

# Respon Investor Terhadap Implementasi CSR: Teori Legitimasi Organisasional dan *Decision Usefulness*

Juniarti

Universitas Kristen Petra, Surabaya, [yunie@peter.petra.ac.id](mailto:yunie@peter.petra.ac.id)  
Mahasiswa Program Doktor Ilmu Akuntansi Universitas Airlangga

**ABSTRACT:** *This research is aimed to seek the evidence of investors response toward CSR implementation based on legitimacy and decision usefulness theory. Enactment of Indonesian Corporation Act No. 40 in 2007 has invited a number of pros and cons. According to legitimacy theory, investors should support the implementation of CSR since it is needed to obtain legitimacy from their stakeholder as a prerequisite to continue its operation (Tilling 2006), however investors response were not always consistent with the theory. Various prior researches proved that the average, CSR was responded negatively in the short term as well as the result of studies using long-term data. Following it up the existing gap between empirical results and legitimacy theory, this study tries to add the explanation of investor response using decision usefulness arguments. According to decision usefulness approach, investors are rational, under uncertainty they tend to avoid risks with rational actions (Scott 2012). Therefore, investors response to the implementation of CSR are conditional and depend on the companies performance during the CSR implementation. This study uses quantitative approach as it aims to test the association among variables and its result can be generalized. Unit of analysis is listed companies in Indonesian Stock Exchange (IDX) for the period 2008-2012. This research proves that investors do not response the implementation of CSR, in the absent of performance. Implementation of CSR that followed by improvement of CSR is positively responded by investor and third that company size do not influence investors response to CSR implementation.*

**Keywords:** *Corporation Act No. 40 in 2007, corporate social responsibility, legitimacy theory, decision usefulness theory, investors response*

## Introduction

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui respon investor terhadap Undang-Undang No. 40 tahun 2007 yang mewajibkan perusahaan-perusahaan menerapkan CSR. Diberlakukannya Undang-Undang No. 40 tahun 2007, yang mewajibkan perusahaan-perusahaan mengimplementasikan CSR, mengundang sejumlah reaksi pro dan kontra. Darwin dalam Gunawan (2011) mengemukakan bahwa investor masih menganggap CSR tidak lebih dari tambahan biaya. Selain itu, tanggung jawab yang lebih besar kepada komunitas biasanya terjadi atas beban investor (Hearit 1995). Sejumlah penelitian sebelumnya mencoba untuk menjelaskan hal-hal yang mendorong perusahaan-perusahaan menerapkan CSR dengan mendasarkan pada teori legitimasi (Patten and Crampton, 2003; Cho and Patten, 2007; Patten, 2002; Milne and Patten, 2002). Investor berkepentingan agar perusahaan memperoleh legitimasi sebagai prasyarat untuk melanjutkan operasinya (Tilling, 2006). Namun demikian respon investor di beberapa negara berkembang tidak selalu sejalan dengan teori tersebut (Adams, Thornton, Sepehri, 2009;

Almalia dan Wijayanto, 2007; Rakhiemah dan Agustia 2009; Nurlela dan Ishlahuddin 2008) membuktikan bahwa pelaksanaan CSR dalam jangka pendek, direspon negatif.

Sebagai ketentuan baru, CSR tidak mungkin langsung direspon positif oleh investor, diperlukan waktu untuk membuktikan bahwa CSR membawa perubahan yang lebih baik terhadap kinerja perusahaan. Sayangnya hasil studi menggunakan data jangka panjang tidak memberikan hasil yang berbeda. Becchetti, Giacomo dan Pinnacchio (2004) menemukan bahwa kinerja perusahaan yang menerapkan CSR justru lebih buruk dibanding perusahaan kontrol. Becchetti dan Ciciretti (2006) menindaklanjuti studi sebelumnya menemukan rata-rata *return* yang lebih rendah dari investasi yang *socially responsible* dibandingkan dengan resiko relatif, dan tingkat pengembalian saham-saham yang ber-CSR tidak berbeda dengan saham non-CSR. Sementara Dhaliwal, Li, Tsang, Yang, (2011), Brammer dan Millington (2008), yang masing-masing melakukan penelitian di Amerika dan Inggris, membuktikan yang sebaliknya, bahwa investor merespon positif implementasi CSR.

Melihat kesenjangan fakta empiris yang nampaknya tidak sejalan dengan teori legitimasi serta hasil-hasil penelitian yang belum konklusif, maka penelitian ini mencoba menambahkan argumentasi *decision usefulness approach*, untuk menjelaskan respon investor terhadap penerapan CSR. Pendekatan *decision usefulness* mengatakan bahwa investor pada dasarnya rasional. Ketika dihadapkan pada situasi ketidakpastian maka investor akan cenderung memilih untuk menghindari resiko tersebut dengan tindakan-tindakan rasional (Scott, 2012). Karena investor rasional maka investor merespon positif terhadap aktivitas CSR yang berpotensi mendatangkan pendapatan dan merespon negative jika berpotensi menimbulkan biaya (Greoening dan Kanuri 2012).

Tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan (1) apakah investor merespon positif implementasi CSR?, (2) apakah kinerja menjadi pertimbangan investor dalam merespon implementasi CSR? , (3) apakah ukuran perusahaan mempengaruhi respon investor terhadap implementasi CSR?. Lingkup penelitian ini dibatasi pada respon investor terhadap UU no 40 Tahun 2007, yang mewajibkan perusahaan-perusahaan untuk menerapkan CSR

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, karena bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel-variabel yang diteliti dan hasil-hasil penelitian dapat digeneralisasi. Unit analisis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), periode 2008-2012. Instrumen pengumpulan data berupa observasi dokumen laporan tahunan perusahaan. Purposive sampling digunakan untuk memilih sampel. Model regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis data, dan pengolahan data menggunakan bantuan software SPSS versi 21.

Bagian berikutnya dari pendahuluan akan membahas tentang studi kepustakaan yang memuat penjelasan teori dan kajian empiris serta hipotesis, metode penelitian, membahas pendekatan yang digunakan dalam penelitian sampai dengan analisis data, temuan, berisi hasil-hasil

pengujian hipotesis, diskusi, membahas interpretasi hasil penelitian, bagian terakhir berupa kesimpulan implikasi dan peluang penelitian ke depan.

