

Pengaruh Tingkat Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Information Asymmetry Diukur Dengan Bid Ask Spread

Florensia Agatha dan Juniarti
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: yunie@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui adanya pengaruh antara tingkat pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) terhadap *Information Asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*. Tingkat pengungkapan CSR akan diukur menggunakan *Sustainability Reporting Index* (SRI) yang dinilai dengan kriteria *guidelines* dari *Global Reporting Initiatives* (GRI). Penelitian ini juga menggunakan 2 variabel kontrol, yaitu nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* dan umur perusahaan. Penelitian akan dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menerbitkan *sustainability reporting* dalam situs GRI, dengan total jumlah sebanyak 130 pengamatan untuk model regresi. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan signifikan negatif antara tingkat pengungkapan CSR terhadap *information asymmetry*. Nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* berpengaruh signifikan positif terhadap *information asymmetry*, sementara umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap *information asymmetry*.

Kata kunci: Tingkat pengungkapan CSR, *information asymmetry*, nilai perusahaan, *Tobin's Q*, umur perusahaan.

ABSTRACT

This research aimed to identify the affects of Corporate Social Responsibility disclosure level towards information asymmetry measured by using bid ask spread. Disclosure level of CSR will be measured using Sustainability Reporting Index (SRI) which will be accessed based on the Global Reporting Initiatives (GRI) guidelines. This research also used 2 additional controlled variables, that were firm value measured using Tobin's Q and firm age. The research done on firms listed on the Bursa Efek Indonesia (BEI) and disclosed sustainability reporting on GRI site, with a total of 130 observations as the regression model. The result of this research showed there was a significant negative affect of CSR disclosure level on information asymmetry. Firm value that measured by using Tobin's Q had a significantly positive effect on information asymmetry, while firm age has no affect on information asymmetry.

Keywords: *CSR disclosure level, information asymmetry, firm value, Tobin's Q, firm age.*

PENDAHULUAN

Saat ini, pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) bukan sekedar pengungkapan *voluntary*, namun telah menjadi sebuah kewajiban bagi tiap perusahaan (Hung et al, 2015, Ioannou et al, 2014), terutama perusahaan terbuka. Hal ini juga telah diterapkan di Indonesia, melalui Undang-Undang Perseroan

Terbatas Republik Indonesia Nomor 40 Pasal 74 yang sudah dibuat sejak tahun 2007 (Sukanto, 2011). Kesadaran terhadap kegiatan CSR semakin meningkat baik dari kalangan akademisi, pemerintah, perusahaan, dan *stakeholders* lain (Cui et al, 2012, Lu et al, 2015.). CSR tidak lagi dinilai sebagai biaya namun sebuah investasi jangka panjang (Martinez-Ferrero et al, 2015, Semencescu & Curmei, 2015).

Dengan meningkatnya kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan, maka kinerja perusahaan juga meningkat (Alshammari, 2015., Murtaza et al, 2014., Kanwai et al, 2013., Waddock & Graves, 1997., Orlitzky et al, 2003., Preston & O'Bannon, 1997., Ehsan & Kaleem, 2012., Boaventura et al, 2012., Torugsa et al, 2012., Peng et al, 2015., Nguyen et al, 2015., Narjah & Jarboui, 2013., Uadiale & Fagbemi, 2012., Flammer, 2013., Jackson & Hua, 2009., Karagiorgos, 2010., Chetty et al, 2015., Hasal et al, 2016., Griffin & Mahon, 1997., Makni et al, 2009., Pelozza, 2005., Fauzi, 2009.). Banyak yang sudah melakukan penelitian yang menghubungkan CSR dengan kinerja perusahaan, namun masih sedikit yang meneliti hubungan CSR terhadap *information asymmetry*. Dalam jumlah, ditemukan 22 jurnal penelitian yang meneliti hubungan CSR dengan kinerja perusahaan. Sementara hanya 10 jurnal penelitian yang meneliti hubungan CSR dengan *information asymmetry* (Cho et al, 2013., Lu et al, 2015., Cui et al, 2012., Lopatta et al, 2014., Martinez-Ferrero et al, 2015., Hung et al, 2015., Semenescu & Curmei, 2015., Chiyachantana et al, 2013.).

Ehsan & Kaleem (2012) menjelaskan adanya hubungan positif antara CSR dengan kinerja perusahaan. Dengan adanya pengungkapan CSR, perusahaan lebih memerhatikan karyawannya dan membangun kepercayaan, sehingga berkembang secara berkelanjutan dalam jangka panjang. Murtaza et al (2014) juga menemukan perusahaan dengan CSR memiliki karyawan yang termotivasi dalam pekerjaan dan lebih setia kepada perusahaan. Karagiorgos (2010) juga menambahkan bahwa peningkatan dalam pengungkapan CSR meningkatkan *stock return* perusahaan. Perusahaan dengan CSR dinilai baik oleh pasar dan *stakeholders*. Meski CSR dapat menimbulkan biaya, namun meningkatkan efisiensi pasar. Waddock & Graves (1997) menjelaskan hubungan antar CSR dan kinerja perusahaan yang bersifat timbal balik. Semakin tinggi CSR maka semakin tinggi pula kinerja perusahaan. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka memiliki kebebasan lebih lagi berinvestasi, salah satunya alokasi dana tersebut ke dalam kegiatan CSR. Meningkatnya kinerja perusahaan juga dapat berkontribusi dalam meningkatnya CSR pula. Dari penjelasan di atas, banyak yang telah meneliti pengaruh CSR terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun, masih sedikit yang meneliti pengaruh CSR terhadap *information asymmetry* (Cho et al, 2013., Lu et al, 2015., Cui et al, 2012., Lopatta et al, 2014., Martinez-Ferrero et al, 2015., Hung et al,

2015., Semenescu & Curmei, 2015., Chiyachantana et al, 2013.).

