock return with firm performance as a mediating variable. This study used quantitative method by using secondary data of annual report and sustainability report. This study used companies listed in Indonesia stock exchange and published corporate social responsibility report in accordance with global reporting initiative (GRI) standard. The sample of this study was 18 companies listed in Indonesian Stock Exchange from 2010-2015.

The data analysis method was tested by using Generalized Least Square (GLS) with the STATA 13 software. The result of this study revealed that: corporate social responsibility had direct significant positive affect toward stock return. Firm performance could not become mediating corporate social responsibility toward stock return. While the control variable debt to equity had no affect to stock return, but had significant negative affect to firm performance. In the other hand, the control variable firm size had significant positive affect to stock return, but had significant negative affect to firm performance.

Keywords: Corporate Social Responsibility, firm performance, stock return, debt to equity and firm size.

PENDAHULUAN

Orientasi perusahaan yang hanya berfokus pada peningkatan kesejahteraan investor cenderung menyebabkan perusahaan melakukan segala upaya yang memungkinkan untuk meningkatkan laba usaha. Hal ini seringkali harus dilakukan dengan cara yang mengabaikan kelestarian lingkungan alam, sehingga dapat merusak keseimbangan kehidupan masyarakat sekitarnya

(Chawastiak, 1999) yang pada akhirnya juga akan berdampak buruk terhadap keberlangsungan hidup perusahaan.

Keberlangsungan hidup perusahaan di masa depan ditentukan oleh bagaimana perusahaan memenuhi kepentingan stakeholder (Ghazali, 2010). Oleh karenanya merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan untuk tidak hanya berfokus pada kesejahteraan pemodal (shareholder), tapi juga terhadap lingkungan dan semua

pemangku kepentingan lain (stakeholders) yang berhubungan dengan tujuan perusahaan.

Corporate Social Responsibility (CSR) didefinisikan sebagai tindakan dan tanggung jawab perusahaan pada aspek lingkungan, sosial, dan ekonomi (Marsden 2001). CSR yang dilakukan oleh perusahaan diyakini dapat juga berpengaruh terhadap firm performance (Moneva dan Ortas, 2010) karena aktivitas CSR diyakini dapat menciptakan citra merek (brand image) yang baik bagi perusahaan dan dapat membangun hubungan positif dengan stakeholder (Yoon, Canli, dan Schwarz, 2006). PWC (2015) melaporkan bahwa konsumen akan mengapresiasi perusahaan yang melakukan aktivitas CSR, bahkan bersedia membeli produk perusahaan tersebut dengan harga premium.

Lebih lanjut, Mahoney dan Roberts (2007) mengatakan bahwa aktivitas CSR yang dilakukan dengan intensitas tinggi tidak hanya berdampak pada peningkatan laba keuangan (financial profit) perusahaan, tetapi juga dapat menciptakan respon positif dari calon pemodal (investor). Jiao (2011) melaporkan bahwa investor cenderung melakukan investasi pada perusahaan yang tidak hanya mengedepankan profit, tapi juga yang berkomitmen terhadap stakeholder dan sustainability yang merupakan salah satu tujuan CSR (PWC, 2015).

Pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan merupakan hal yang dianggap penting karena dapat memberikan informasi yang bermanfaat bagi stakeholder (Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, dan Yang, 2012). Hal ini dapat menjadi penyebab meningkatnya kinerja perusahaan (firm performance) dan kinerja saham (stock performance) perusahaan di pasar modal (Wang, 2011).

Dari hasil beberapa studi empiris terdahulu mengungkapkan pengaruh CSR pada kinerja perusahaan. Sebagai contoh, Ekatah, Samy, Bampton, Halabi (2011) mengungkapkan adanya hubungan positif antara CSR dan Corporate Financial Performance di Amerika. Sedangkan Crisostomo, Freire, & Vasconcellos (2011) dan Reddy & Gordon (2010) mengungkapkan hubungan yang negatif antara kedua variabel di Brasil dan Selandia Baru. Beberapa penelitian lain tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara CSR dengan kinerja keuangan perusahaan (Wang, Qiu, & Kong, 2011; Guidry & Patten, 2010; Murray, Sinclair, Power, & Gray, 2006).

Perkembangan CSR di negara-negara Asia, termasuk Indonesia mendapatkan pengaruh besar dari perkembangan CSR di negara-negara barat (Yong Oh, Chang & Martynov, 2011). Di Indonesia, pengaruh regulasi hukum mendominasi aktivitas CSR. Ditandai dengan terbitnya Undang-Undang Perseroan Terbatas no. 40 Tahun 2007 pasal 74, CSR sudah menjadi aktivitas wajib yang harus dilakukan oleh perusahaan. Dengan adanya Undang-Undang tersebut perusahaan dituntut untuk melakukan tanggung jawabnya tidak terbatas pada profit, tapi juga mensejahterakan people dan planet yang merupakan aspek 3P dari CSR. Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 47 Tahun 2012 tentang tanggung jawab sosial dan lingkungan Perseroan Terbatas mewajibkan setiap Perseroan Terbatas (PT) untuk melakukan CSR dengan tujuan menyadarkan PT akan pentingnya aspek sosial dan lingkungan.

Studi tentang pengaruh CSR terhadap stock return di Indonesia menunjukkan hasil yang bervariasi. Muid (2011) menemukan ada pengaruh positif antara CSR dan Cumulative Abnormal Return (CAR) pada perusahaan rawan lingkungan yang terdaftar di BEI, sedangkan Sayekti dan Wondabio (2007) melaporkan pengaruh negatif CSR terhadap CAR. Study yang dilakukan Guidry (2010) tidak menemukan pengaruh signifikan dari CSR terhadap stock return.

Berbagai hasil penelitian terdahulu secara terpisah telah menunjukkan adanya hubungan antara variabel CSR dan firm performance (Stanwick dan Sarah, 1998; Moneva dan Ortas, 2010) serta firm performance dan stock return (Shaw K. Chen, Chung-Jen Fu, Yu-Lin Chang, 2009). Adanya hubungan antar variabel tersebut menjadi motivasi penulis untuk meneliti kembali apakah terdapat pengaruh CSR terhadap *stock return* yang dimediasi *firm performance*. Dalam penelitian ini akan meneliti apakah terdapat hubungan antara CSR dengan stock return perusahaan-perusahaan di Indonesia? Selanjutnya juga akan diteliti apakah nilai perusahaan (firm performance) sebagai variable intervening dapat memediasi CSR dan stock return? Objek penelitian menggunakan perusahaan terbuka di Indonesia yang termasuk dalam kelompok IDX dengan periode observasi tahun 2010 hingga 2015.

