

## PENGARUH PENGUNGKAPAN *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* TERHADAP REAKSI PASAR

**Christina Widhi Astuti**

(Alumni Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana)

**Yeterina Widi Nugrahanti**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Krsiten Satya Wacana  
Yeterina @g,ao;.com

### ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) Perusahaan terhadap reaksi pasar. pengungkapan CSR diukur dengan membandingkan pengungkapan CSR perusahaan dengan *standart* GRI. Reaksi pasar diukur dengan *abnormal return* dan *unexpected trading volume*. Sampel penelitian ini terdiri dari 118 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013. Beberapa regresi digunakan untuk menganalisis data. Berdasarkan penelitian, hasilnya menunjukkan bahwa pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan yang tak terduga.

**Kata kunci:** pengungkapan CSR , *abnormal return*, volume perdagangan yang tak terduga.

### ABSTRACT

*The objective of this research is to examine the effect of Corporate Social Responsibility (CSR) disclosure toward market reaction. CSR disclosure is measured by comparing the corporation CSR disclosure with the GRI standart. Market reaction is measured by abnormal return and unexpected trading volume. The sample of this research consist of 118 manufacture companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2013. Multiple regressions were used to analyze the data. Based on the research, the result showed that the CSR Dislosures have no effect toward abnormal return and unexpected trading volume.*

**Keywords :** *corporate social responsibility (CSR) disclosure, abnormal return, unexpected trading volume.*

### PENDAHULUAN

Di era globalisasi seperti saat ini, adanya berbagai isu yang berkaitan dengan lingkungan seperti *global warming*, *eco-efficiency*, dan kegiatan industri yang memberi dampak langsung di lingkungan sekitarnya, telah menciptakan perubahan lingkungan perusahaan baik secara internal maupun eksternal (Rustika, 2011). Di Indonesia, permasalahan lingkungan akibat proses produksi perusahaan banyak ditemukan, misalnya kasus pencemaran sungai Citarum, pencemaran udara oleh pabrik rokok di Kediri, munculnya radio aktif akibat limbah pengolahan logam di Kabupaten Tegal dan pencemaran lingkungan lainnya (Tempo.co, diakses 9 Juli 2014). Masalah yang ditimbulkan perusahaan manufaktur mengakibatkan adanya aksi protes yang mengganggu

operasi perusahaan yang dilakukan oleh berbagai pihak yang berkepentingan, baik yang bersifat internal seperti karyawan, *shareholder*, ataupun yang bersifat eksternal, yakni serikat pekerja, pemasok, konsumen, pesaing, LSM (Lembaga Swadaya Masyarakat) dan badan-badan pemerintah (Sari dan Kholisoh, 2010)

Dewasa ini, dunia usaha seharusnya tidak lagi hanya memperhatikan aspek keuangan semata (*single bottom line*), tetapi juga memperhatikan tiga aspek penting dalam menjalankan perusahaan yang meliputi aspek keuangan, lingkungan, dan sosial (*triple bottom line*). Artinya tujuan bisnis tidak hanya mencari laba (*profit*), tetapi juga mensejahterakan orang (*people*), dan menjamin keberlanjutan hidup bumi ini (*planet*) (Restuti dan Nathaniel, 2012). *Corporate Social Responsibility* atau CSR merupakan

strategi yang mengakomodasi kebutuhan dan kepentingan para *stakeholder* untuk mengukur sejauh mana penerapan prinsip *triple bottom line* dilaksanakan. Apabila prinsip *triple bottom line* dapat diimplementasikan dengan baik, maka akan menunjukkan bahwa akuntabilitas perusahaan tidak hanya untuk pelaksanaan kegiatan ekonomi, tetapi juga untuk pelaksanaan kegiatan sosial dan lingkungan (Deegan, 2004 dalam Kristi, 2013)

Menurut Wibisono (2007) manfaat CSR bagi perusahaan yaitu: (1) dapat mempertahankan dan mendongkrak reputasi dan *brand image* perusahaan, (2) layak mendapatkan izin untuk beroperasi (*social license to operate*), (3) dapat mereduksi risiko bisnis perusahaan, (4) melebarkan akses ke sumber daya, (5) membentangkan akses menuju pasar, (6) mereduksi biaya, (7) memperbaiki hubungan dengan *stakeholders* dan *regulator*, serta (8) dapat meningkatkan semangat dan produktivitas karyawan.

Pengungkapan CSR merupakan kunci strategi perusahaan, sehingga hal ini menimbulkan pertanyaan tentang dampak informasi CSR terhadap perilaku *investor*. Beberapa studi di negara maju menunjukkan bahwa *investor* sebagai salah satu *stakeholder* kunci, sangat mempertimbangkan kinerja sosial dan lingkungan perusahaan dalam melakukan keputusan investasi (Nurdin dan Cahyandito, 2006).

Pengambilan keputusan ekonomi tidak hanya melihat kinerja keuangan *entitas*, karena kesimpulan baik atau buruknya kinerja *entitas* tidak cukup dilihat dari besarnya laba yang dihasilkan. Penerapan CSR dipercaya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, para *investor* cenderung menanamkan modal kepada perusahaan yang melakukan kegiatan CSR (Cheng dan Christiawan, 2011). *Investor* mengapresiasi praktik CSR ini dan melihat aktivitas CSR sebagai rujukan untuk menilai potensi keberlanjutan suatu perusahaan. Bila perusahaan tidak mengungkapkan program CSR, bisa jadi *stakeholder* menganggap perusahaan yang bersangkutan tidak melakukan tanggung jawab sosialnya dan meragukan *going concern*-nya (Pambudi, 2006). *Survey* global yang dilakukan oleh *The Economist Intelligence Unit* menunjukkan bahwa 85% eksekutif senior dan *investor* dari berbagai organisasi

menjadikan CSR sebagai pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan (Warta Ekonomi, 2006 dalam Daud and Syarifudin, 2008).

Reaksi pasar atas *announcement/disclosure* dapat dilihat dari adanya perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (Nurdin dan Fani, 2006 dalam Falichin, 2010). Jika pelaku pasar (*investor*) menganggap informasi tersebut sebagai informasi yang baik (*good-news*) maka akan ada reaksi *investor* yang tercermin melalui peningkatan harga saham maupun volume perdagangan saham. Pengungkapan CSR dalam laporan tahunan diharapkan akan dianggap sebagai sebuah informasi yang baik (*good news*) oleh pasar dan direspon oleh *investor* (Listiyanti, 2011).

Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh CSR terhadap reaksi *investor* menemukan hasil yang beragam. Nurdin dan Cahyandito (2006) menyimpulkan bahwa pengungkapan tema-tema sosial dan lingkungan dalam laporan tahunan perusahaan berpengaruh positif terhadap reaksi *investor*. Zuhroh *et al* (2003) menemukan bahwa pengungkapan sosial dalam laporan tahunan perusahaan berpengaruh terhadap volume perdagangan saham bagi perusahaan yang masuk dalam kategori *high profile*.

Hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Suranta (2010) yang menunjukkan bahwa pengungkapan tema-tema sosial dan lingkungan tidak mempengaruhi reaksi *investor* yang diukur dengan menggunakan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Restuti dan Nathaniel (2011) menemukan bahwa CSR tidak berpengaruh terhadap ERC dan berasumsi bahwa *investor* belum menganggap pengungkapan CSR dalam laporan tahunan sebagai informasi yang dapat mempengaruhi *investor* dalam melakukan keputusan investasi.

Dari uraian di atas terlihat keanekaragaman hasil dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Adanya hasil yang berbeda tersebut, mendorong peneliti untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh pengungkapan CSR terhadap reaksi pasar pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013. Alasan pengambilan sampel perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur memiliki karakteristik melakukan proses produksi

sehingga : (a) Perusahaan menarik dana dari berbagai individu dalam masyarakat, dengan berbagai hak yang melekat di dalamnya, hal ini menjadikan perusahaan bertanggung jawab ke pada kelompok masyarakat yang terdiri atas para *investor* dan *kreditor*. (b) Perusahaan mempekerjakan sejumlah besar pegawai dan buruh, hal ini menjadikan perusahaan bertanggung jawab ke pada pekerja dan organisasinya (serikat pekerja). (c) Perusahaan memproduksi barang dan jasa untuk kepentingan konsumen, hal ini menjadikan perusahaan bertanggung jawab kepada kelompok masyarakat konsumen yang peka terhadap kualitas, keamanan produk dan perubahan harga. (d) Perusahaan berkewajiban untuk membayar pajak sesuai dengan peraturan pemerintah, hal ini menjadikan perusahaan bertanggung jawab kepada pemerintah dan kelompok masyarakat yang mendapatkan manfaat dari kegiatan pemerintah. (e) Perusahaan dalam beraktivitas menggunakan sumberdaya alam, menimbulkan polusi air, tanah dan udara, hal ini menyebabkan perusahaan bertanggung jawab terhadap kualitas lingkungan alam dan sosial kepada pemerintah dan masyarakat (Zuhroh dan Sukmawati, 2003).

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) dalam laporan tahunan perusahaan berpengaruh terhadap reaksi pasar pada perusahaan manufaktur. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan variabel *unexpected trading volume* dalam menghitung tingkat volume saham yang diperdagangkan. Penelitian sebelumnya menggunakan variabel *trading volume activity* dalam mengukur volume perdagangan saham. Keunggulan *unexpected trading volume* adalah dapat melihat kelebihan dari volume perdagangan yang sesungguhnya terjadi terhadap volume perdagangan di pasar (Azizah, 2014).

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat : (a) bagi perusahaan, penelitian ini dapat dijadikan motivasi bagi perusahaan untuk berperan aktif dalam tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan dan mengungkapkannya dalam laporan tahunan. (b) bagi *investor*, sebagai tambahan bahan pertimbangan dalam membuat keputusan investasi, terkait dengan CSR yang dilakukan oleh perusahaan.

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### *Stakeholder Theory*

*Stakeholder Theory* adalah teori yang menyatakan bahwa perusahaan bukanlah *entitas* yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri, namun harus memberikan manfaat kepada seluruh *stakeholder*-nya (Ghozali dan Chariri, 2007). *Stakeholder Theory* mengasumsikan bahwa eksistensi perusahaan ditentukan oleh para *stakeholder*. Perusahaan berusaha mencari pembenaran dari *stakeholder* dalam menjalankan operasi perusahaan. Semakin kuat posisi *stakeholder*, semakin kuat pula kecenderungan perusahaan untuk mengadaptasi dirinya sesuai dengan keinginan *stakeholder* (Indrawati, 2011).

Dengan mengetahui apa yang diinginkan *stakeholder*, maka manajer dapat merumuskan suatu strategi *korporat* yang fleksibel. Strategi yang tidak hanya bisa mengakomodasi seluruh kepentingan *stakeholder*, tetapi juga tujuan akhir perusahaan (Listiyanti, 2011). Salah satu penguji dan strategi korporat adalah dengan melaksanakan program CSR serta mengungkapkannya didalam laporan tahunan. Pengungkapan sosial dapat dianggap sebagai wujud dialog antara manajemen dengan *stakeholder*. Hal ini penting dilakukan karena *investor* sebagai *stakeholder*, perlu mengevaluasi sejauh mana perusahaan telah melaksanakan peran sesuai keinginan *stakeholder*.

### *Signaling Theory*

*Signaling theory* adalah teori yang menjelaskan mengenai sinyal-sinyal informasi yang dibutuhkan oleh *investor* untuk mempertimbangkan dan menentukan apakah para *investor* akan menanamkan sahamnya atau tidak pada perusahaan yang bersangkutan (Indrawati, 2009). *Signaling theory* berakar pada teori akuntansi pragmatik yang mengamati pengaruh informasi terhadap perubahan perilaku pemakai informasi (Suwardjono, 2005 dalam Listiyanti, 2011).

*Signaling theory* mengemukakan bahwa seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan dan non keuangan. Sinyal ini berupa informasi

mengenai apa yang sudah dilakukan manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik, yaitu memaksimalkan keuntungan mereka. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan lebih baik dari perusahaan lain (Falichin, 2011).

Berdasarkan *Signaling theory*, kegiatan sosial yang diungkapkan perusahaan dalam laporan tahunan memberikan informasi kepada investor tentang prospek *return* masa depan yang substansial. Pengungkapan CSR yang tepat dan sesuai dengan harapan *stakeholder* adalah sinyal berupa *good news* yang diberikan oleh pihak manajemen kepada publik dan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa depan serta memastikan terciptanya keberlanjutan usaha perusahaan. Perusahaan melakukan pengungkapan CSR dengan harapan dapat meningkatkan reputasi dan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham (Apriwandi dan Pratama, 2014).

### **Corporate Social Responsibility**

Menurut Andayani (2011), CSR (*Corporate Social Responsibility*) merupakan suatu bentuk kepedulian sosial sebuah perusahaan untuk melayani kepentingan organisasi maupun kepentingan publik eksternal. CSR juga dapat diartikan sebagai komitmen perusahaan untuk mempertanggungjawabkan dampak operasi dalam dimensi sosial, ekonomi serta lingkungan.

