

# PENGARUH PENGUNGKAPAN TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM

Sandrayati

Sandradewasaputra@gmail.com

## ABSTRACT

This study aims to look at the influence of corporate social responsibility disclosure and corporate governance on stock returns. The samples were manufacturing sub-sectors of consumer goods that are listed in Indonesia Stock Exchange reported to the 2006-2008 annual report that is as much as 96 firms. Corporate governance variables tested in this study is the managerial ownership, board of directors, the audit committee. While the stock return variables measured by the cumulative abnormal return (CAR). The results showed that the variables of corporate social responsibility and corporate governance variables proxy for managerial ownership, board and audit committee signifikan has no effect on stock return.

Keywords: Disclosure of social responsibility, corporate governance, stock return, managerial ownership, board of commissioners, the audit committee.

## PENDAHULUAN

Akhir-akhir ini topik mengenai pertanggungjawaban sosial perusahaan (CSR) dan pengelolaan perusahaan yang baik (GCG) banyak dibahas. *Corporate social responsibility* dan prinsip *good corporate government* (GCG) ibarat dua sisi mata uang. Keduanya sama penting dan tidak terpisahkan. Salah satu dari empat prinsip GCG adalah prinsip *responsibility* (pertanggung jawaban). Tiga prinsip GCG lainnya adalah *fairness*, *transparency* dan *accountability*.

Studi tentang pengaruh kualitas pengungkapan sosial dan lingkungan dalam laporan tahunan terhadap reaksi investor (Nurdin, 2006:14), hasil penelitian menunjukkan bahwa

pengungkapan tema-tema sosial dan lingkungan dalam laporan tahunan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan masuk dalam kategori *high profile* berpengaruh secara signifikan terhadap reaksi investor, di mana investor di Indonesia sudah mulai menggunakan informasi sosial dan lingkungan dalam melakukan keputusan investasi.

Dari perspektif ekonomi, perusahaan akan mengungkapkan suatu informasi jika informasi tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan (Verecchia, 1983 dalam Basamalah dan Jermias, 2005:114). Perusahaan akan memperoleh legitimasi sosial dan memaksimalkan kekuatan keuangannya dalam jangka panjang melalui penerapan CSR (Kiroyan, 2006:1). Penelitian mengenai CSR sudah banyak dilakukan baik di Indonesia maupun di negara lain.

Di Indonesia pengakomodasian unsur tanggung jawab sosial belum dijalankan dengan baik dan wajar dalam proses penilaian dampak sosial maupun dalam pelaporan. Ini dibuktikan dengan begitu banyak timbul berbagai konflik dan masalah pada industrial seperti demonstrasi dan protes yang menyiratkan ketidakpuasan beberapa elemen *stakeholders* pada manajemen perusahaan. Fenomena tersebut memberikan pemahaman untuk memberikan *guideline* bahwa tanggung jawab perusahaan bukan hanya sebagai entitas yang mementingkan diri sendiri sehingga eksklusifitas dari lingkungan masyarakat, melainkan sebuah entitas yang wajib melakukan adaptasi kultural dari lingkungan sosialnya. Tanggung jawab sosial perusahaan bukan lagi sekedar kegiatan ekonomi (menciptakan profit demi kelangsungan usaha) melainkan juga tanggung jawab terhadap sosial dan lingkungan. Dunia usaha tidak lagi dihadapkan pada tanggung jawab yang berpijak pada *single bottom line*. Nilai perusahaan (*corporate value*) yang direfleksikan dalam kondisi keuangannya saja namun juga harus memperhatikan aspek sosial dan lingkungannya (Wibisono, 2007).

Disamping itu, beberapa peristiwa yang terjadi belakangan ini juga ikut menyadarkan akan pentingnya penerapan CSR. Sebagai contoh yang masih sangat segar dalam ingatan adalah kasus PT Freeport Indonesia di Papua, kasus PT Newmont di Teluk Buyat, atau bahkan yang lebih fenomenal yaitu kasus lumpur panas di ladang migas PT Lapindo Brantas di Sidoarjo. Pada kasus-kasus tersebut mengakibatkan perusahaan

mengeluarkan anggaran yang tidak kecil bahkan terhenti operasionalnya akibat adanya komplain masyarakat ([www.sinarharapan.co.id](http://www.sinarharapan.co.id)).

Selain mengungkapkan CSR penulis juga ingin menggunakan *corporate governance* sebagai variabel independen lainnya. Pengelolaan perusahaan juga mempengaruhi nilai perusahaan. Masalah *corporate governance* muncul karena terjadinya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Pemisahan ini didasarkan pada *agency theory* yang dalam hal ini manajemen cenderung akan meningkatkan keuntungan pribadinya daripada tujuan perusahaan. Selain memiliki kinerja keuangan yang baik perusahaan juga diharapkan memiliki tata kelola yang baik. Dalam penelitian ini indikator mekanisme *corporate governance* yang digunakan adalah kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit. Dalam penelitian ini semakin tinggi kepemilikan manajerial diharapkan pihak manajemen akan berusaha semaksimal mungkin untuk kepentingan para pemegang saham. Hal ini disebabkan oleh pihak manajemen juga akan memperoleh keuntungan bila perusahaan memperoleh laba. Melalui mekanisme *corporate governance* (CG) yang terdiri dari variabel kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, dan komite audit akan terjadi proses kontrol atas operasi dan keputusan yang pada akhirnya mampu meningkatkan kinerja perusahaan (return saham).

