

**DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2010-2015)**

DISERTASI

Oleh :

AMOR MARUNDHA

1466370001

**Diajukan Sebagai Syarat Dalam Rangka Memperoleh Gelar
Doktor Ilmu Manajemen**



UNIVERSITAS PERSADA INDONESIA Y.A.I

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN

JAKARTA

2019



UNIVERSITAS PERSADA INDONESIA Y.A.I
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN

PENGESAHAN DISERTASI

Jakarta, Juni 2019

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I
Doktor Yang Dipromosikan:

Amor Marundha
1466370001

Judul Disertasi:

DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2010-2015)

Telah dipromosikan pada tanggal **21 Juni 2019** dengan hasil yudisium **Sangat Memuaskan**

NO.	TIM PENGUJI	TANDA TANGAN
1.	<u>Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM</u> Penanggung Jawab/Ketua Sidang	
2.	<u>Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM</u> Sekretaris Sidang	
3.	<u>Prof. Dr. Hamdy Hady, DEA</u> Ketua Tim Promotor	
4.	<u>Dr. Luqman Hakim, MM</u> Anggota Tim Promotor	
5.	<u>Dr. Ir. Yuli Zain, MM</u> Anggota Tim Oponen Ahli - Dalam UPI Y.A.I	
6.	<u>Prof. Dr. Adji Suratman, Ak, MM, CA, CPMA</u> Guru Besar	

Mengetahui,

Dr. Marhalinda, SE., MM
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Disahkan oleh,

Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM
Ka. Prodi Doktor Ilmu Manajemen



FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UPI Y.A.I
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI DOKTOR (S3) ILMU MANAJEMEN

PERNYATAAN MENGENAI PLAGIARISME

Saya menyatakan bahwa Disertasi yang saya serahkan kepada dosen pembimbing akademik, dosen promotor dan ko-promotor adalah benar-benar hasil penelitian / pekerjaan saya. Jika saya mengutip dan/atau menggunakan hasil penelitian atau pekerjaan orang lain dalam penelitian dan/atau tugas pribadi saya, maka saya akan mengindikasikan hal itu secara jelas, dengan mencantumkan sumber kutipan yang bersangkutan.

Jika saya melanggar pernyataan saya tersebut di atas maka saya menyatakan bersedia dikenakan sanksi plagiarisme dan sanksi akademik lainnya sesuai dengan peraturan yang berlaku di program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I.

Nama	Amor Marundha
N I M	1466370001
Judul Disertasi	Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasinya terhadap Nilai Perusahaan.
Anggota Tim Promotor yang telah ditetapkan:	
Ketua Tim Promotor	Prof. Dr. Hamdy Hady,DEA.
Anggota Tim Promotor	Dr. Luqman Hakim, MM.

Saya menandatangani pernyataan ini dengan sadar dan pernyataan ini dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Jakarta, Juni 2019

METERAI
TEMPEL
367B9AFF813446750
6000
ENAM RIBU RUPIAH

(Amor Marundha)

Deklarasi hak cipta disertasi dan persembahan lisensi terbatas kepada
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I

Deklarasi

Dengan ini saya menyatakan bahwa saya adalah
Penulis satu-satunya dari disertasi ini.

Amor Marundha

1466370001

Pemberian Lisensi Terbatas

Dengan ini saya memberikan kewenangan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Yayasan Administrasi Indonesia (UPI Y.A.I) untuk memperbanyak disertasi dengan cara memfotocopy atau dengan cara reproduksi lainnya atau kepada perorangan untuk tujuan penelitian ilmiah.

Amor Marundha

1466370001

DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2010-2015)

DISERTASI

Oleh :

AMOR MARUNDHA

1466370001

**Diajukan Sebagai Syarat Dalam Memperoleh Gelar
Doktor Ilmu Manajemen**



**UNIVERSITAS PERSADA INDONESIA Y.A.I
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN
JAKARTA 2019**

**UNIVERSITAS PERSADA INDONESIA Y.A.I
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN**

PERSETUJUAN DISERTASI

Jakarta, Februari 2019

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I
Doktor Yang Dipromosikan:

Amor Marundha
1466370001

Judul Disertasi:

DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2010-2015)

Berdasarkan hasil yudisium Ujian Tertutup Disertasi Program Doktor Ilmu Manajemen yang dilaksanakan pada tanggal **16 Januari 2019** maka Disertasi ini telah layak dan disetujui untuk dilanjutkan pada **Ujian Terbuka Promosi.**

NO.	TIM PENGUJI	TANDA TANGAN
1.	<u>Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM</u> Penanggung Jawab/Ketua Sidang	
2.	<u>Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM</u> Sekretaris Sidang	
3.	<u>Prof. Dr. Hamdy Hady,DEA</u> Ketua Tim Promotor	
4.	<u>Dr. Luqman Hakim, MM</u> Anggota Tim Promotor	
5.	<u>Dr. Ir. Juli Zein, MM</u> Anggota Tim Oponon Ahli - Dalam UPI Y.A.I	
6.	<u>Prof. Dr. Adjie Suratman, Ak, MM,CA</u> Guru Besar	



FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS UPI Y.A.I
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI DOKTOR (S3) ILMU MANAJEMEN

PERNYATAAN MENGENAI PLAGIARISME

Saya menyatakan bahwa Disertasi yang saya serahkan kepada dosen pembimbing akademik, dosen promotor dan ko-promotor adalah benar-benar hasil penelitian / pekerjaan saya. Jika saya mengutip dan / atau menggunakan hasil penelitian atau pekerjaan orang lain dalam penelitian dan / atau tugas pribadi saya, maka saya akan mengindikasikan hal itu secara jelas, dengan mencantumkan sumber kutipan yang bersangkutan.

Jika saya melanggar pernyataan saya tersebut di atas maka saya menyatakan bersedia dikenakan sanksi plagiarisme dan sanksi akademik lainnya sesuai dengan peraturan yang berlaku di program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I.

Nama	Amor Marundha
N I M	1466370001
Judul Disertasi	Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasinya terhadap Nilai Perusahaan.
Anggota Tim Promotor yang telah ditetapkan:	
Ketua Tim Promotor	Prof. Dr. Hamdi Hady,DEA.
Anggota Tim Promotor	Dr. Luqman Hakim, MM.

Saya menandatangani pernyataan ini dengan sadar dan pernyataan ini dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Jakarta, Februari 2019

(Amor Marundha)

ABSTRAK

Amor Marundha (2018), “Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasinya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015)”, Universitas Persada Indonesia Y.A.I, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Doktor Ilmu Manajemen, Prof. Dr. Hamddy Hady, DEA, Dr. Luqman Hakim, MM.

Tujuan penelitian ini untuk mengestimasi determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan, baik itu secara parsial maupun secara simultan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel melalui *purposive sampling* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2015, sehingga diperoleh 90 perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Selanjutnya, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba dengan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,027592. Selain itu, temuan menunjukkan bahwa secara parsial kinerja lingkungan, proporsi komite audit, dan sensitivitas laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, pengungkapan informasi lingkungan dan *low cost strategy* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengujian secara bersama-sama menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,965720.

Kontribusi penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan dan sensitivitas laba dapat mengkonfirmasi teori sinyal, legitimasi dan *stakeholder*. Sementara, kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* dapat mengkonfirmasi hipotesis pasar efisien bentuk lemah.

Kata kunci: Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy*, sensitivitas Laba, Nilai Perusahaan

ABSTRACT

Amor Marundha (2018), *“The Determinants of Earning Sensitivity and Implications On The Firm Value (Empirical Studies at Manufacturing Companies that Listed on Indonesia Stock Exchange for the Periode 2010-2015)”*, Persada Indonesia Y.A.I University, Faculty of Economic and Business, Doctoral Program in Management Science, Prof. Dr. Hamdy Hady, DEA, Dr. Luqman Hakim, MM.