Corporate Social Responsibility (CSR)

World Business Council for Sustainable Development mendefinisikan CSR sebagai komitmen berkelanjutan perusahaan untuk berkontribusi terhadap pembangunan ekonomi, meningkatkan kualitas hidup tenaga kerja serta seluruh keluarga mereka dan masyarakat luas dengan tujuan meningkatkan

kualitas hidup masyarakat. Pada umumnya perusahaan menyalurkan perogram CSR melalui kontribusi perusahaan terhadap kesehatan masyarakat, pendidikan, masalah pengangguran, lingkungan, komunitas dan perkembangan ekonomi, serta kebutuhan dasar manusia dan keinginan lainnya (Kotler & Lee, 2005). CSR merupakan salah satu upaya perusahaan untuk mewujudkan aspek ekonomi, lingkungan, & sosial dalam kegiatan bisnisnya dengan tujuan mencapai keberlangsungan & kesuksesan perusahaan yang merupakan perwujudan *stakeholder theory*.

Keberadaan CSR di dalam perusahaan seringkali mengalami penyesuaian dengan tujuan, strategi dan situasi dimana perusahaan berprestasi (Marrewijk, 2003). Pada era modern, perusahaan tidak lagi hanya berfokus pada mencari keuntungan, namun juga perlu menjalankan CSR untuk memenuhi kepentingan *stakeholders* (Ghazali, 2010). CSR telah menjadi suatu komitmen bagi perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan perusahaan melalui praktek bisnis yang memberikan kontribusi pada sumber daya perusahaan (Kotler dan Lee 2005). Aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan lebih banyak merupakan aktivitas sukarela oleh perusahaan dalam memenuhi tanggung jawab sosial dan lingkungan (Kotler dan Lee, 2005).

CSR diukur menggunakan kriteria penilaian *Global Reporting Initiative* (GRI) yang meliputi dimensi ekonomi, lingkungan, dan sosial Seperti yang telah dilakukan oleh Renddy dan Gordon (2010), Guidry dan Patten (2010).

Firm Performance

Firm performance merupakan performa perusahaan dalam periode waktu tertentu yang mencerminkan kondisi perusahaan dalam memanfaatkan sumberdaya yang dimiliki (Al-Matari, Al-Swidi, dan Fadzil, 2014). *Firm performance* dapat digunakan untuk mencerminkan posisi keuangan perusahaan, tingkat kompetitif perusahaan didalam sektornya & sebagai perbandingan antara *cost* dan *profit* perusahaan. Investor, dan kreditor menggunakan *firm performance* sebagai pedoman dalam melakukan *strategic planning* dan keputusan investasi yang akan diambil (Mohammadi dan Malek, 2012).

Menurut Berman (1999) ROA adalah alat ukur kinerja yang paling konsisten karena ROA tidak terpengaruh oleh

keberadaan tingkat hutang didalam perusahaan. Pada penelitian ini *firm performance* akan diukur menggunakan rasio ROA karena rasio ROA paling banyak digunakan oleh penelitian terdahulu. Nilai ROA menunjukkan seberapa efektif perusahaan dalam menggunakan assets.

Stock return

Return yang merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi adalah imbalan kepada pemilik modal (investor) atas resiko investasi yang ditanggung (Muid, 2011). Sehingga return saham adalah perubahan nilai pasar selama suatu periode waktu tertentu dan merupakan ukuran yang dipakai oleh investor dalam pasar modal untuk menilai inti dari kinerja perusahaan (Nichols dan Wahlen, 2004).

Menurut Tandelilin (2010) return terdiri dari *dividen* dan *capital gain*. *Dividen* merupakan hasil kinerja perusahaan secara periodik, sedangkan *capital gain* adalah keuntungan yang diterima dari harga jual yang lebih tinggi dari harga beli saham. Jogianto (2010) mengklasifikasikan return ke dalam dua kelompok, yaitu: (a) *actual return*, merupakan return yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *actual return* dianggap penting karena digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. (b) *expected return*, merupakan return yang diharapkan oleh investor pada masa yang akan datang. Return ekspektasi berbeda dengan return realisasi yang sifatnya sudah terjadi, sedangkan return ekspektasi sifatnya belum terjadi. Dalam penelitian ini, *stock return* dihitung menggunakan *cummulative abnormal return*. Sayekti dan Wondabio (2007); Barber dan Lyon (1997). Return saham dihitung dengan metode berikut:

1. Menghitung return harian perusahaan

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

2. Menghitung return index harga pasar

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

3. Menghitung *abnormal return*

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

4. Menjumlah *abnormal return* masing-masing perusahaan selama 11 hari.

$$CAR_{it} = \sum_{n=1}^{11} AR_n$$

Variabel Kontrol Firm Size & Debt to Equity

Debt to equity ratio menunjukkan adanya bagian sumber pendanaan dari luar perusahaan yang digunakan untuk operasional maupun investasi (Fanani, 2009). Semakin tinggi *debt to equity ratio* menunjukkan perusahaan semakin agrasif dalam pendanaan pertumbuhannya, dan meningkatkan resiko dari perusahaan untuk bangkrut (Kimmel, Weygandt, & Kieso, 2008). Variabel Debt to equity ratio dihitung dengan rumus total debt dibagi dengan total equity.

Firm size adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan (Aryani, 2011). Ukuran perusahaan akan menentukan kapasitas perusahaan untuk melakukan operasi, kemungkinan menghasilkan laba, dan mempengaruhi reaksi pasar (Crisostomo, Freire, dan Cortes, 2011). Variabel ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma dari total asset sama dengan pengukuran oleh Mishra & Modi (2012).

Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Stock Return

CSR menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Mahoney dan Roberts, 2007) karena investor meyakini bahwa perusahaan dengan predikat CSR yang baik akan mendapatkan resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan predikat CSR yang buruk (Flammer, 2012). Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk mengungkapkan CSR yang dilakukannya melalui laporan keuangan (ekonomi) dan *sustainability report* (non-ekonomi).