Penelitian mengenai *corporate governance* pernah dilakukan oleh Arifin (2003). Penelitian ini mengambil event study pengumuman earning perusahaan yang masuk dalam *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Dengan menggunakan data return saham penelitian ini ingin mengetahui tingkat relevansi atas pengumuman *earnings* dan volume transaksi perdagangan saham pada perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya dan yang kurang bagus *corporate governance*-nya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman *earnings* yang dilakukan oleh perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya tidak secara signifikan meningkatkan *value* relevan dari pengumuman *earnings*, namun secara signifikan menurunkan divergensi ekspektasi investor. Hal ini terbukti dengan perdagangan yang signifikan lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang kurang bagus *corporate governance*-nya.

Pada penelitian ini penulis ingin menggunakan perception index sebagai variabel kontrol, dimana *Corporate Governance Perception Index* yaitu pemingkatan corporate

governance yang dilakukan majalah Swa dan *IICG* (The Indonesian Institute for Corporate Governance).

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) dan tata kelola perusahaan (CG) proksi kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit terhadap return saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, khususnya di sektor manufaktur sub sektor barang konsumsi.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Penelitian mengenai CSR telah banyak dilakukan di berbagai negara dan dalam kurun waktu yang berbeda. Pada umumnya penelitian tersebut menilai karakteristik perusahaan yang diduga memiliki hubungan dengan praktek pengungkapan informasi CSR dalam laporan tahunan yang merupakan sumber informasi penting bagi stakeholder dalam menilai kinerja perusahaan. Berikut ini akan dijabarkan beberapa penelitian tersebut. Hackston dan Milne (1996) menyajikan bukti empiris yaitu ukuran perusahaan dan industri berhubungan dengan jumlah pengungkapan sedangkan profitabilitas tidak. Interaksi antara ukuran dan industri menunjukkan hasil bahwa terdapat hubungan yang lebih kuat antara perusahaan dalam industri yang *high-profile* dibandingkan dengan industri yang *low-profile*.

Hackston dan Milne (1996) mendefinisikan industri yang *high-profile* adalah industri yang memiliki visibilitas konsumen, risiko politis yang tinggi, atau menghadapi persaingan yang tinggi. Hackston dan Milne (1996) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktivitas ekonomi yang memodifikasi lingkungan, seperti industri ekstraktif, lebih mungkin mengungkapkan informasi mengenai dampak lingkungan dibandingkan dengan industri lain. Cowen, et al. (1987) dalam Hackston dan Milne (1996) dalam Anggraini (2006) mengatakan bahwa perusahaan yang berorientasi pada konsumen diperkirakan akan memberikan informasi mengenai pertanggungjawaban sosial karena hal ini akan meningkatkan *image* perusahaan dan mempengaruhi penjualan.

Penelitian Anggraini (2006) menemukan perusahaan akan mengungkapkan informasi tertentu jika ada aturan yang menghendaknya. Perusahaan perbankan dan

asuransi sebagian besar (lebih dari 50%) mengungkapkan informasi mengenai pengembangan sumber daya manusianya dibandingkan industri yang lain. Hal ini karena industri ini sangat tergantung kepada kemampuan manusia (karyawan) dalam memberikan jasanya kepada pelanggan. Perusahaan dengan kepemilikan manajemen yang besar dan termasuk dalam industri yang memiliki risiko politis yang tinggi (*high-profile*) cenderung mengungkapkan informasi sosial yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan lain.

Mahoney dan Robert (2003) meneliti hubungan antara kinerja sosial dan lingkungan perusahaan dengan kinerja keuangan (ROE dan ROA) dengan *variable control debt to assets ratio* dan *Assets*. Hasilnya menunjukkan hubungan yang signifikan. Sayekti dan Wondabio (2007) meneliti pengaruh CSR *disclosure* terhadap *Earning Response Coefficient*. Bukti empiris menunjukkan CSR berpengaruh negatif terhadap *earning response coefficient* yang mengindikasikan bahwa investor mengapresiasi informasi CSR yang diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Widiastuti (2002) dalam Hendra dkk (2008) dengan sampel 67 perusahaan di BEI di luar keuangan justru menunjukkan pengaruh positif.

Zuhroh dan Sukmawati (2003) melakukan pengujian empiris untuk mengetahui pengaruh dari luas pengungkapan sosial terhadap reaksi investor yang dicerminkan melalui volume perdagangan saham perusahaan yang dikategorikan dalam industri *high-profile*. Zuhroh dan Sukmawati (2003) menemukan bahwa pengungkapan sosial dalam laporan tahunan perusahaan berpengaruh terhadap volume perdagangan saham perusahaan yang masuk kategori *high profile*.

Penelitian empiris lainnya dilakukan Alexander dan Buchhloz (1978) dalam Hendra, dkk (2008) meneliti hubungan tingkat CSR dan kinerja pasar saham yang diukur dengan rata-rata return. Pengukuran tingkat CSR yang digunakan adalah ranking yang diberikan oleh pelaku usaha dan mahasiswa. Penelitian ini tidak menemukan hubungan yang signifikan antara kedua variabel tersebut. Salah satu kemungkinan penjelasan atas hasil penelitian tersebut adalah pasar modal yang sudah efisien, sehingga semua informasi sudah langsung tercermin dalam harga saham.