## **Literature Review and Hypotheses**

### Teori Legitimasi Organisasional dan CSR

Teori legitimasi organisasional telah mendasari penelitian-penelitian tentang tanggungjawab sosial perusahaan (CSR) dan telah terus menerus diacu secara luas, dikembangkan dan diuji melalui sejumlah kajian empiris (Cho, 2007). Tilling (2006), mengemukakan bahwa Teori Legitimasi Organisasional merupakan sebuah proses, legitimasi dimana organisasi berupaya mencari persetujuan atau menghindari sanksi dari kelompok masyarakat. Sebuah insitusi harus terus menerus berupaya untuk memenuhi legitimasi dan relevansinya dengan menunjukkan bahwa masyarakat memerlukan keberadaan perusahaan dan kelompok-kelompok yang berkepentingan memperoleh manfaat dari perusahaan (Shocker and Sethi, 1973 dalam Dincer 2011). Branco & Rodrigues (2006) mengungkapkan bahwa teori legitimasi dapat menjelaskan pengungkapan tanggung jawab sosial yang dilakukan oleh bank-bank di Portugis. Rankin, Winsor dan Wahyuni (2008) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Australia secara sukarela menyampaikan Greenhouse Gas (GHG) disclosure.

Pendukung teori legitimasi mengatakan bahwa untuk mengurangi biaya tekanan politik, maka perusahaan-perusahaan akan memenuhi tuntutan tersebut supaya terhindar dari biaya politik yang lebih jauh (Cho, Freedman, & Patten, 2009). Diterbitkannya Undang-undang No. 40 tahun 2007, merupakan salah satu bentuk tekanan dari luar, yang mau tidak mau membuat perusahaan mematuhi. Vourvachis (2008) mengemukakan ketika legitimasi organisasi terancam maka organisasi tersebut akan memenuhi tekanan dari luar, dengan demikian dapat menyelamatkan reputasinya sehingga tetap memperoleh restu dari *stakeholder* untuk meneruskan aktivitasnya (Deegan 2002).

Pada penelitian sebelumnya (Branco & Rodrigues 2006; Rankin, Winsor dan Wahyuni 2008; Cho 2007), teori legitimasi digunakan untuk menjelaskan motivasi perusahaan mengimplementasikan CSR. Investor diperkirakan akan merespon positif upaya manajemen untuk menerapkan CSR, sesuai UU No. 40 tahun 2007. Hal ini mengingat, investor memiliki kepentingan yang sama yaitu untuk memperoleh restu pemangku kepentingan, sehingga dapat menghindarkan perusahaan dari biaya politik lebih jauh (Tilling 2006; Shocker and Sethi, 1973 dalam Dincer 2011; Deegan 2002; Cho et.al 2009).

Untuk membuktikan hal tersebut, maka hipotesis yang akan dibuktikan adalah:

H1. Menggunakan sudut pandang teori legitimasi organisasional, maka investor merespon positif penerapan CSR.

### **Decision Usefulness Approach dan CSR**

Investor bertanggung jawab untuk melakukan pengambilan keputusan investasi, salah satu dasar untuk pengambilan keputusan adalah informasi tentang kinerja perusahaan. Pendekatan *Decision Usefulness* mengasumsikan bahwa investor rasional dalam membuat keputusan ketika dihadapkan pada kondisi ketidakpastian (Scott 2012). Teori ini menjelaskan mengapa investor memilih untuk merespon negatif implementasi CSR ketika investor melihat bahwa kinerja perusahaan tidak menjadi lebih baik sebagaimana yang diharapkan, terlepas bahwa CSR adalah bagian dari upaya untuk menjaga eksistensi perusahaan. Hasil penelitian Becchetti & Ciciretti (2006) membuktikan bagaimana investor merespon negative penerapan CSR, hal ini dapat dilihat dari rata-rata *return* yang lebih rendah dari investasi yang *socially responsible* dan tingkat pengembalian saham-saham yang ber-CSR tidak berbeda dengan saham non-CSR. Dalam meta-studi yang dilakukan, Griffin & Mahon (1997) memetakan kinerja tanggung jawab sosial dan kinerja keuangan yang berkorelasi positif.

CSR disatu sisi diperlukan sebagai upaya meraih legitimasi dari stakeholder sehingga perusahaan dapat melangsungkan kegiatannya, investor disisi lain, akan bertindak rasional dalam menilai manfaat CSR, melihat apakah perusahaan-perusahaan yang menerapkan CSR diikuti dengan kinerja yang makin meningkat. Dincer (2011), dalam studinya tentang respon pemegang saham terhadap CSR, mengemukakan temuan yang agak ekstrim bahwa institusi keuangan, investor dan pemegang saham yang menyebar (*dispersed shareholders*) hanya tertarik dengan kinerja keuangan perusahaan dan bukan pada aktivitas keberlanjutan yang strategis.

CSR dipandang tidak sejalan dengan tujuan untuk memaksimalkan profitabilitas pemegang saham, dengan CSR akan ada tambahan beban yang pada akhirnya mengurangi laba perusahaan (Utama 2008). Hamilton (2003) dalam Jinghua (2008), juga mengingatkan bahwa aspek kinerja penting untuk diperhatikan, karena seringkali perusahaan-perusahaan yang mengalami tekanan dari luar (dalam kondisi di Indonesia, kewajiban melaksanakan CSR sesuai UU No 40 tahun 2007), mengambil kebijakan-kebijakan yang tidak efisien demi memenuhi tuntutan otoritas pemangku kepentingan tertentu yang akhirnya mengorbankan kepentingan sekelompok pihak lain termasuk investor. Ketika aktivitas-aktivitas yang dilakukan perusahaan mengganggu kinerja perusahaan, maka investor akan bertindak rasional. Tindakan rasional investor nampak dari harga saham yang turun sehingga berakibat abnormal return perusahaan juga turun, sebaliknya jika investasi dalam aktivitas tanggung jawab sosial menghasilkan kinerja yang positif, maka investor akan memberikan respon yang positif (Greoening & Kanuri 2012). Arya & Zang (2009) menemukan bahwa inisiatif CSR yang *high-value* berasosiasi secara signifikan dengan abnormal return yang lebih tinggi dibandingkan dengan inisiatif CSR yang *low-value*.