The purpose of this study is to estimate earnings sensitivity determinants and their implications for firm value, both partially and simultaneously. This study uses panel data regression analysis through purposive sampling at manufacturing companies listed on the Stock Exchange for the period 2010-2015, so as to obtain 90 companies

The results showed that partially disclosure of environmental information had a positive and significant effect on earnings sensitivity. Meanwhile, environmental performance, institutional ownership, proportion of independent commissioners, proportion of audit committees, and low cost strategy are partially influential but not significant to earnings sensitivity. Furthermore, environmental performance, environmental information disclosure, institutional ownership, the proportion of independent commissioners, the proportion of audit committees, and low cost strategy together have a significant effect on earnings sensitivity with a coefficient of determination (R²) of 0.027592. In addition, the findings indicate that partially environmental performance, the proportion of audit committees, and earnings sensitivity have a positive and significant effect on firm value. Meanwhile, environmental information disclosure and low cost strategy have a negative and significant effect on firm value. Institutional ownership and the proportion of independent commissioners have an influence but are not significant to firm value. The test together shows that environmental performance, environmental information disclosure, institutional ownership, proportion of independent commissioners, proportion of audit committees, low cost strategy, and sensitivity of earnings have a significant effect on firm value with a coefficient of determination (R²) of 0.965720

The contribution of research shows that environmental information disclosure and earnings sensitivity can confirm signal theory, legitimacy and stakeholders. Meanwhile, environmental performance, institutional ownership, the proportion of independent commissioners, the proportion of audit committees, and low cost strategies can confirm the weak form efficient market hypothesis

Keywords: *Environmental Performance, Disclosure of Environmental Information, Proportion of Independent Commissioners, Proportion of Audit Committee, Low Cost Strategy, Earnings Sensitivity, Firm Value*

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr.Wb

Alhamdulillah penulis panjatkan puji dan syukur kehadirat Allah SWT yang telah menganugerahkan rahmat dan karuniaNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan semua proses akademik program doktoral ilmu manajemen konsentrasi manajemen keuangan hingga penulisan disertasi ini.

Adapun judul yang akan penulis kemukakan adalah “Determinan Sensitivitas Laba dan implikasinya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015)”. Penulis menyadari masih belum sempurnanya penulisan disertasi ini dan banyak kekurangannya untuk itu saran membangunnya sangat di harapkan.

Penulis menyadari bahwa penyusunan Disertasi ini tidak terlepas dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada

1. DR. HC. Julius Syukur, selaku ketua Yayasan Administrasi Indonesia Universitas Persada Indonesia Jakarta.
2. Prof. Dr. Ir. H. Yudi Julius, MBA, selaku Rektor Universitas Persada Indonesia Y.A.I
3. Dr. Marhalinda, SE, MM, selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I
4. Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM, selaku Ketua Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I

5. Prof. Dr. Hamdy Hady, DEA selaku Ketua Tim Promotor yang telah memberikan bimbingan, arahan dan semangat dalam pembuatan disertasi ini.
6. Dr. Luqman Hakim, SE, MM, selaku Anggota Tim Kopromotor yang dengan kesabaran dan kooperatifnya memberikan bimbingan, semangat dan arahan selama proses penulisan disertasi ini.
7. Prof. Dr. Adjie Suratman, Ak, MM, CA, selaku Guru Besar dalam sidang seminar hasil disertasi yang telah memberikan saran dan arahan yang berguna untuk perbaikan diisertasi ini.
8. Dr. Ir. Juli Zein, MM selaku Oponen Ahli dalam sidang seminar hasil yang telah memberikan masukan dan arahan dalam penyelesaian disertasi ini.
9. Para Pimpinan dan Staff Dosen Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Persada Indonesia Y.A.I yang telah memberikan ilmunya selama menempuh studi.
10. Almarhummah Ibu Tercinta yang semasa hidupnya selalu mendorong dan memberikan semangat agar penulis mengikuti kuliah Program Doktor.
11. Almarhum Ayah Tercinta yang semasa hidupnya telah memberikan semangat dan motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini.
12. Istri tercinta Eva Herianti dan anak-anak tersayang Ainy Sucianti Marundha, Mutiara Amaulhusna yang selalu memberikan semangat dan motivasi sehingga penulis dapat melaksanakan penulisan disertasi ini.

Akhir kata penulis mengharapkan semoga disertasi ini dapat diajukan untuk membuat penelitian akhir pada program doktoral ilmu manajemen konsentrasi akuntansi manajemen.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb

Jakarta, Februari 2019

Penulis
Amor Marundha

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN DISERTASI	ii
PERNYATAAN MENGENAI PLAGIARISME	iii
ABSTRAK	iv
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR RUMUS	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Identifikasi Masalah	23
1.3. Pembatasan Masalah	27
1.4. Rumusan Masalah	28
1.5. Tujuan Penelitian	30
1.6. Kegunaan Penelitian	31
1.6.1. Kegunaan Secara Teoritis	31
1.6.2. Kegunaan Secara Praktis	34
BAB II TINJAUAN TEORI DAN KAJIAN LITERATUR	36
2.1. Tinjauan Teori	36
2.1.1. Teori Signal	36
2.1.2. Teori Agensi	37
2.1.3. Teori <i>Stakeholder</i>	39
2.1.4. Teori Legitimasi	41
2.1.5. Kinerja Lingkungan dan PROPER	43
2.1.6. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	46
2.1.6.1. Pengertian Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	46
2.1.6.2. Implementasi Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	47
2.1.7. <i>Good Corporate Governance</i>	48
2.1.7.1. Prinsip Dasar GCG	54
2.1.8. <i>Low Cost Strategy</i>	57
2.1.9. Sensitivitas Laba	59
2.1.10. Nilai Perusahaan	62
2.1.10.1. Hipotesis Arus Kas Bebas	65
2.1.10.2. Nilai Perusahaan Berdasarkan Rasio Tobin	66
2.1.10.3. Hipotesis Pasar Efisien	69
2.2. Kajian Literatur	74
2.3. Penelitian Terdahulu	80

BAB III KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	106
3.1. Kerangka Pemikiran	106
3.2. Pengembangan Hipotesis.....	117
3.2.1. Determinan Sensitivitas Laba	117
3.2.1.1. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba	117
3.2.1.2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba	121
3.2.1.3. Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Sensitivitas Laba	124
3.2.1.4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Sensitivitas Laba	126
3.2.1.5. Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Sensitivitas Laba	128
3.2.1.6. Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> terhadap Sensitivitas Laba	130
3.2.1.7. Pengaruh KL, PIL, KI, KMI, KA, LCS terhadap Sensitivitas Laba	132
3.2.2. Implikasi Nilai Perusahaan.....	137
3.2.2.1. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan	137
3.2.2.2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan	142
3.2.2.3. Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Nilai Perusahaan	145
3.2.2.4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan	147
3.2.2.5. Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan	149
3.2.2.6. Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> terhadap Nilai Perusahaan	151
3.2.2.7. Pengaruh Sensitivitas Laba terhadap Nilai Perusahaan	152
3.2.2.8. Pengaruh KL, PIL, KI, KMI, KA, LCS, ERC terhadap Nilai Perusahaan	154
BAB IV METODE PENELITIAN.....	163
4.1. Metode Yang Digunakan.....	163
4.2. Operasional Variabel.....	164
4.2.1 Kinerja Lingkungan	165
4.2.2 Pengungkapan Informasi Lingkungan	167
4.2.3 Kepemilikan Instiusional	167

4.2.4	Proporsi Komisaris Independen	168
4.2.5	Proporsi Komite Audit	169
4.2.6	<i>Low Cost Strategy</i>	170
4.2.7	Sensitivitas Laba	170
4.2.8	Nilai Perusahaan	175
4.3.	Sumber dan Cara Penentuan Data.....	177
4.4.	Teknik Pengumpulan Data	180
4.5.	Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis	180
4.5.1	Estimasi Regresi Data Panel	181
4.5.2	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	183
4.5.3	Uji Asumsi Model Regresi	185
4.5.4	Pengujian Hipotesis	186
4.5.5	Model Estimasi Regresi Data Panel	188
BAB V HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		189
5.1.	Hasil Penelitian	189
5.1.1	Analisis Deskriptif Statistik.....	190
5.1.1.1	Kinerja Lingkungan.....	190
5.1.1.2	Pengungkapan Informasi Lingkungan.....	191
5.1.1.3	Kepemilikan Institusional.....	192
5.1.1.4	Proporsi Komisaris Independen	193
5.1.1.5	Proporsi Komite Audit	194
5.1.1.6	<i>Low Cost Strategy</i>	195
5.1.1.7	Sensitivitas Laba	196
5.1.1.8	Nilai Perusahaan	197
5.1.2	Analisis Korelasi Antarvariabel.....	198
5.1.3	Estimasi Determinan Sensitivitas Laba.....	208
5.1.3.1	Pemilihan Model Regresi Data Panel.....	208
5.1.3.2	Estimasi Model Regresi Data Panel	212
5.1.4	Estimasi Implikasi Nilai Perusahaan	218
5.1.4.1	Pemilihan Model Regresi Data Panel	218
5.1.4.2	Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel.....	222
5.2.	Pembahasan	231
5.2.1	Determinan Sensitivitas Laba.....	231
5.2.1.1.	Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba	231
5.2.1.2.	Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba	236
5.2.1.3.	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Sensitivitas Laba	242
5.2.1.4.	Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Sensitivitas Laba	245