Pengungkapan aktivitas CSR bertujuan memberikan informasi pada pengguna mengenai kegiatan tanggung jawab sosial perusahaan, baik secara ekonomi maupun non-ekonomi yaitu aspek sosial dan lingkungan (Marsden, 2001). Apabila informasi yang diberikan tersebut hanya terbatas pada nilai ekonomi saja, maka akan kurang mendapatkan respon dari investor. Namun sebaliknya jika informasi tersebut mengandung nilai ekonomi dan non-ekonomi maka akan direspon positif oleh investor (Clarkson, 1995) karena investor jaman sekarang lebih memperhatikan bukan hanya keuangan perusahaan tetapi juga memperdulikan tanggung jawab sosial yang dilakukan perusahaan. Dengan adanya CSR dalam perusahaan, akan mempengaruhi

peningkatan harga saham secara signifikan yang diukur dengan *abnormal return* (Jones dan Murrell, 2001).

Penelitian yang membahas mengenai hubungan CSR dengan *stock returns* ini telah dilakukan oleh Jones dan Murrell, 2001; Muid, 2011 yang mana dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan sosial dan lingkungan akan memiliki abnormal return yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengungkapkan. Dengan melihat kondisi seperti itu, maka hipotesis yang dapat menjelaskan hubungan langsung CSR terhadap stock return, yaitu:

H1: Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap stock return.

Pengaruh Firm performance sebagai mediator hubungan antara CSR terhadap stock returns

CSR merupakan salah satu metode yang efektif untuk membentuk dan meningkatkan *emotional brand value*, pengetahuan, dan ingatan konsumen mengenai perusahaan (Lauritsen dan Perks, 2015). Perusahaan yang melakukan aktivitas CSR akan memiliki *financial performance* yang lebih baik di masa yang akan datang (Moneva dan Ortas, 2010). Hal ini sesuai dengan penelitian Stanwick dan Sarah (1998) yang menemukan bahwa CSR yang telah dilakukan oleh perusahaan dapat mempengaruhi *firm performance*, karena perusahaan yang melakukan CSR memiliki citra merek yang baik di mata masyarakat, dan akan berdampak pada peningkatan penjualan perusahaan (Bernadette, Muralidhar, Brown, Janney, Paul, 2001) yang akan berdampak pada peningkatan *firm performance* (Wang dan Kong, 2011).

Secara terpisah studi lainnya menunjukkan bahwa *firm performance* juga berpengaruh terhadap *stock return* perusahaan. *Firm performance* yang meningkat akan berdampak pada meningkatnya *stock return* perusahaan (Nuryaman, 2015). Ketika investor melihat *firm performance* yang lebih baik dibandingkan dengan kompetitornya, maka investor akan melakukan investasi pada perusahaan tersebut sehingga dapat meningkatkan harga saham yang diikuti dengan peningkatan return saham. Selain itu *stock return* merupakan cerminan saat ini atas penilaian investor mengenai *earnings* perusahaan di masa yang akan datang, dengan menggunakan *firm performance* perusahaan yang terdapat pada *financial statement* (Shaw K. Chen, Chung-Jen Fu, Yu-Lin Chang, 2009).

Dari pembahasan hasil penelitian terdahulu secara terpisah telah menunjukkan adanya potensi bahwa hubungan antar variable CSR dan *stock return* tidak hanya terjadi secara langsung, tetapi juga secara tidak langsung melalui *firm performance*. Oleh sebab itu di dalam studi ini dihipotesiskan bahwa:

H2: *Firm performance* secara signifikan memediasi hubungan antara CSR dan *stock return*.

Hubungan *Debt to Equity* dengan *firm performance* dan *stock return*

Investor yang risk averse akan berusaha sedapat mungkin menghindari atau meminimalkan resiko dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Salah satu pengukuran resiko yang dilakukan oleh investor yaitu melalui penilaian *debt to equity ratio*. *Debt to equity* merupakan salah satu rasio leverage yang digunakan untuk mengukur resiko kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki resiko kebangkrutan yang tinggi akan lebih dihindari oleh investor. Semakin tinggi *debt to equity ratio* menunjukkan perusahaan mempunyai resiko bangkrut yang semakin besar. Selain itu, dengan *debt to equity ratio* yang tinggi, maka laba perusahaan akan semakin kecil dikarenakan efek beban bunga yang makin besar (Kimmel, Weygandt, dan Kieso, 2008). Beban bunga yang meningkat secara terus menerus akan berdampak pada menurunnya kinerja perusahaan (*firm performance*). Sehingga semakin besar *debt to equity* akan pengaruh terhadap menurunnya *firm performance* (Asgharian, 2003; Pervan dan Visic, 2012; Primadanti dan Eko, 2013).

Debt to equity yang tinggi menunjukkan semakin tinggi resiko perusahaan. Sehingga investor akan menghindari perusahaan yang *debt to equity*-nya tinggi. Hal ini berarti semakin tinggi nilai *debt to equity* maka *stock return* akan semakin rendah. Hal ini sesuai dengan penelitian Hull (1999) Karena investor memilih melakukan investasi pada perusahaan yang resiko bangkrutnya rendah. Sehingga dapat dihipotesiskan bahwa:

H3: *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *firm performance*.

H4: *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *stock return*.

Hubungan *firm size* dengan *firm performance* dan *stock return*

Besarnya *firm size* dapat menentukan kapasitas perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional, kemungkinan menghasilkan laba, dan mempengaruhi reaksi pasar (Crisostomo, Freire, dan Cortes, 2011). Ukuran perusahaan (*firm size*) yang makin

besar menunjukkan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk melakukan operasi, mempengaruhi pasar, dan menghasilkan laba (Crisostomo, Freire, dan Cortes, 2011). Dengan ukuran perusahaan yang besar, maka perusahaan tersebut memiliki asset yang besar pula. Asset perusahaan yang besar menandakan perusahaan memiliki produktivitas yang tinggi sehingga menghasilkan beban yang lebih rendah. Beban produksi yang lebih rendah membuat laba perusahaan yang lebih tinggi. Meningkatnya laba akan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan (*firm performance*). Hal ini dapat terjadi karena meningkatnya laba perusahaan dapat berpengaruh pada peningkatan kinerja perusahaan. Maka dari itu semakin besar ukuran perusahaan akan berpengaruh pada peningkatan *firm performance* (Perven dan Visic, 2012).