Dengan meningkatnya pengungkapan CSR, semakin banyak informasi yang beredar di pasar. Beberapa penelitian telah meneliti bahwa pengungkapan CSR ini mampu mengurangi *information asymmetry* (Cho et al, 2013., Lu & Chueh, 2015., Cui et al, 2012., Lopatta et al, 2014., Martinez-Ferrero et al, 2015., Hung et al, 2015., Semenescu & Curmei, 2015.).

Lu & Chueh (2015) menjelaskan *information asymmetry* terjadi apabila didapati ada perbedaan jumlah informasi yang dimiliki antar pihak dalam pasar. Dengan adanya pihak dalam pasar yang lebih *informed*, maka *bid ask spread* melebar. Apabila perusahaan mengungkapkan CSR, maka hal ini menjadi salah satu informasi tambahan yang beredar di pasar, sehingga dapat membantu dalam mengurangi jumlah perbedaan informasi tersebut. Lopatta et al (2014) menjelaskan CSR mampu mengatasi masalah antar investor dengan jumlah informasi berbeda. Dengan pengungkapan CSR, *information asymmetry* menurun, dan harga saham pasar mencerminkan harga saham sesungguhnya, sesuai dengan informasi yang tersedia di pasar. Pengungkapan CSR secara terus menerus dinilai mampu meningkatkan *going-concern* perusahaan dan menciptakan kesuksesan secara ekonomi dalam jangka panjang. Martinez-Ferrero et al (2015) menemukan pengungkapan CSR meningkatkan volume informasi dalam pasar, sehingga dapat mengurangi *information asymmetry*. Pasar menilai pengungkapan CSR sebagai sesuatu yang positif, karena perusahaan menjadi lebih transparan, sehingga para investor dapat melindungi diri dalam berinvestasi melawan pemain yang memiliki informasi lebih yang dapat menimbulkan *information asymmetry*.

Pengertian Corporate Social Responsibility

Corporate Social Responsibility (CSR) mengacu pada kebijakan, praktek, investasi serta hasil yang merupakan tanggung jawab perusahaan atas dampak aktivitas operasional perusahaan (Carroll, 1991., Schwarts & Carroll, 2003., Carroll & Shabana, 2011., Hanzae et al, 2013., Wang et al, 2016.). Menurut Carroll (1991) dalam Schwarts & Carroll (2003), CSR dapat dibagi dalam 4 kelompok yang membentuk sebuah piramid (mulai dari paling dasar ke tinggi); *economic*, *legal*, *ethical*, dan *philanthropic*. *Economic* dan *legal* dijelaskan sebagai dua kategori yang menjadi persyaratan yang wajib dipenuhi perusahaan. Sementara pada tingkat

ketiga, *ethical*, hal ini merupakan ekspektasi yang diharapkan dari semua tindakan perusahaan. Tingkat tertinggi, *philanthropic*, merupakan 'cita-cita' dari semua perusahaan dan juga memberikan dampak bagi lingkungan eksternal paling besar. Namun teori ini diperbaharui dalam penelitian Schwarts & Carroll (2003) menjadi *three-domain approach*. Teori baru ini lebih lengkap dan akurat menggambarkan hubungan antar keempat kategori tersebut. *Three-domain approach* mengeliminasi kategori *philanthropic* dan dilebur menjadi satu dalam kategori *economic* dan *ethical*. Selain itu, pendekatan baru ini juga mengeliminasi asumsi inheren yang memandang *Carroll's pyramid* sebagai sebuah hubungan bersifat hirarki, salah satu lebih tinggi dari yang lain.

Menurut Carroll & Shabana (2011), bentuk CSR dapat menjadi gabungan dari; kebijakan, praktek, investasi, serta hasil. Dengan adanya kegiatan dan pengungkapan CSR, maka perusahaan dapat meraih *triple bottom line benefits* (Carroll & Shabana, 2011). *Triple bottom line* mengacu pada tujuan perusahaan yang tidak hanya semata meraih laba sebesar-besarnya, namun juga mempertimbangkan aspek lingkungan dan sosial. Dari aspek lingkungan, perusahaan dapat menggunakan bahan baku yang ramah lingkungan atau mendaur ulang limbah sebelum dibuang. Dari aspek sosial, perusahaan dapat berupaya untuk tidak sekedar mengeksploitasi karyawan, melainkan memberi pelatihan, mementingkan keselamatan pekerja di lapangan, serta memberikan gaji sesuai UMR. *Triple bottom line benefits* merupakan keuntungan yang dirasakan perusahaan apabila ketiga aspek tersebut terpenuhi, antara lain; mengurangi biaya dan resiko, menambah *competitive advantage* perusahaan, perusahaan memiliki sinergi yang baik, dan menjadi lebih *sustainable*.

Pengukuran Corporate Social Responsibility

Dalam penelitian ini, pengungkapan CSR akan diukur dengan menggunakan SR index (SRI). Martinez-Ferrero et al (2015) mengukur pengungkapan CSR dibandingkan dengan pengungkapan CSR berstandar internasional, yaitu GRI *guidelines* sehingga hasil yang diperoleh lebih objektif. Pengungkapan CSR perusahaan diterbitkan dalam bentuk *sustainability reporting* yang diterbitkan secara tahunan. Berikut rumus dari SR index :

$$RI = \frac{\sum \text{kriteria pengungkapan perusahaan}}{\sum \text{kriteria pengungkapan sesuai GR3.1}}$$

