

REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN PERINGKAT KINERJA PERUSAHAAN DALAM PENGELOLAAN LINGKUNGAN

I Wayan Eka Wiranata¹
I Gde Ary Wirajaya²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: ekawiranata27@gmail.com / Telp: +62 87 86 03 20 920

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini merupakan *event study* yang membahas mengenai reaksi pasar akibat adanya suatu informasi mengenai pengumuman peringkat kinerja perusahaan dalam mengelola lingkungan (PROPER). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar bereaksi dengan pengumuman peringkat dari PROPER yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham harian dari perusahaan yang mengikuti program tersebut.. Pengamatan dalam penelitian ini selama 7 hari dan metode yang digunakan untuk menganalisa data adalah uji *one sample t-test*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saat tanggal pengumuman dan hari kedua setelah tanggal pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa investor bereaksi ketika adanya pengumuman mengenai peringkat kinerja lingkungan perusahaan. Adanya *abnormal return* yang positif menunjukkan bahwa pengumuman ini merupakan berita baik sehingga program pemeringkatan kinerja terhadap lingkungan perlu dilaksanakan kembali.

Kata kunci : reaksi pasar, *abnormal return*, kinerja lingkungan, proper

ABSTRACT

This research is an event study that discusses the market reaction as a result of any information regarding the company's announcement of performance ratings in managing the environment by PROPER program. The purpose of this study was to determine whether the market reacted to the announcement of the PROPER ratings indicated the presence of abnormal returns around the announcement date. The data used in this study are daily stock prices of companies that participated in the program. The observation in this study for 7 days and the methods used to analyze the data is one sample t - test. The results of this study revealed that there are significant abnormal returns during the announcement date and the second day after the date of the announcement. This shows that investors react when the announcement about the company's environmental performance rating. Positive abnormal return indicates that this announcement is good news that the performance ranking programs on the environment should be carried out again.

Key Words: market reaction, *abnormal return*, environmental performance, proper

PENDAHULUAN

Elkington (1997) dalam bukunya yang berjudul “*Cannibal with Forks, the Triple Bottom Line of Twentieth Century Business*” mengemukakan bahwa jika suatu perusahaan ingin bertahan (*going concern*) maka harus memperhatikan 3P yaitu *profit* sebagai keuntungan, *people* dimana perusahaan harus memperhatikan kesejahteraan masyarakat dan *planet* merupakan kontribusi perusahaan terhadap lingkungan. Pada umumnya perhatian investor sering terpusat terhadap informasi laba tanpa memperhatikan bagaimana proses laba tersebut dihasilkan (Beattie *et al*, 1994). Laba atau tingkat keuntungan merupakan parameter yang mudah untuk mengukur kinerja manajemen perusahaan, membantu memprediksi keadaan usaha di masa mendatang, dan memperkirakan distribusi dividen untuk periode selanjutnya (Hendricksen dan Breda, 1992). Jika para investor dan manajemen terlalu fokus terhadap laba, maka timbul upaya untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) sehingga sulit untuk menilai kinerja dari suatu perusahaan jika hanya menggunakan parameter laba (Bartov, 1993).

Konsep Elkington dalam mempertahankan kinerja perusahaan tidak hanya cenderung di parameter laba, melainkan bisa menggunakan parameter lingkungan dan kontribusi terhadap orang-orang disekitar. Dalam artikel ini akan dibahas hanya mengenai lingkungan karena pada saat ini banyak terjadi perusakan lingkungan terutama di Indonesia. Utama (2007) menyatakan kerusakan lingkungan yang terjadi di Indonesia sudah semakin parah. Hal tersebut dimulai dari perubahan iklim yang

tidak menetap, polusi udara dan air, serta maraknya penggundulan hutan. Salah satu berita mengenai kerusakan lingkungan pada bulan Mei 2013 terjadi di tambang emas terbesar di Indonesia akibat longsor dengan korban berjumlah puluhan orang. Kerusakan terhadap lingkungan bisa dikarenakan sanksi yang masih lemah. Mobus (2005) menyatakan semakin kuat sanksi yang diberlakukan maka semakin berkurang adanya penyimpangan.