Menggunakan pendekatan decision usefulness, maka hipotesis kedua yang diajukan:

H2. Dengan mendasarkan pada decision usefulness theory, maka investor akan merespon positif penerapan CSR bagi perusahaan-perusahaan yang menunjukkan kinerja yang bagus, dan respon negatif jika kinerja perusahaan buruk.

Perusahaan besar mengalami tekanan yang jauh lebih kuat untuk memenuhi berbagai peraturan dan ketentuan dibanding dengan perusahaan kecil karena itu perusahaan-perusahaan besar lebih berkepentingan untuk memenuhi tuntutan *stakeholder* secara luas dibanding dengan perusahaan kecil (Lang and Lundholm, 1993). Namun menggeneralisasi hasil perusahaan besar untuk diterapkan pada perusahaan kecil dan sebaliknya, sangat membahayakan (Adler and Milne, 1997). Sejalan dengan hal tersebut, maka perlu dilakukan pengujian untuk melihat perbedaan respon investor pada perusahaan besar dan perusahaan kecil, dimana perusahaan besar adalah perusahaan yang termasuk pada kelompok big cap, sedangkan perusahaan kecil adalah perusahaan yang tidak termasuk pada kelompok big cap atau diistilahkan non-big cap, sehingga hipotesis 3 adalah:

H3. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap respon investor atas penerapan CSR

## **Method**

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dimana penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara variabel respon investor terhadap variabel penerapan CSR. Unit analisis adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode penelitian 2008-2012.

### **Instrumen Penelitian**

Data penelitian berupa data sekunder, sehingga observasi merupakan instrumen pengumpulan data yang dipilih, dengan mencermati data-data yang diperlukan pada dokumen-dokumen laporan tahunan yang memuat pengungkapan CSR.

### **Sample and Sampling**

Sampel terdiri dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian adalah purposive sampling, dengan kriteria pemilihan sampel sebagai berikut : (1) perusahaan-perusahaan tergolong sebagai perusahaan yang berkapitalisasi besar berdasarkan data yang dikeluarkan oleh BEI dalam dokumen Fact Book. Pemilihan perusahaan berkapitalisasi besar didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan besar umumnya lebih peduli untuk mematuhi ketentuan baru dibanding perusahaan kecil (Lang & Lundholm, 1993); (2) memiliki laporan tahunan lengkap selama periode penelitian; (3)

perusahaan lain dipilih sebagai sampel kontrol, yaitu sejumlah perusahaan yang diluar kelompok perusahaan berkapitalisasi besar.

### Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional
Corporate Sosial responsibility	diukur berdasarkan skor penerapan CSR mengacu pada item-item : Ekonomi, Sosial dan Lingkungan, perusahaan-perusahaan yang melaporkan secara terpisah laporan keberlanjutan (Sustainability Reporting) akan mendapatkan tambahan skor. Pengukuran CSR mengacu pada elemen-elemen penilaian indeks Global Research Initiative (GRI Index).
Respon investor	diukur berdasarkan abnormal return, menggunakan market model mengikuti (Arya & Zang, 2009; Godfrey, Merrill, Hansen 2009), dilakukan pertama-tama dengan meregresikan <i>return</i> saham perusahaan-perusahaan sampel terhadap <i>return</i> pasar selama periode 128 hari sebelum tanggal pelaporan tahunan yang memuat CSR, dengan formula sebagai berikut:  $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ <p>Besaran <math>\alpha</math> dan <math>\beta</math> yang diperoleh dari regresi digunakan untuk menghitung abnormal return (<math>\varepsilon_{it}</math>), dengan formula :</p> $\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$
Kinerja Perusahaan	Menggunakan variabel dummy yang menunjukkan peningkatan atau penurunan kinerja perusahaan yang diukur dari perubahan laba bersih operasi tahun sekarang dengan laba bersih operasi tahun sebelumnya diskalakan dengan nilai pasar ekuitas (Asbaugh, Collins and LaFond, 2004), perusahaan yang memiliki perubahan laba bersih positif diberi angka 1, dan nol jika sebaliknya.

### Variabel kontrol

Untuk mengantisipasi variabel-variabel lain yang mempengaruhi *abnormal return*, maka variabel sales growth, leverage, price earning ratio dan jenis industri, digunakan sebagai variabel kontrol.

### Analisis Data

Model regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis data dan pengolahan data dilakukan dengan bantuan software SPSS versi 21. Model regresi untuk menguji hipotesis sebagai berikut:

$$ANR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SKCSR_{it} + \alpha_2 SG_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PER_{it} + \alpha_5 INDS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

Model regresi untuk menguji hipotesis 2 :

$$ANR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SKCSR_{it} + \beta_2 KIN_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 PER_{it} + \beta_6 INDS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

Model regresi untuk hipotesis 3, dengan menambahkan variabel dummy untuk perusahaan besar (big cap) dan perusahaan kecil (non-big cap), sehingga model regresi sebagai berikut:

$$ANR_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 BIGNONBIG_{it} + \lambda_2 SKCSR_{it} + \lambda_3 KIN_{it} + \lambda_4 SG_{it} + \lambda_5 LEV_{it} + \lambda_6 PER_{it} + \lambda_7 INDS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana  $ANR_{it}$  adalah abnormal return perusahaan i pada periode t,  $BIGNONBIG_{it}$  adalah variabel dummy untuk kelompok perusahaan besar dan perusahaan kecil yang diukur berdasarkan kapitalisasi pasar,  $SKCSR_{it}$  adalah skor CSR,  $KIN_{it}$  adalah kinerja yang diukur dengan perubahan laba bersih operasi,  $SG_{it}$  adalah pertumbuhan perusahaan yang diukur dari selisih penjualan dengan tahun sebelumnya,  $LEV$  adalah proporsi hutang terhadap ekuitas,  $PER$  adalah laba per lembar saham per buku dibanding nilai pasar laba per lembar saham dan  $INDS$  adalah variabel dummy untuk jenis industry.