Information Asymmetry

Information asymmetry merupakan kondisi di mana terdapat perbedaan jumlah informasi antar manajemen dan *investor* dalam sebuah pasar, yang mengakibatkan *investor* untuk tidak dapat menilai perusahaan sesuai dengan nilai sesungguhnya (Akerlof, 1970., Akerlof et al, 2001., Spence, 1973., Stiglitz & Rothschild, 1976.). Akerlof (1970) menjelaskan situasi pasar dan menggunakan istilah yang masih terkenal hingga kini, '*market for lemons*'. Apabila penjual memiliki informasi lebih dibandingkan pembeli, terkait produk yang ditawarkan, maka pembeli dapat merasa harga jual produk tersebut tidak sesuai dengan nilai seharusnya. Akerlof menggunakan perumpamaan pada saat menjual mobil bekas (*good cars, bad cars*). Pembeli akan selalu lebih tahu kualitas mobil bekas sesungguhnya. Apabila pembeli tidak memiliki jumlah informasi sama, dan membeli produk tersebut yang *overpriced*, maka pasar menjadi tidak efisien. *Investor* juga akan kehilangan kepercayaan karena merasa harga jual tidak mencerminkan harga sesungguhnya.

Information asymmetry yang terlalu besar maka dapat berdampak buruk bagi pasar, menciptakan pasar yang lesu. *Investor* kehilangan kepercayaan, sehingga dalam jangka panjang, permintaan pasar dapat menurun, yang juga akan mempengaruhi harga pasar dari *overpriced* menjadi *underpriced*. Akerlof (1970), Spence (1973), dan Stiglitz & Rothschild (1976) dalam penelitian mereka berupaya mengurangi selisih jumlah informasi antar manajemen dan *investor*. Salah satunya, Spence (1973) mengembangkan teori *signaling* untuk mengatasi dampak yang timbul dari *information asymmetry* (akan dijelaskan lebih lanjut).

Pengukuran Information Asymmetry

Information asymmetry dapat diukur dengan 2 pengukuran; *bid ask spread* (Cho et al, 2013., Lu et al, 2015., Hung et al, 2015.) dan *abnormal return* (Lopatta et al, 2014., Lu et al, 2015.). Dalam penelitian ini akan digunakan metode pengukuran *information asymmetry* serupa dengan yang digunakan Lu et al (2015), yaitu *bid ask spread*. *Bid ask spread* mengukur selisih harga jual dengan harga beli saham pasar, dan dapat diuraikan dalam model regresi sebagai berikut :

$$RSPRD_i = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{S_{it}}{ASK_{it}}}{2}$$

$S_{i,t}$ = spread di akhir hari di hari t , stock i
 $BID_{i,t}$ = harga bid closing di hari t , stock i
 $ASK_{i,t}$ = harga ask closing di hari t , stock i
 n = jumlah hari aktif transaksi dalam setahun

Teori Stakeholder

Teori *stakeholder* pertama kali dicetuskan dalam penelitian Freeman (1994), dan sejak itu masih terus dilakukan penelitian terkait teori *stakeholder* (Freeman, 1994., Freeman et al, 2004., Key, 1999., Philips et al, 2003., Damak-Ayadi & Persqueus, 2005.). Teori *stakeholder* meliputi bagaimana para manajer dalam perusahaan harus bertindak. Tindakan manajer ini harus sesuai dengan 2 poin utama; Apa yang menjadi tujuan perusahaan? Dan apa yang menjadi tanggung jawab manajemen terhadap para *stakeholders*? Singkatnya teori *stakeholder* menjelaskan perlunya perusahaan untuk mengakomodasi kepentingan seluruh *stakeholder*, tidak hanya *investors* semata, dan tidak melupakan tujuan perusahaan yang harus dicapai. Hal ini dilakukan perusahaan guna mendapatkan dukungan dari para *stakeholders* agar operasional perusahaan berkelanjutan di masa mendatang.

Salah satu aplikasi dari teori *stakeholder* ini adalah kegiatan CSR yang dilakukan perusahaan. Kegiatan CSR tidak dilakukan demi kepentingan laba perusahaan, melainkan kepentingan *stakeholders*, mulai dari karyawan, lingkungan, konsumen, dan komunitas sekitarnya. Dengan kegiatan dan pengungkapan CSR, maka salah satu hasilnya adalah karyawan yang lebih termotivasi dalam berkontribusi bagi perusahaan dan lebih setia kepada perusahaan (Murtaza et al, 2014). Karyawan yang termotivasi dan setia akan lebih memberi dukungan terhadap keberlanjutan perusahaan di masa mendatang.

Teori Signaling

Teori *signaling* dicetuskan oleh Spence (1973) dalam penelitiannya “*Job Market Signaling*”, dan lainnya yang juga meneliti topic serupa (Lofgren et al, 2002., Connely et al, 2011). Teori ini menggambarkan upaya manajemen mengurangi selisih perbedaan informasi dalam pasar atau *information asymmetry*, dengan cara manajemen memberikan ‘sinyal-sinyal’ kepada para *investors*. Sinyal ini berupa informasi yang diungkapkan oleh manajemen ke *investor*. Pengungkapan CSR di sini sebagai ‘sinyal’ yang diberikan perusahaan kepada pasar atau *investor*. Pengungkapan CSR menambah jumlah informasi yang dimiliki oleh pasar, sehingga selisih jumlah informasi dapat

berkurang. *Investor* dapat melihat perusahaan yang mengungkapkan CSR sebagai perusahaan yang lebih transparan, dan harga jual saham semakin mendekati harga sesungguhnya. *Investor* juga dapat lebih mengapresiasi perusahaan yang mengungkapkan CSR, karena dinilai manajemen tidak menutupi informasi perusahaan, sehingga *investor* dapat menilai saham perusahaan sesuai dengan nilai yang digambarkan oleh manajemen.