5.2.1.5.	Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Sensitivitas Laba	248
5.2.1.6.	Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> terhadap Sensitivitas Laba	251
5.2.1.7.	Pengaruh KL, PIL, KI, KMI, KA, LCS terhadap Sensitivitas Laba	253
5.2.2	Implikasi Nilai Perusahaan	256
5.2.2.1.	Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan	256
5.2.2.2.	Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan	260
5.2.2.3.	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan	263
5.2.2.4.	Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan	265
5.2.2.5.	Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan	268
5.2.2.6.	Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> terhadap Nilai Perusahaan.....	271
5.2.2.7.	Pengaruh Sensitivitas Laba terhadap Nilai Perusahaan	273
5.2.2.8.	Pengaruh KL, PIL, KI, KMI, KA, LCS, ERC terhadap Nilai Perusahaan	277
5.2.3	Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasi terhadap Nilai Perusahaan	279
5.2.4	Ringkasan Hasil Penelitian	280
BAB VI	KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN.....	289
6.1.	Kesimpulan	289
6.2.	Implikasi	300
6.2.1	Implikasi Teoritis.....	300
6.2.2	Implikasi Manajerial	303
6.3.	Keterbatasan Penelitian	312
6.4.	Saran Penelitian Selanjutnya	314
DAFTAR PUSTAKA	316
LAMPIRAN	330

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Rata-Rata Variabel Penelitian Tahun 2010-2015	17
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu.....	80
Tabel 4.1 Definisi Operasional Variabel.....	176
Tabel 4.2 Proses Seleksi Sampel	179
Tabel 5.1 Deskriptif Kinerja Lingkungan	190
Tabel 5.2 Deskriptif Pengungkapan Informasi Lingkungan	191
Tabel 5.3 Deskriptif Kepemilikan Institusional	192
Tabel 5.4 Deskriptif Proporsi Komisaris Independen	193
Tabel 5.5 Deskriptif Proporsi Komite Audit.....	194
Tabel 5.6 Deskriptif <i>Low Cost Strategy</i>	195
Tabel 5.7 Deskriptif Sensitivitas Laba.....	196
Tabel 5.8 Deskriptif Nilai Perusahaan	197
Tabel 5.9 Analisis Korelasi Antar Variabel	198
Tabel 5.10 Hasil Uji Chow Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen	209
Tabel 5.11 Hasil Uji Lagrange Multiplier Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen	210
Tabel 5.12 Hasil Uji Hausman Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen	211
Tabel 5.13 Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen	211
Tabel 5.14 Estimasi Determinan Sensitivitas Laba Model <i>Common Effect</i> <i>White Cross-Section (No-Heteroscedasticity)</i>	212
Tabel 5.15 Hasil Uji Chow Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen	219
Tabel 5.16 Hasil Uji Lagrange Multiplier Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen	220
Tabel 5.17 Hasil Uji Hausman Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen...	221
Tabel 5.18 Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen	221
Tabel 5.19 Estimasi Implikasi Nilai Perusahaan Model <i>Fixed Effect</i> <i>White Cross-Section (No-Heteroscedasticity)</i>	222
Tabel 5.20 Determinan Sensitivitas laba dan Implikasi terhadap Nilai Perusahaan	280

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik Rata-Rata Variabel Penelitian Tahun 2010-2015.....	21
Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran	116
Gambar 4.1 Model Penentuan Regresi Data Panel.....	185
Gambar 5.1 Grafik Rerata Kinerja Lingkungan	190
Gambar 5.2 Grafik Rerata Pengungkapan Informasi Lingkungan.....	191
Gambar 5.3 Grafik Rerata Kepemilikan Institusi.....	192
Gambar 5.4 Grafik Rerata Proporsi Komisaris Independen	193
Gambar 5.5 Grafik Rerata Proporsi Komite Audit.....	194
Gambar 5.6 Grafik Rerata <i>Low Cost Strategy</i>	195
Gambar 5.7 Grafik Rerata Sensitivitas Laba.....	196
Gambar 5.8 Grafik Rerata Nilai Perusahaan.....	197
Gambar 5.9 Ringkasan Hasil Penelitian	280

DAFTAR RUMUS

Rumus 4.1 Kinerja Lingkungan	166
Rumus 4.2 Pengungkapan Informasi Lingkungan	167
Rumus 4.3 Proporsi Kepemilikan Institusional.....	168
Rumus 4.4 Proporsi Komisaris Independen.....	169
Rumus 4.5 Proporsi Komite Audit	169
Rumus 4.6 <i>Low Cost Strategy</i>	170
Rumus 4.7 Regresi CAR, UE dan RT	171
Rumus 4.8 Sensitivitas Laba	171
Rumus 4.9 <i>Abnormal Return</i>	172
Rumus 4.10 <i>Return Individu</i> R_{it}	172
Rumus 4.11 <i>Return Pasar</i> RM_{it}	172
Rumus 4.12 <i>Cummulative Abnormal Return</i>	173
Rumus 4.13 <i>Unexpected Earning</i>	174
Rumus 4.14 <i>Return Tahunan</i>	175
Rumus 4.15 Tobin's Q.....	176
Rumus 4.16 Penggunaan Data Panel.....	181
Rumus 4.17 <i>Pooling Least Square</i>	181
Rumus 4.18 Pendekatan <i>Fixed Effect</i>	182
Rumus 4.19 Pendekatan <i>Random Effect</i>	182
Rumus 4.20 Nilai <i>Lagrange Multiplier</i>	184
Rumus 4.21 Rumusa F_{Hitung}	187
Rumus 4.22 Rumus t_{hitung}	187

BAB I

PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang penelitian melalui fenomena yang terjadi berdasarkan fakta, kesenjangan hasil penelitian (*gap research*), dan tendensi data variabel penelitian yang merupakan pokok permasalahan penelitian ini. Bab ini juga menjelaskan tentang identifikasi masalah, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, serta bagian terakhir bab ini ditutup dengan kegunaan penelitian secara teoritis maupun praktis.

1.1. Latar Belakang

Perusahaan merupakan suatu bentuk organisasi yang memiliki berbagai tujuan. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka perusahaan perlu melakukan aktivitas yang melibatkan sumber daya yang tersedia, baik itu sumber daya alam maupun sumber daya manusia. Kedua sumber daya ini merupakan faktor penting sebagai penggerak aktivitas bisnis perusahaan dan tidak dapat dipisahkan antara sumber daya yang satu dengan sumber daya lainnya. Secara konvensional, tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba yang akan digunakan sebagai indikator atau parameter penilaian kinerja perusahaan. Akan tetapi, seiring dengan perubahan lingkungan eksternal, terutama seluruh perihal yang terkait dengan tuntutan masyarakat dan kebijakan pemerintah, maka telah terjadi pergeseran tujuan perusahaan bukan hanya berorientasi untuk memaksimalkan laba. Akan tetapi, tujuan perusahaan juga berhubungan dengan kesejahteraan sosial dan lingkungannya. Dengan demikian, aspek kesejahteraan sosial dan lingkungan dapat memberikan nilai tambah bagi pemangku kepentingan.

Aspek lingkungan hidup menjadi perhatian dunia selama beberapa tahun terakhir ini. Hal ini disebabkan karena aktivitas operasional yang dilakukan oleh perusahaan seringkali berhubungan dengan lingkungan hidup sekitar, sehingga cenderung memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup. Dampak negatif seperti pencemaran lingkungan hidup cenderung kurang diperhatikan oleh manajemen perusahaan. Penyebabnya adalah manajemen perusahaan berusaha meningkatkan laba sesuai dengan ekspektasi pemangku kepentingan. Akan tetapi, langkah yang digunakan manajemen perusahaan adalah melalui minimalisasi biaya yang berhubungan dengan pengelolaan lingkungan hidup. Minimalisasi biaya lingkungan direfleksikan melalui eksploitasi sumber daya alam yang kurang baik serta penanganan limbah yang kurang optimal. Akibatnya, lingkungan hidup di sekitar perusahaan beroperasi menjadi tercemar. Bahkan jika tidak ditangani dengan baik, maka akan mempengaruhi lingkungan hidup lainnya.

Aktivitas operasional perusahaan harus dapat memberikan sinyal positif kepada berbagai pemangku kepentingan. Salah satu pihak pemangku kepentingan adalah masyarakat. Masyarakat merupakan bagian dari pemangku kepentingan perusahaan karena perusahaan diharapkan dapat menciptakan lapangan pekerjaan, sehingga dapat mengurangi tingkat pengangguran dan dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Akan tetapi, aktivitas operasional perusahaan juga dapat memberikan sinyal negatif bagi pemangku kepentingan (masyarakat) jika tidak dikelola dengan baik. Penyebabnya adalah aktivitas operasional perusahaan merupakan parameter vital dalam mempengaruhi perilaku pemangku kepentingan. Parameter yang dapat memberikan sinyal negatif kepada pemangku kepentingan adalah melalui penyelenggaraan aktivitas operasional perusahaan yang dapat

mengakibatkan polusi udara, polusi suara, limbah produksi, dan eksploitasi terhadap sumber daya alam.