Brammer, et al (2005) menginvestigasi hubungan antara *corporate social performance* dan *financial performance* yang diukur dengan stock return untuk

perusahaan-perusahaan di UK. *Environment* dan *employment* berkorelasi negatif dengan return, sedangkan *community* berkorelasi positif. Hal ini dimungkinkan pembelanjaan sosial perusahaan mengakibatkan merusak nilai pemegang saham.

Penelitian Brammer telah direplikasi oleh Hendra, dkk (2008) yang diterapkan di Indonesia menunjukkan bahwa hasil analisis korelasi antara *variable CAR* dan *variable environment* dan *community* adalah positif. Parameter *employment* justru berkorelasi negatif dengan CAR. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Brammer, dimungkinkan karena pembelanjaan sosial perusahaan mengakibatkan merusak nilai pemegang saham. Penelitian ini justru menemukan *environment* berkorelasi positif dengan return. Penjelasan hal ini juga terkait dengan sampel penelitian yang berupa perusahaan rawan lingkungan dan mengikuti program peringkat kinerja lingkungan hidup dari Kementerian Lingkungan Hidup.

Secara umum, hasil-hasil penelitian empiris di atas mengindikasikan adanya pengaruh CSR terhadap kinerja perusahaan. Berbagai ukuran kinerja digunakan dalam penelitian-penelitian tersebut. Dari keterbatasan yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu maka menjadi peluang bagi penelitian berikutnya dengan parameter CSR (*products and Customers*) dan menambahkan variabel independen lain yang berupa GCG untuk melihat pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan (return saham sebagai ukurannya) dengan *perception index* sebagai variabel kontrol.

Penelitian pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan yang memasukkan CSR dan CG sebagai variabel pemoderasi telah dilakukan oleh Yunasih (2007) yang hasilnya menyatakan pengungkapan CSR sebagai variabel pemoderasi terbukti berpengaruh positif secara statistik pada hubungan return on asset dan nilai perusahaan, kepemilikan manajerial sebagai proksi CG tidak terbukti berpengaruh terhadap hubungan return on asset dan nilai perusahaan atau dengan kata lain kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel pemoderasi.

Penelitian Almilia (2006) melakukan pengujian empiris untuk melihat reaksi pasar publikasi *corporate governance perception index* pada perusahaan yang terdaftar di BEI mendapatkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan diantara kedua kelompok perusahaan yang masuk sepuluh besar dan non sepuluh besar CGPI sama-sama direaksi oleh pasar

yang ditunjukkan dengan adanya abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman.

Berdasarkan hal tersebut, permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) dan tata kelola perusahaan (CG) terhadap return saham. Return saham merupakan salah satu ukuran dari kinerja perusahaan.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2008. Adapun pemilihan samplingnya didasarkan pada *purposive sampling* dengan tujuan mendapat sampel yang representatif sesuai kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini. Kriteria yang ditetapkan untuk pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan sub sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Perusahaan yang mempublikasikan laporan tahunan (*annual report*) pada periode pengamatan 2006-2008.
- c. Perusahaan yang melaporkan aktivitas CSR dalam laporan tahunan pada periode pengamatan 2006-2008
- d. Perusahaan yang melaporkan aktivitas GCG dalam laporan tahunan pada periode pengamatan 2006-2008

Berdasarkan kriteria yang ditentukan diatas maka diperoleh laporan tahunan (*annual report*) 96 sampel.

### **Pengukuran Variabel**

#### **Return Saham (*Stock Return*)**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *stock return* (return saham) sebagai ukuran dari kinerja perusahaan, yang diukur dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang dihitung secara harian untuk periode tahunan (12 bulan). Pengukuran *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan *Mean-adjusted model*. Jika return harian digunakan, maka kurangkan rata-rata return harian dari return harian aktual untuk

memperoleh return tak normal. Formulasnya adalah sebagai berikut: (Tandelilin, 2010:225)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i$$

Dalam hal ini:

$AR_{i,t}$  = return tak normal sekuritas  $i$  pada hari  $t$ .

$R_{i,t}$  = return aktual sekuritas  $i$  pada  $t$ .

$R_i$  = rata-rata return sekuritas  $i$  selama sekian hari sebelum hari  $t$ .

Menghitung *actual return* perusahaan

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

$R_{it}$  = actual return/ return realisasi saham  $i$  pada waktu  $t$

$P_{it}$  = harga saham  $i$  pada waktu  $t$

$P_{it-1}$  = harga saham  $i$  pada waktu  $t-1$

Selanjutnya, perhitungan CAR untuk masing-masing perusahaan adalah merupakan kumulasi abnormal return dari masing-masing perusahaan tersebut selama periode pengamatan

Variabel independen dalam penelitian ini tanggung jawab sosial perusahaan. Informasi pengungkapan corporate social responsibility yang digunakan dalam penelitian ini bertemakan *product and customers*. Daftar item yang digunakan adalah daftar item yang pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, yaitu Sayekti dan Wondabio (2007). Pengecekan penghitungan CSR yang bertemakan *product and customers* yang ada pada laporan tahunan, menggunakan pendekatan dikotomi yaitu setiap item CSR dalam instrumen penelitian diberi nilai 1 jika ada, dan nilai 0 jika tidak ada (Hendra dkk, 2008) yang juga digunakan Sayekti dan Wondabio (2007). Selanjutnya, skor dari setiap item dijumlahkan untuk memperoleh keseluruhan skor untuk setiap perusahaan.

$$CSDI_j = \frac{\sum X_{ij}}{n_j}$$

Dimana:



CSDIt : *Corporate Social Responsibility Disclosure Index* perusahaan j  
nj : jumlah *item* untuk perusahaan j, nj = 78  
Xij : 1 = jika *item* i diungkapkan; 0 = jika *item* i tidak diungkapkan.  
Dengan demikian,  $0 < CSDIt < 1$

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon, 2005). Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.