Karakteristik Spesifik Perusahaan : Nilai Perusahaan

Tobin’s Q merupakan salah satu cara untuk mengukur nilai suatu perusahaan (*firm value*). Dalam penelitiannya, Brainard & Tobin (1968), menggambarkan sistem keuangan terdiri dari kumpulan asset dan hutang dalam sebuah pasar yang saling terkait. Dalam pasar ini terdapat harga dan suku bunga yang mempengaruhi jumlah asset dan hutang tersebut. Brainard dan Tobin hendak menjabarkan berbagai variabel yang mempengaruhi cara pasar ekonomi bergerak. Tobin (1969) kembali menjelaskan mengenai model yang mengilustrasikan analisa ekonomi pasar secara garis besar. Model tersebut fleksibel sehingga dapat diaplikasikan dalam berbagai sektor industry. Tobin menjelaskan kebijakan keuangan dapat mempengaruhi permintaan agregat dengan cara merubah penilaian asset fisik sesuai dengan *replacement cost*. Tidak hanya karena kebijakan keuangan saja, faktor resiko seperti perubahan dalam permintaan terhadap asset jugax dapat berpengaruh mengubah permintaan agregat, yang mempengaruhi nilai suku bunga, sehingga juga mempengaruhi nilai sebuah aset fisik.

Nilai perusahaan dapat berubah sesuai dengan persepsi *investor*-nya, di mana bisa dinilai *overvalue* atau *undervalue* (Degryse & Jong, 2001.). Saham perusahaan dengan nilai yang *overvalue* ($q > 1$) dapat diartikan perusahaan tersebut memiliki nilai asset tambahan berupa *intangible asset*, yang menyebabkan *investor* menilai saham lebih dari nilai perusahaan sesungguhnya. Saham *overvalue* juga dinilai sebagai *growth opportunity* perusahaan (Ciner & Karagozulu, 2008), karena *intangible asset* yang baik untuk nilai perusahaan tapi menjadi sulit untuk dihitung nilai sesungguhnya. Sementara saham perusahaan dengan nilai *undervalue* ($q < 0$) dapat diartikan perusahaan tidak memiliki *intangible asset*, dan *investor* menilai saham kurang dari nilai perusahaan sesungguhnya.

Pengukuran Corporate Social Responsibility

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Lewellen & Badrinath (1997), Tobin's Q dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$q = \frac{\text{total nilai pasar perusahaan}}{\text{total nilai aset perusahaan}}$$

di mana total nilai pasar perusahaan dihitung dengan mengkalikan harga saham dengan jumlah saham beredar yang dimiliki perusahaan tersebut. Sementara total nilai aset perusahaan dapat dilihat dari kolom aset neraca dalam laporan keuangan perusahaan tersebut.

Karakteristik Spesifik Perusahaan : Umur Perusahaan

Umur perusahaan sering dikaitkan dengan kemampuan perusahaan bertumbuh (Vlachvei & Notta, 2008., Huynh & Petrunia, 2009., Bena & Jurajda, 2007., Pagano et al, 1998., Dehlen et al, 2012.), di mana semakin besar umur perusahaan, maka memiliki kemampuan lebih besar untuk bertumbuh. Pada umumnya umur perusahaan dibedakan menjadi 2 kelompok; perusahaan muda dan perusahaan tua yang dibedakan dari lamanya perusahaan tersebut telah beroperasi.

Pengukuran Corporate Social Responsibility

Dalam penelitian ini, pengukuran umur perusahaan terhitung sejak pertama kali terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Umur perusahaan dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Umur perusahaan} = \log(2016 - \text{tahun IPO})$$

Tingkat Pengungkapan CSR Terhadap Information Asymmetry

Pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan dapat meningkatkan transparansi perusahaan di mata pasar, sekaligus menunjukkan perusahaan bertanggung jawab terhadap *stakeholders* atas dampak kegiatan operasional perusahaan. Dengan meningkatnya tingkat pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan, maka *information asymmetry* dalam pasar dapat berkurang (Cui et al, 2012., Martinez-Ferrero et al, 2015., Semenescu & Curmei, 2015., Hung et al, 2015.). Pengungkapan CSR merupakan salah satu upaya yang dapat dilakukan perusahaan untuk memberikan informasi kepada pasar. Dengan semakin banyak

pengungkapan CSR, maka semakin banyak informasi yang tersedia di pasar. Sehingga selisih informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen dan pihak pasar menjadi sedikit, yang diindikasikan dengan *bid ask spread* yang kecil. Selisih antara harga jual (*bid*) dan harga beli (*ask*) menjadi sedikit dikarenakan masing-masing memiliki jumlah informasi yang mendekati sama, yang tercerminkan dalam harga *bid* dan *ask* tersebut. *Bid ask spread* yang kecil ini menandakan *information asymmetry* dalam pasar kecil pula.

H1: tingkat pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.

Nilai Perusahaan Terhadap Information Asymmetry

Degryse & Jong (2001) menemukan bahwa *Tobin's Q* memiliki pengaruh terhadap *information asymmetry*. *Tobin's Q* yang tinggi mengindikasikan nilai perusahaan yang baik. Nilai perusahaan yang baik dinilai baik oleh pasar maupun *investor*, sehingga semakin banyak jumlah *investor* yang akan tertarik dan berinvestasi dalam perusahaan tersebut. Jumlah *investor* yang banyak ini dapat menyebabkan selisih perbedaan informasi yang dimiliki kedua pihak menjadi lebih besar. Semakin besar selisih perbedaan informasi akan mengakibatkan besarnya *bid ask spread*, sehingga *information asymmetry* juga meningkat.

H2: nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* berhubungan positif terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.

Umur Perusahaan Terhadap Information Asymmetry

Menurut Chemmanur & Fulghieri (1995) dalam Pagano et al (1998), umur perusahaan dapat mempengaruhi *information asymmetry*. Perusahaan yang masih muda mengungkapkan informasi lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang lebih tua, karena faktor lamanya perusahaan tua tersebut sudah berdiri, sehingga sudah banyak informasi perusahaan yang diketahui pasar. Oleh karena itu, perusahaan muda memiliki *information asymmetry* yang lebih besar, karena dinilai masih belum transparan karena umur perusahaannya yang masih dini sehingga informasi riwayat perusahaan masih sedikit.