Pemerintah pada dasarnya sudah serius untuk menanggapi berbagai masalah lingkungan. Hal tersebut dapat diketahui dari banyaknya program-program yang berkaitan dengan tata kelola lingkungan seperti : Adipura, Adiwiyata, dan Langit Biru. Beberapa program tersebut masih memiliki kekurangan dari segi sasaran peserta. Padahal penyebab utama kerusakan lingkungan adalah peralihan fungsi kawasan konservasi menjadi kawasan industri sehingga yang dominan berperan dalam lingkungan adalah perusahaan (Dunlap and Scarce, 1991). Salah satu program lingkungan yang pesertanya adalah perusahaan adalah PROPER.

PROPER merupakan program dari kementerian lingkungan hidup yang memberikan pemeringkatan terhadap perusahaan dalam mengelola lingkungannya. Ada lima macam warna yang diberikan dalam pemeringkatan. Peringkat terbaik adalah berwarna emas, terbaik kedua berwarna hijau, selanjutnya biru, merah, dan hitam sebagai peringkat terburuk. Program PROPER bisa dikatakan menarik jika dilihat dari jumlah peserta yang setiap tahunnya mengalami peningkatan. Pada tahun 2002 diikuti sebanyak 85 perusahaan sampai dengan periode 2012 jumlah peserta

mencapai 1.312 perusahaan. Hal tersebut mencerminkan beberapa perusahaan memiliki ketertarikan dalam memperbaiki kinerja lingkungannya.

Informasi yang berkaitan dengan isu sosial membuat investor lebih tertarik untuk menganalisa (Sayekti dan Loduvicus, 2006). Beberapa dari hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda terhadap tema lingkungan. Ulrich Oberndorfer (2006) melakukan pengujian terhadap pengaruh regulasi lingkungan pada *return* saham perusahaan di Jerman. Hasilnya mengatakan bahwa ada dampak negatif dari regulasi tersebut terhadap pasar saham di Jerman dan tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Penelitian dari Dahlia dan Veronica (2008) menyatakan isu sosial tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Penelitian dari Suranta (2010) yang meneliti pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dengan menggunakan variabel isu sosial dan lingkungan tidak memberikan pengaruh terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan. Bayu Tri Prasetyo (2010) meneliti tentang “Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance*, kinerja lingkungan, dan Pengungkapan lingkungan perusahaan terhadap reaksi pasar Hasilnya menunjukkan pengungkapan kinerja lingkungan yang diprosikan dalam pemeringkatan PROPER belum mampu menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Hasil penelitian yang positif terhadap isu lingkungan ditunjukkan oleh Megawati Cheng (2011) yang meneliti tentang Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dengan sampel 40 perusahaan dimana perusahaan tersebut memiliki aktivitas yang berkaitan dengan pengelolaan sumber daya alam. Hasilnya

menunjukkan bahwa pengungkapan tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*. Nurdin dan Cahyandito (2006) meneliti bahwa pengungkapan tema sosial dan lingkungan berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return*. Al Tuwaijri (2004) meneliti tentang pengungkapan lingkungan, kinerja lingkungan, dan kinerja keuangan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat hubungan positif yang signifikan antara pengungkapan lingkungan dengan kinerja lingkungan, dan kinerja lingkungan dengan kinerja ekonomi. Dasgupta *et al*, 1997 melakukan penelitian mengenai reaksi pasar terhadap kinerja lingkungan dengan perusahaan yang berada di Argentina, Meksiko, Chili, dan Filipina menunjukkan hasil bahwa pasar bereaksi positif terhadap kinerja perusahaan yang baik dan bereaksi negatif terhadap kinerja lingkungan yang buruk. Reaksi tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Porter dan Linde (1995). Lindrianasari (2007) menyatakan bahwa semakin baik kinerja lingkungan maka semakin memungkinkan untuk perusahaan tersebut melakukan pengungkapan kinerja lingkungannya.

Teori sinyal menekankan bahwa informasi yang berkaitan dengan perusahaan akan memberikan umpan balik dari investor atas informasi tersebut (Watts, 2000). Informasi yang bersifat positif akan direaksi positif begitu juga sebaliknya (Brown dan Warner, 1985). Misalnya Penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998) tentang reaksi pasar modal akibat peristiwa politik dalam negeri tanggal 27 Juli 1996 menunjukkan pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut tetapi