Selain itu *firm size* juga dapat berpengaruh terhadap *stock return*. Karena laba yang semakin besar menandakan perusahaan lebih stabil dan dapat bertahan. Berdasarkan pengertian tersebut, *firm size* dapat menjadi sinyal bagi para investor dalam melakukan investasi (Kristianto, 2015) dan investor akan lebih memilih perusahaan yang cenderung stabil dan sustainable dalam melakukan keputusan investasi. Hal ini sesuai dengan penelitian Adebayo dan John (2013) sehingga dapat dihipotesiskan bahwa :

H5: *Firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *firm performance*.

H6: *Firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *stock return*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menguji pengaruh CSR terhadap *stock return* dengan *firm performance* sebagai mediator dalam hubungan tersebut. Selain itu terdapat variable kontrol *debt to equity* dan *firm size*. Berdasarkan model analisis diatas, peneliti membentuk dua model regresi sebagai berikut :

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 DER + \beta_3 FS + \epsilon$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 DER + \beta_3 FS + \epsilon$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 ROA + \beta_3 DER + \beta_4 FS + \epsilon$$

Berikut devinisi operational variable:

1. *Corporate Social Responsibility* (Variabel Independen). CSR diukur menggunakan kriteria penilaian *Global Reporting Initiative* (GRI) yang meliputi dimensi ekonomi, lingkungan, dan sosial Seperti yang telah dilakukan oleh Kristianto (2015), Renddy

dan Gordon (2010), Guidry dan Patten (2010), dan Ameer dan Othman (2010). Rumus untuk mengukur GRI Index adalah sebagai berikut:

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

2. *Firm Performance* (Variabel mediasi). *Firm performance* merupakan performa perusahaan dalam periode waktu tertentu yang mencerminkan kondisi perusahaan dalam memanfaatkan sumberdaya yang dimiliki (Al-Matari, Al-Swidi, dan Fadzil, 2014). Pada penelitian ini penulis menggunakan ROA sebagai variable mediasi karena merupakan variable yang paling banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya. Dalam penelitian ini ROA diukur menggunakan rumus *net income* dibagi dengan *total assets* sama seperti penelitian Erari (2014).
3. *Stock return*. Dalam penelitian ini, *stock return* dihitung menggunakan *cummulative abnormal return*. Sayekti dan Wondabio (2007); Barber dan Lyon (1997).
4. *Debt to equity* (variable kontrol) menunjukkan adanya bagian sumber pendanaan dari luar perusahaan yang digunakan untuk operasional maupun investasi (Fanani, 2009). Variabel *debt to equity* ratio didapat dengan membagi total *debt* dengan total *equity*.
5. *firm size* adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan (Aryani, 2011). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma dari Total Asset.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder dengan menggunakan *sustainability report* ataupun *annual report* tahun 2010 - 2015 yang terdaftar di Indonesia Stock Exchange (IDX). 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 telah terdaftar dalam Indonesia Stock Exchange tahun 2010- 2015. (2) Perusahaan menerbitkan *sustainability report* tahun 2010 hingga 2015. (3)Perusahaan menerbitkan *annual report* tahun 2010 hingga 2015. (4) Perusahaan menggunakan satuan mata uang Rupiah dalam pelaporan keuangan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Dilakukan analisis statistik deskriptif dengan Jumlah sampel yang sesuai kriteria yaitu 108 sampel tetapi karena terdapat *outlier* maka penelitian ini menggunakan 96 sampel data yang diolah. 2 perusahaan yang termasuk *outlier* adalah perusahaan AALI dan PTRO. Pada perusahaan tersebut menunjukkan angka CAR yang menyimpang yaitu 0,20 dan 0,26 sehingga 2 perusahaan tersebut tidak diikutsertakan agar hasil penelitian tidak bias dan bebas dari *outliers*. Tabel 4.1 menunjukkan hasil statistik deskriptif data 108 sampel.

| Variable | Mean | Std. Deviasi | Min | Max |
|-----------|---------|--------------|----------|----------|
| CSR | 0.57968 | 0.29476 | 0.09890 | 1.00000 |
| ROA | 0.11237 | 0.07731 | -0.05362 | 0.35014 |
| CAR | 0.00488 | 0.06685 | -0.19360 | 0.26523 |
| FIRM SIZE | 12.6438 | 1.90537 | 8.34735 | 14.70637 |
| DER | 0.60703 | 0.47627 | 0.00206 | 2.23709 |

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif 108 Sampel

Pada tabel 4.1 dapat dilihat nilai maksimum CAR yaitu 0,26523 dengan standar deviasi 0,0668 yang lebih besar dari standar deviasi pada tabel 4.2 yang menggunakan 96 sampel. Hal ini berarti variasi data CAR pada tabel 4.2 lebih rapat dari tabel 4.1 Berikut tabel 4.2 menunjukkan hasil statistik deskriptif data 96 sampel.

| Variable | Mean | Std. Deviasi | Min | Max |
|----------|----------|--------------|----------|----------|
| CSR | 0.56846 | 0.29557 | 0.09890 | 1.00000 |
| ROA | 0.08328 | 0.07257 | -0.04746 | 0.26817 |
| CAR | 0.00012 | 0.05917 | -0.19361 | 0.17917 |
| FIRMSIZE | 12.86517 | 1.73024 | 9.10591 | 14.70637 |
| DER | 0.60884 | 0.48583 | 0.00206 | 2.23709 |

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif 96 Sampel

Tabel 4.4 menunjukkan jumlah perusahaan tahun sebanyak 96 data. Rata-rata dari variabel CSR yang cukup besar yaitu 0,56846 yang berarti rata-rata 16 perusahaan yang mengungkapkan aktivitas CSR pada tahun 2010-2015 mengungkapkan aktivitas CSR sebesar 56,84% dari total kriteria GRI yang ada. Sedangkan standar deviasi 0,29556 yang berarti sebaran data yang cukup besar dibandingkan ROA dan CAR. Data variabel CSR mempunyai nilai terendah 0,09891 yang merupakan nilai dari perusahaan INDY pada tahun 2015 dan nilai tertinggi 1 yang merupakan nilai dari perusahaan TINS pada tahun 2011 dan ANTM, INCO, PTBA, PTRO pada tahun 2012. Hal ini berarti perusahaan TINS, ANTM, INCO, PTBA, dan PTRO melakukan pengungkapan aktifitas CSR dengan lengkap pada tahun tersebut.