Bena & Jurajda (2007) juga menemukan bahwa perusahaan muda memiliki informasi di pasar lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang

lebih tua. Informasi di pasar yang sedikit ini, akhirnya membuat perusahaan muda memiliki *information asymmetry* lebih besar dibandingkan perusahaan yang lebih tua.

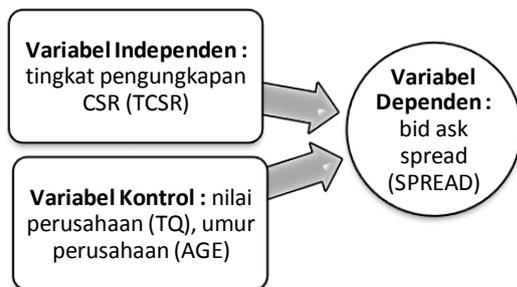
H3: umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.

METODE PENELITIAN

Untuk membuktikan hipotesis penelitian, maka akan diuji apakah pengaruh variabel independen, tingkat pengungkapan CSR (TCSR) terhadap variabel dependen, *bid ask spread* (SPREAD), yang dipengaruhi dengan variabel kontrol, nilai perusahaan (TQ) dan umur perusahaan (AGE). Berikut adalah model regresi dari penelitian ini :

$$SPREAD_{it} = \alpha + \beta_1 TCSR_{it-1} + \beta_2 TQ_{it-1} + \beta_3 AGE_{it-1} + e_{it}$$

Di mana *bid ask spread* pada periode *t* di perusahaan *i* (SPREAD_{it}) merupakan total penjumlahan dari konstanta regresi (α), koefisien regresi dari variabel tingkat pengungkapan CSR (β_1) dikalikan dengan tingkat pengungkapan CSR yang diungkapkan dalam *sustainability report* pada periode *t-1* di perusahaan *i* (TCSR_{it-1}), koefisien regresi dari variabel *Tobin's Q* (β_2) dikalikan dengan *Tobin's Q* yang dihitung pada periode *t-1* di perusahaan *i* (TQ_{it-1}), koefisien regresi dari variabel umur perusahaan (β_3) dikalikan dengan umur perusahaan yang dihitung sejak perusahaan *initial public offering* (IPO) pada periode *t-1* di perusahaan *i* (AGE_{it-1}), dan error pada periode *t* di perusahaan *i* (e_{it}). Hubungan antar variabel-variabel pada model regresi di atas dapat diilustrasikan dengan model analisis sebagai berikut :



Penelitian ini menggunakan populasi dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan menerbitkan *sustainability reporting*.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive* di mana sampel akan dipilih berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, yaitu bahwa *sustainability reporting* yang digunakan adalah mulai periode 2008 sampai dengan 2014. Sementara unit analisis penelitian adalah pada tingkat perusahaan.

Data akan dikumpulkan dari sumber data sebagai berikut :

Tabel 1. Jenis dan Sumber Data

Jenis Data	Sumber Data
<i>Sustainability report</i>	GRI database
Harga saham penawaran dan pembelian	Bloomberg
Jumlah hari transaksi dalam 1 tahun periode 2008-2015	Bloomberg
Total aset perusahaan	BEI
Jumlah saham beredar	BEI
Tahun IPO perusahaan	BEI

Setelah data dikumpulkan dari sumber data, masing-masing variabel diukur menggunakan perhitungan yang sesuai dengan rumus dalam definisi operasional. Setelah itu akan dimasukkan ke dalam SPSS untuk pengujian selanjutnya.

Data kemudian akan dideskripsikan untuk menguji generalisasi berdasarkan 1 sampel. Analisis deskriptif antara lain meliputi perhitungan mean, median, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum. Perhitungan ini bertujuan untuk melihat profil data untuk membantu dalam memahami variabel-variabel yang akan diuji dalam penelitian ini.

Pengujian model terdiri dari 2 bagian; yaitu uji asumsi klasik dan uji kelayakan model regresi. Uji asumsi klasik terdiri dari 4 macam :

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah error dalam persamaan regresi berdistribusi normal. Apabila error berdistribusi normal, maka error akan saling meniadakan sehingga hasil akhir error sama dengan 0. Penelitian ini akan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan taraf signifikansi 10%. Apabila taraf signifikansi melebihi 10% maka error sudah berdistribusi normal.

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah error dalam persamaan regresi berhubungan antar satu periode dengan periode lainnya. Hasil uji autokorelasi yang diinginkan adalah apabila bebas dari autokorelasi. Penelitian ini menggunakan metode *Durbin-Watson*, di mana

nilai yang diinginkan berada di antara 0 sampai dengan 2 dan asumsi tingkat signifikansi 10%.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah eror di dalam persamaan regresi tidak bervariasi atau memiliki varian yang sama. Penelitian ini menggunakan uji Glejser dengan signifikansi 10%, di mana nilai yang diinginkan adalah nilai signifikansi yang lebih dari 10%.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah antar variabel indenpen memiliki korelasi atau sudah terwakili. Hasil yang diinginkan adalah tidak terdapat korelasi antar variabel independen. Penelitian ini menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerance*, di mana nilai yang diinginkan adalah lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance* lebih kecil dari 10%.

Uji kelayakan model regresi bertujuan untuk mengetahui apakah persamaan regresi layak digunakan dalam uji hipotesis. Persamaan regresi dikatakan layak apabila tingkat signifikansi dari hasil uji F lebih kecil dari 10%, yang berarti variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Nilai R² yang didapat dari hasil signifikansi uji F, menunjukkan seberapa besar variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen. Hasilnya terbentang antara 0 hingga 1, di mana semakin mendekati 1 artinya variabel independen semakin besar mempengaruhi variabel dependen. Semakin baik lagi apabila diikuti dengan hasil R² yang tinggi.