reaksi yang terjadi adalah negatif dan terjadi secara spontan. Hal tersebut membuktikan bahwa informasi yang kuat akan memberikan reaksi terhadap pasar dengan naik atau turunnya harga sesuai dengan analisa dari investor terhadap informasi. Informasi yang berkaitan dengan isu lingkungan masih memiliki respon yang berbeda sehingga penelitian ini bertujuan untuk meneliti bagaimana kecenderungan reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman PROPER dan membandingkan apakah terdapat perbedaan reaksi antara peringkat terbaik dengan peringkat terburuk dalam pengelolaan lingkungan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan *event study* yaitu studi yang mempelajari tentang reaksi pasar akibat dari adanya pengumuman atau informasi (Peterson, 1989). Semakin baik kinerja perusahaan, semakin cenderung untuk melakukan pengungkapan dan akan menaikkan nilai saham perusahaan tersebut (Junaedi, 2005). Ball dan Brown (1968) merupakan orang yang pertama kali melakukan penelitian mengenai reaksi pasar dengan menggunakan return dan *abnormal return*. Penelitian ini akan mencari nilai *abnormal return* dengan menggunakan informasi kinerja perusahaan dalam pengelolaan lingkungan. Penarikan sampel dari penelitian ini menggunakan tehnik *purposive sampling* dengan kriteria bahwa perusahaan yang mengikuti PROPER terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan tidak melakukan *corporate action* selama periode peristiwa. Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 42 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sebagai sampel. Data yang

digunakan merupakan harga saham penutupan harian masing-masing perusahaan sampel selama 7 hari peristiwa dan 100 hari periode estimasi.

Perhitungan *abnormal return* merupakan selisih antara return realisasi dengan return ekspektasian. Return realisasi merupakan return yang sudah terjadi sedangkan return ekspektasian merupakan return yang diharapkan dan belum terjadi (Brown dan Warner, 1980). Perhitungan return realisasi menggunakan return total sedangkan return ekspektasian dihitung menggunakan *mean adjusted model* dengan periode estimasi selama 100 hari. Jika nilai *abnormal return* sudah diketahui maka nilai tersebut akan dirata-ratakan dan diuji secara statistik. Pengujian secara statistik untuk mengetahui bagaimana kecenderungan reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman PROPER menggunakan uji *one sample t-test*. Sedangkan untuk menguji perbedaan reaksi antara peringkat terbaik dengan peringkat terburuk menggunakan uji beda *independent t-test*.

HASIL PEMBAHASAN

Data yang sudah diperoleh selanjutnya akan diolah untuk menghitung nilai *abnormal return* seluruh perusahaan yang mendapat peringkat dari PROPER periode 2011-2012. Berdasarkan data yang sudah diperoleh, dari 42 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdapat 6 perusahaan yang meraih peringkat emas, 7 perusahaan meraih peringkat hijau, 26 perusahaan meraih peringkat biru, dan 3 perusahaan yang meraih peringkat merah dan dijadikan sebagai peringkat terburuk karena perusahaan yang mendapat peringkat hitam tidak terdaftar di Bursa Efek

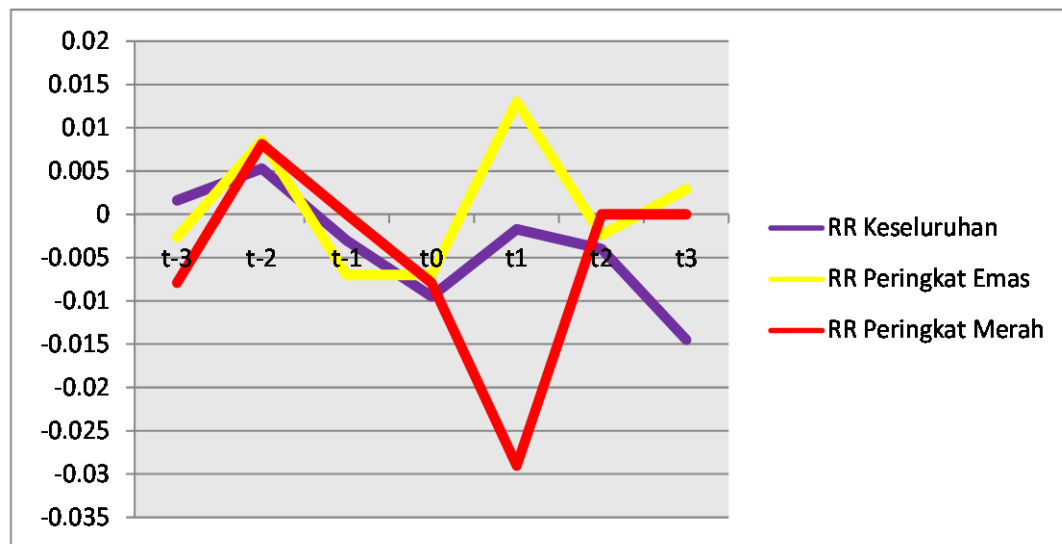
Indonesia sehingga tidak memenuhi kriteria sampel. Nilai return realisasi dapat dilihat pada tabel dan gambar dibawah ini.