Proporsi dewan komisaris independen diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan (Gideon, 2005)

Komite audit memiliki peranan penting untuk menjamin kualitas laporan keuangan perusahaan yang dilaporkan. Jumlah komite audit yang lebih banyak memiliki mekanisme yang lebih efektif (Zhou, 2004). Komite audit diukur dengan menggunakan indikator jumlah anggota komite audit suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini digunakan *perception index* sebagai variabel kontrol untuk membandingkan antara perusahaan yang termasuk kategori sepuluh besar dan non sepuluh besar menurut peratingan yang diadakan IICG bekerjasama dengan majalah Swa.

### **Teknik Analisis Data**

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Regresi Linier Berganda. Adapun langkah-langkah yang dilakukan untuk melakukan pengolahan data adalah sebagai berikut :

- a. Melakukan perhitungan terhadap rasio-rasio variabel yang dianalisis meliputi rasio tanggung jawab sosial perusahaan dengan melakukan pemberian skor pengungkapan tanggung jawab sosial atas item-item yang ada pada laporan keuangan tahunan dan menyusun data sheet., rasi
- b. Melakukan perumusan model penelitian. Model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$RS = a + b_1 CSR + b_2 KM + b_3 DK + b_4 KA + b_5 PI + e$$

Dimana :

- RS = Return Saham
- a = konstanta (tetap)
- CSR = corporate social responsibility
- KM = Kepemilikan manajerial
- DK = Dewan Komisaris
- KA = Komite Audit
- PI = Perception Index
- $b_{1-5}$  = koefisien variabel
- e = error (kesalahan baku)

- c. Melakukan uji normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov.
- d. Melakukan pengujian asumsi klasik, terdiri dari tiga asumsi yaitu multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.
- e. Melakukan pengujian terhadap hipotesis, yang meliputi : uji f dan uji t dengan tingkat signifikansi sebesar 5%.
- f. Melakukan analisis deskriptif, yaitu mengorganisasi dan menganalisis data kuantitatif, sehingga diperoleh gambaran teratur mengenai suatu kegiatan. Yaitu dengan menentukan rata-rata (*mean*), angka tengah (*median*), dan nilai yang paling sering muncul (*modus*). Serta menentukan ukuran variabilitas/penyimpangan misalnya kecondongan, range dan standar deviasi

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **1.Uji Normalitas**

Dengan melihat hasil analisis Kolmogorov-Smirnov, diketahui angka signifikansi sebesar 0,414. Dengan taraf signifikan 0,05 terlihat bahwa angka signifikan lebih besar daripada taraf signifikan. Maka artinya data tersebut dinyatakan terdistribusi secara normal. Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini memenuhi syarat uji asumsi klasik.

## 2. Uji Asumsi Klasik

a. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas dapat diketahui bahwa nilai tolerance semua variabel independen lebih dari 0,10 dan begitu juga dengan nilai VIF-nya menunjukkan nilai kurang dari 10. Berarti tidak terdapat gangguan multikolinearitas pada model penelitian ini.

b. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas terlihat bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak terdapat gangguan heteroskedastisitas karena tidak ada pola yang jelas pada titik-titiknya. Titik-titiknya juga menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, kondisi ini menunjukkan tidak terjadinya heteroskedastisitas.

## 3. Pengujian Model Penelitian

- Koefisien korelasi ( $R$ ) = 0,169, hasil ini menunjukkan bahwa derajat hubungan (korelasi) antara variabel independen dengan variabel dependen hanya sebesar 16,9%. Artinya variabel dependen dalam hal Return Saham mempunyai hubungan yang sangat lemah dengan variabel independen (CSR dan GCG) karena diperoleh nilai koefisien korelasi lebih kecil dari 0,5.

- Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) = 0,029, hasil ini menunjukkan bahwa sebesar 2,9% variabel independen dalam penelitian ini yang terdiri dari tanggung jawab sosial (CSR), kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit, perception index mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen yaitu Return saham. Sedangkan selebihnya sebesar 97,1 % dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model penelitian. Dalam penelitian ini hal yang sangat menarik bahwa model penelitian sangat lemah sekali pengaruhnya. Hal ini dimungkinkan karena kandungan informasi yang terdapat dalam annual report tidak menarik perhatian para investor dan juga merupakan hal yang baru dibandingkan dengan informasi keuangan (financial report).

- Berdasarkan hasil uji Anova uji f diperoleh tingkat signifikansinya 0,759. Karena tingkat signifikansi ini jauh lebih besar daripada tingkat keyakinan ( $\alpha = 0,05$ ), maka dapatlah dikatakan bahwa nilai  $F_{hitung}$  tersebut tidak signifikan secara statistik. Ini berarti bahwa variabel independen yang terdiri dari tanggung jawab sosial (CSR), kepemilikan

manajerial, dewan komisaris, komite audit, dan perception index secara bersama-sama tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.