## Results

### Profil Sampel

Sampel penelitian terdiri dari dua kelompok, yaitu perusahaan yang termasuk kategori perusahaan berkapitalisasi besar (big cap) dan kelompok perusahaan yang tidak termasuk dalam kelompok kapitalisasi besar (non-big cap). Jumlah perusahaan kelompok big cap sesuai data Fact Book BEI per tahun sejumlah 50 perusahaan, selama periode 2008-2012, total 250 perusahaan tahun atau 250 pengamatan. Jumlah sampel yang tidak memenuhi syarat karena data yang dibutuhkan dalam penelitian tidak tersedia lengkap sebanyak 33 pengamatan, namun dari screening awal menunjukkan sejumlah data ekstrim sesuai yang diidentifikasi oleh SPSS, sebanyak 31 pengamatan, data tersebut dikeluarkan supaya tidak mengganggu pengujian selanjutnya. Total sampel bersih kelompok big cap sebanyak 186 pengamatan. Sedangkan sampel perusahaan non-big cap dipilih secara acak dari seluruh perusahaan diluar big cap, sebanyak 50 perusahaan tiap tahun selama periode 2008-2012, sebanyak 250 pengamatan, jumlah perusahaan yang tidak memiliki data lengkap sebanyak 18 perusahaan, dan dari proses screening, diidentifikasi 16 pengamatan ekstrim, sehingga jumlah sampel bersih sebesar 217 pengamatan. Jumlah sampel keseluruhan 403 pengamatan. Profil sampel disajikan pada tabel 1. Statistik deskriptif untuk seluruh sampel, disajikan pada Tabel 1, panel B.

**Tabel 1. Profil Sampel****Panel A**

		Big Cap		Non Big Cap		Total	
Kinerja	Buruk (0)	47	25.30%	59	27.2%	106	26.3%
	Baik (1)	139	74.70%	158	72.8%	297	73.7%
		186		217		403	
<b>Sektor Industri</b>							
	Pertanian (AGRI)	15	8.06%	4	1.8%	19	4.7%
	Pertambangan (MINING)	29	15.59%	8	3.7%	37	9.2%
	Industri dasar (BASIC)	20	10.75%	36	16.6%	56	13.9%
	Lain-lain (MISCELLENEOUS)	6	3.23%	24	11.1%	30	7.4%
	Barang Konsumsi (CONS)	23	12.37%	39	18.0%	62	15.4%
	Properti (PROP)	10	5.38%	37	17.1%	47	11.7%
	Infrastruktur (INFRA)	30	16.13%	4	1.8%	34	8.4%
	Keuangan (FIN)	43	23.12%	0	0.0%	43	10.7%
	Investasi (INVES)	10	5.38%	65	30.0%	75	18.6%
	<b>Total</b>	<b>186</b>		<b>217</b>		<b>403</b>	

**Panel B.**

Variabel	Big Cap				Big cap dan Non-Big Cap			
	Min	Max	Mean	Std. Deviation	Min	Max	Mean	Std. Deviation
<b>SKORCSR</b>	7	49	25.61	9.382	5	49	18.76	9.707
<b>ABRETN</b>	-.1400	.1500	-.0125	.0487	-.170	.150	-.0103	.052
<b>KIN</b>	0	1	.76	.431	0	1	.74	.442
<b>GROWTH</b>	-.554	1.211	.18014	.2363	-.560	5.630	.2059	.3830
<b>LEV</b>	.00	49.23	3.7471	5.6327	-40.16	49.23	2.4932	5.0198
<b>PER</b>	1.710	74.340	17.3179	11.3637	-22.410	1218.610	20.1631	64.2248
<b>n</b>	186	186	186	186	403	403	403	403

Tabel 1, panel A menunjukkan bahwa jumlah perusahaan big cap yang tergolong sebagai perusahaan berkinerja bagus sebesar 74.7% tidak berbeda jauh dengan jumlah perusahaan berkinerja bagus pada kelompok perusahaan non-big cap. Struktur industri pada kelompok sampel big cap didominasi oleh industri keuangan, sementara itu pada kelompok industri non big cap didominasi oleh sektor industri investasi, demikian juga secara total, sektor investasi masih mendominasi (18.6%).

Pengujian asumsi klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk masing-masing hipotesis karena masing-masing hipotesis memiliki persamaan regresi yang berbeda-beda. Hasil pengujian awal menunjukkan data tidak memenuhi asumsi klasik, karena sejumlah data ekstrim, namun setelah membuang data ekstrim sebagaimana yang diidentifikasi oleh software, pengujian dilakukan sekali lagi dan data memenuhi asumsi klasik. Uji normalitas terpenuhi, dilihat dari uji Kolmogorov-Smirnov yang nilai sig > 0.05 untuk ketiga persamaan regresi. Tidak terjadi masalah heteroskedastisitas, dilihat dari semua nilai signifikansi unstandardized residual > 0.05, kecuali untuk LEV pada hipotesis 1, namun karena jumlah data besar > 30 dan LEV bukan variabel utama, maka diharapkan tidak mengganggu hasil. Uji multikolinieritas menggunakan tolerance dan VIF, semua model regresi bebas multikolinieritas dilihat dari nilai tolerance mendekati 1 dan VIF dibawah 5. Persamaan regresi hipotesis 1 sampai 3, bebas autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson yang dihasilkan 2.106, 2.083 dan 2.318, berada diatas nilai tabel DW, masing-masing 1.82 (untuk hipotesis 1 dan 2) dan 1.84 (hipotesis 3).

### Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis 1 dilakukan untuk kelompok sampel perusahaan berkapitalisasi besar, sebagaimana disajikan pada tabel 2. Model persamaan regresi hipotesis 1 memenuhi *goodness of fit* ditunjukkan dengan signifikansi nilai F sebesar  $0.059 < 0.1$ , seluruh variabel independen dapat menjelaskan 5% (nilai adjusted  $R^2$ ), perubahan pada respon investor (ANR). SKCSR memiliki nilai t yang tidak signifikan sebesar 0.450 jauh diatas 0.05, yang berarti variabel SKCR tidak berpengaruh terhadap ANR. Dengan demikian hipotesis 1 tidak didukung. Variabel kontrol, tidak termasuk variabel INDS, yang berpengaruh terhadap ANR hanya PER dengan signifikansi 5%. Jenis industri tidak ada yang signifikan mempengaruhi respon investor.