Tabel 1.
Return Realisasi Perusahaan Peringkat PROPER Periode 2011-2012

Hari Ke-	Rata-Rata Keseluruhan	Rata-Rata Peringkat Emas	Rata-Rata Peringkat Merah
-3	0,0016	-0,0026	-0,0079
-2	0,0053	0,0085	0,0081
-1	-0,0030	-0,0070	0,0000
0	-0,0095	-0,0070	-0,0079
1	-0,0017	0,0130	-0,0290
2	-0,0040	-0,0024	0,0000
3	-0,0145	0,0029	0,0000

Sumber : Data diolah

Gambar 1.
Grafik Return Realisasi Perusahaan Peringkat PROPER Periode 2011-2012



Sumber : Data diolah

Nilai return realisasi yang disajikan dalam grafik merupakan rata-rata return realisasi untuk peringkat terbaik, peringkat terburuk, dan keseluruhan peringkat.

Secara keseluruhan nilai return realisasi masih berada dalam angka negatif, namun hal yang menarik dapat dilihat sehari setelah tanggal pengumuman. Peringkat emas sebagai peringkat terbaik direaksi positif dan peringkat merah sebagai peringkat terburuk direaksi negatif.

Nilai selanjutnya yang harus dicari adalah return ekspektasian. Perhitungan dalam penelitian ini menggunakan *mean adjusted model* dengan periode estimasi selama 100 hari. Nilai return ekspektasian untuk masing-masing perusahaan disajikan dalam Tabel 2 dibawah ini.

Tabel 2.
Nilai Return Ekspektasian

Daftar Perusahaan dan Nilai Return Ekspektasian					
ADRO	-0.0012	KAEF	0.0041	TOTO	0.0015
MEDC	-0.0008	UNTX	0.0000	KRAS	-0.0009
UNVR	0.0016	SRSN	0.0000	UNIC	0.0000
INTP	0.0028	JPFA	0.0013	ARGO	0.0000
SMGR	0.0026	GGRM	-0.0018	TFCO	0.0001
SMCB	0.0040	HMSP	0.0008	ICBP	0.0028
INKP	-0.0009	SOBI	-0.0017	KLBF	0.0031
TPIA	0.0038	AMFG	0.0038	KBRI	0.0001
ANTM	-0.0010	SPMA	0.0021	SULI	0.0006
SMAR	0.0007	TINS	-0.0008	BUDI	-0.0023
PTBA	0.0000	PTSN	0.0018	LSIP	-0.0022
INRU	0.0001	CTBN	-0.0011	KBLI	0.0054
ULTJ	0.0020	SIMP	-0.0027	FASW	0.0010
GJTL	-0.0005	SAIP	0.0027	INDR	-0.0011

Sumber : Data diolah

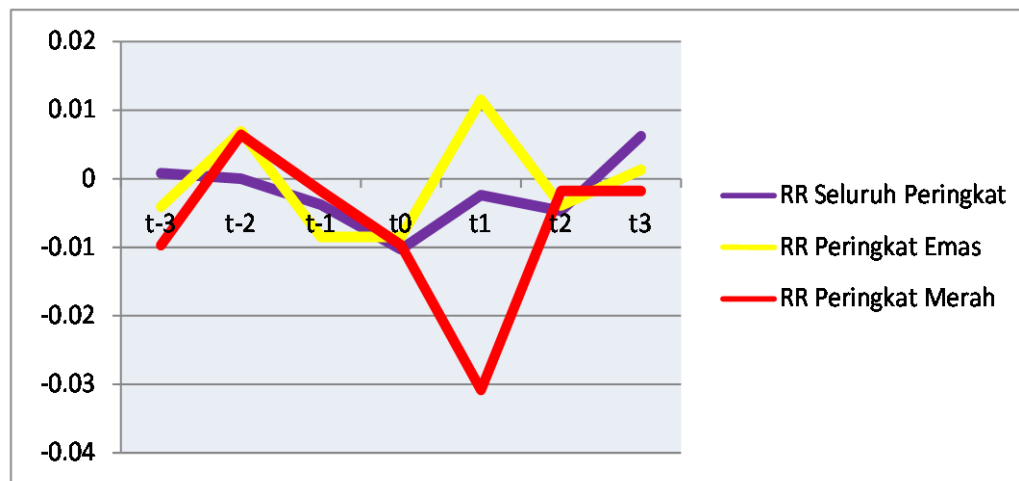
Nilai *abnormal return* merupakan selisih antara nilai return realisasi dengan return ekspektasian. Rata-rata nilai *abnormal return* dapat disajikan dalam tabel 3 dan gambar 2 dibawah ini.