Hackston dan Milne (1996) dalam Sayekti dan Wondabio (2007) menyatakan bahwa, pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan merupakan proses pengkomunikasian dampak sosial dan lingkungan dari kegiatan ekonomi organisasi, terhadap kelompok khusus yang berkepentingan dan terhadap masyarakat secara keseluruhan. Salah satu media yang paling tepat untuk mengungkapkan aktivitas sosial lingkungan adalah dengan menerbitkan laporan tahunan. Laporan tahunan adalah salah satu media yang digunakan perusahaan untuk berkomunikasi langsung dengan investor. Pengungkapan informasi dalam laporan tahunan diharapkan dapat mengurangi *asimetri informasi* dan *agency problem* (Healy et al, 2001 dalam Sayekti dan Wondabio, 2007)

### **Reaksi Pasar**

Menurut Jogiyanto (2008), reaksi pasar adalah suatu bentuk tanggapan pasar atas informasi yang terdapat pada sebuah pengumuman yang dikeluarkan atau diterbitkan. Apabila sebuah pengumuman mengandung informasi yang *good news*, maka pasar akan menanggapi atau bereaksi secara cepat saat informasi tersebut diumumkan. *Investor* akan menanggapi informasi tersebut sebagai sinyal dalam menentukan keputusannya. Reaksi *investor* dalam menanggapi pengumuman menyebabkan adanya aktivitas jual beli saham yang mengakibatkan perubahan harga dan volume perdagangan saham. Reaksi pasar dapat dilihat melalui *abnormal return* dan *unexpected trading volume*.

*Abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya atau yang sudah terjadi (*actual return*) dengan *return* yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi (*expected return*). *Abnormal return* digunakan untuk melihat harga saham pada *event window* untuk tiap-tiap hari di sekitar tanggal peristiwa (Yuliana et.al, 2008). *Abnormal return* merupakan proksi harga saham yang menunjukkan besarnya respon pasar terhadap informasi akuntansi yang dipublikasikan (Daud dan Syarifudin, 2008).

Volume perdagangan saham dapat diukur dengan menggunakan *unexpected trading volume* (volume perdagangan saham abnormal) yaitu selisih antara volume sesungguhnya terjadi dengan volume perdagangan normal. *Unexpected trading volume* (volume perdagangan saham abnormal) merupakan volume penyesuaian pasar untuk melihat reaksi pasar, yang merupakan bukti perubahan probabilitas penilaian *investor* atas distribusi *return* masa depan (Nurdin dan Cahyandito, 2006).

Penelitian ini menggunakan variabel harga dan volume perdagangan saham dalam mengukur reaksi pasar karena *abnormal return* tidak selalu berhubungan dependen volume perdagangan saham (Subekti, 2005 dalam Listiyanti, 2011). Beaver (1968) dalam Bandi dan Hartono (1999) menyatakan perbedaan antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan sedangkan volume merefleksikan

jumlah tindakan atau perubahan dalam pengharapan *investor* individual. Suatu informasi, dalam hal ini pengungkapan CSR perusahaan di dalam laporan tahunan mungkin tidak mengubah pengharapan suatu keseluruhan tetapi mengubah pengharapan secara individual, hal ini mengakibatkan tidak adanya reaksi terhadap harga saham tetapi mungkin ada reaksi terhadap volume saham.

### Pengungkapan CSR dan Reaksi Pasar

Informasi dalam laporan keuangan per usahaan mempunyai peran yang sangat penting bagi *investor* secara individual maupun pasar secara keseluruhan. Bagi *investor*, informasi berperan penting dalam mengambil keputusan investasi. *Investor* tidak hanya memasukkan laba sebagai bahan pertimbangan, tetapi mulai melihat pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan.

Sejalan dengan *signaling theory* dan *stakeholder theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan sesuai keinginan *stakeholder* dan mengirimkan sinyal positif melalui pelaporannya, maka pengungkapan atau pelaporan aktivitas perusahaan yang berkaitan dengan CSR merupakan salah satu cara untuk mengirimkan sinyal kepada para pemangku kepentingan (*investor*) dan pasar.

Pengungkapan aktivitas perusahaan yang berkaitan dengan CSR merupakan salah satu cara untuk memberikan sinyal positif bagi *stakeholder* dan pasar. Sinyal positif tersebut adalah prospek perusahaan dimasa depan, bahwa perusahaan memberikan jaminan atas keberlangsungan hidup usahanya. Sebagai contoh apabila perusahaan melaksanakan dan mengungkapkan aktivitas kepedulian lingkungan dengan benar sesuai dengan undang-undang, maka akan menghindarkan perusahaan dari tuntutan hukum mengenai pencemaran atau perusakan lingkungan dimasa yang akan datang. Kemudian apabila perusahaan melaksanakan dan mengungkapkan aktivitas kemasayakatan, maka perusahaan akan memiliki citra yang baik dan mendapat dukungan dari masyarakat dalam melaksanakan proses produksinya. Pengungkapan CSR dapat mengirimkan sinyal positif bahwa perusahaan tersebut lebih baik dibandingkan perusahaan lain karena peduli

terhadap dampak lingkungan, sosial dan ekonomi dari aktivitas perusahaan.

Pengungkapan CSR ditangkap sebagai sinyal positif atau informasi *good news* oleh *investor* karena memberikan prospek yang baik dimasa depan. Hal itu membuat *investor* tertarik untuk melakukan investasi sehingga menyebabkan terjadinya aktivitas perdagangan saham. Kenaikan aktivitas perdagangan saham menyebabkan peningkatan harga saham dan volume perdagangan saham yang mengakibatkan adanya *abnormal return* dan *unexpected trading volume* bagi perusahaan.

Penelitian yang mendukung adanya pengaruh CSR terhadap *abnormal return* adalah penelitian Nurdin dan Cahyandito (2006) yang menunjukkan bahwa aktivitas CSR berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Almilia dan Wijayanto (2007) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik akan direspon positif oleh *investor* melalui *fluktuasi* harga saham yang semakin naik.

Penelitian yang mendukung adanya pengaruh pengungkapan CSR terhadap volume perdagangan saham adalah Zuhroh dan Putu (2006), yang menunjukkan bahwa pengungkapan sosial dalam laporan tahunan telah terbukti berpengaruh terhadap volume perdagangan saham bagi perusahaan yang termasuk dalam kategori *high profile*.