Pengujian Model Estimasi

Hasil uji Hausman menunjukkan $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0,2209$ hal ini menunjukkan bahwa ($\text{Prob} > \text{Chi}^2$) $> 0,05$ yang berarti gagal menolak H_0 , bahwa model adalah random effect. Dengan model estimasi random effects, maka tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik karena metode estimasi random effect model dianggap telah memenuhi seluruh uji asumsi Gujarati dan Porter (2010). Contohnya data yang dihasilkan menghasilkan residu yang telah terdistribusi normal yang mana telah lolos uji normalitas. Selain itu tidak adanya relasi linear antar variabel bebas (independen) yang memenuhi syarat dari uji multikolinearitas. Tidak adanya autokorelasi antar variabel bebas yang memenuhi syarat uji autokorelasi, dan terakhir adanya perbedaan varian dari residual suatu pengamatan yang memenuhi syarat uji heteroskedastisitas. Maka dari itu metode estimasi random effect tidak perlu melakukan uji asumsi.

Pengujian Hipotesis dan Analisa

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi panel data, dengan tingkat signifikansi yang digunakan adalah 10% atau 5%. Suatu variabel independen secara parsial dapat dikatakan mempengaruhi variabel dependen jika memiliki tingkat signifikansi lebih rendah dari 10% atau 5%. Lalu untuk mengukur seberapa besar variasi dari nilai variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi nilai dari variabel independen atau goodness of fit, akan dilihat dari nilai R-squared dari hasil regresi. Dalam menguji hubungan antar variabel secara parsial, akan dilihat dari hasil p-value ($P > |z|$). Tabel 4.2 menunjukkan hasil regresi panel data variabel CSR yang mempengaruhi *stock return*.

Goodness of Fit

R-Square = 0.0717

Prob > chi2 = 0.0402

| CAR | Coefficient | Std.Err | Z | P> z |
|-----------|-------------|-----------|-------|-------|
| CSR | 0.0463481 | 0.0254014 | 1.82 | 0.068 |
| FIRM SIZE | 0.0071146 | 0.0026704 | 2.66 | 0.008 |
| DER | 0.0110977 | 0.0211245 | 0.53 | 0.599 |
| _cons | -0.1245139 | 0.048707 | -2.56 | 0.011 |

Tabel 4.2 Regresi panel data CSR terhadap CAR

Dari hasil regresi panel data pada tabel 4.4 dapat dilihat dapat dilihat pengujian kelayakan model yang dilihat dari pengujian hipotesis serentak ($\text{prob} > \text{chi}^2$) dan pengujian goodness of fit (R-Square). Pengujian serentak menunjukkan angka R-square sebesar 0,0717. Angka tersebut menunjukkan secara bersama-sama variabel CSR, debt to equity, dan firm size mempengaruhi stock return sebesar 7,17%. Sedangkan nilai probabilitas chi^2 menunjukkan angka 0,0402 yang lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti secara serentak

variabel CSR, debt to equity, dan firm size signifikan terhadap stock return.

Selain itu tabel 4.2 menunjukkan pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Koefisien CSR menunjukkan angka 0,04634 sedangkan p-value = 0,068 lebih kecil dari pada 0,1 ($\alpha = 10\%$) yang mengindikasikan bahwa Hipotesis 1 diterima. Hal ini menunjukkan pengungkapan CSR yang dilakukan oleh perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap stock return. Selanjutnya, Tabel 4.3 menyajikan hasil regresi panel data CSR terhadap ROA.

Hasil penelitian hipotesis pertama menunjukkan adanya hubungan positif signifikan CSR terhadap stock return, sehingga mengkonfirmasi hipotesis pertama. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian Guidry & Patten (2010); Wang, Qiu, & Kong (2011); Brammer, Brooks & Pavelin (2016), namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jones & Wicks, (1999); Jones & Murrell (2001); Cormier dan Magnan (2003); Murray, Sinclair, Power, & Gray, (2006); Arya & Zhang (2009); Muid (2011); Flammer (2012) yang membuktikan adanya pengaruh signifikan positif pengungkapan CSR terhadap stock return.

Pengungkapan aktivitas CSR merupakan perwujudan dari stakeholder theory yang diungkapkan perusahaan dalam laporan tahunan perusahaan. Pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan mengandung informasi relevant dan reliable yang sesuai dengan decision usefulness theory sehingga mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi. Investor merespon positif pengungkapan CSR yang dilakukan oleh perusahaan karena Informasi pengungkapan CSR yang dilakukan oleh perusahaan tidak hanya mengandung nilai ekonomi tapi juga non-ekonomi sehingga direspon positif oleh investor (Clarkson, 1995). Investor peduli terhadap tanggung jawab sosial yang dilakukan perusahaan karena investor telah sadar bahwa perusahaan yang melakukan CSR merupakan perusahaan yang tidak hanya berorientasi pada profit masa sakarang tapi lebih berorientasi pada sustainability perusahaan. Sehingga investor juga mengapresiasi tanggung jawab sosial (CSR) yang dilakukan perusahaan disamping kinerja perusahaan jadi pengungkapan CSR yang dilakukan oleh perusahaan dapat berdampak baik terhadap stock return. Hal ini yang menyebabkan investor menggunakan informasi pengungkapan CSR sebagai keputusan dalam melakukan investasi (Cheng, 2011), maka dengan adanya CSR dalam perusahaan akan berpengaruh signifikan positif terhadap stock return (Jones dan Murrell, 2001; Muid, 2011).

| Goodness of Fit | | | | |
|-------------------|-------------|---------------------|-------|-------|
| R-Square = 0.4209 | | Prob > chi2 = 0.000 | | |
| ROA | Coefficient | Std.Err | Z | P> z |
| CSR | 0.0789823 | 0.0202078 | 3.91 | 0.000 |
| FIRM SIZE | -0.0143516 | 0.0077136 | -1.86 | 0.063 |
| DER | -0.0483506 | 0.0237023 | -2.04 | 0.041 |
| _cons | 0.2524579 | 0.1072922 | 2.35 | 0.019 |

Tabel 4.3 Regresi panel data CSR terhadap ROA

Dari hasil regresi panel data pada tabel 4.3 dapat dilihat *Goodness of fit* menunjukkan angka R-square sebesar 0,4209. Angka tersebut menunjukkan secara bersama-sama variable CSR, *debt to equity*, dan *firm size* mempengaruhi ROA sebesar 42,09%. Sedangkan nilai probabilitas chi2 menunjukkan angka 0,000 yang lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti secara serentak variable CSR, *debt to equity*, dan *firm size* berpengaruh signifikan terhadap ROA.