Perusahaan sebagai salah satu pelaku ekonomi memiliki peranan penting dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat yang direfleksikan melalui adanya peningkatan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Artinya, pertumbuhan ekonomi suatu negara menunjukkan bahwa perusahaan turut memberikan peranan penting dalam menciptakan kesejahteraan masyarakat melalui ketersediaan lapangan pekerjaan. Untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan, maka perusahaan diatur dengan berbagai kebijakan dan regulasi oleh regulator, sehingga perusahaan diharapkan dapat melakukan aktivitas operasional sesuai dengan sistem dan prosedur yang berlaku agar dapat mengurangi berbagai dampak negatif seperti dampak lingkungan yang dapat mempengaruhi kesejahteraan masyarakat. Salah satu bentuk mengurangi dampak lingkungan melalui penggunaan informasi dan teknologi secara efektif, sehingga dapat memonitoring aktivitas operasional secara efektif tanpa harus dilakukan secara manual. Akan tetapi, perusahaan masih saja mengalami berbagai kendala yang kompleks dalam menanggulangi masalah pencemaran lingkungan.

Fenomena mengenai pencemaran lingkungan yang terjadi di Indonesia berhubungan dengan aktivitas operasional yang dilakukan oleh perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan ketika tidak dikelola dengan baik, maka akan memberikan dampak negatif terhadap perkembangan bisnis perusahaan seperti pencemaran lingkungan dan dapat memberikan implikasi negatif terhadap kesejahteraan masyarakat. Dampak negatif dari adanya aktivitas operasional perusahaan yang tidak dikelola dengan baik bukan hanya mengakibatkan

pencemaran lingkungan. Akan tetapi, dapat mengakibatkan kerugian bagi masyarakat baik bersifat materil maupun psikologi. Kerugian materil seperti hilangnya tempat tinggal. Sedangkan, kerugian psikologi seperti adanya trauma masyarakat atas kedudukan perusahaan di lingkungan sekitar masyarakat. Sebagai bukti terkait pencemaran lingkungan yang terjadi pada sektor manufaktur seperti, kasus pencemaran lingkungan oleh limbah PT.Toba Pulp Lestari, Tbk, maupun PT. Unilever Indonesia, Tbk.

Berbagai kasus ini terjadi disebabkan karena aktivitas bisnis perusahaan yang telah memunculkan banyaknya tuntutan dari berbagai kalangan publik terhadap perusahaan untuk lebih memperhatikan sektor-sektor yang mendukung kinerja perusahaan dalam aktivitas bisnis perusahaan. Adanya tuntutan tersebut disebabkan karena tanggung jawab perusahaan yang belum dijalankan secara optimal dari aspek dampak lingkungan dan aspek pelaporan. Hal ini dibuktikan dengan adanya konflik dan masalah yang terjadi pada perusahaan seperti adanya demonstrasi dan protes sebagai wujud ketidakpuasan publik terhadap kinerja perusahaan. Akibat dari tanggung jawab perusahaan yang tidak dilakukan secara optimal yang memberikan dampak negatif berupa pencemaran lingkungan, maka berbagai elemen masyarakat disekitar lokasi perusahaan merasa terganggu akibat limbah atau polusi yang timbul. Oleh sebab itu, sudah menjadi suatu kewajiban bagi setiap perusahaan untuk memberikan informasi yang transparan, akuntabel dan tata kelola perusahaan yang efektif, serta berbagai informasi yang berkaitan dengan aktivitas lingkungannya.

Adanya kasus pencemaran lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan menyebabkan perusahaan dituntut untuk memperhatikan dan melaporkan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terkait kinerja perusahaan dalam mengelola lingkungan hidup. Oleh karena itu, perusahaan bukan hanya dituntut untuk melaporkan kinerja keuangan perusahaan tetapi juga laporan tentang lingkungan hidup. Laporan tentang lingkungan hidup merupakan salah satu bentuk tanggung jawab perusahaan di bidang lingkungan dan sosial. Laporan ini dapat dijadikan sebagai alat pengendalian bagi perusahaan untuk mengetahui dan mengevaluasi aktivitas operasional yang dilakukan oleh perusahaan yang berkaitan dengan lingkungan dan sosial. Dengan demikian, setiap perusahaan diwajibkan untuk melaporkan berbagai aspek yang turut memengaruhi kinerja perusahaan, sehingga publik dapat mengetahui perkembangan aktivitas bisnis perusahaan dan dapat mengurangi adanya isu-isu pencemaran lingkungan.

Aspek kinerja perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh angka laba. Akan tetapi, aspek ini dipengaruhi oleh kinerja lingkungan sebagai representasi perilaku manajemen perusahaan dalam mengelola bisnis perusahaan. Artinya, dengan adanya berbagai kasus pencemaran lingkungan menyebabkan *image* perusahaan menjadi kurang baik, sehingga akan dapat mempengaruhi perilaku pemangku kepentingan. Oleh karena itu, sekarang ini perusahaan yang menjalankan aktivitas bisnisnya tidak hanya memperhatikan catatan keuangan perusahaan semata (*single bottom line*), melainkan juga harus memperhatikan berbagai aspek yang turut memengaruhi kinerja perusahaan, seperti aspek sosial dan aspek lingkungan yang disebut dengan *triple bottom line*. Ketiga elemen ini merupakan indikator kunci penilaian kinerja perusahaan secara holistik sebagai bentuk tanggung jawab

perusahaan kepada pemangku kepentingan. Tujuannya adalah untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan dapat meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan atas kelangsungan hidup perusahaan.

Fenomena yang terjadi yang melibatkan berbagai kasus pencemaran lingkungan merupakan fenomena yang berhubungan dengan isu tanggung jawab sosial perusahaan atau yang dikenal dengan istilah *corporate social responsibility* (CSR). Isu mengenai tanggung jawab sosial perusahaan merupakan isu yang sudah lama muncul di berbagai negara. Hal ini dapat dilihat dari adanya praktik pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan yang mengacu pada berbagai aspek, seperti aspek lingkungan dan sosial perusahaan yang dapat ditemukan dari berbagai literatur sebelumnya di berbagai negara. Akan tetapi, isu ini mulai menjadi perhatian penting di Indonesia ketika pemerintah memberikan respon positif yang dituangkan dalam Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 Pasal 1 ayat 3, Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 Pasal 74, Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 Pasal 15 huruf b, Undang-Undang No. 32 Tahun 2009 Pasal 68, dan Undang-Undang No. 32 Tahun 2009 Pasal 69 ayat 1. Berikut ini adalah bunyi Undang-Undang di atas.

1. UU No.40 Tahun 2007 pasal 1 ayat 3 tentang Perseroan Terbatas menyatakan “tanggung jawab sosial dan lingkungan adalah komitmen perseroan berperan serta dalam pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan mutu kehidupan dan lingkungan yang bermanfaat, baik bagi perseroan, komunitas setempat, maupun masyarakat pada umumnya”.
2. UU No.40 Tahun 2007 Pasal 74 tentang Perseroan Terbatas menyatakan bahwa Perseroan yang menjalankan kegiatan usahanya di bidang dan/atau

berkaitan dengan sumber daya alam wajib melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan, dan hal tersebut merupakan kewajiban Perseroan yang diperhitungkan sebagai biaya Perseroan yang pelaksanaannya dilakukan dengan memperhatikan kepatutan dan kewajaran.

3. UU Nomor 25 tahun 2007 pasal 15 huruf b tentang Penanaman Modal menyatakan bahwa setiap penanam modal berkewajiban melaksanakan tanggung jawab sosial perusahaan.
4. UU No 32 tahun 2009 tentang Pengelolaan Lingkungan Hidup terdapat ketentuan mengenai keharusan dilakukannya suatu pengungkapan lingkungan. Dalam pasal 68 huruf (a) disebutkan “setiap orang yang melakukan usaha dan/atau kegiatan berkewajiban untuk memberikan informasi terkait dengan perlindungan dan pengelolaan lingkungan hidup secara benar, akurat, terbuka dan tepat waktu”.
5. UU No 32 tahun 2009 pasal 69 ayat (1) huruf (j) tentang lingkungan hidup menyebutkan “setiap orang dilarang memberikan informasi palsu, menyesatkan, menghilangkan informasi, merusak informasi, atau memberikan keterangan yang tidak benar”.

Implementasi dari undang-undang tersebut sebagai bentuk komitmen perusahaan dalam pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan mutu kehidupan dan lingkungan yang bermanfaat, baik itu bagi perseroan, komunitas setempat, maupun masyarakat pada umumnya. Implikasinya adalah untuk mengurangi masalah pencemaran lingkungan karena perusahaan harus transparan dan akuntabel tentang informasi lingkungan hidup. Tanggung jawab sosial perusahaan harus dilibatkan dalam proses pelaporan keuangan perusahaan.