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

**Ha<sub>1</sub>** : Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

**Ha<sub>2</sub>** : Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap *unexpected trading volume*.

### METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut : (a) Perusahaan yang menyajikan laporan tahunan per 31 Desember 2013, (b) Perusahaan yang memiliki data pasar dan data keuangan yang lengkap,

(c) Perusahaan yang tidak melakukan *corporate action* selama periode penelitian selain penerbitan Laporan Tahunan.

### Jenis dan Sumber Data

Jenis data penelitian ini adalah data sekunder, yaitu antara lain :

- Data pengungkapan CSR perusahaan dalam laporan tahunan dan laporan keuangan yang diperoleh dari Kantor IDX cabang Semarang dan diakses melalui *website* resmi IDX di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).
- Data harga penutupan saham harian dan volume perdagangan saham harian perusahaan sampelyang diakses melalui [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

Periode pengamatan dilakukan selama 11 hari, yaitu 5 hari sebelum tanggal publikasi, 1 hari pada saat terjadinya peristiwa (*event day*), dan 5 hari setelah tanggal publikasi. Alasan pengambilan periode pengamatan selama 11 hari adalah untuk menghindari *confounding effect* akibat pengumuman *stock split*, *merger* atau *corporate action* lainnya (Vijaya, 2010)

### Definisi Operasi Variabel

#### 1. Variabel Independen

##### Pengungkapan CSR

Pengungkapan CSR diukur dengan proksi CSRDI (*Corporate Social Responsibility Disclosure Index*) berdasarkan indikator GRI. Konsep GRI dipilih karena lebih memfokuskan pada standar pengungkapan kinerja ekonomi, sosial, dan lingkungan, dengan tujuan untuk meningkatkan kualitas dan pemanfaatan pelaporan (Wariyanto, 2010). Penilaian akan dilakukan dengan membandingkan jumlah pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan dengan jumlah pengungkapan yang mengacu kepada indikator dalam GRI *guidelines*. Pengungkapan yang terdiri dari 79 item, meliputi :*economic*,

*environment*, *labor practice*, *humanrights*, *social*, dan *product responsibility*(GRI, 2006 dalam Wariyanto, 2010). Apabila item yang ditentukan ditemukan dalam laporan tahunan maka diberi skor 1, apabila tidak ada maka diberi skor 0. Perhitungan jumlah index yang CSR (CSRI) adalah sebagai berikut:

$$CSRI = \frac{\text{jumlah item yang diungkapkan}}{79}$$

Keterangan :

CSRI : *Corporate Social Responsibility Disclosure Index* Perusahaan

#### 2. Variabel Dependen

##### Reaksi Pasar

##### a. Abnormal Return

*Abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi (*expected return*), *return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh *investor*) (Randa dan Liman, 2012). Menurut Jogiyanto (2008), *Abnormal return* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan :

$AR_{it}$  : *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t

$R_{it}$  : *return* sesungguhnya yang terjadi pada saham ke-I hari ke t

$E(R_{it})$  : *return* ekspektasi saham ke-i hari ke-t

Untuk menghitung *return* sesungguhnya ( $R_{it}$ ) dapat digunakan rumus sebagai berikut

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

Keterangan :

$P_{it}$  : Harga saham sekuritas ke-i pada hari ke-t

$P_{it-1}$  : Harga saham sekuritas ke-i pada hari ke-t-1

Untuk menghitung *return* ekspektasi pasar penelitian ini menggunakan *market adjusted model*, yang menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. (Randa dan Liman, 2012).

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

Dimana :

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

Keterangan :

$R_{mt}$  : *Return* aktual saham pada hari ke t  
 $IHSG_t$  : Indeks Harga Saham Gabungan ke t  
 $IHSG_{t-1}$  : Indeks Harga Saham Gabungan ke t-1

#### b. *Unexpected Trading Volume*

Volume perdagangan saham merupakan indikator yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi yang tercermin melalui naik turunnya volume saham yang diperdagangkan (Randa dan Liman, 2012). Volume perdagangan saham dapat diukur dengan menggunakan *unexpected trading volume* (volume perdagangan saham *abnormal*) yaitu selisih antara volume sesungguhnya terjadi dengan

volume perdagangan normal (Nurdin dan Cahyandito, 2006).

*Unexpected trading volume* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Bandi dan Hartono, 1999) :

$$V_{At} = PS_{it} - PS_{mt}$$

Keterangan :

$V_{At}$  : volume perdagangan *abnormal* pada periode t.

$PS_{it}$  : persentase saham perusahaan i yang di perdagangan pada periode t.

$PS_{mt}$  : persentase saham yang diperdagangkan dipasar keseluruhan pada periode t.

Untuk persentase saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t ( $PS_{it}$ ) dapat dihitung sebagai berikut:

$$PS_{it} = \frac{S_{it}}{SB_{it}}$$

Keterangan :

$PS_{it}$ : persentase saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t

$S_{it}$  :saham perusahaan i diperdagangkan di pasar pada periode t

$SB_{it}$  :jumlah saham perusahaan i yang beredar pada periode t

Sedangkan persentase saham yang di perdagangan secara keseluruhan di pasar ( $PS_{mt}$ ) dapat dihitung sebagai berikut:

$$PS_{mt} = \frac{S_{mt}}{SB_{mt}}$$

Keterangan :

PSmt : persentase saham yang diperdagangkan dipasar keseluruhan pada periode t

Smt : jumlah saham yang diperdagangkan di pasar keseluruhan pada periode t

SBmt : jumlah saham yang beredar di pasar keseluruhan pada periode t.

**3. Variabel Kontrol  
Ukuran Perusahaan**

Menurut Basyaib (2007) dalam Anggraini dan Suprasto (2015), ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya per usahaan menurut berbagai cara, yaitu dengan ukuran pendapatan, total aset, dan total modal. Perusahaan yang berukuran besar lebih diminati oleh para analis dan broker, karena perusahaan tersebut cenderung mudah mempublikasikan laporan keuangan dan cenderung berada pada posisi kinerja yang stabil. Selain itu, per usahaan besar memiliki pertumbuhan yang relatif lebih besar dibandingkan per usahaan kecil, sehingga tingkat pengembalian (*return*) saham perusahaan besar juga lebih besar daripada perusahaan kecil. Oleh karena itu, *investor* akan ber spekulasi untuk memilih berinvestasi pada perusahaan besar dengan harapan memperoleh keuntungan yang besar pula (Zulfa, 2013)

Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rumus berikut :

$$Ukuran\ Perusahaan = \log\ natural \times Total\ Aset$$

**Persamaan Regresi Berganda**

Dalam menganalisis penelitian tentang pengaruh pengungkapan *Corporate Social Responsibility*(CSR) terhadap reaksi pasar diperlukan model analisis yaitu menggunakan analisis regresi berganda.