Dari hasil regresi panel data pada tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa CSR berpengaruh secara signifikan ($\alpha = 5\%$) terhadap ROA. Koefisien CSR menunjukkan angka 0,06744 sedangkan p-value = 0,000 lebih kecil dari pada 0,05 ($\alpha = 5\%$) yang mengindikasikan bahwa pengungkapan CSR yang dilakukan oleh perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap ROA.

Sedangkan variable kontrol *debt to equity* menunjukkan koefisien *debt to equity* -0.0483506 dengan p-value = 0.041. hal ini menunjukkan hipotesa 3 diterima, karena menunjukkan bahwa *debt to equity* berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA. Sedangkan variable kontrol Firm size menunjukkan koefisien -0.0143516 dengan p-value = 0.063. Hal ini menunjukkan hipotesa 5 ditolak, karena firm size berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA. Selanjutnya tabel 4.4 menunjukkan hasil regresi panel data variable CSR yang mempengaruhi stock return dengan ROA sebagai mediator.

| Goodness of Fit | | | | |
|-------------------|-------------|---------------------|-------|-------|
| R-Square = 0.0877 | | Prob > chi2 = 0.061 | | |
| CAR | Coefficient | Std.Err | Z | P> z |
| CSR | 0.0575796 | 0.0272896 | 2.11 | 0.035 |
| ROA | -0.1296173 | 0.0868109 | -1.49 | 0.135 |
| FIRM SIZE | 0.0054484 | 0.0024169 | 2.25 | 0.024 |
| DER | 0.0064202 | 0.0206489 | 0.31 | 0.756 |
| _cons | -0.0958206 | 0.0426415 | -2.25 | 0.025 |

Tabel 4.4 Regresi panel data CSR terhadap CAR dengan ROA sebagai variabel mediasi

Dari hasil regresi panel data pada tabel 4.6 dapat dilihat dapat dilihat pengujian kelayakan model yang dilihat dari pengujian hipotesis serentak (prob>chi2) dan pengujian goodness of fit (R-Square). Pengujian serentak menunjukkan angka

R-square sebesar 0,0877. Angka tersebut menunjukkan secara bersama-sama variable CSR, *debt to equity*, dan *firm size* mempengaruhi stock return sebesar 8,77%. Sedangkan nilai probabilitas chi2 menunjukkan angka 0,061 yang lebih kecil dari $\alpha = 10\%$. Hal ini berarti secara serentak variable CSR, ROA, *debt to equity*, dan *firm size* signifikan terhadap stock return.

Dari hasil regresi panel data table 4.6 menunjukkan pengungkapan CSR terhadap stock return yang di mediasi oleh firm performance (ROA) ditolak. Hal ini terjadi karena ROA tidak berpengaruh terhadap stock return yang dilihat dari p-value ROA menunjukkan angka 0,135 lebih besar dari pada 0,05 ($\alpha = 5\%$) yang mengindikasikan bahwa Hipotesa 2 ditolak, walaupun CSR berpengaruh signifikan positif terhadap stock return dan CSR berpengaruh signifikan positif terhadap ROA. Jadi dapat disimpulkan bahwa ROA bukanlah mediator yang signifikan dalam hubungan antara CSR dan stock return. Atau dapat dikatakan bahwa CSR memiliki hubungan langsung (direct) terhadap CAR.

Karena ROA tidak memediasi hubungan antar variable terhadap CAR, maka tabel 4.4 akan digunakan sebagai dasar menganalisa hubungan antar variable dalam model analisis.

Lebih lanjut dalam tabel 4.4 menunjukkan variable kontrol *debt to equity* tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap stock return. Hal ini dilihat dari p-value DER = 0,599 yang lebih besar dari 0,05 ataupun 0,1 ($\alpha = 5\%$ ataupun 10%). Sehingga hipotesa ke 4 ditolak, karena *debt to equity* tidak berpengaruh terhadap stock return.

Sedangkan variable kontrol firm size berpengaruh signifikan positif terhadap stock return. Hal ini dilihat dari koefisien firm size sebesar 0.0071146 dan p-value 0.008 yang lebih kecil dari 0,05 ($\alpha = 5\%$). Hal ini menyebabkan hipotesa 6 diterima.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa firm performance tidak memediasi hubungan CSR dengan stock return, sehingga hipotesis 2 harus ditolak. Dapat dilihat pada tabel 4.6 hubungan CSR terhadap ROA memiliki hubungan yang positif dan signifikan, sehingga pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan dapat mempengaruhi firm performance. Hal ini mengkonfirmasi hasil penelitian Saleh, Zulkifli, dan Muhammad (2011); Wang dan Kong (2011); Yong Oh, Chang, dan Martynov (2011). Hal ini sesuai dengan penelitian Stanwick dan Sarah (1998) yang menyatakan pengungkapan aktivitas CSR yang dilakukan perusahaan dapat mempengaruhi firm performance, karena perusahaan yang melakukan CSR memiliki citra merek yang baik di mata

masyarakat, dan akan berdampak pada peningkatan penjualan perusahaan (Bernadette, Muralidhar, Brown, Janney, Paul, 2001) yang selanjutnya berdampak pada peningkatan firm performance (Wang dan Kong, 2011).

Tetapi hasil dari regresi panel data antara ROA (variabel mediasi) terhadap stock return pada tabel 4.7 tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Sehingga firm performance tidak memediasi hubungan antara CSR dan stock return. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Martani, Mulyono, dan Khairurizka (2009); Susilowati dan Turyanto (2011); Aprilastuti (2015) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap stock return. Hal ini dapat terjadi karena investor tidak melihat ROA dalam menilai firm performance untuk melakukan keputusan investasi (Susilowati dan Turyanto, 2011). Terdapat faktor-faktor lain yang menjadi perhatian lebih bagi investor dalam memberi keputusan investasi salah satunya adalah tindakan corporate social responsibility yang dilakukan perusahaan (Jiao, 2011). Dalam penelitian ini berarti investor kurang memperhatikan return on asset untuk mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Bintara (2015).