Tabel 3.
Abnormal Return Perusahaan Peringkat PROPER Periode 2011-2012

Hari Ke-	Rata-Rata Keseluruhan	Rata-Rata Peringkat Emas	Rata-Rata Peringkat Merah
-3	0,0008	-0,0041	-0,0097
-2	0,0046	0,0069	0,0064
-1	-0,0038	-0,0085	-0,0018
0	-0,0103	-0,0085	-0,0097
1	-0,0024	0,0115	-0,0308
2	-0,0047	-0,0039	-0,0018
3	0,0062	0,0013	-0,0018

Sumber : Data diolah

Gambar 2.
Grafik Abnormal Return Perusahaan Peringkat PROPER Periode 2011-2012



Sumber : Data diolah

Secara deskriptif nilai rata-rata *abnormal return* untuk keseluruhan peringkat mengalami fluktuasi dan lebih cenderung berada dalam angka negatif. Namun untuk nilai peringkat emas sehari setelah pengumuman berada pada angka positif sedangkan peringkat merah berada pada angka negatif. Untuk mengetahui bagaimana kecenderungan reaksi pasar disekitar tanggal pengumuman PROPER

maka harus diuji secara statistik dan dalam penelitian ini menggunakan uji *one sample t-test*. Hasilnya uji disajikan dalam Tabel 4 dibawah ini.

Tabel 4.
Hasil Uji One Sample T-test Abnormal Return Semua Peringkat PROPER

	t	df	Sig. (2-tailed)	Test Value = 0		
				Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
T-3	0,319	41	0,752	0,0008445	-0,004505	0,006194
T-2	1,943	41	0,059	0,0045600	-0,000180	0,009300
T-1	-0,994	41	0,326	-0,0037614	-0,011403	0,003880
T0	-2,925	41	0,006	-0,0102600	-0,017344	-0,003176
T+1	-0,626	41	0,535	-0,0023628	-0,009990	0,005265
T+2	-2,095	41	0,042	-0,0046865	-0,009204	-0,000169
T+3	0,981	41	0,333	0,0062492	-0,006621	0,019120

Sumber : Data diolah

Tabel 4 menunjukkan bahwa pada saat pengumuman dan dua hari setelah tanggal pengumuman secara statistik dinyatakan signifikan masing-masing pada $(0,006 < 0,05)$ $(0,042 < 0,05)$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengumuman peringkat kinerja perusahaan dalam mengelola lingkungan dari PROPER memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman dan dua hari setelah tanggal pengumuman.

Peringkat emas sebagai peringkat terbaik akan dicari apakah terdapat perbedaan reaksi dengan peringkat merah sebagai peringkat terburuk dalam penelitian ini. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan reaksi maka secara statistik diuji dengan menggunakan uji beda *independent t-test* terhadap nilai rata-rata *abnormal return* masing-masing peringkat dengan standar eror 5%. Hasil dari pengujian ini disajikan pada Tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5.
Hasil Uji Beda Peringkat Emas dan Merah Pada PROPER Periode 2011-2012

Keterangan	Peringkat Emas	Peringkat Merah	Sig. (tailed)
Rata-rata AR	-0,000757	-,007029	0,263

Sumber : Data diolah

Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai signifikansi $0,263 > 0,05$ sehingga secara statistik dengan standar error 5% tidak terdapat perbedaan reaksi antara peringkat emas dengan peringkat merah.

SIMPULAN DAN SARAN

Pengumuman peringkat kinerja perusahaan dalam mengelola lingkungan dari PROPER memiliki kandungan informasi sehingga direaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada saat pengumuman dan dua hari setelah tanggal pengumuman. Namun secara statistik dengan standar error 5% belum mampu memberikan reaksi yang berbeda antara perusahaan dengan peringkat emas dan peringkat merah. Hal tersebut mungkin dikarenakan investor belum mengetahui lebih banyak mengenai tata cara penilaian dan makna peringkat dari program PROPER. Untuk penelitian selanjutnya disarankan menggunakan pengumuman lainnya yang berkaitan dengan lingkungan sehingga diketahui apakah investor memang tertarik terhadap isu lingkungan.