- Berdasarkan hasil uji t terlihat bahwa variabel CSR (tanggung jawab sosial), kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit dan perception index memiliki tingkat signifikansi jauh lebih besar dari 0,05. Ini berarti variabel-variabel CSR, kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit dan perception index masing-masing variabel tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Maka persamaan matematis yang menunjukkan pengaruh pengaruh tanggung jawab sosial dan tata kelola perusahaan terhadap return saham adalah sebagai berikut:

$$RS = -0,0890 - 0,138 CSR - 0,00653KM + 0,4 DK - 0,126 KA + 0,131 PI + e$$

#### 4. Pembahasan

**Tabel 1**  
**Ringkasan Hasil Uji Hipotesis**

Variabel	Koefisien	p-value	Keterangan
CSR	-0,138	0,812	Tidak signifikan
Kepemilikan manajerial	-0,00653	0,218	Tidak signifikan
Dewan komisaris	0,4	0,514	Tidak signifikan
Komite audit	-0,126	0,586	Tidak signifikan
Perception index	0,131	0,588	Tidak signifikan

Keterangan: Tingkat signifikansi  $\alpha=0,05$

Hipotesis pertama penelitian menyatakan bahwa tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) berpengaruh terhadap return saham. Pada tabel di atas terlihat bahwa CSR (tanggung jawab sosial) tidak berpengaruh terhadap return saham yang ditunjukkan oleh p-value sebesar 0,812 ( $p > 0,05$ ) dan nilai koefisien -0,138. Hasil ini tidak mendukung hipotesis pertama, yang menarik dalam penelitian ini hasil menunjukkan tanda negatif. Berarti perubahan CSR tidak diiringi searah dengan perubahan return saham. Dengan demikian, penelitian ini gagal membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan pengungkapan lingkungan yang tinggi dalam laporan tahunannya memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar.

Hal ini kemungkinan disebabkan karena: (1) isu mengenai CSR merupakan hal yang relatif baru di Indonesia dan kebanyakan investor memiliki persepsi yang rendah terhadap hal tersebut, (2) kualitas pengungkapan CSR tidak mudah untuk diukur; umumnya perusahaan melakukan pengungkapan CSR hanya sebagai bagian dari iklan dan menghindari untuk memberikan informasi yang relevan, dan (3) kebanyakan investor berorientasi pada kinerja jangka pendek, sedangkan CSR dianggap berpengaruh pada kinerja jangka menengah dan jangka panjang.

Penelitian Gelb dan Zarowin (2000), dalam Widiastuti (2002), menyatakan bahwa ungkapan dalam laporan tahunan tidak membuat harga saham lebih informatif, karena ungkapan dalam laporan tahunan tidak cukup memberikan informasi tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Turdivant dan Ginter (1977), dalam Arlow dan Gannon (1982), bahwa perusahaan yang melakukan tanggung jawab sosial dengan baik akan menikmati kinerja pasar yang lebih baik.

Namun demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Alexander dan Buchhloz (1978), dalam Sayekti dan Wondabio (2007), dimana mereka juga tidak menemukan hubungan yang signifikan antara pengungkapan CSR dengan *stock market*. Salah satu kemungkinannya adalah respon pasar terhadap implementasi CSR yang dilakukan oleh perusahaan tidak dapat secara langsung (*immediate*) mempengaruhi *return*, akan tetapi membutuhkan waktu yang lebih lama.

Jadi hasil analisis regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa CSR berpengaruh negatif tidak signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor kurang menaruh perhatian terhadap aktivitas sosial perusahaan dalam memutuskan untuk berinvestasi. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sayekti dan Wondabio (2007) walaupun pada penelitian ini telah memfokuskan pada sampel sektor barang konsumsi saja.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa Tata Kelola Perusahaan (CG) proksi kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit berpengaruh terhadap return saham. Pada Tabel 1 menunjukkan tata kelola perusahaan proksi kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien -0,00653 dengan p-value sebesar 0,218 ( $p > 0,05$ ). Berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap

return saham dan memiliki tanda negatif. Hasil ini tidak mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa tata kelola perusahaan dengan proksi kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap return saham. Hasil temuan yang tidak signifikan ini sejalan dengan penelitian Daily dkk(1998), Deloitte & Touche dalam Darmawati (2004), Hidayah (2008) yang menyimpulkan bahwa penerapan corporate governance tidak mempengaruhi secara langsung kinerja perusahaan. Yang menarik dalam model penelitian ini bahwa hasil yang ditemukan bertanda negatif tetapi tidak signifikan. Artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial maka semakin rendah return saham, tetapi pengaruh pada penelitian ini tidak signifikan.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investor atau masyarakat yang ingin menanamkan sahamnya dalam hal ini tidak melihat besar atau kecilnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Pada penelitian ini tingkat kepemilikan manajerial rata-rata perusahaan sebesar 61,69%, hal ini menunjukkan mayoritas kepemilikan dikuasai pihak manajemen. Merujuk pada penelitian Gideon (2005) bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen, semakin tinggi besaran manajemen laba pada laporan. Hal ini yang dapat mempengaruhi *financial performance* sehingga laporan keuangan tidak mencerminkan keadaan yang sesungguhnya.