Pengujian Hipotesis 3 menunjukkan adanya pengaruh signifikan negatif dari debt to equity terhadap firm performance, sehingga hipotesis ketiga diterima. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Pervan & Visic (2012) yang mengungkapkan semakin tinggi debt to equity menyebabkan firm performance semakin rendah. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang hutangnya banyak maka beban bunganya juga akan meningkat, beban bunga yang terus menerus meningkat akan berpengaruh terhadap menurunnya laba perusahaan (Kimmel, Weygandt, dan Kieso, 2008).

Pengujian Hipotesis 4 menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan dari debt to equity terhadap stock return. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Hull (1999), namun hasil penelitian ini mengkonfirmasi penelitian Muid (2011). Hal ini dapat terjadi karena investor kurang memperhatikan besar kecilnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan, karena investor lebih melihat bagaimana manajemen perusahaan menggunakan hutang secara efektif dan efisien dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan yang bertujuan untuk meningkatkan profit (Martani, Mulyono, & Khairurizka; 2009), dan kinerja perusahaan untuk masa yang akan datang (Mahendra, Artini, & Suarjaya, 2012).

Pengujian Hipotesis 5 menunjukkan adanya pengaruh signifikan negatif antara firm size

terhadap firm performance. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Hariyanto (2014).

Pengujian Hipotesis 6 menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif *firm size* terhadap *stock return*. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian oleh Adebayo dan John (2013). Menurut Pervan dan Visic (2012) perusahaan yang besar cenderung memiliki market power yang lebih besar sehingga memungkinkan untuk menetapkan harga saham yang lebih tinggi dipasaran dan memberikan peluang investor untuk mendapatkan return yang lebih tinggi. Selain itu ukuran perusahaan yang semakin besar akan menghasilkan laba yang besar pula dan menandakan perusahaan lebih stabil dan dapat bertahan. Investor akan cenderung memilih perusahaan yang stabil dan dapat bertahan dalam mengambil keputusan investasi (Kristianto, 2015).

KESIMPULAN

Penelitian ini melakukan pengujian terhadap 18 perusahaan terbuka dan listing di IDX yang mengungkapkan sustainability reporting dalam periode 2010-2015. Total sample data yang digunakan dalam penelitian ini sejumlah 108 perusahaan tahun. Hasil pengujian pada penelitian ini menunjukkan:

- a. Hipotesis 1 diterima, karena adanya pengaruh signifikan positif pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap stock return.
- b. Hipotesis 2 ditolak, karena firm performance tidak secara signifikan memediasi hubungan Corporate Social Responsibility dan stock return. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan antara CSR dan stock return cenderung bersifat langsung (direct)
- c. Hipotesis 3 diterima, karena adanya pengaruh signifikan negatif dari debt to equity terhadap firm performance.
- d. Hipotesis 4 ditolak, karena tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari debt to equity terhadap stock return.
- e. Hipotesis 5 ditolak, karena adanya pengaruh signifikan negatif dari firm size terhadap firm performance.
- f. Hipotesis 6 diterima, karena adanya pengaruh signifikan positif dari firm size terhadap stock return.

SARAN

Berdasarkan hasil penelitian ini, saran-saran yang diberikan setelah melakukan analisa terhadap hasil pengolahan data adalah :

- a. Bagi manajemen perusahaan, agar semakin memperhatikan aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan karena aktivitas CSR yang diungkapkan perusahaan tidak hanya berdampak

positif bagi ekonomi, lingkungan, dan sosial perusahaan tetapi juga dapat meningkatkan stock return perusahaan.

b. Bagi penelitian selanjutnya, diharapkan penelitian mengenai corporate social responsibility dapat memperluas skala area objek penelitian, tidak terbatas pada perusahaan terbuka yang terdaftar di IDX. Selain itu penelitian selanjutnya dapat melihat pengungkapan CSR tidak hanya terbatas dari laporan sustainability reporting tapi juga media-media lain yang menungkapkan aktivitas CSR perusahaan.

KETERBATASAN PENELITIAN

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan antara lain :

- a. Pengungkapan Corporate Social Responsibility hanya dinilai berdasarkan kriteria kelengkapan pengungkapan CSR, aspek kualitas pengungkapan informasi CSR dalam penelitian ini belum dipertimbangkan karena guidelines yang digunakan dalam penelitian ini belum mempertimbangan aspek kualitas tersebut.
- b. Penelitian hanya terbatas pada 16 perusahaan yang mengungkapkan CSR yang sesuai dengan GRI Index selama tahun 2010-2015. Karena terbatasnya perusahaan yang mengungkapkan CSR secara rutin 6 tahun berturut-turut.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Matari, M. E., Al-Swidi, A. K., & Bt Fadzil, F. H. (2014). The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting ISSN 1946-052X*.
- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional Reforms and Investor Reactions to CSR Announcements: Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Management Studies*.
- Ameer, R., & Othman, R. (2012). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal Business Ethics*.
- Apriliastuti, & Andayani. (2015). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Reaksi Investor. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* 4 (12) .
- Aryani, D. S. (2011). Manajemen laba pada perusahaan manufaktur di bursa efek indonesia. *Jurnal ekonomi dan informasi akuntansi*, 200, 56-70.
- Aufa, R. (2009). Pengaruh Struktur Modal, Risiko Sistematis, Dan Tingkat Likuiditas Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Finance Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia.
- Auliyah, R., & Hamzah, A. (2006). Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri Dan Ekonomi Makro Terhadap Makro Terhadap Return Dan Beta Saham Syariah Di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Barber, B., & Lyon, J. (1997). Detecting Long-run abnormal stock return: The empirical power and specification of test statistic. *Journal of Finance Economics* 43, 341-372.
- Bernadette, M., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., & Paul, K. (2001). An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective. *Journal of Business Ethics* 32, 143-156.
- Bintara, R. (2015). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Dengan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Tekun Volume VI, No.02*, 291-322.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management • Autumn*, 97-116.
- Carroll, B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *The Pyramid of Corporate Social Responsibility*.
- Cheung, A. W. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? evidence from an event study. *Journal of business ethics*, 99, 145.
- Clarkson, M. (1995). A Stakeholder Framework For Analyzing And Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review Vol. 20, No. 1*.
- Comier, D., & Magnan, M. ((2003)). Environmental reporting management: a continental European perspective. *Journal of Accounting and Public Policy* 22, 43-62.
- Crisostomo, V. L., Freire, F. d., & Cortes, V. F. (2011). Corporate social responsibility,