Setelah pengujian model, barulah dilakukan uji hipotesis. Uji hipotesis bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara terpisah. Kesimpulan dapat ditarik berdasarkan nilai signifikansi dari hasil pengolahan data regresi yang menggunakan SPSS. Dalam penelitian ini, uji akan menggunakan uji t. Apabila nilai signifikansi lebih kecil daripada 10%, maka variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sementara apabila nilai signifikansi lebih besar daripada 10%, maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Selain uji t, akan digunakan uji untuk menentukan arah koefisien β. Uji arah koefisien β menentukan apakah arah koefisien sudah sesuai dengan hipotesis, yaitu variabel independen berpengaruh positif atau negatif terhadap variabel dependen. Hipotesis baru akan diterima apabila uji t memiliki hasil yang signifikan dan arah koefisien β sesuai dengan hipotesis penelitian.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 35 perusahaan. Jumlah tersebut diperoleh dari banyak perusahaan yang telah menerbitkan *sustainability report* selama periode 2008-2014.

Tabel 2. Hasil Penentuan Sampel

Syarat Sampel	Jumlah Pengamatan
Perusahaan Indonesia yang menerbitkan <i>sustainability reporting</i> dalam <i>database Global Reporting Initiative</i>	215
Perusahaan Tertutup yang menerbitkan <i>sustainability reporting</i> dalam <i>database Global Reporting Initiative</i>	(80)
Perusahaan Terbuka dengan data <i>bid ask spread</i> tidak lengkap (<200 hari)	(13)
Perusahaan Terbuka dengan data <i>Tobin's Q</i> tidak lengkap (UNSP 2013)	(1)
Jumlah sampel	130

Pengungkapan kegiatan CSR perusahaan dapat dilihat dalam *sustainability reporting*. *Sustainability reporting index* digunakan sebagai indikator penilaian tingkat pengungkapan CSR dan didasari kriteria *Global Reporting Initiative*. Tabel 3. menunjukkan salah satu contoh penilaian *sustainability reporting index* dari perusahaan SMRG (Semen Indonesia Tbk.) pada tahun 2014.

Tabel 3. Sustainability Reporting Index SMRG 2014

Dimensi	Nilai	Nilai GRI
<i>Economic</i>	5	9
Environmental	20	30
<i>Social</i>	12	45
Total nilai	37	84

$$SRI = \frac{37}{91} = 0.41$$

Data *bid ask spread* (SPREAD) diperoleh dari *bloomberg* dengan perhitungan rumus sesuai

dengan definisi operasional. Semakin tinggi nilai SPREAD, maka semakin besar selisih antar harga *bid* dan harga *ask* selama periode hari perdagangan aktif, yang juga mengindikasikan adanya *information asymmetry* yang tinggi. Data perusahaan yang digunakan hanya perusahaan dengan total hari perdagangan aktif lebih besar atau sama dengan 200 hari. Pada perusahaan UNVR, perhitungan SPREAD pada tahun 2008 diperoleh dengan cara sebagai berikut :

Tabel 4. Bid Ask Spread UNVR 2008

Penelitian ini akan menggunakan *Tobin's Q* untuk mengukur nilai perusahaan. Data akan diperoleh dari *Bloomberg* untuk harga saham, sementara laporan keuangan perusahaan untuk jumlah saham beredar dan total asset perusahaan. Kemudian data tersebut akan dihitung sesuai dengan rumus dalam definisi operasional.

Harga saham BBRI di akhir tahun 2009	3,825
Jumlah saham beredar BBRI di akhir tahun 2009	12,247,303,899 ×
Nilai pasar perusahaan BBRI	46,845,937,413,675
Total asset perusahaan BBRI	316,947,029,000,000 ÷
Tobin's Q BBRI 2009	0.148

Pada tahun 2009 Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) memiliki nilai perusahaan sebesar 0.148, yang diukur dengan *Tobin's Q*. Nilai ini meningkatkan dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu sebesar 0.114. Nilai *Tobin's Q* yang semakin besar mengindikasikan nilai perusahaan yang semakin baik.

Umur perusahaan akan diukur sesuai dengan definisi operasional, dengan data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, terkait tahun berdirinya perusahaan tersebut.

Tabel 5. Umur perusahaan AALI

Nama Perusahaan	Tahun Berdiri	Umur Perusahaan	Log Umur
Astra Agro Lestari Tbk	1988	28	1.447

Pada perusahaan Astra Agro Lestari Tbk didapati umur perusahaan 28 tahun, terhitung dari tahun 2016. Semakin besar untuk perusahaan, maka semakin lama pula perusahaan tersebut telah berdiri dan beroperasi.

Tabel 6. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SPREAD	122	-.01495	-.00127	-.0067922	.00320136
TCSR	122	.13200	1.00000	.5910413	.29189712
AGE	122	.60200	1.43100	1.2386557	.17632426
TQ	122	.05400	6.07600	1.2889344	1.22060843
Valid N (listwise)	122				

Dari total sampel sebanyak 130, telah menjadi 122 oleh karena adanya penghapusan data *outliers*. Setelah penghapusan data *outliers*, didapati rata-rata SPREAD sebesar -0.0067922; TCSR sebesar 0.5910413; AGE sebesar 1.2386557; TQ sebesar 1.2889344.

Tabel 7. Hasil Pengujian Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		122
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.00283255
Most Extreme Differences	Absolute	.054
	Positive	.029
	Negative	-.054
Test Statistic		.054
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. This is a lower bound of the true significance.