Hasil temuan ini tidak mendukung teori keagenan yang menyatakan bahwa untuk meminimalkan konflik keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial di dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Hasil ini terjadi dimungkinkan karena sampel yang sedikit dan bergerak pada satu sub sektor saja yaitu sektor barang konsumsi.

Untuk hipotesis tata kelola proksi dewan komisaris berpengaruh terhadap return saham dapat dilihat pada Tabel 1 yang menunjukkan nilai koefisien 0,4 bertanda positif dengan p-value 0,514 ( $p > 0,05$ ). Berarti hipotesis ditolak bahwa dewan komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Hasil yang tidak signifikan ini mendukung penelitian Sulistyanto (2003) yang menyatakan bahwa pengumuman non keuangan mempunyai kandungan informasi (*information content of non financial announcement*) akan direspon lebih lambat oleh pasar dibandingkan pengumuman non keuangan yang mempunyai kandungan informasi keuangan.

Hasil temuan untuk variabel ukuran dewan komisaris yang tidak signifikan terhadap return saham dapat dijelaskan bahwa aktifnya peranan dewan komisaris dalam

praktek sangat tergantung pada lingkungan yang diciptakan oleh perusahaan yang bersangkutan. FCGI (2002) menyatakan bahwa di Indonesia sering terjadi anggota dewan komisaris bahkan sama sekali tidak menjalankan peran pengawasannya yang sangat mendasar terhadap dewan direksi. Dewan komisaris seringkali dianggap tidak memiliki manfaat. Hal ini dapat dilihat dalam fakta, bahwa banyak anggota dewan komisaris tidak memiliki kemampuan, dan tidak dapat menunjukkan independensinya (sehingga dalam banyak kasus, dewan komisaris juga gagal untuk mewakili kepentingan *stakeholders* lainnya selain daripada kepentingan pemegang saham mayoritas).

Hipotesis ketiga penelitian ini menyatakan bahwa secara bersama-sama (simultan) CSR (*corporate social responsibility*) dan CG (*corporate governance*) berpengaruh terhadap return saham. Untuk pengungkapan CSR seperti yang digunakan Sayekti dan Wondabio (2007) yang terdiri dari 78 item pengungkapan sedangkan CG diproksi variabel kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit dan *perception index* sebagai variabel kontrol. Hasil ini dapat dilihat pada tabel 15 yang menunjukkan tingkat signifikansi 0,759, nilai ini jauh di atas nilai tingkat keyakinan ( $\alpha = 0,05$ ), maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa CSR dan CG secara bersama-sama tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.

Dari hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa tidak terdapat bukti empirik mengenai pengungkapan tanggung jawab sosial dan tata kelola perusahaan terhadap return saham. Hasil ini tidak mendukung survey yang dilakukan oleh tiga lembaga Internasional independen, *EnviroNics International* (Kanada), *Conference Board* (AS) dan *Prince of Wales Business Leader Forum* (Inggris) tentang hubungan antara CSR dan citra perusahaan. Survey dilakukan terhadap 25 ribu konsumen di 23 negara yang dituangkan dalam *Millenium Poll on CSR* pada tahun 1999. Hasil survey menunjukkan bahwa mayoritas responden (60%) menyatakan bahwa CSR seperti etika bisnis, praktik sehat terhadap karyawan, dampak lingkungan, merupakan unsur utama mereka menilai baik atau tidaknya suatu perusahaan. Sedangkan faktor fundamental bisnis, seperti kinerja keuangan, ukuran perusahaan, strategi perusahaan atau manajemen, hanya dipilih oleh 30% responden (Suharto, 2008).

Salah satu tokoh yang kritis terhadap CSR adalah David Vogel, penyandang Solomon Lee Professor of Business Ethics pada Haas School dan Professor of Political Science di University of California Berkeley. Menurutnya, perkembangan literatur CSR memiliki kelemahan yang seragam, yakni “tidak menimbang dengan hati-hati apa yang didapat dan tidak dapat dicapai oleh dan melalui CSR (Jalal, 2006). Vogel menemukan bahwa “tesis” yang menyatakan bahwa CSR akan meningkatkan keuntungan perusahaan merupakan keyakinan yang dikurang didukung data empiris. Investasi dalam CSR mirip belanja iklan, yang belum tentu mendongkrak keuntungan perusahaan.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dan tata kelola perusahaan terhadap return saham. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur sub sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melaporkan laporan tahunannya untuk tahun 2006-2008 yaitu sebanyak 96 perusahaan. Variabel tata kelola perusahaan yang diuji dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit. Sedangkan variabel return saham diukur dengan cumulative abnormal return (CAR).

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel tanggung jawab sosial perusahaan dan variabel tata kelola perusahaan proksi kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap return saham.

### **Implikasi Hasil Penelitian**

Hasil penelitian ini hendaknya dapat digunakan investor, calon investor, bapepam dalam mengetahui secara mendalam manfaat pengungkapan tanggung jawab sosial dan tata kelola perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan pada umumnya. Serta perusahaan hendaknya dapat menjalankan atau menerapkan CSR dan tata kelola perusahaan bersungguh-sungguh tidak terbatas pada *lip service* saja. Jadi hendaknya pengungkapan ini harus diimbangi dengan kinerja perusahaan tersebut, jangan hanya



untuk memenuhi aturan saja. Bagi pembuat regulasi hendaknya dapat meneliti ulang tentang indikator apa-apa saja yang perlu dipertimbangkan sebagai perusahaan yang memiliki tata kelola perusahaan yang baik. Hasil ini penelitian ini juga ternyata tidak dapat memberikan sinyal kepada pasar karena model penelitian ini menekankan hanya pada informasi non keuangan saja.