**Tabel 2. Pengujian Hipotesis 1**

Estimasi model persamaan regresi :					
$ANR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SKCSR_{it} + \alpha_2 SG_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 PER_{it} + \alpha_5 INDS_{it} + \epsilon_{it}$					
Variabel	Prediksi arah hubungan (+/-)	Koefisien	t-statistic	Sig	
(Constant)			-2.060	.041	*)
SKCR	+	.066	.757	.450	
SG	+	-.085	-1.123	.263	
LEV	-	.114	1.408	.161	
PER	+	.162	2.067	.040	***)
INDS	(+/-)				
AGRI		.023	.210	.834	
MINING		-.055	-.397	.692	
BASIC		-.032	-.262	.794	
MISC		.127	1.368	.173	

CONS			-.013	-.105	.197	
PROP			-.110	-1.086	.279	
INFRA			.110	.786	.433	
FIN			.109	.719	.473	
R	.333					
Adjusted R <sup>2</sup>	.044					
F-stat	1.766 <sup>*)</sup>					
<p>***), **), *) = masing-masing signifikan pada level 0.01 dan 0.05 dan 0.1  ANR = respon investor, selisih return industry dengan return pasar, SG = pertumbuhan perusahaan, selisih penjualan periode berjalan dikurangi periode sebelumnya dibagi penjualan periode sebelumnya, LEV = total hutang dibagi total ekuitas, PER= proporsi laba per lembar saham terhadap harga pasar saham, INDS = sektor industry, variabel dummy 1= sektor industry yang sesuai, 0= bukan sektor industry yang sesuai.</p>						

**Tabel 3. Pengujian Hipotesis 2**

Estimasi model persamaan regresi :					
$ANR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SKCSR_{it} + \beta_2 KIN_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 PER_{it} + \beta_6 INDS_{it} + \epsilon_{it}$					
Variabel	Prediksi arah hubungan (+/-)	Koefisien	t-statistic	Sig	
(Constant)			-3.410	.001	**)
SKCR	+	.244	1.720	.087	**)
KIN	+	.572	2.827	.005	**)
SG	+	-.125	-1.516	.131	
LEV	-	.088	1.104	.271	
PER	+	.192	2.486	.014	***)
INDS	(+/-)				
AGRI		.076	.689	.492	
MINING		.001	.006	.995	
BASIC		-.011	-.091	.927	
MISC		.137	1.514	.132	
CONS		-.026	-.209	.835	
PROP		-.125	-1.258	.210	
INFRA		.183	1.312	.191	
FIN		.125	.844	.400	
R	.403				
Adjusted R <sup>2</sup>	.092				
F-stat	2.325 <sup>***)</sup>				
<p>***), **), *) = masing-masing signifikan pada level 0.01 dan 0.05 dan 0.1  ANR = respon investor, selisih return industry dengan return pasar, KIN=variabel dummy yang menunjukkan peningkatan atau penurunan kinerja perusahaan yang diukur dari perubahan laba bersih operasi perusahaan yang memiliki perubahan laba bersih positif diberi angka 1, dan nol jika sebaliknya, SG = pertumbuhan perusahaan, selisih penjualan periode berjalan dikurangi periode</p>					

sebelumnya dibagi penjualan periode sebelumnya, LEV = total hutang dibagi total ekuitas, PER= proporsi laba per lembar saham terhadap harga pasar saham, INDS =sektor industry, variabel dummy 1= sektor industry yang sesuai, 0= bukan sektor industry yang sesuai.

Hasil pengujian hipotesis 2, sebagaimana disajikan pada tabel 3, menunjukkan bahwa investor merespon CSR, setelah variabel KIN ditambahkan dalam persamaan yang diuji. Nilai t untuk SKCR sebesar 0.87 signifikan pada level 10%, sedangkan KIN terbukti berpengaruh positif dan signifikan dengan nilai t sebesar 0.005 signifikansi pada level 1%. Seperti pada pengujian sebelumnya PER satu-satunya variabel kontrol yang berpengaruh dengan nilai signifikansi t sebesar  $0.014 < 0.05$ . Jenis industri masih konsisten tidak berpengaruh. Dengan demikian hipotesis 2 terbukti bahwa investor merespon CSR dengan mempertimbangkan kinerja. Koefisien SKCR dan KIN masing-masing positif, menunjukkan arah hubungan sesuai yang diprediksikan, bahwa investor merespon positif CSR jika kinerja perusahaan meningkat.

Hipotesis 1 dan 2 dilakukan pada perusahaan besar (big cap), untuk mengetahui apakah hasil-hasil tersebut berlaku juga untuk perusahaan-perusahaan diluar kelompok big cap (perusahaan kecil), maka pengujian diperluas dengan memasukkan perusahaan non-big cap dan diuji bersama-sama. Variabel BIGNONBIG ditambahkan pada persamaan regresi untuk menguji hipotesis 3 mewakili ukuran perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan variabel BIGNONBIG tidak signifikan, nilai t sebesar  $.258 > 0.05$ , yang berarti ukuran perusahaan tidak mempengaruhi terhadap respon investor atas penerapan CSR.