Sinergis dari ketiga aspek, baik itu aspek keuangan perusahaan, aspek lingkungan dan aspek sosial merupakan penggerak kelangsungan hidup perusahaan yang dapat memberikan implikasi positif kepada pemangku kepentingan karena perusahaan bukan hanya berorientasi angka laba. Akan tetapi, perusahaan dapat melibatkan aspek yang lain untuk menciptakan nilai tambah bagi pemangku kepentingan secara holistik.

Nilai tambah perusahaan dapat direfleksikan melalui kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, dan tata kelola perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan kepada pemangku kepentingan. Tujuan pengungkapan informasi tersebut adalah untuk memberikan sinyal positif kepada pemangku kepentingan bahwa perusahaan tidak hanya menggunakan indikator angka laba sebagai representasi kinerja perusahaan. Akan tetapi, informasi lingkungan, tata kelola perusahaan, dan strategi bisnis perusahaan merupakan aspek penting evaluasi kinerja perusahaan secara holistik. Melalui ketiga aspek tersebut, maka manajemen perusahaan mengharapkan pasar bereaksi positif atas informasi holistik ini. Reaksi pasar direfleksikan melalui respon pasar atas informasi tersebut, seperti adanya sensitivitas laba, sehingga dapat memberikan implikasi terhadap nilai perusahaan yang direfleksikan melalui tingginya nilai tobin's q.

Pengungkapan informasi lingkungan secara implisit terdapat dalam pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 1 Revisi 2009 paragraf 12. PSAK ini menyatakan bahwa "Entitas dapat pula menyajikan, terpisah dari laporan keuangan, laporan mengenai lingkungan hidup dan laporan nilai tambah (*value added statement*), khususnya bagi industri dimana faktor lingkungan hidup

memegang peranan penting dan bagi industri yang menganggap karyawan sebagai kelompok pengguna laporan yang memegang peranan penting. Laporan tambahan tersebut diluar ruang lingkup Standar Akuntansi Keuangan. Tujuan pernyataan standar ini adalah sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap pengelolaan lingkungan hidup dalam mengurangi pencemaran lingkungan, sehingga informasi ini diharapkan dapat memberikan informasi positif bagi pengambilan keputusan bisnis pemangku kepentingan.

Isu lingkungan bukan hanya berkaitan dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.1 Revisi 2009 paragraf 12. Akan tetapi, berkaitan juga dengan SFAS No.5 tentang *Accounting for Contingencies*. Pernyataan ini menyatakan bahwa kerugian kontijen (kerusakan pada aset atau terjadinya utang) harus diakui melalui suatu pembebanan dalam laporan laba/rugi jika besar kemungkinan terjadi (*probable*) diwaktu mendatang dan dapat dilakukan estimasi yang layak terhadap jumlah kerugian yang timbul. Artinya, kewajiban kontijensi merupakan suatu kondisi ketidakpastian yang harus diselesaikan ketika adanya suatu peristiwa yang akan terjadi dimasa yang akan datang. Peristiwa ini menyebabkan adanya kewajiban tambahan perusahaan atau dapat menyebabkan berkurangnya aset perusahaan.

Seiring dengan perubahan lingkungan bisnis yang semakin kompetitif dan kesadaran pemangku kepentingan akan pentingnya sikap kepedulian terhadap lingkungan dan pengungkapan sukarela, baik itu pengungkapan sosial maupun lingkungan, maka telah menjadi kebutuhan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah melalui meningkatkan reputasi perusahaan. Peraturan yang berhubungan dengan kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan tidak lagi

bersifat sukarela atau tambahan. Akan tetapi, telah menjadi kebutuhan bagi perusahaan. Hal ini terjadi karena lingkungan hidup menjadi hal penting dalam perkembangan ekonomi global yang menuntut semakin banyaknya organisasi-organisasi pemerhati lingkungan dan peraturan lingkungan hidup. Tujuannya adalah untuk menciptakan perlindungan lingkungan hidup dan pembangunan yang berkelanjutan.

Perlindungan lingkungan hidup dalam meningkatkan pembangunan yang berkelanjutan harus didukung dengan efektivitas tata kelola perusahaan. Artinya, efektivitas tata kelola perusahaan dapat menekan perilaku manajemen perusahaan dalam memenuhi kepentingannya, sehingga kepentingan pemangku kepentingan secara holistik dapat tercapai. Tata kelola perusahaan merupakan suatu mekanisme pengendalian yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam mengatur dan mengelola aktivitas bisnis dengan tujuan untuk meningkatkan akuntabilitas dan transparansi perusahaan kepada pemangku kepentingan yang tidak hanya terbatas pada pemegang saham. Implikasi positif dari adanya efektivitas tata kelola perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan yang direfleksikan melalui nilai harga saham yang tinggi dan mengurangi risiko tindakan yang dapat membawa dampak negatif bagi perusahaan.

Tata kelola perusahaan diharapkan dapat memberikan reaksi positif terhadap pemegang saham karena manajemen perusahaan dimonitoring oleh regulasi internal perusahaan. Regulasi internal perusahaan direfleksikan melalui kepemilikan institusi, persentase komisaris independen, dan proporsi komite audit. Jiambalvo dkk. (2002) menyatakan bahwa ketika perusahaan memiliki kepemilikan institusi yang tinggi, maka manajemen perusahaan akan memberikan

informasi mengenai laba masa depan yang lebih jelas dibandingkan kepemilikan institusi yang rendah. Informasi mengenai laba masa depan ini direfleksikan melalui harga saham. Bryan dkk. (2004) menyatakan bahwa komite audit dapat memberikan nilai sensitivitas laba yang lebih tinggi ketika komite audit memiliki independensi dan spesifikasi keahlian. Konsisten dengan Bryan dkk. (2004), penelitian Anderson dkk. (2003) menunjukkan bahwa karakteristik komite audit dapat mempengaruhi kandungan informasi laba perusahaan. Williamson (1981) menyatakan bahwa independensi dewan komisaris diperlukan untuk melindungi kepentingan pemegang saham. Implikasinya adalah pemegang saham dapat bereaksi positif atas adanya independensi komisaris.

Tata kelola perusahaan tidak hanya dapat mempengaruhi reaksi pemegang saham melalui sensitivitas laba dan nilai perusahaan. Akan tetapi, sensitivitas laba dan nilai perusahaan dipengaruhi juga oleh strategi bisnis perusahaan. Salah satu strategi bisnis perusahaan yang memiliki peranan penting dalam aktivitas lingkungan adalah strategi berbiaya rendah (*low cost strategy*). Perusahaan menerapkan strategi biaya rendah dengan tujuan untuk meningkatkan pangsa pasar dan kepercayaan pemegang saham. Artinya, untuk menghasilkan suatu produk yang berkualitas dengan harga yang rendah, maka dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham karena adanya efisiensi biaya tetapi perusahaan mampu menguasai pasar. Strategi biaya rendah (*low cost strategy*) direfleksikan melalui investasi perusahaan. Artinya, perusahaan yang efisien akan menjaga pengeluaran modal dan intensitas modalnya relatif rendah (David dkk., 2002; Hambrick 1983; Hambrick dkk., 1982; Miller & Dess, 1993:48) dan ditunjukkan juga melalui pemanfaatan sumber daya secara efisien (Nair & Filer, 2003).

Fernando dkk. (2016) menunjukkan bahwa *low cost strategy* dapat meningkatkan harga saham.

Implikasi tanggung jawab perusahaan terkait lingkungan dan kinerja keuangan perusahaan dapat mempengaruhi reaksi pasar. Hal ini disebabkan karena pihak-pihak yang berkepentingan tidak hanya bereaksi ketika perusahaan mengumumkan informasi laba tetapi juga melalui citra perusahaan. Apabila citra perusahaan kurang atau tidak baik, seperti kasus pencemaran lingkungan, maka akan memberikan berita buruk (*bad news*) bagi pasar, sehingga pasar akan bereaksi negatif dan berdampak pada menurunnya harga saham. Dengan demikian, pemegang saham modern tidak hanya mengkaji kinerja perusahaan dari aspek kinerja keuangan tetapi juga dari aspek lingkungan dan sosial.

Beberapa hasil penelitian empiris sebelumnya yang berkaitan dengan topik pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba adalah Herawaty (2018), Muchti & Widyaningsih (2014), Bemby dkk. (2013). Hasil penelitian Herawaty (2018), Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, hasil penelitian Muchti & Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari & Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Kim dkk. (2017), Suryani & Herianti (2015), Pranomo & Passaribu (2013), Sukirman & Meiden (2012),

dan Kusumawardhani & Nugroho (2010) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Dewi (2015), Silalahi (2014), Wulandari & Wirajaya (2014), Restuti & Nathaniel (2012), Restuningdiah (2010), dan Nossa dkk. (2009) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Passaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Subagya (2017), Sundari & Setiawan (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Marisatusholekha & Budiono (2015), Sundari & Setiawan (2015), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa

proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017), dan Subagya (2017) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Muhammad & Pamudji (2014), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang "*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*". Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR).