### **Keterbatasan**

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan yang memerlukan perbaikan dan pengembangan dalam penelitian-penelitian selanjutnya. Keterbatasan-keterbatasan penelitian ini adalah:

1. Skor index pengungkapan laporan tahunan yang dinilai oleh peneliti berdasarkan interpretasi terhadap informasi laporan tahunan perusahaan sampel, sehingga memungkinkan terjadinya perbedaan penilaian antar perusahaan karena penafsiran peneliti yang subyektif.
2. Variabel yang diteliti dalam penelitian ini hanya berfokus tentang informasi non keuangan saja.
3. Dalam penelitian ini, variabel ukuran dewan komisaris dan komite audit hanya diukur dari jumlah yang ada, tidak diukur dari karakteristik yang lain. Jika pengukurannya berbeda mungkin akan memberikan hasil yang berbeda pula.
4. Perusahaan yang menjadi sampel hanya pada sektor barang konsumsi saja, sedangkan perusahaan pada sektor ini yang termasuk dalam kategori sepuluh besar hanya satu perusahaan.

### **Saran**

Penelitian selanjutnya disarankan untuk melaksanakan hal-hal berikut ini:

1. Untuk mengurangi subyektifitas, penelitian ini sebaiknya mungkin melibatkan peneliti lain.

2. Sebaiknya untuk penelitian berikutnya variabel yang diteliti memasukkan variabel informasi keuangan, mengingat tingkat  $R^2$  yang sangat rendah dari model yang diuji dalam penelitian ini yaitu sebesar 2,9%. Hal ini menunjukkan lemahnya variabel independen menjelaskan variabel dependen.
3. Dalam penelitian ini variabel dewan komisaris diukur berdasarkan persentase jumlah anggota. Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya pengukuran dilakukan lebih rinci, misalnya diukur dengan kemampuan, independensi dan bagaimana komite audit melaksanakan pengawasannya dalam perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini, Fr. 2006. *Pengungkapan informasi sosial dan faktor-faktor yang mempengaruhi pengungkapan informasi sosial dalam laporan keuangan tahunan (Studi Empiris pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar bursa efek Jakarta)*.
- Almilia, Luciana Spica dan Lailul L. 2006. *Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*. Makalah disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi ke-9. Padang, 23-26 Agustus.
- Arifin, Zaenal. 2007. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Penerbit Ekonisia, Yogyakarta.
- Arlow, Peter, Gannon, Martin J. *Social Responsiveness, Corporate Structure, And Economic Performance*. Academic of Management Review, Vol.7, No.2, 235-241,1982.
- Belal, Ataur Rahman, 2001. *A study corporate social disclosures in Bangladesh*. Managerial Auditing Journal 16 (5): 274-289
- Brammer S. Brooks C, dan Pavelin S. 2005. *Corporate Social Performance And Stock Return: UK Evidence from Disaggregate Measures*. Financial Management.
- Bassamalah, Anies S., dan Johnny Jermias, 2005. *Social and Enviromental Reporting and Auditing in Indonesia : Maintaining Organizational Legitimacy?* Gadjah Mada International Journal of Business. January-April vol.7. No.pp : 109-127.
- Boediono, Gideon, 2005, *Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba Dengan Menggunakan Analisis Jalur*, SNA VIII, Solo.

- Darmawati Deni, Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. (2004). *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi VII, IAI, 2004.
- Dwi Yana Amilia S.Fala. 2007. Pengaruh Konservatisme Akuntansi Terhadap Nilai Ekuitas perusahaan Dimoderasi oleh Good Corporate Governance. Makalah Disampaikan Dalam Simposium Nasional Akuntansi X. Makasar, 26-28 Juli.
- Fauzi. H. Mahoney L. Rahman AA. 2007. *The link between corporate social performance and financial performance evidence from Indonesian companies*. Issues in Social and Environmental Accounting 1 (1): 149-150.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi ketiga. Semarang: Badan Penerbit universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. New York: MC. Graw-Hill Inc. Jakarta: Erlangga
- Hendra, Kartika., Eko Suwardi dan Doddy Setiawan. 2008. *Corporate Social Responsibility (CSR) dan Kinerja perusahaan*. Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia. 14(2): 101-112.
- Hackston, David and Markus J. Milne. 1996. *Some Determinants of Social and Environmental Disclosures in New Zealand Companies*. Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 9 No.1. p. 77-100.
- Hidayah, Erna. 2008. *Pengaruh Kualitas Pengungkapan Infoemasi Terhadap Hubungan Antara Penerapan Corporate Governance Dengan Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*. JAAI Vol. 12. No.1. Juni :53-64
- Isnanta, Rudi. *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan*. Skripsi. 2008.
- Jalal (2006), "Menimbang CSR Secara Rasional" dalam Kompas, 29 Juni.
- Jensen, Michael C. Dan W.H. Meckling. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3. p.305-360.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kuncoro, M. 2003. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*, Erlangga, Jakarta.
- Kiroyan, Noke, 2006. *Good Corporate Governance (GCG) dan Corporate Social Responsibility (CSR) Adakah Kaitan diantara keduanya?* Economics Business Accounting Review. Edisi III. September-Desember: 45-58.