REFERENSI

- Al-Tuwaijri, Sulaeman A., Theodore E. Christensen and K.E. Hughes II. 2004. The Relation among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance : A Simulation Equation Approach. *Accounting Organization and Society*, 29, pp: 447-471.
- Ball, Ray dan Philip Brown. 1968. An Emperical Evaluation of Accounting Income Number. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), pp: 159-178
- Bartov, Ell. 1993. The Timing of Asset Sales and Earning Manipulation. *The Accounting Review*, 37 (3), pp: 840-855
- Beattie, vivien., Stephen Brown, David Erwers, Brian Jhon, Stuart Manson, Dylan Thomas, dan Michael Turner. 1994. Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach. *Journal of Business Finance and Accounting*, pp: 791-811
- Brown, S., dan J. Warner. 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, pp: 205-208
- Brown, S., dan J. Warner. 1985. Using daily stock return : The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, pp: 3-31
- Dahlia dan Veronica. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2005 dan 2006). Simposium Nasional Akuntansi XI, Pontianak.
- Dasgupta, S., Benoit Laplante, dan Nlandu Mamingi. 1997. Pollution and Capital Market in Developing Countries. *Journal of Environmental Economic and Management* , 42, pp: 310-335
- Dunlap dan Scarce. 1991. Environmental Problem and Protection Public Opinion Quarterly, 55 (4), pp: 651-672
- Elkington, Jhon. 1997. *Cannibals with Forks, the Triple Bottom Line of Twentieth Century Business*. Capston: Oxford
- Hendricksen, Eldon S., and Michael F. Van Breda. 1992. *Accounting Theory*, 5th Edition. Boston: Richard D. Irwin.

- Junaedi, Dedi. 2005. Dampak Tingkat Pengungkapan Informasi Perusahaan terhadap Volume perdagangan dan Return Saham. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2 (2), pp: 1-28
- Lindrianasari. 2007. Hubungan antara Kinerja Lingkungan dan Kualitas Pengungkapan Lingkungan dengan Kinerja Ekonomi Perusahaan di Indonesia, *JAAI*, 11 (2), pp: 159-172
- Megawati Cheng. 2011. Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13 (1), pp: 24-36.
- Mobus, J. L. 2005. Mandatory Environmental Disclosure in Legitimacy Theory Context. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18 (1), pp: 492-517
- Nurdin, dan Cahyandito. 2006. Pengungkapan Tema-Tema Sosial dan Lingkungan. http://pustaka.unpad.ac.id/wpcontent/uploads/2009/06/jurnal_klh_pengungkapan_sosiallingk_dlm_lap_tahunan_faniemilia.pdf. Diunduh 9 September 2013
- Oberndorfer, U. dan Ziegler, A. 2006. Environmentally Oriented Energy Policy and Stock Returns, Center of European Economic Research. <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp06079.pdf>. Diunduh 12 Agustus 2013.
- Peterson, Pamela. 1989. Events Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28 (3), pp: 3666
- Porter, M., dan Claas Van der Linde. 1995. Green and Competitive: Ending the Stalemate. *Harvard Business Review*, 73 (5), pp: 120-134
- Sayekti, Yosefa, dan Ludovicus. 2007. Pengaruh CSR Disclosure Terhadap Earning Response Coefficient (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Simposium Nasional Akuntansi X, Makasar.
- Suranta, Eddy. 2010. Analisis CSR Disclosure terhadap Reaksi Investor (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI), *Skripsi*, Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu.
- Suryawijaya, M. A. dan F. A. Setiawan. 1998. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, Event Study Pada Peristiwa 27 Juli 1996. *Kelola*, 7 (18): h:137-153.

- Tri Prasetyo, Bayu. 2010. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar. *El-muhasaba*, 4 (1), pp: 1-25
- Utama, Sidharta. 2007. Evaluasi Infrastruktur Pendukung Pelaporan Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan di Indonesia. <http://www.csrindonesia.com/data/articlesother/20071121152745-a.pdf>. Diunduh 18 September 2013
- Watts, R. L. 2000. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implication implications. *Accounting Horizons*, 17 (3), pp: 207-221