- firm value and financial performance in Brazil. *Social responsibility journal*, 7(2), 295.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 723-759.
- Donald, T., & Preston, L. (1995). The Stakeholder Theory Of The Corporation: Concepts, Evidence, And Implications. *Academy of Management Review*, 65-91.
- Erari, A. (2014). Analisis Pengaruh Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen & Bisnis*.
- Erikson, T. (2002). Entrepreneurial capital: the emerging venture's most important asset and competitive advantage. *Journal of Business Venturing*, 275-290.
- Falkenberg, J., & Brunsæl, P. (2011). Corporate Social Responsibility: A Strategic Advantage or a Strategic Necessity? *Journal Business Ethics*, 9-16.
- Fanani, Z. (2009, Agustus 10). Kualitas informasi pelaporan keuangan: faktor-faktor penentu dan konsekuensi ekonomik. *Disertasi*. Malang, Jawa Timur, Indonesia: Program Doktor Ilmu Akuntansi Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Flammer, C. (2012). Corporate Social Responsibility and Stock Prices: The Environmental Awareness of Shareholders. *MIT Sloan School of Management*.
- Ghazali, N. A. (2007). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management Vol. 20 Iss 2*, 109 - 119.
- Guidry, R., & Patten, D. (2010). Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports Evidence that quality matters. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal Vol. 1 No. 1*, 33-50.
- Haosana, C. (2012). Pengaruh Return On Asset Dan Tobin's Q Terhadap Volume Perdagangan Saham Pada Perusahaan Retail Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurusan Akuntansi*.
- Hill, C., & Jonfs, T. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies* 29.
- Hosseini, S. M., Shahriar, A., & Narges, S. (2012). An Investigation on the Effect of Supply Chain Integration on Competitive Capability: An Empirical Analysis of Iranian Food Industry. *International Journal of Business and Management*, 73-90.
- Hull, R. (2014). Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Transactions. *Financial Management*.
- Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.
- Jiao, Y. (2011). Corporate Disclosure, Market Valuation, and Firm Performance. *Financial Management*, 647-676.
- Jo, H., & Harjoto, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 351-383.
- Jones, R., & Murrel, A. (2001). Signaling Positive Corporate Social Performance. *BUSINESS & SOCIETY, Vol. 40 No. 1*, 59-78.
- Kadlubek, M. (2015). The essence of corporate social responsibility and the performance of selected company. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 213, 509-515.
- Kennedy, P. (n.d.). Analisis pengaruh dari return on assets, return on equity, earning per share, profit margin, assets turn over, rasio leverage dan debt to equity ratio terhadap return saham: Study pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Th 2001.
- Kieso, D. E. (2008). *Intermediate Accounting Edisi 12*. Jakarta: Erlangga.
- Kimmel, P. D., Weygandt, J. J., & Kieso, D. E. (2008). *Accounting tools for business decision making*. United States of America: John Wiley & Sons.
- Kotler, p., & Lee, N. (2006). *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good*

- for Your Company and Your Cause. *Academy of Management Perspectives*, Vol. 20, No. 2, 90-93.
- Kristianto, K. (2016). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Market Value Melalui Financial Performance Sebagai Variabel Intervening Dan Firm Size Sebagai Variabel Moderator.
- Jogianto. H. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2*. Yogyakarta: BPFE.
- Mahoney, L., & Roberts, R. (2007). Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms. *Science Direct*, 233-253.
- Maignan, I., & Ferrell, O. (2004). Corporate Social Responsibility And Marketing: An Integrative Framework. *Journal Of The Academy Of Marketing Science* 32.
- Marrewijk, M. v. (2003). Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. *Journal of Business Ethics* 44, 95-105.
- Martani, D., & Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, ISSN 1537-1506.
- Mishra, S., & Modi, S. (2012). Positive and Negative Corporate Social Responsibility, Financial Leverage, and Idiosyncratic Risk. *Journal Business Ethics*.
- Mohammadi, M., & Malek, A. (2012). An Empirical Study of Financial Performance Evaluation of a Malaysian Manufacturing Company. *Academica Science Journal Economica Series ISSN: 2285-8067*.
- Moneva, J., & Ortas, E. (2010). Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach. *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 110 Iss 2, 193 - 210.
- Muid, D. (2011). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Stock Return. *Fokus Ekonomi*, 105-121.
- PWC. (2016). Redefining business success in a changing world CEO Survey. *19th Annual Global CEO Survey*.
- Ramadan, Z. S. (2012). Does Leverage Always Mean risk? Evidence from ASE. *International Journal of Economics and finance*, 150.
- Reddy, K., & Gordon, L. (2010). The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance: An Empirical Study Using Listed Companies. *Journal of Asia Entrepreneurship and sustainability*, Vol VI, Issue 2.
- Rutledge, W., Zhang, Z., & Karim, K. (2008). Is There a Size Effect in the Pricing of Stocks in the Chinese Stock Markets?: The Case of Bull Versus Bear Markets. *Asia-Pacific Financial Markets*, 117-133.
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2011). Looking for evidence of the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in an emerging market. *Pacific Journal of Business Administration*, Vol. 3 Iss 2, Pacific Journal of Business Administration, Vol. 3 Iss 2.
- Sayekti, Y., & Wondabio, L. S. (2007). Pengaruh CSR Disclosure Terhadap Earning Response Coefficient. *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Scott, G., & Lane, R. (2000). A Stakeholder Approach To Organizational Identity. *Academy Of Management Review* Vol. 25, No. 1, 43-6.
- Stanwick, P., & Sarah. (1998). The Relationship Between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics* 17: 195-204.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Ulupui, I. (2009). Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, Dan Profitabilitas Terhadap Return Saham. *Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana*.
- Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate Social Responsibility, Investor Behaviors, and Stock Market Returns: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal of Business Ethics*, 127-141.
- Yoon, Y., Canli, Z. G., & Schwarz, N. (2006). The Effect of Corporate Social Responsibility (CSR) Activities on Companies With Bad Reputations. *Journal Of Consumer Psychology*, 377-390.