**Tabel 4. Pengujian Hipotesis 3**

Estimasi model persamaan regresi :					
$ANR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIGNONBIG + \beta_2 SKCSR_{it} + \beta_3 KIN_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PER_{it} + \beta_7 INDS_{it} + \epsilon_{it}$					
Variabel	Prediksi arah hubungan (+/-)	Koefisien	t-statistic	Sig	
(Constant)			-3.533	.001	***)
BIGNONBIG		.159	1.137	.258	
KIN	+	-.264	-2.734	.007	***)
SKCR	+	-.171	-1.296	.197	
GROWTH	+	.028	.298	.766	
LEV	-	-.029	-.273	.785	
PER	+	-.009	-.091	.927	
INDS	(+/-)				
AGRI		-.007	-.072	.943	
MINING		-.001	-.014	.989	
BASIC		.005	.049	.961	
MISC		.088	.895	.373	
CONS		-.114	-1.029	.306	
PROP		.123	1.221	.224	
INFRA		.119	1.003	.318	
FIN		.115	.850	.397	
R	.396				

Adjusted R <sup>2</sup>	.058
F-stat	1.583 *)
<p>***), **), *) = masing-masing signifikan pada level 0.01 dan 0.05 dan 0.1  ANR = respon investor, diukur dengan market model yaitu selisih return industry dengan return pasar, BIGNONBIG= dummy variabel untuk ukuran perusahaan yang diukur berdasarkan kelompok kapitalisasi pasar, angka 1 untuk perusahaan yang masuk kelompok perusahaan berkapitalisasi besar (big cap), dan 0 untuk kelompok non kapitalisasi besar (non-big cap), KIN=variabel dummy yang menunjukkan peningkatan atau penurunan kinerja perusahaan yang diukur dari perubahan laba bersih operasi, perusahaan yang memiliki perubahan laba bersih positif diberi angka 1, dan nol jika sebaliknya, SG =pertumbuhan perusahaan, selisih penjualan periode berjalan dikurangi periode sebelumnya dibagi penjualan periode sebelumnya, LEV = total hutang dibagi total ekuitas, PER= proporsi laba per lembar saham terhadap harga pasar saham, INDS =sektor industry, variabel dummy 1= sektor industry yang sesuai, 0= bukan sektor industri yang sesuai.</p>	

Dalam pengujian seluruh kelompok sampel juga ditemukan bahwa variabel SKCR tidak signifikan nilai t sebesar  $.197 > 0.05$ , meskipun variabel KIN tetap signifikan. Hal ini tidak konsisten dengan hasil hipotesis 2 yang menunjukkan bahwa SKCR berpengaruh positif terhadap respon investor ketika factor kinerja dipertimbangkan. Untuk melihat konsistensi hasil hipotesis 3, pengujian dilakukan lagi dengan menggunakan proksi lain untuk ukuran perusahaan, yaitu berupa log sales (Godfrey, Merrill, Hansen 2008), hasil pengujian tersebut tidak ditampilkan disini, menunjukkan hasil yang tetap tidak signifikan, dimana nilai t untuk log sales  $.301$  jauh diatas level signifikansi 5%.

### Pengujian Tambahan untuk Hipotesis 3

Untuk mengetahui bahwa benar tidak ada perbedaan SKCR, ANR antara perusahaan besar dan perusahaan kecil, dibawah ini dilakukan uji diskriminan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan tersebut antara kelompok sampel perusahaan besar dan perusahaan kecil. Tabel 5 menunjukkan bahwa SKCR perusahaan kecil dan perusahaan besar berbeda secara signifikan (sig .000), namun variabel ANR sebagai proksi respon investor, tidak berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun SKCR berbeda signifikan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil, namun investor tidak merespon secara berbeda, nilai sig ANR sebesar  $.536$  jauh diatas level signifikansi  $.05$

**Tabel 5. Tests of Equality of Group Means berdasarkan BIG dan NONBIG**

	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
LANR	.999	.384	1	401	.536
LSKORCSR	.584	285.387	1	401	.000
KIN	.999	.363	1	401	.547
GROWTH	.997	1.291	1	401	.256
LEV	.947	22.547	1	401	.000
PER	.999	.272	1	401	.603

CSR antara perusahaan besar dan perusahaan kecil berbeda secara signifikan sebagaimana pengujian diatas (tabel 5), oleh karena itu perlu dilihat lebih jauh apakah ANR dan KIN pada masing-masing level penerapan CSR tersebut, perlu didalami lebih lanjut. Untuk mengetahui hal tersebut, maka terlebih dulu sampel dikelompokkan sesuai skor penerapan CSR. Sampel dibagi tiga berdasarkan rentang skor penerapan CSR sebagai berikut, level 1 (tinggi), yaitu perusahaan yang memiliki skor penerapan antara 32-49, level 2 (menengah), untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki skor CSR antara 16-32, sedangkan level 3 (rendah) dengan skor CSR, 5-16. Hasil pengujian (tabel 6) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan ANR perusahaan dengan level CSR tinggi, menengah atau rendah, dengan angka sig .728 lebih tinggi dari level signifikansi .05. Demikian juga KIN, ternyata tidak berbeda antara perusahaan dengan level CSR tinggi, menengah atau rendah.

**Tabel 6. Tests of Equality of Group Means berdasarkan level SKCR**

	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
LARNTOT	.995	.318	2	131	.728
KIN	.988	.813	2	131	.446
LSGTOT	.965	2.381	2	131	.096
LLEVTOT	.941	4.103	2	131	.019
LPERTOT	.910	6.484	2	131	.002

## Discussion

Implementasi CSR untuk memenuhi tuntutan stakeholder tidak berpengaruh terhadap respon investor, berlawanan dengan hipotesis 1. Investor memandang hal tersebut sebagai prasyarat bagi perusahaan untuk dapat terus melangsungkan kegiatannya. Karena itu investor tidak merespon tindakan manajemen untuk menerapkan UU No. 40 tahun 2007. Meskipun ketaatan perusahaan untuk memenuhi Undang-undang tersebut juga tidak dipandang negatif oleh investor sebagaimana hasil-hasil penelitian sebelumnya (Adams, Thornton, Sepehri, 2009; Almalia dan Wijayanto, 2007; Rakhiemah dan Agustia 2009; Nurlela dan Ishlahuddin 2008; Becchetti, Giacomo dan Pinnacchio 2004). Investor bersikap netral terhadap upaya-upaya manajemen untuk memperoleh legitimasi.

Hasil pengujian hipotesis 1 yang tidak terbukti, mengindikasikan bahwa, respon investor tidak dapat dijelaskan dari sisi teori legitimasi, karena investor bertindak realistis, investor tidak serta merta mengapresiasi positif penerapan CSR. Ketika investasi dalam aktivitas tanggung jawab sosial menghasilkan kinerja yang positif, maka investor akan memberikan respon yang positif (Groening & Kanuri 2012; Arya & Zang 2009).