Penelitian yang dilakukan oleh Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Suwanti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih

(2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya juga menunjukkan adanya inkonsistensi temuan penelitian pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan. Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, temuan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Putro & Mildawati (2017), Velte (2017), Putri dkk. (2016), dan Agustine (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan inkonsistensi temuan penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Fadilah (2017), Hartana & Putra (2017), Charfeddine & Elmarzougui (2010), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Dewi & Sanica (2017), Sinarmaryarani & Suwitho (2016), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Syafitri dkk. (2018), Fadillah (2017), dan Subagya (2017), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian Basyith (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel (2017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Qasim (2014), dan Muryati & Suardikha (2014) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Subagya (2017), Al-Mater dkk. (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil temuan Krismiaji (2017), Asdemir (2012), dan Validpour dkk. (2012) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Bhattara (2017) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya juga menunjukkan adanya inkonsistensi temuan penelitian pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut adalah Jonathan & Machdar (2018), Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), Paramita & Hidayanti (2013); Kartina & Nikmah

(2011). Temuan Jonathan & Machdar (2018) menunjukkan bahwa sensitivitas laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa kualitas laba yang diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ketika tidak menggunakan variabel kontrol. Akan tetapi, ketika menggunakan variabel kontrol, maka kualitas laba yang diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), dan Paramita & Hidayanti (2013) menunjukkan bahwa sensitivitas laba tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berikut ini adalah rata-rata kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, *low cost strategy*, sensitivitas laba, dan nilai perusahaan selama tahun 2010-2015.

Tabel 1.1
Rerata Variabel Penelitian Perusahaan Manufaktur Tahun 2010-2015

Tahun	Rata-Rata							
	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS	ERC	TQ
2010	0.671	0.127	0.701	0.413	0.811	1.089	-0.004	0.337
2011	0.691	0.135	0.705	0.403	0.823	1.111	0.001	0.335
2012	0.684	0.138	0.699	0.413	0.820	1.060	-0.027	0.334
2013	0.658	0.142	0.696	0.410	0.825	1.025	-0.031	0.340
2014	0.684	0.148	0.701	0.414	0.836	0.997	0.071	0.342
2015	0.682	0.147	0.695	0.416	0.836	0.929	0.020	0.344

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 1.1 merupakan rata-rata hasil pengolahan data variabel yang berhubungan dengan penelitian ini yaitu, kinerja lingkungan (KL) selama periode 2010-2015 berkisar antara 0.658-0.691 satuan. Batasan satuan dalam kepatuhan pengelolaan lingkungan yaitu, jika kurang dari 0.40 berarti perusahaan belum melaksanakan upaya pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan yang

berarti, kemudian jika diantara 0.40 hingga 0.59 berarti telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat belum dapat mencapai persyaratan minimum, jika diantara 0.60 hingga 0.79 berarti telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat sesuai dengan persyaratan minimum, jika diantara 0.80 hingga 0.99 artinya telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat lebih baik. Selanjutnya, jika lebih besar dari 0.99 menunjukkan sangat patuh atau memuaskan. Nilai rata-rata pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa kinerja lingkungan perusahaan manufaktur telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat sesuai dengan persyaratan minimum.

Nilai rata-rata pengungkapan informasi lingkungan (PIL) menunjukkan kisaran 0.127-0.148 atau 12.7% - 14.8%. Batasan presentase untuk memenuhi jumlah indikator pengungkapan yaitu, jika dibawah 16% menunjukkan bahwa pengungkapan kurang lengkap dan diantara 16% hingga 55% menunjukkan cukup lengkap serta jika 56% hingga 88% menunjukkan lebih lengkap serta jika lebih besar dari 88% artinya sangat lengkap. Semakin tinggi nilai ini menunjukkan bahwa semakin baik pengungkapan informasi lingkungan. Nilai rata-rata pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan yang telah dilakukan oleh perusahaan berkisar antara 11 hingga 14 butir pengungkapan atau kurang lengkap.

Nilai rata-rata kepemilikan institusi (KI) menunjukkan kisaran 0.695-0.705 atau 69.5% - 70.5%. Batasan nilai untuk tingkat pengawasan kebijakan yang dibuat oleh manajemen yaitu melalui proporsi kepemilikan institusi, jika proporsi dibawah 0.50 menunjukkan bahwa sangat baik dan jika diantara 0.50 –

0.69 menunjukkan cukup baik serta jika lebih besar dari 0.69 menunjukkan kurang baik. Semakin tinggi nilai rata-rata kepemilikan institusi menunjukkan semakin terkonsentrasi kepemilikan institusi perusahaan manufaktur akan memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas.

Nilai rata-rata komisaris independen (KMI) menunjukkan kisaran 0.403-0.416 atau 40.3% - 41.6%. Batasan pengawasan atas konflik kepentingan yaitu, jika dibawah 0.50 atau 50% menunjukkan kurang baik dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup baik dan jika lebih besar dari 0.66, maka menunjukkan sangat baik. Nilai ini menjelaskan bahwa rata-rata proporsi komisaris independen masih dibawah 0.50, sehingga menunjukkan masih rendahnya proporsi komisaris independen dan kurang baiknya pengawasan atas konflik kepentingan.

Nilai rata-rata komite audit (KA) dari luar perusahaan menunjukkan kisaran 0.811-0.836 atau 81.1% - 83.65. Batasan nilai presentase pengawasan atas praktik kecurangan yaitu, jika dibawah 0.50 menunjukkan kurang baik dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup baik serta jika lebih besar dari 0.66 menunjukkan sangat baik. Nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata proporsi komite audit dari luar perusahaan lebih dari 50% dan menunjukkan semakin tinggi proporsi komite audit dari luar perusahaan akan berdampak pada sangat baiknya pengawasan atas praktik kecurangan.

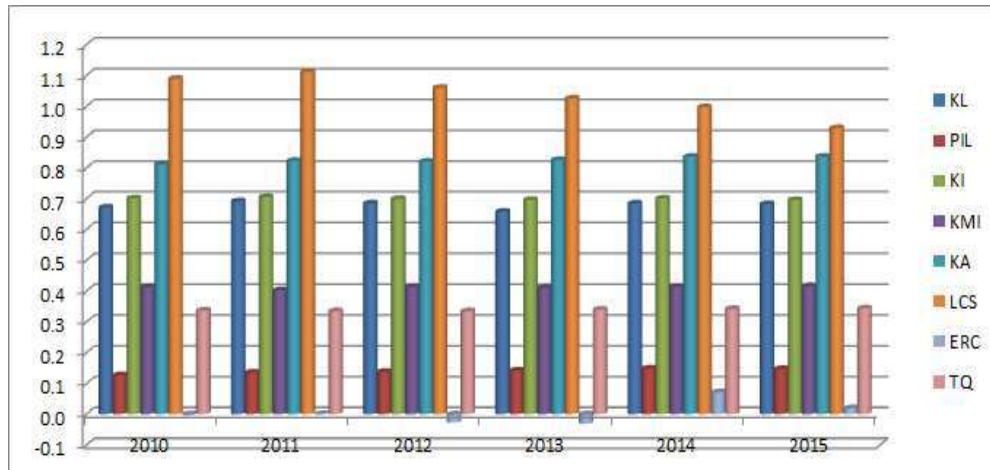
Nilai rata-rata *low cost strategy* (LCS) menunjukkan kisaran 0.929-1.111 satuan. Batasan nilai satuan untuk optimalisasi penjualan agar laba perusahaan meningkat yaitu, jika dibawah 0.50 artinya kurang baik dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup baik serta jika lebih besar dari 0.66 menunjukkan sangat

baik . Semakin tingginya nilai strategi *low cost stragy*, maka perusahaan telah melakukan implementasi strategi ini dengan baik untuk mengoptimalkan nilai penjualan agar laba perusahaan meningkat.

Nilai rata-rata sensitivitas laba (ERC) menunjukkan kisaran -0.004-0.071. Batasan nilai satuan untuk respon pasar terhadap pengumuman laba yaitu, jika dibawah 0.50 menunjukkan lemah atau kurang sensitif dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup sensitif serta jika lebih besar dari 0.66 menunjukkan sangat sensitif. Semakin tinggi nilai ini menunjukkan semakin baik pemegang saham merespon kinerja perusahaan.

Nilai rata-rata variabel nilai perusahaan (TQ) menunjukkan kisaran 0.334 - 0.344. Batasan nilai satuan untuk prospek pertumbuhan perusahaan yaitu, jika dibawah 0.50 menunjukkan kurang baik dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup baik serta jika lebih besar dari 0.66 menunjukkan sangat baik. Nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan manufaktur masih tergolong rendah karena di bawah nilai 0.50.