Persamaan analisis regresi berganda sebagai berikut:

$$Y1=a+bX1+cX2+e \dots\dots\dots (1)$$

$$Y2=a+bX1+cX2+e \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

Y1 = *Abnormal Return*

Y2 = *Unexpected Trading Volume*

X1 =Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*

X2 = Ukuran Perusahaan

a+b+c = Koefisien regresi

e= *Standar Error*

**Hipotesis Penelitian**

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

**Ho<sub>1</sub>**: Pengungkapan CSR tidak berpengaruh positif terhadap *abnormal return*

**Ha<sub>1</sub>** : Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap *abnormal return*

**Ho<sub>2</sub>**: Pengungkapan CSR tidak berpengaruh positif terhadap *unexpected trading volume*

**Ha<sub>2</sub>**: Pengungkapan CSR berpengaruh positif terhadap *unexpected trading volume*

**ANALISIS HASIL PENELITIAN**

**Pengambilan Sampel Penelitian**

Proses pengambilan sampel perusahaan manufaktur tahun 2013 dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini :

**Tabel 1. Proses Pengambilan Sampel**

Kriteria	Jml
Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013	13
Perusahaan yang tidak mengungkapkan CSR	(1)
Perusahaan yang melakukan <i>corporate action</i> disekitar tanggal penerbitan laporan tahunan	-
Perusahaan yang tidak memiliki data tanggal publikasi, harga dan volume saham secara lengkap	(2)
Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini	11 8

Sumber : data sekunder diolah, 2015

### Statistik Deskriptif

Pengungkapan aktivitas CSR perusahaan dilakukan bersamaan dengan informasi lain yang terdapat dalam Laporan Tahunan yaitu meliputi informasi laba, detail dan struktur perusahaan serta kinerja perusahaan selama satu periode.

Statistik deskriptif dari tiap-tiap variabel penelitian baik dari hipotesis pertama ( $H_{a1}$ ) maupun hipotesis kedua ( $H_{a2}$ ) dapat dilihat pada Tabel 2. Dari tabel tersebut dapat diperoleh gambaran mengenai karakteristik sampel meliputi nilai minimum, nilai maksimum, dan rata-rata.

**Tabel 2. Statistik Deskriptif**

Variabel	Jumlah Sampel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Rata-rata
Pengungkapan CSR	118	10,13%	59,49%	18,69%
<i>Cummulative Abnormal Return</i>	118	-0,6595	1,7118	0,1101
<i>Cummulative Unexpected Trading Volume</i>	118	-0,0140	0,2044	-0,0022
Total Aset	118	45.208.000.000	353.491.494.000.000	10.818.244.906.779,60

Sumber : data sekunder diolah, 2015

**Tabel 3. Tingkat Pengungkapan Per Sub Item CSR**

	CSR Indeks					
	Ekonomi	Lingkungan	Ketenaga-kerjaan	HAM	Sosial	Produk
Rata-rata	3,92	3,71	4,35	0,37	0,95	1,47

Sumber : data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan data statistik deskriptif pada Tabel 2 dapat diketahui rata-rata pengungkapan CSR dari perusahaan yang dijadikan sampel penelitian adalah sebesar 18,69% atau sekitar 15 item CSR dari total 79 item yang seharusnya diungkapkan dalam laporan tahunan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam satu periode rata-rata perusahaan manufaktur melaksanakan dan mengungkapkan CSR sebanyak 18,69%. Pengungkapan CSR tertinggi adalah 59,49% dimiliki oleh PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk. Pengungkapan CSR terendah yang sebesar 10,13% dimiliki oleh 10 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel penelitian.

Variabel *Cummulative Abnormal Return* memiliki nilai minimum -0,6595 (PT Eratex Djaya Tbk) dan nilai maksimum sebesar 0,1778 (PT Gudang Garam Tbk). Rata-rata dari sampel bernilai positif sebesar 0,1101 yang mengindikasikan

kan bahwa *return* aktual yang terjadi lebih besar dibandingkan dengan *return* ekspektasi yang diharapkan oleh investor.

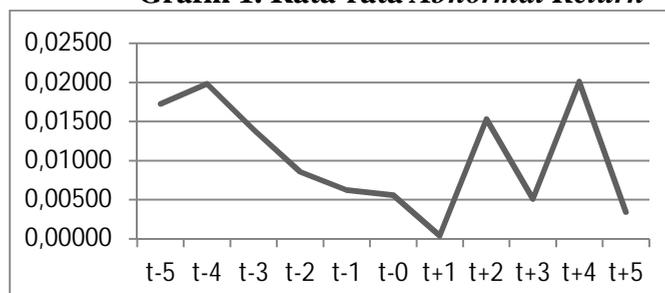
Variabel *Cummulative Unexpected Trading Volume* memiliki nilai minimum -0,0140 (PT Merck Tbk) dan nilai maksimum sebesar 0,2044 (PT Asahimas Flat Glass Tbk). Nilai rata-rata dari sampel yang ada sebesar 0,0022 yang mengindikasikan bahwa terdapat selisih antara volume perdagangan saham yang terjadi sesungguhnya dengan volume perdagangan saham normal.

Variabel Total Aset memiliki nilai minimum Rp 45.208.000.000 (PT Alam Karya Unggul Tbk) dan nilai maksimum sebesar Rp 353.491.494.000.000 (PT Asia Pasific Fiber Tbk). Nilai rata-rata total aset dari sampel yang ada sebesar Rp 10.818.244.906.779,66.

Pada Tabel 3 dapat diketahui Indikator Pengungkapan CSR menurut GRI. Terdapat 6 indikator yang digunakan untuk mengukur pengungkapan CSR. Nilai rata-rata tertinggi yang diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan tahunan adalah indikator Ketenagakerjaan sebesar 4,35 item. Banyak perusahaan yang mengungkapkan tentang Ketenagakerjaan, sebagai contoh : jumlah karyawan berdasarkan kriteria tertentu, fasilitas untuk karyawan, keamanan dan keselamatan kerja, program-program karyawan.

Untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas, maka Grafik 1 menggambarkan pola pergerakan nilai rata-rata *abnormal return* harian saham untuk semua saham perusahaan sampel selama 11 hari penelitian. Grafik 2 menggambarkan pola pergerakan nilai rata-rata *unexpected trading volume* harian untuk semua saham perusahaan sampel selama 11 hari penelitian.