Setelah melakukan dua kali uji normalitas, hasilnya menunjukkan angka probabilitas sebesar 0.2, lebih besar dibandingkan nilai signifikansi $\alpha=10\%$. Dapat disimpulkan bahwa eror dalam persamaan regresi berdistribusi normal.

Tabel 8. Hasil Pengujian Autokorelasi

Model Summary ^a					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.466 ^a	.217	.197	.00286833	1.500

- a. Predictors: (Constant), AGE, TQ, TCSR
- b. Dependent Variable: SPREAD

Tabel 8 menunjukkan nilai DW dari data penelitian. Uji autokorelasi diterima karena nilai DW berada di antara -2 hingga 2, sehingga bebas dari autokorelasi.

Tabel 9. Hasil Pengujian Heteroskedastistas dan Multikolinearitas

Model	Unstandardized Coefficients	Std. Error	Coefficients ^a		Collinearity Statistics				
			B	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-.006	.002			-3.214	.002		
	TCSR	-.004	.001	-.338		-3.891	.000	.877	1.140
	TQ	.001	.000	.459		5.284	.000	.878	1.139
	AGE	.000	.001	.006		.074	.941	.997	1.003

- a. Dependent Variable: SPREAD

Setelah dilakukan dua kali pengujian heteroskedastistas, ditemukan model telah bebas dari heteroskedastistas. Hal ini dikarenakan nilai signifikansi semua variabelnya sudah melebihi 10%.

Untuk uji multikolinearitas, data yang diperoleh menunjukkan nilai VIF yang lebih kecil dari 10 dan nilai *tolerance* yang melebihi 0.1 untuk semua variabel penelitian.

Tabel 10. Pengujian Kelayakan Model Regresi

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	3	.000	10.910	.000 ^b
	Residual	.001	118	.000		
	Total	.001	121			

a. Dependent Variable: SPREAD
 b. Predictors: (Constant), AGE, TQ, TCSR

Tabel di atas menunjukkan model regresi layak untuk dilakukan pengujian hipotesis. Nilai signifikansi model regresi sebesar 0.000, lebih kecil dari 0.1 sehingga layak untuk digunakan dalam pengujian hipotesis.

Tabel 11. Pengujian Koefisien Regresi Berganda

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.466 ^a	.217	.197	.00286833

a. Predictors: (Constant), AGE, TQ, TCSR
 b. Dependent Variable: SPREAD

Tabel di atas menunjukkan nilai *adjusted* R² sebesar 0.1977, artinya SPREAD dapat dijelaskan oleh TCSR, TQ, dan AGE sebesar 19.7%, sementara sisanya 80.3% dijelaskan faktor lain yang tidak diikutkan dalam penelitian ini.

Tabel 12. Pengujian Hipotesis

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.006	.002		-3.214	.002
	TCSR	-.004	.001	-.338	-3.891	.000
	TQ	.001	.000	.459	5.284	.000
	AGE	.000	.001	.006	.074	.941

a. Dependent Variable: SPREAD

Tabel di atas menunjukkan TCSR memiliki signifikansi di bawah 10% dan β sebesar -0.338, yang mengindikasikan TCSR berpengaruh negatif terhadap SPREAD. TQ memiliki nilai signifikansi di bawah 10% dan β sebesar 0.459, yang mengindikasikan TQ berpengaruh positif terhadap SPREAD. AGE memiliki nilai signifikansi di atas 10% yaitu 94.1% dan β sebesar 0.006, sehingga AGE tidak berpengaruh terhadap SPREAD.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara tingkat pengungkapan CSR terhadap *information*

asymmetry yang diukur dengan *bid ask spread*. Penelitian dilakukan terhadap 35 perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang menerbitkan *sustainability reporting* dalam situs *Global Reporting Initiatives* (GRI) selama periode 2008-2014. Jumlah sampel penelitian sebanyak 130 perusahaan-tahun. Berikut adalah kesimpulan yang dapat ditarik hasil penelitian di atas :

1. Tingkat pengungkapan CSR berpengaruh negatif signifikan terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.
2. Nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q berpengaruh positif signifikan terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.
3. Umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *information asymmetry* yang diukur dengan *bid ask spread*.

Saran dan Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah bahwa penelitian ini hanya meneliti terkait perusahaan yang menerbitkan *sustainability reporting* selama tahun 2008-2014 saja. Hasil penelitian tidak dapat digeneralisasi untuk semua perusahaan terbuka di Indonesia.

Beberapa saran atas hasil penelitian di atas adalah sebagai berikut :

1. Bagi manajemen disarankan agar mempertimbangkan untuk mulai mengimplementasikan CSR atau meningkatkan pengungkapan CSR bagi yang sudah melakukan kegiatan CSR, karena terbukti pengungkapan CSR dapat mengurangi *information asymmetry* dalam pasar.
2. Bagi *investor* disarankan agar lebih mempertimbangkan perusahaan yang mengungkapkan kegiatan CSR dalam keputusan investasi mereka. Hal ini dikarenakan perusahaan tersebut dinilai lebih transparan dan bertanggung jawab dalam aspek sosial dan lingkungan, tidak hanya mementingkan laba perusahaan semata.