Sementara itu hasil pengujian hipotesis 2 terbukti, investor bertindak rasional dalam merespon implementasi CSR, ketika perusahaan mampu menunjukkan dengan kinerja yang meningkat

investor akan merespon positif dan sebaliknya jika manajemen menunjukkan kinerja yang memburuk. Hal ini sejalan dengan Griffin & Mahon (1997), Dincer (2011), bahwa kinerja menjadi perhatian utama investor, apalagi tanggung jawab yang lebih besar kepada komunitas biasanya terjadi atas beban investor (Hearit 1995). Kinerja yang positif yang akan mensejajarkan kepentingan investor dan manajemen, bukan sekedar memenuhi legalitas perusahaan dimata stakeholder.

Hasil pengujian hipotesis 3 cukup menarik, karena ternyata respon investor pada perusahaan besar (big cap) dan perusahaan kecil (non-big cap) tidak berbeda. Namun hasil ini agak kontradiktif karena ketika diuji bersama-sama seluruh kelompok sampel, SCKR tidak berpengaruh signifikan, hanya kinerja yang berpengaruh signifikan. Analisis lebih jauh dilakukan berdasarkan hasil pengujian tambahan yang menunjukkan bahwa SKCR perusahaan besar dan perusahaan kecil berbeda secara signifikan, namun ternyata kinerja (KIN) kedua kelompok perusahaan tersebut tidak berbeda, sehingga respon investor (ANR) terhadap kedua perusahaan tersebut juga tidak berbeda yang didukung oleh hasil pengujian ANR kedua kelompok perusahaan tidak berbeda secara signifikan.

Selanjutnya terungkap bahwa implementasi CSR yang bagus, berdasarkan angka skor penerapan CSR tidak diikuti dengan perbedaan kinerja dan respon investor. Hasil-hasil ini mendukung mengapa respon investor pada perusahaan besar dan perusahaan kecil tidak berbeda, factor utama adalah kinerja perusahaan besar dan kecil yang sama-sama menerapkan CSR ternyata tidak berbeda.

Penelitian ini mempunyai sejumlah keterbatasan yang berpotensi mengganggu hasil, pertama, skor CSR hanya diukur secara global, tidak dilacak lebih detail, komponen CSR yang mana yang lebih menjadi perhatian investor. Kedua, motivasi manajemen untuk mematuhi ketentuan mengimplementasikan CSR, tidak diidentifikasi lebih jauh, karena hal ini terkait dengan keberlanjutan pelaksanaan CSR dan aktivitas operasi perusahaan ke depan. Selain itu, pengukuran indeks CSR dalam penelitian ini hanya berdasarkan informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan, sementara ada banyak informasi lain yang mungkin tidak terungkap dalam laporan keuangan dan penting untuk menjadi penilaian, termasuk pelanggan, karyawan dan pimpinan, hal ini dapat ditindaklanjuti pada penelitian selanjutnya, dimana CSR diukur berdasarkan informasi yang lebih komprehensif.

## **Conclusion**

Penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti respon investor terhadap Undang-Undang No. 40 tahun 2007 yang mewajibkan perusahaan-perusahaan menerapkan CSR berdasarkan teori legitimasi organisasional dan decision usefulness: (1) apakah investor merespon positif implementasi CSR?, (2) apakah kinerja menjadi pertimbangan investor dalam merespon implementasi CSR?, dan (3) apakah ukuran perusahaan mempengaruhi respon investor terhadap implementasi CSR?

Pemberlakuan Undang-Undang Perseroan Terbatas No 40 tahun 2007 yang mewajibkan perusahaan-perusahaan untuk menerapkan CSR, mengundang sejumlah pro dan kontra. Teori legitimasi yang menjadi salah satu pertimbangan perusahaan menerapkan UU tersebut, tidak selalu sejalan dengan investor. Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya investor merespon negative upaya-upaya manajemen untuk mematuhi mengimplementasikan CSR, baik menggunakan data jangka pendek maupun data jangka panjang, meskipun hasil-hasil tersebut berbeda pada sejumlah penelitian dinegara maju. Menindaklanjuti fakta tersebut penelitian ini mencoba menambahkan pendekatan *decision usefulness* untuk menjelaskan respon investor terhadap implementasi CSR.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, karena bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel-variabel yang diteliti dan hasil-hasil penelitian dapat digeneralisasi. Unit analisis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), periode 2008-2012. Instrumen pengumpulan data berupa observasi dokumen laporan tahunan perusahaan. Purposive sampling digunakan untuk memilih sampel. Model regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis data, dan pengolahan data menggunakan bantuan software SPSS versi 21. Lingkup penelitian ini dibatasi pada respon investor terhadap UU no 40 Tahun 2007, yang mewajibkan perusahaan-perusahaan untuk menerapkan CSR.

Temuan penelitian, pertama, bahwa implementasi CSR tidak berpengaruh terhadap respon investor, ketika tidak dikaitkan dengan kinerja. Hal ini secara tidak langsung mengindikasikan bahwa teori legitimasi tidak cukup menjelaskan respon investor terhadap implementasi CSR. Kedua, implementasi CSR berpengaruh positif terhadap respon investor ketika dikaitkan dengan kinerja. Terbukti bahwa investor rasional sesuai argumentasi *decision usefulness*, karena investor tidak akan mengapresiasi upaya-upaya manajemen untuk mematuhi ketentuan sepanjang hal tersebut tidak diikuti dengan peningkatan kinerja. Selanjutnya tidak terbukti bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi respon investor, namun interpretasi temuan ini perlu dilakukan dengan hati-hati. Berdasarkan analisis lebih lanjut, ditemukan bahwa faktor kinerja yang membuat respon investor tidak berbeda pada perusahaan big cap dan non-big cap, dari uji diskriminasi diketahui bahwa kinerja perusahaan big cap dan non-big cap tidak berbeda, baik mereka memiliki level penerapan CSR yang tinggi, moderat maupun rendah.