**Grafik 1. Rata-rata *Abnormal Return***

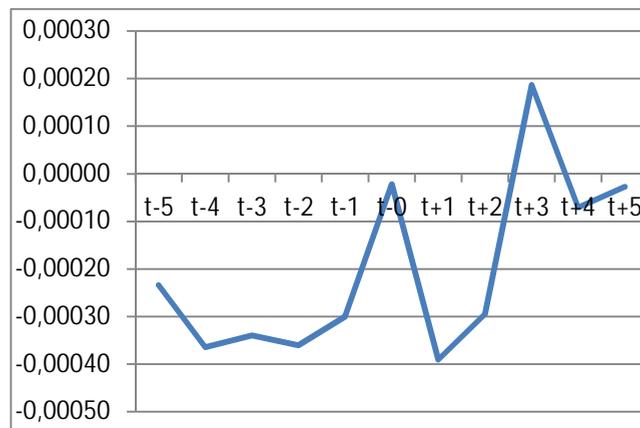


Sumber : data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan Grafik 1, dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* menunjukkan angka positif. Dari t-5 hingga t+1 mengalami penurunan nilai rata-rata *abnormal return*, namun meningkat pada t+2 dan selanjutnya berfluktuasi hingga t+5. Hal ini terjadi diduga karena minat pasar mulai turun terhadap saham pada hari sebelum pener-

bitan laporan tahunan. Namun setelah diterbitkan laporan tahunan, pasar mulai tertarik kembali terhadap saham meskipun berfluktuasi namun relatif mengalami peningkatan. Hal ini terjadi dimungkinkan karena informasi CSR yang diberikan merespon positif oleh pasar dan dianggap sebagai informasi yang *good news*.

**Grafik 2. Rata-rata *Unexpected Trading Volume***



Sumber : data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan Grafik 2 rata-rata *unexpected trading volume* sebagian besar menunjukkan angka negatif, hanya bernilai positif pada t+0, t+3, t+4 dan t+5. Dari t-5 hingga t-1 relatif stabil, dan mulai mengalami peningkatan pada t-0. Namun mengalami penurunan dan bernilai negatif pada t+1 dan t+2, kemudian meningkat kembali pada t+3 dan meskipun turun namun tetap bernilai positif pada t+4 dan t+5. Hal ini terjadi diduga karena *investor* tertarik pada informasi yang diterbitkan dan menganggapnya sebagai *good news* mulai pada t+3 hingga t+5 yang dimungkinkan karena informasi mengenai CSR.

### Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis *regresi linear berganda* ada beberapa syarat pengujian yang harus dipenuhi agar hasil olahan data benar-benar dapat menggambarkan apa yang menjadi tujuan penelitian.

Uji *multikolinieritas* bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen, model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi. Hasil perhitungan nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti tidak terdapat korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama, tidak ada variabel yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa variabel lolos uji *multikolinieritas*.

Uji *autokorelasi* dalam penelitian ini menggunakan *Durbin – Watson Test (DW)*. Dari hasil diketahui nilai batas atas (du) adalah 1,736 dan batas bawah (dl) adalah 1,613. Oleh karena nilai *Durbin Watson* 2,102 lebih besar dari batas atas (du) 1,736 dan kurang dari 4-1,746 (du), maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam data sehingga variabel lolos uji autokorelasi.

Uji *normalitas* dalam penelitian ini menggunakan *One Sample Kolmogorov – Smirnov Test*. Dari hasil perhitungan diketahui nilai *Kolmogorov Smirnov Z* adalah 1,052 dengan signifikansi  $0,219 > 0,05$ . Dari hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian terdistribusi normal sehingga data lolos uji normalitas.

Uji *heteroskedastisitas* dalam penelitian ini menggunakan *Park Test*. Dari hasil perhitungan yang telah dilakukan, hasil menunjukkan nilai signifikansi untuk setiap variabel lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat *heteroskedastisitas* atau lolos uji *heteroskedastisitas*.

### Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis untuk membuktikan adanya pengaruh pengungkapan CSR terhadap reaksi pasar dilakukan dengan menggunakan uji *regresi berganda* dengan tingkat signifikansi 5%. Tabel 4 menunjukkan hasil uji regresi pengungkapan CSR terhadap *abnormal return*. Tabel 5 menunjukkan hasil uji regresi pengungkapan CSR terhadap *unexpected trading volume*.

**Tabel 4. Hasil Uji Regresi Linear Berganda Model 1**

Variabel Independen	Koefisien Beta	t	Signifikansi
Konstanta	-0,28	-0,553	0,581
Pengungkapan CSR	-0,054	-0,681	0,497
Total Aset	0,019	1,025	0,307
Adjusted R2 : 0,007	F : 0,59		Sig. F : 0,556
Variabel Dependen : Cummulative <i>Abnormal Return</i>			

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,007 yang berarti bahwa 0,7% variabel *abnormal return* dapat dijelaskan oleh variabel pengungkapan CSR dan Total Aset. Sedangkan

sisanya sebesar 99,3% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

**Tabel 5. Hasil Uji Regresi Linear Berganda Model 2**

Variabel Independen	Koefisien Beta	t	Signifikansi
Konstanta	-0,075	-1,929	0,056
Pengungkapan CSR	0,01	1,619	0,108
Total Aset	0,002	1,087	0,279
Adjusted R2 : 0,03	F : 2,806		Sig. F : 0,065

Variabel Dependen : Cummulative Unexpected Trading Volume

Sumber : data sekunder diolah, 2015

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,03 yang berarti bahwa 3% variabel *unexpected trading volume* dapat dijelaskan oleh variabel pengungkapan CSR dan Total Aset. Sedangkan sisanya sebesar 97% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

## PEMBAHASAN

### Pengungkapan CSR dan *Abnormal Return*.

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4 diketahui bahwa nilai signifikansi uji regresi untuk variabel CSR adalah  $0,497 > 0,05$  sehingga  $H_{a1}$  ditolak atau tidak dapat menolak  $H_{o1}$ . Pengungkapan CSR tidak mempengaruhi *abnormal return* diduga karena pengungkapan CSR tidak ditangkap oleh pasar sebagai kabar baik atau *good news*, hal itu disebabkan masih rendahnya tingkat pengungkapan CSR perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel yaitu dengan rata-rata hanya 18,69% atau sekitar 15 item dari 79 item yang harus diungkapkan. Hal ini sesuai dengan kondisi Indonesia bahwa item pengungkapan CSR masih bersifat sukarela, sehingga perusahaan tidak terlalu memfokuskan perhatian untuk melakukan pengungkapan CSR. Selain itu, mungkin *investor* belum percaya terhadap pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan karena sampai saat ini masih banyak kasus yang terkait dengan isu-isu lingkungan, sosial dan ekonomi sehingga *investor* menganggap bahwa pengungkapan CSR hanya sebagai formalitas. Tingginya biaya yang dibutuhkan perusahaan