DAFTAR PUSTAKA

Abosedo, A. J. Oseni, J. E. (2011). Theoretical Analysis of Firm and Market-Specific

- Proxies of Information Asymmetry On Equity Prices in The Stock Markets. *Australian Journal of Business and Management Research*, 1(2), 1-13.
- Akerlof, G. A. (1970). "The Market for Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alshammari, M. (2015). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Moderating Role of Reputation and Institutional Investors. *International Journal of Business and Management*, 10(6), 15-28.
- Boaventura, J. M., Da Silva, R. S., De Mello, R. B. (2012). Corporate Financial Performance and the Theoretical Contribution of Empirical Studies. *R. Cont.Fin.-USP, Sao Paulo*, 23(60)
- Brainard, W. C. & Tobin, J. (1968) Pitfalls in Financial Model-Building. *Errata Sheet for CFDP*, 244.
- Carroll, A. B. (1991) The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Carroll, A. B. & Shabana, K., M. (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105.
- Chetty, S., Naidoo, R., Seetharam, Y. (2015). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firms' Financial Performance in South Africa. *Contemporary Economics*, 9(2), 193-214.
- Chiyachantana, C. N., Nuengwang, N., Taechapiroontong, N., Thanarung, P. (2013). The Effect of Information Disclosure on Information Asymmetry. *Investment Management and Financial Innovations*. 1, 225-34.
- Cho, S. Y., Lee, C., Preiffer, R. J. (2013). Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Ciner, C. & Karagozoglu, A. K. (2008). Information Asymmetry, Speculation and Foreign Trading Activity: Emerging Market Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 17, 662-680.
- Connely, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 27(1), 39-67.
- Cui, J. H., Jo, H. J., Na, H. J. (2016). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *J Bus Ethics Journal of Business Ethics*.
- Damak-Ayadi, S. & Pesqueux, Y. (2005). Stakeholder Theory in Perspective. *Corporate Governance*, 5(2), 5-21.
- Degreyse, H. & Jong, A. D. (2006). Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion? *International Journal of Industrial Organization*, 24(1), 125-147.
- Dehlen, T., Zellweger, T., Kammerlander, N., Halter, F. (2012). The Role of Information Asymmetry in The Choice of Entrepreneurial Exit Routes. *Journal of Business Venturing*.
- Diebecker, J. & Sommer, F. (2016). The Impact of Corporate Sustainability Performance on Information Asymmetry: The Role of Institutional Differences. *Review of Managerial Science Rev Manag Sci*.
- Ehsan, S. & Kaleem, A. (2012). An Empirical Investigation of The Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance (Evidence from Manufacturing Sector of Pakistan). *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(3), 2090-2992.
- Fauzi, H. (2009). Corporate Social and Financial Performance: Empirical Evidence from American Companies. *Globsyn Management Journal, Forthcoming*.
- Flammer, C. (2013). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11).
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited". *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- Griffin, J. J. & Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business & Society*, 36(5), 5-21.
- Hanzaee, K. H. & Rahpeima, A. (2013). Corporate Social Responsibility (CSR): A Scale Development Study in Iran.

- Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, 6(9), 1513-1522.
- Hapsoro, D. & Zidni, M. H. (2015). The Effect of Corporate Social Responsibility Disclosure on Economic Consequences: Case Study in Indonesia. *Journal of Business and Economics*, 6(9), 1595-1605.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L. L., Wang, H. (2016). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Mediating Role of Productivity. *Bank of Finland Research Discussion Paper*, 7.
- Hung, M. Y., Shi, J., Wang, Y. X. (n.d). The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Information Asymmetry: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China. *SSRN Electronic Journal*.
- Huynh, K. P. & Petrunia, R. J. (n.d). Age Effects, Leverage and Firm Growth. *SSRN Electronic Journal*.
- Jackson, L. A. & Hua, N. (2009). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Snapshot from the Lodging and Gaming Industries. *Journal of Hospitality Financial Management*, 17(1), 63-78.
- Kanwal, M., Khanam, F., Nasreen, S., Hameed, S. (2013). Impact of Corporate Social Responsibility on the Firm's Financial Performance. *Journal of Business and Management*, 14(5), 67-74.
- Karagiorgos, T. (2010). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis on Greek Companies. *European Research Studies*, 8(4), 85-108.
- Key, S. (1999). Toward a New Theory of the Firm: A Critique of Stakeholder Theory. *Management Decision*, 37(4), 317-328.
- Lofgren, K. G., Persson, T., & Weibull, J. W. (2002). Markets with Asymmetric Information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *Scandinavian Journal of Economics*, 104(2), 195-211.
- Lopatta, K, Buchholz, F., Kaspereit, T. (2015). Asymmetric Information and Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 55(3), 458-488.
- Lu, C. W. & Chueh, T. S. (2015). Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry. *Journal of Applied Finance & Banking*, 5(3), 105-122.
- Makni, R., Francoeur, C., Bellavance, F. (2009). Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms. *Journal of Business Ethics*, 89, 409-422.
- Martinez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., Garcia-Sanchez, I. M. (2015). The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332.
- Murtaza, I. A., Akhtar, N., Ijaz, A., Sadiwa, A. (2014). Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Financial Performance: A Case Study of Pakistan. *International Review of Management and Business Research*, 3(4), 1914-1927.
- Najah, A. & Jarboui, A. (2013). The Social Disclosure Impact on Corporate Financial Performance: Case of Big French Companies. *International Journal of Management Business Research*, 3(4), 337-351.
- Nguyen, B. T., Tran, H. T., Le, O. H., Nguyen, P. T., Trinh, T. H. Le, V. (2015). Association between Corporate Social Responsibility Disclosures and Firm Value-Empirical Evidence from Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1), 213-228.
- Orlitzky, M., Frank, L. S., Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studied*, 24(3), 403-441.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance L III*, 1, 27-64.
- Pelozo, J. & Papania, L. (2008). The Missing Link between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Stakeholder Salience and Identification. *Corp Reputation Rev Corprate Reputation Review*, 11. S2, 169-181.
- Phillips, R., Freeman, R. E., Wicks, A. C. (2003). What Stakeholder Theory Is Not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502.
- Preston, L. E. & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *Business and Society*, 36(4), 419-429.
- Rothschild, M. & Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649.

- Semenescu, A. & Curmei, C. V. (2015). Using CSR to Mitigate Information Asymmetry in the Banking Sector. *Management & Marketing*, 10(4).
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.