Data rata-rata setiap variabel dalam penelitian ini akan digunakan untuk melihat kecenderungan masing-masing variabel penelitian. Oleh karena itu, untuk mempermudah interpretasi data di atas, maka peneliti menampilkan grafik sebagai berikut.



Sumber: data sekunder diolah, 2018

Gambar 1.1
Grafik Rata-Rata Variabel Penelitian Tahun 2010-2015

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa kecenderungan rata-rata kinerja lingkungan mengalami peningkatan selama tahun 2010-2011. Akan tetapi, tahun 2012 dan 2013 mengalami penurunan yang signifikan. Ini menunjukkan bahwa pada tahun 2012 dan 2013 perusahaan mengalami penurunan peringkat PROPER. Selanjutnya, pada tahun 2014, kinerja lingkungan mengalami kenaikan akan tetapi tahun 2015 mengalami penurunan walaupun nilainya tidak signifikan. Konsisten dengan kinerja lingkungan, data pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa mulai tahun 2010 hingga 2014, pengungkapan informasi lingkungan perusahaan manufaktur mengalami peningkatan. Akan tetapi, pada tahun 2015 mengalami penurunan. Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan tidak memiliki saling ketergantungan..

Tata kelola perusahaan yang direfleksikan melalui kepemilikan institusi, komisaris independen, dan komite audit menunjukkan rata-rata fluktuasi selama enam tahun (2010-2015). Kepemilikan institusi mengalami penurunan signifikan

pada tahun 2012 dan 2013 serta kenaikan signifikan pada tahun 2014. Akan tetapi, kembali mengalami penurunan pada tahun 2015. Sebaliknya, proporsi komisaris independen mengalami penurunan signifikan tahun 2011 dan kenaikan signifikan pada tahun 2012. Akan tetapi, tahun 2013 mengalami penurunan dan kembali mengalami kenaikan pada tahun 2014 hingga 2015. Selanjutnya, proporsi komite audit mengalami peningkatan pada tahun 2011 dan ditahun 2012 mengalami penurunan. Akan tetapi, mulai tahun 2013 hingga 2015 mengalami kenaikan.

Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan institusi selama tahun 2010-2015 berkisar 69%-70%, rata-rata proporsi komisaris independen berkisar antara 40%-41%, dan proporsi komite audit dari luar perusahaan berkisar antara 81%-83%. Ketiga indikator tata kelola perusahaan tersebut yang memiliki proporsi terbesar adalah komite audit dari luar perusahaan dan terkecil adalah komisaris independen. Selain itu, *low cost strategy* sebagai salah satu indikator strategi bisnis menunjukkan rata-rata penurunan mulai tahun 2012 hingga 2015. Hasil ini menunjukkan bahwa selama tahun (2012-2015), *low cost strategy* perusahaan tidak dilakukan secara efektif, sehingga dapat mempengaruhi reaksi pemangku kepentingan.

Hasil rata-rata nilai sensitivitas laba menunjukkan sensitivitas harga saham sebagai akibat manajemen perusahaan mempublikasikan laporan keuangan (laba). Rata-rata sensitivitas laba selama tahun terakhir (2010-2015) mengalami fluktuasi. Fluktuasi peningkatan signifikan terjadi pada tahun 2013 ke tahun 2014. Artinya, pada tahun 2013 rata-rata hasil sensitivitas laba menunjukkan nilai -0.031 dan tahun 2014 menunjukkan nilai sebesar 0.071. Ini menunjukkan bahwa pada tahun 2013 terdapat perubahan kondisi ekonomi yang dapat mempengaruhi

sensitivitas laba. Jika dibandingkan dengan sensitivitas laba, maka nilai perusahaan menunjukkan penurunan pada tahun 2011 hingga 2012. Sedangkan, tahun 2013 hingga 2015 mengalami peningkatan. Hasil ini menunjukkan bahwa kondisi perusahaan manufaktur mulai tahun 2013 hingga 2015 mampu mempengaruhi perubahan harga saham yang lebih tinggi melalui tingginya nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk mengestimasi dan menganalisis "Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasinya Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015".

1.2 Identifikasi Masalah

Uraian latar belakang di atas menunjukkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Faktor tersebut dapat dibagi menjadi dua bagian yaitu, faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan. Faktor internal perusahaan berhubungan dengan spesifikasi industri dan faktor eksternal perusahaan berhubungan dengan variabel makro ekonomi. Kedua faktor ini dapat memberikan implikasi bagi perkembangan bisnis perusahaan. Oleh karena itu, untuk mengestimasi dan menganalisis berbagai fenomena tersebut, maka identifikasi masalah dalam penelitian ini perlu dirumuskan secara akurat. Berikut ini adalah rumusan indentifikasi masalah.

1. Secara holistik, indikator atau parameter penilaian kinerja adalah informasi laba dan tanggung jawab sosial perusahaan. Akan tetapi, informasi laba masih

menjadi indikator utama dalam menilai kinerja perusahaan, sehingga tanggung jawab sosial masih belum mendapat perhatian penting.

2. Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan belum dilakukan secara optimal, sehingga dapat mengurangi kualitas pelaporan keuangan perusahaan.
3. Pengungkapan informasi tanggungjawab sosial perusahaan dianggap dapat meningkatkan beban perusahaan.
4. Pengungkapan informasi tanggungjawab sosial perusahaan mempengaruhi perilaku manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan.
5. Kinerja lingkungan yang buruk dapat memberikan reaksi negatif kepada pemegang saham karena reputasi perusahaan menjadi tidak baik, sehingga memberikan dampak negatif terhadap nilai perusahaan.
6. Kinerja lingkungan yang tidak menjadi prioritas penting manajemen perusahaan dapat menyebabkan kerusakan lingkungan hidup.
7. Kinerja lingkungan yang buruk dapat mempengaruhi posisi perusahaan di sekitar lingkungan masyarakat.
8. Kinerja lingkungan dapat mempengaruhi perilaku manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan tergantung dari motivasi manajemen perusahaan.
9. Faktor penting kurangnya perhatian manajemen terhadap kinerja lingkungan adalah adanya beban keuangan perusahaan yang dapat mengurangi laba perusahaan.
10. Konflik kepentingan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham tergantung dari motivasi untuk memperoleh keuntungan yang optimal.
11. Konflik keagenan dapat menyebabkan munculnya biaya agensi.

12. Konflik keagenan dapat diminimalisasi melalui kepemilikan institusi. Artinya, keberadaan kepemilikan institusi dapat mengawasi kebijakan manajemen perusahaan.
13. Kepemilikan institusi tidak dapat dijadikan faktor fundamental dalam meningkatkan nilai perusahaan.
14. Komisaris independen merupakan representasi tata kelola perusahaan dalam mengawasi keputusan manajemen perusahaan. Penyebabnya adalah manajemen perusahaan tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.
15. Komisaris independen yang tidak efektif menyebabkan pengendalian terhadap perusahaan menjadi lemah.
16. Keberadaan komite audit sebagai akibat ketidakpercayaan pemegang saham terhadap manajemen perusahaan. Artinya, komite audit dibentuk untuk mengevaluasi berbagai aktivitas yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.
17. Komite audit yang tidak efektif mengurangi kredibilitas kinerja manajemen perusahaan.
18. *Low cost strategy* dapat memberikan manfaat bagi perusahaan karena adanya efisiensi biaya. Akan tetapi, jika tidak dilakukan dengan baik, maka akan mempengaruhi reaksi pemangku kepentingan.
19. *Low cost strategy* melalui pengurangan biaya penelitian dan pengembangan dapat mempengaruhi perkembangan kualitas perusahaan.
20. Sensitivitas laba menjadi perhatian utama perusahaan karena berhubungan dengan reaksi pemegang saham. Salah satu faktor penting yang

mempengaruhi adalah kinerja lingkungan. Akan tetapi, tidak semua perusahaan memperoleh kinerja lingkungan yang baik.

21. Tobin's q merupakan indikator nilai perusahaan. Nilai tobin's q yang tinggi menunjukkan nilai perusahaan baik. Akan tetapi, tidak semua perusahaan memiliki nilai tobin's q yang tinggi.
22. Pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan sinyal positif bagi pemegang saham. Akan tetapi, tidak semua perusahaan mengungkapkan informasi lingkungan secara optimal.
23. Hasil temuan penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi sensitivitas laba dan nilai perusahaan belum konsisten (*gap reserach*).
24. Rata-rata kinerja lingkungan, kepemilikan institusional, dan sensitivitas laba menunjukkan penurunan yang signifikan dibandingkan tahun lainnya dalam penelitian ini.
25. Kasus ketidakpuasan masyarakat atas aktivitas bisnis perusahaan di Indonesia, seperti yang dilakukan oleh PT.Toba Pulp Lestari, Tbk, maupun PT. Unilever Indonesia, Tbk menunjukkan adanya masalah lingkungan.
26. Temuan penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan tidak berpengaruh terhadap sensitivitas laba dan nilai perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan belum dilakukan secara optimal.