untuk melaksanakan program CSR juga dapat menjadi penyebab *investor* enggan berinvestasi, karena menganggap biaya untuk program CSR sebagai suatu pemborosan yang malah mengurangi laba perusahaan. Kemungkinan lain, *investor* bereaksi diluar periode penelitian, menurut Jogiyanto (2009) sinyal berupa pengungkapan CSR yang diberikan manajemen merupakan sinyal yang sangat sulit diukur nilainya sehingga *investor* membutuhkan waktu yang lebih lama untuk bereaksi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Katutisari dan Dewi (2014) yang menyatakan bahwa pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hal ini karena perusahaan dan *investor* masih memiliki persepsi yang rendah mengenai CSR. Pada akhirnya pengungkapan CSR oleh suatu perusahaan tidak menimbulkan reaksi *investor* sehingga tidak mempengaruhi *abnormal return*. Penelitian Suranta (2010) juga menemukan bahwa variabel dalam pengungkapan tema-tema sosial dan lingkungan tidak mempengaruhi reaksi *investor* yang diukur dengan variabel *abnormal return*.

Sebagai contoh PT Asahimas Flat Glass Tbk memiliki tingkat pengungkapan CSR tinggi sebesar 34,18% dan PT Prashida Aneka Niaga Tbk memiliki tingkat pengungkapan CSR rendah sebesar 10,13%. Kedua perusahaan tersebut memiliki nilai *abnormal return* negatif yang hampir sama yaitu -0,0231 dan -0,1929. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya pengungkapan CSR tidak mempengaruhi *abnormal return*.

### Pengungkapan CSR dan *Unexpected Trading Volume*.

Berdasarkan hasil *uji regresi berganda* pada Tabel 5 diketahui bahwa nilai signifikansi uji regresi untuk variabel pengungkapan CSR adalah  $0,108 > 0,05$  sehingga  $H_{a2}$  ditolak atau tidak dapat menolak  $H_{o2}$ . Hal ini berarti bahwa pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap *unexpected trading volume*. Pengungkapan CSR tidak mempengaruhi pengharapan *investor* individual yang menyebabkan peningkatan volume perdagangan saham yang menyebabkan adanya *unexpected trading volume*.

Pengungkapan CSR tidak membuat minat *investor* terhadap saham meningkat secara signifikan, hal ini terjadi diduga karena tingkat pengungkapan CSR perusahaan manufaktur yang relatif masih rendah yaitu hanya 18,69% atau sekitar 15 item dari 79 item yang seharusnya diungkapkan sehingga ditangkap oleh *investor* bukan sebagai informasi yang *good news*. Pengaruh lain mungkin *investor* bereaksi diluar periode penelitian, menurut Jogiyanto (2009) sinyal berupa pengungkapan CSR yang diberikan manajemen merupakan sinyal yang sangat sulit diukur nilai ekonomisnya sehingga *investor* membutuhkan waktu yang lebih lama untuk bereaksi. Menurut Restuti dan Nathaniel (2011) *investor* belum memperhatikan informasi sosial yang diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan sebagai informasi yang mempengaruhi keputusan investasi. *Investor* masih menganggap informasi laba lebih bermanfaat dalam menilai perusahaan dan dianggap lebih mampu memberikan informasi untuk mendapatkan *return* saham yang diharapkan oleh *investor* dibandingkan dengan informasi sosial yang diungkapkan perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suranta (2010) yang menyatakan bahwa variabel dalam pengungkapan tema-tema sosial dan lingkungan tidak mempengaruhi reaksi *investor*, dimana reaksi *investor* diukur dengan variabel *trading volume activity*.

Sebagai contoh PT Indocement Tungal Prakasa Tbk memiliki tingkat pengungkapan CSR tertinggi yaitu sebesar 59,49% dan PT Alam Karya Unggul Tbk yang memiliki tingkat pengungkapan CSR rendah yaitu sebesar 10,13%. Kedua perusahaan tersebut memiliki nilai

*unexpected trading volume* negatif yang hampir sama yaitu sebesar -0,0045 dan -0,0105. Hal ini membuktikan bahwa tinggi rendahnya tingkat pengungkapan CSR tidak mempengaruhi *unexpected trading volume*.

Hasil uji regresi untuk ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset memiliki nilai signifikansi  $0,307 > 0,05$  dan  $0,279 > 0,05$ , hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan juga tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan saja tidak bisa dijadikan pertimbangan oleh *investor* dalam melakukan keputusan investasi, masih banyak faktor-faktor lain yang harus dipertimbangkan. Informasi ukuran perusahaan dalam publikasi laporan tahunan tidak cukup informatif dan tidak lagi menjadi perhatian *investor* dalam mengambil keputusan investasi. *Investor* beranggapan bahwa perusahaan besar tidak selamanya dapat memberikan tingkat *return* yang besar sesuai dengan harapan *investor* (Zulfa, 2013).

## SIMPULAN DAN SARAN

### simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pengujian terhadap *abnormal return*, dapat disimpulkan bahwa tidak dapat menolak  $H_{o1}$ , hal ini berarti tidak terdapat pengaruh positif atas pengungkapan CSR terhadap *abnormal return*. Hasil pengujian terhadap *unexpected trading volume* menunjukkan bahwa tidak dapat menolak  $H_{o2}$ , hal ini berarti tidak terdapat pengaruh positif atas pengungkapan CSR terhadap *unexpected trading volume*.

### Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini tidak dapat menjelaskan *signaling theory* karena informasi yang diterbitkan tidak cukup memberikan sinyal yang dapat menyebabkan perubahan keyakinan *investor* dan menyebabkan tindakan tertentu. Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi penelitian selanjutnya mengenai pengungkapan CSR, *abnormal return* dan *unexpected trading volume* agar dapat menjadi referensi tambahan dan pembandingan dalam melakukan penelitian.

### Keterbatasan dan Saran Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan dan memerlukan perbaikan di penelitian berikutnya. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah adanya subyektifitas dalam menilai luas pengungkapan. Hal ini terjadi karena setiap pembaca melihat pengungkapan pertanggungjawaban sosial yang diungkapkan perusahaan dari sudut pandang yang berbeda-beda. Selain itu, pengumuman pengungkapan CSR yang dinilai dalam penelitian ini bersamaan dengan pengumuman *Annual Report* sehingga banyak informasi selain CSR yang dapat menjadi pertimbangan *investor* dalam keputusan investasi.