Salah satu implikasi penting hasil-hasil penelitian ini bagi manajemen khususnya manajemen perusahaan-perusahaan big cap, adalah untuk menyeimbangkan upaya mematuhi pelaksanaan UU No. 40 tahun 2007, dengan kinerja yang baik. Hal ini dapat dilakukan dengan mengevaluasi pelaksanaan UU no 40 tahun 2007 yang telah selama lima tahun ini dijalankan, apakah aktivitas-aktivitas tersebut perlu dipertahankan atau tidak sehubungan dengan potensinya dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini hanya menggunakan skor CSR secara global, dan tidak melacak lebih detail, komponen CSR yang mana yang lebih menjadi perhatian investor. Manajemen tentunya memiliki sejumlah motivasi untuk mematuhi ketentuan mengimplementasikan CSR, hal ini

menarik untuk dikaji lebih jauh karena terkait dengan keberlanjutan pelaksanaan CSR dan aktivitas operasi perusahaan ke depan. Pengukuran indeks CSR dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan, sementara ada banyak informasi lain yang mungkin tidak tertangkap dalam laporan keuangan, termasuk penilaian pihak ketiga terhadap pelaksanaan CSR di perusahaan, hal ini dapat ditindaklanjuti pada penelitian selanjutnya, dimana CSR diukur berdasarkan informasi yang lebih komprehensif. Hal-hal di atas membuka peluang penelitian ke depan.

## References

- Adams, M., Thomson, B. and Sehperi, M. (2009), "The impact of the pursuit of sustainability on the financial performance of the firm." *Journal of Sustainability and Green Business* : 1-14.
- Adler, R.W., and Milne, M.J. (1997), Media exposure, company size, industry, and social disclosure practices, *5th International Perspectives on Accounting (IPA) Conference*, Manchester.
- Almalia, L.S. dan Wijayanto, D. (2007), "Pengaruh environmental performance dan environmental disclosure terhadap economic performance." *The 1st Accounting Conference*. Jakarta. 1-23.
- Arya, B. and Zhang, G. (2009), "Institutional reforms and investor reaction to CSR Announcements: evidence from an Emerging Economy." *Journal of Management Studies*: 1-24.
- Ashbaugh, H., Collins, D., & LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper* , 1-52.
- Becchetti, L. and Ciciretti, R. (2006), "Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance." Working Paper Series No. 76.
- Becchetti, L., Giacomo, S.G., and Pinnachio, D. (2004), "The impact of social responsibility on productivity and efficiency of US listed companies." *the XIII Tor Vergata Finacial conference*. available at <http://art.torvergata.it/bitstream/2108/90/1/210.pdf>.
- Brammer, Stephen, and Andrew Millington. "Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance." *Strategic Management Journal* 29 (2008): 1325-1343.

- Branco, M.C., and Rodrigues, L.L. (2006), "Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks." *Corporate Communication : An International Journal* 11, no. 3: 232-248.
- Cho, C.H. and Patten, D.M. (2007), "The role of environmental disclosure as tools of legitimacy: a research note." *Accounting, Organization and Society* 32, no. 7-8: 639-647.
- Cho, C.H. (2007), "Legitimation strategies used in response to environmental disaster: a French case study of Total S.A.'s Erika and AZF Incidents."
- Deegan, C. (2007), "Introduction: the legitimising effect of social and environmental disclosure-a theoretical foundation." *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 15, no. 3: 282-311.
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A. and Young, Y.G. (2011), "Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting." *Accounting Review* 86, no. 1: 59-100.
- Dincer, B. (2011), "Do the shareholders really care about corporate social responsibility?" *International Journal of Business and Social Science* 2, no. 10: 71-76.
- Godfrey, P.C., Merrill, C.B., and Hansen, J.M. (2009), "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value." *Strategic Management Journal* 30: 425-445.
- Griffin, J.J. and Mahon, J.F. (1997) "The corporate social performance and corporate financial performance debate." *Business and Society* 36, no. 1: 5-31.
- Groening, C, and V. K Kanuri. "Investor reaction to positive and negative corporate social events." *Journal of Business Research*, 2013.
- Gunawan, H. (2011), *Dari 438 emiten hanya 25 perusahaan yang membuat laporan berkelanjutan*. December 21, 2011. [mobile.kontan.co.id](http://mobile.kontan.co.id) (accessed May 12, 2013).
- Jinghua, L. (2008), *A Longitudinal study of corporate social disclosure in Chinese listed companies' Annual Reports: 2002 to 2006*, Thesis, Auckland University of Technology.
- Lang, M., and Lundholm, R. (1993), Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research* 31 No. 2 : 246-271.

- Milne, M.J. and Patten, D.M. (2002), "Securing organizational legitimacy: an experimental decision case examining the impact of environmental disclosure." *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15, no. 3 : 372-405.
- Nurlela, R. dan Islahuddin (2008), "Pengaruh corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan dengan prosentase kepemilikan manajemen sebagai variabel moderating." *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Patten, D.M. and Crampton, W. (2003), "Legitimacy and the internet: an examination of corporate web page environmental disclosure." *Advances in Environmental Accounting & Management* 2: 31-57.
- Patten, D.M. (2002), "Media exposure, public policy pressure, and environmental disclosure: an examination of the impact of tri data availability." *Accounting Forum* 26, no. 2 : 152-170.
- Rakhiemah, A.N. dan Agustia, D. (2009), "Pengaruh kinerja lingkungan terhadap corporate social responsibility (CSR) disclosure dan kinerja finansial perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi XII*. 1-32.
- Rankin, M., Windsor, C. dan Wahyuni, D. (2009), "An investigation of voluntary corporate greenhouse gas emissions reporting in a market governance system: Australian Evidence." *The 2009 Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand Conference*. Adelaide.
- Scott, W.R. (2012), *Financial Accounting Theory*. 6 edition. Toronto: Pearson Canada Inc.
- Tilling, M.V. (2006), "Refinements to legitimacy theory in social and environmental accounting." Commerce Research Paper Series No 04-6.
- Utama, S. (2008), "Evaluation on supportive infrastructures for corporate social responsibility reporting in Indonesia." Faculty of Economics, University of Indonesia.
- Vourvachis, P. (2008), "In search of explanations for corporate social reporting (CSR): an attempt to revisit legitimacy theory." Working Paper Series No. 16, Kingston Business School, Kingston University, 1-74.