Komite Nasional Kebijakan Governance, (2006), Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. [http://www.bapepam.go.id/pasar\\_modal/publikasi\\_pm/info\\_pm/pedoman\\_GCG\\_Indonesia.pdf](http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/info_pm/pedoman_GCG_Indonesia.pdf). Diakses tanggal 3 Mei 2010

Mayangsari, Sekar, dan Mutanto, 2002. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pembentukan Komite Audit*. Proceeding Simposium Surviving Strategies To Cope With The Future, Fak. Ekonomi Universitas Atmajaya Yogya.

Midiastuty, Pratana Puspa dan Mahfoedz, Mas'ud. (2003). *Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba*. Simposium Nasional Akuntansi VI. IAI, 2003.

Murwaningsari, Ety. 2009. *Hubungan Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Dan Corporate Financial Performance Dalam Satu Continuum*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan FE Universitas Trisakti. Vol.11, No.1,2.

Ni Wayan Yuniasih dan Made Gede W. *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Dan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi*. Jurnal Akuntansi & Bisnis. Vol.1. No.1. Juli, 75-86

Nuridin, Emilia, 2006, *Pengaruh Kualitas Pengungkapan Sosial dan Lingkungan Dalam Laporan Tahunan Terhadap Reaksi Investor*. Tulisan ini merupakan bagian dari Tesis (S2) pada Program Pasca Sarjana Universitas Padjadjaran

Pranata, Yudha. *Pengaruh penerapan Corporate Governance Terhadap kinerja keuangan Perusahaan*. Skripsi. 2007.

*Pengertian dan Konsep Corporate Governance*, didownload dari [www.iicg.org](http://www.iicg.org)

Peraturan Bapepam, didownload dari <file:///D:/peraturan> bapepam ttg laporan tahunan No VIII.G.2.htm.

Puspowarsito, A.H. 2008. *Metode Penelitian Organisasi dengan Aplikasi Program SPSS*. Bandung: Penerbit Humaniora.

Sari, Kartika Rachma. 2010. *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Auditor terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Sriwijaya (Tidak dipublikasikan).

Sahat Sihombing. 2007. *CSR Untuk Siapa?* Tersedia di URL: <http://www.sinarharapan.co.id/berita/0708/03> eko 02.

- Sayekti, Yosefa, dan Ludovicus Sensi Wondabio. 2007. *Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coefficient*. Makalah Disampaikan dalam Simposium nasional Akuntansi ke- 10. Makasar, 26-28 Juli.
- Shleifer, A dan R.W. Vishny. 1996. *A survey of Corporate Governance*. Working Papers. National Bureau of Economics Research. Cambridge.
- Suad Husnan dan Erni Pudjiastuti. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ke-3. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sembiring, Edi Rismanda. 2005. *Karakteristik Perusahaan dan Pengungkapan Tanggung jawab Sosial: Studi Empiris pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta*. Makalah disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo, 15-16 September.
- Sunarto. 2003. *Corporate Governance dan Kinerja Saham*. Fokus Ekonomi. Vol. 2, No. 3. hal. 240-257.
- Sulistiyanto, H.Sri. 2003. *Good Corporate Governance: Bisakah Meningkatkan Kepercayaan Masyarakat?*. Jurnal Ekonomi & Bisnis Ekobis. Vol.4.No.1. Januari.
- Surya, Indra dan Ivan Yustiavanda. 2006. *Penerapan Good Corporate Governance: Mengesampingkan Hak-hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*, Jakarta: Pranada Media Grup.
- Swa. 2004. No.04/XX/19 Februari- 3 Maret 2004.
- Sukarmi. 2010. [http: www.djpp.depkumham.go.id/hukum bisnis/84-tanggung jawab sosial perusahaan corporate social responsibility dan iklim penanaman modal](http://www.djpp.depkumham.go.id/hukum_bisnis/84-tanggung_jawab_sosial_perusahaan_corporate_social_responsibility_dan_iklim_penanaman_modal).
- Suharto, Edi. 2008. [http: www.policy.hu/suharto](http://www.policy.hu/suharto) . *Tanggung Jawab Sosial Perusahaan: Apa itu dan Apa Manfaatnya Bagi Perusahaan*.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Ivestasi: Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Theresia Dwi Hastuti, 2005. *Hubungan Antara GCG dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Dilisting Di BEJ)*. Makalah SNA VIII.
- Wibisono, yusuf, 2007. *Membedah Kosep dan Aplikasi CSR (Corporate Social Responsibility)*, Fascho Publishing, Gresik.

- Widiastuti, Harjanti. 2002. *Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Terhadap Earning Response Coefficient (ERC)*. Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, 5-6 September 2002.
- Zaenal Arifin. 2003. *Pengaruh Corporate Governance terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Pada Saat pengumuman Earnings* . Simposium Nasional Akuntansi VI. 16-17 Oktober 2003, Surabaya. Hal. 614-621.
- Zhou, Jian and Ken Y. Chen. 2004. *Audit Committee, Board, Characteristic And Earnings Management By Commercial Banks*. Working Paper, <http://www/ssrn.com>.