Saran untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan rumus *abnormal return* yang lain selain *market adjusted model* yaitu *market model* atau *mean adjusted model*. Dapat juga menggunakan ketiga model tersebut sekaligus untuk mengetahui perbedaan reaksi pasar atau *return* ekspektasi. Disarankan untuk menambahkan periode pengamatan dalam mengamati reaksi pasar. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan data *press release* atau pengumuman khusus mengenai informasi CSR dalam menilai aktivitas CSR perusahaan.

### DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, LS., dan Retrinasari I., (2007), "Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Kelengkapan Pengungkapan dalam Laporan Tahunan Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ", *Proceeding Seminar Akuntansi*.
- Andayani, TJ.,(2011), "*Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure Alternatif Pengambilan Keputusan Bagi Investor*", [AndayaniJuniati@gmail.com](mailto:AndayaniJuniati@gmail.com)
- Anggraini, N. dan Suprasto B., (2015), "Pengaruh Perataan Laba, Ukuran Perusahaan dan Debt Equity Ratio pada Reaksi Pasar". *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana II*, Hal 743-755.
- Apriwandi dan Pratama RY., (2014), "*Pengaruh Perataan Laba dan Corporate Social Responsibility Disclosure terhadap Reaksi Pasar*", [apriwandi@gmail.com](mailto:apriwandi@gmail.com).
- Azizah, NL.,(2014), "Reaksi Pasar atas Publikasi Sustainability Report", *Skripsi* Program S1. Fakultas Ekonomi, Universitas Brawijaya.
- Bandi dan Hartono J., (1999), "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Deviden", *Simposium Nasional Akuntansi II*, Universitas Brawijaya.
- Cheng, M., dan YJ. Christiawan., (2011), "Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap *Abnormal Return*", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13, No. 01, hal 24-26, Mei 2011.
- Daud, RM., dan NA. Syarifudin, (2008), "Pengaruh *Corporate Social Responsibility*, Timeliness, dan Debt to Equity Ratio terhadap Earning Response Coefficient (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)", *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi*. Vol. 1, No. 1, hal 82-101.
- Falichin, MZM., (2010), "Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Disclosure terhadap Reaksi Investor dengan Environmental Performance Rating sebagai Variabel Moderasi", *Skripsi* Program S1, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ghozali, I. dan Chariri A., (2007), "*Teori Akuntansi*", Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Indrawati, N., (2009), "Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) dalam Annual Report serta Pengaruh Political Visibility dan Economic Performance", *Pekbis Jurnal*, Vol1, No, 1 Hal 1-11.
- Jogiyanto, H., (2008), "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*(5th ed.)", Yogyakarta, BPFE.
- Kastuti, S. dan Dewi NHU., (2012), "Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Abnormal Return*", STIE Perbanas Surabaya.

- Kholisoh, L dan NMR. Sari, (2010), “Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Corporate Social Responsibility Disclosure pada Perusahaan Manufaktur”, *Fakultas Ekonomi Akuntansi*, Universitas Guna Darma
- Kristi, AA.,(2013), “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) pada Perusahaan Publik di Indonesia”, *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi*, Universitas Brawijaya.
- Listiyanti, A., (2011), “Pengaruh Tanggungjawab Sosial Perusahaan terhadap Reaksi Investor : Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode tahun 2008-2009”, *Skripsi* program S1, Universitas Diponegoro, Semarang
- Munawarah, (2009), “Analisis perbandingan abnormal return dan trading volume activity sebelum dan setelah suspend BEI”, *Tesis* Universitas Diponegoro, Semarang.
- Nurdin, E., dan MF. Cahyandito.,(2006), “Pengaruh Kualitas Pengungkapan Sosial dan Lingkungan dalam Laporan Tahunan terhadap Reaksi Investor”, *Thesis* (S2). Universitas Padjajaran.
- Pambudi, T., (2006), “Perjalanan Si Konsep Seksi”, *Majalah SWA* 26 (XXI/19), 11 Januari 2006, Hal 44-45.
- Purwanto, A., (2011), “Pengaruh Tipe Industri, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas terhadap Corporate Responsibility”, *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol. 8, No. 1, hal 13-27.
- Randa, F., dan W. Liman.,(2012), “Analisis Perbedaan Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Indonesian Corporate Social Responsibility Awards (Studi Kasus pada Perusahaan Pemenang ICA yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011)”, *Jurnal Sistem Informasi Manajemen*. Vol. 10, No. 2, Oktober 2012, hal 151-168
- Restuti, MIMD., dan C. Nathaniel., (2012), “Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) terhadap Earning Response Coefficient”, *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 3, No. 1, hal 40-48.
- Rustika,N.,(2011),“Analisis Pengaruh Penerapan Akuntansi Manajemen Lingkungan Dan Strategi Terhadap Inovasi Perusahaan”, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Sayekti, Y., dan KS. Wondabio. (2007), “Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coefficient”,*Simposium Nasional Akuntansi X*, Unhas Makassar.
- Setiawan, D. dan Hartono J., (2003), “Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat secara Keputusan:Analisa Pengumuman Deviden Meningkatkan”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Suranta, E., (2010), “Analisis Corporate Social Responsibility Disclosure terhadap Reaksi Investor (Studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di BEI)”, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bengkulu.
- Vijaya, DP.,(2010), “Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan terhadap Aktivitas Volume Perdagangan dan Harga Saham”, Universitas Pendidikan Ganesha.
- Waryanto.,(2010), “Pengaruh Karakteristik Good Corporate Governance terhadap Luas Pengungkapan Corporate Social Responsibility di Indonesia”, *Skripsi* Program S1, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Wibisono, Yusuf. (2007). *Membedah Konsep dan Aplikasi CSR*. Fascho Publishing.
- Winarto, W. (2014), “Reaksi Pasar di Sekitar Tanggal Pengumuman Laporan Audit Wajar Tanpa Pengecualian dengan Paragraf Penjelasan dan Laporan Audit Wajar dengan Pengecualian”, *Skripsi* Program S1, Fakultas Ekonomi, UKSW Salatiga.
- Yuliana, R., B. Purnomosidhi., dan EG. Suko harsono., (2008), “Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Pengungkapan CSR dan Dampaknya terhadap Pengaruh Investor”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 5, No. 2.
- Zuhroh, D. dan Sukmawati IPPH., (2003), “Analisis Pengaruh Pengungkapan Sosial dalam Laporan Tahunan Perusahaan terhadap Reaksi Investor”, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.

Zulfa, I., (2013), “Pengaruh Rentabilitas, Likuiditas, Kecukupan Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham pada Perusahaan Perbankan yang Listing di

Bursa Efek Indonesia”, *Skripsi* Program S1, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang, Padang.