1.3. Pembatasan Masalah

Penelitian ini mengestimasi dan menganalisis determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Determinan sensitivitas laba dalam penelitian ini adalah kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy*. Oleh karena itu, fokus penelitian ini hanya pada beberapa aspek atau batasan masalah sebagai berikut.

1. Peneliti hanya meneliti perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2010-2015. Periode ini diharapkan dapat menjelaskan fenomena yang terjadi berdasarkan uraian latar belakang masalah.
2. Pengukuran kinerja lingkungan berdasarkan nilai PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup periode 2010-2015.
3. Pengukuran pengungkapan informasi lingkungan menggunakan butir pengungkapan *Corporate Social Responsibility Index (CSRI)*.
4. Tata kelola perusahaan diukur menggunakan mekanisme tata kelola perusahaan yaitu, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit.
5. Pengukuran *low cost strategy* menggunakan rasio antara penjualan terhadap aset perusahaan.
6. Sensitivitas laba diukur menggunakan koefisien respon laba (ERC). Koefisien respon laba merefleksikan adanya sensitivitas laba perusahaan.
7. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's q. Tobin's q merupakan indikator yang digunakan oleh peneliti karena merefleksikan nilai perusahaan.

8. Teknik analisis data menggunakan metode regresi data panel. Regresi data panel merupakan metode kombinasi data *time series* dan *cross section*. Penggunaan teknik analisis ini dapat dilakukan untuk menentukan model yang tepat dalam menguji hipotesis penelitian. Model tersebut adalah *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*.

1.4 Rumusan Masalah

Uraian latar belakang, identifikasi masalah, dan batasan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya menunjukkan bahwa penelitian ini penting untuk dilakukan. Oleh karena itu, untuk menjawab fenomena penelitian, maka penelitian ini perlu menguraikan beberapa rumusan masalah sebagai berikut.

1. Apakah kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
2. Apakah pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
3. Apakah kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
4. Apakah proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
5. Apakah proporsi komite audit secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
6. Apakah *low cost strategy* secara parsial berpengaruh terhadap sensitivitas laba?
7. Apakah kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit

dan *low cost strategy* secara bersama-sama berpengaruh terhadap sensitivitas laba?

- 8 Apakah kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 9 Apakah pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 10 Apakah kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 11 Apakah proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 12 Apakah proporsi komite audit secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 13 Apakah *low cost strategy* secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 14 Apakah sensitivitas laba secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- 15 Apakah kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy* dan sensitivitas laba secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

1.5 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi dan menganalisis determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2010-2015. Tujuan spesifik penelitian ini sebagai berikut.

1. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kinerja lingkungan secara parsial terhadap sensitivitas laba.
2. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh pengungkapan informasi lingkungan secara parsial terhadap sensitivitas laba.
3. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kepemilikan institusi secara parsial terhadap sensitivitas laba.
4. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh proporsi komisaris independen secara parsial terhadap sensitivitas laba.
5. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh proporsi komite audit secara parsial terhadap sensitivitas laba.
6. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh *low cost strategy* secara parsial terhadap sensitivitas laba.
7. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara bersama-sama terhadap sensitivitas laba.
8. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kinerja lingkungan secara parsial terhadap nilai perusahaan.

9. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh pengungkapan informasi lingkungan secara parsial terhadap nilai perusahaan.
10. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kepemilikan institusi secara parsial terhadap nilai perusahaan.
11. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh proporsi komisaris independen secara parsial terhadap nilai perusahaan.
12. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh proporsi komite audit secara parsial terhadap nilai perusahaan.
13. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh *low cost satrategy* secara parsial terhadap nilai perusahaan.
14. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh sensitivitas laba secara parsial terhadap nilai perusahaan.
15. Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan.

1.6. Kegunaan Penelitian

1.6.1. Kegunaan Secara Teoritis

Penelitian ini berhubungan dengan isu pengelolaan lingkungan hidup yang dilakukan oleh perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan laba dan memitigasi biaya. Salah satu minimalisasi biaya yang dilakukan oleh manajemen perusahaan adalah biaya yang terkait dengan pencemaran lingkungan yang disebut dengan biaya lingkungan. Langkah meminimalisasi biaya terhadap lingkungan ini menyebabkan perusahaan melakukan eksploitasi sumber daya alam

yang kurang baik serta penanganan limbah yang kurang optimal, sehingga dapat memberikan dampak negatif terhadap lingkungan hidup. Akhirnya, berimplikasi terhadap hilangnya reputasi perusahaan terhadap pemangku kepentingan khususnya, pemerintah dan masyarakat.

Penelitian ini dilakukan dengan mengeksplorasi metodologi dari segi pengukuran maupun model ekonometrika untuk mendapatkan kesimpulan penelitian yang akurat terkait determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Temuan empiris penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap beberapa teori keuangan dan akuntansi. Berikut ini adalah beberapa uraian tentang kegunaan teoritis.

1. Penggunaan variabel kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan teori pemangku kepentingan (*stakeholder theory*). Pemangku kepentingan atau *stakeholder* adalah kelompok dan/atau individu yang memiliki hubungan dan kepentingan yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi oleh pencapaian perusahaan, serta dapat menentukan sukses atau gagalnya sebuah perusahaan (Freeman dkk., 2010:4). Menurut Phillips (2003), teori pemangku kepentingan adalah teori mengenai strategi manajemen dan etika dalam organisasi. Perusahaan harus mendistribusikan keuntungan dari keseluruhan aktivitas perusahaan semaksimal mungkin seluruh pemangku kepentingan dengan pertimbangan pada kontribusi, biaya, dan risikonya.
2. Informasi yang terkait dengan kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, tata kelola perusahaan, dan *low cost strategy* yang memengaruhi sensitivitas laba dan berimplikasi terhadap nilai perusahaan dapat

memberikan kontribusi terhadap teori signaling. Teori signaling dalam ilmu komunikasi yang digunakan dalam disiplin ilmu akuntansi digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi pola perilaku komunikasi manajer kepada publik. Teori signaling dalam akuntansi berfungsi untuk menilai adanya informasi privat. Teori ini mengasumsikan bahwa pelaporan keuangan oleh emiten merupakan suatu sinyal yang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan. Dengan adanya sinyal dari perusahaan menyebabkan pemegang saham melakukan antisipasi untuk menentukan kebijakan yang akurat. Dengan demikian apabila manajemen menyampaikan informasi ke pasar, umumnya pasar akan merespon sebagai suatu sinyal terhadap adanya suatu peristiwa tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

3. Penggunaan variabel tata kelola perusahaan dapat mengembangkan teori agensi. Perspektif *agency theory* merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak yang saling bekerja sama memiliki tujuan dan pembagian kerja yang berbeda. Secara khusus teori keagenan membahas tentang adanya hubungan keagenan, dimana suatu pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan pekerjaan kepada pihak lain (*agent*) yang melakukan pekerjaan. Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Eisenhardt, 1989). Pertama adalah masalah keagenan yang timbul pada saat (a) keinginan-keinginan atau tujuan-tujuan dari prinsipal dan agen berlawanan dan (b) merupakan suatu hal yang sulit atau mahal bagi prinsipal untuk melakukan verifikasi tentang apa yang benar-benar dilakukan oleh agen.

Permasalahannya adalah bahwa prinsipal tidak dapat memverifikasi apakah agen telah melakukan sesuatu secara tepat. Kedua adalah masalah pembagian risiko yang timbul pada saat prinsipal dan agen memiliki sikap yang berbeda terhadap risiko. Dengan demikian, prinsipal dan agen mungkin memiliki preferensi tindakan yang berbeda dikarenakan adanya perbedaan preferensi risiko.

4. Kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan yang mempengaruhi sensitivitas laba dan nilai perusahaan dapat mendukung teori legitimasi. Teori legitimasi membahas tentang aktivitas operasional perusahaan dapat diterima oleh masyarakat sekitar karena tidak berdampak negatif. Salah satu upaya perusahaan agar aktivitasnya diterima oleh masyarakat adalah dengan melaksanakan *corporate social responsibility*. Dengan demikian, terjadi keselarasan antara sistem perusahaan dan sistem nilai masyarakat yang dapat memberikan kelangsungan hidup suatu perusahaan (*going concern*).

1.6.2. Kegunaan Secara Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat yang signifikan kepada berbagai pihak yang berpentingan. Pihak-pihak yang berkepentingan adalah perusahaan, pemegang saham, maupun regulator.

1. Bagi Pengguna Laporan Keuangan

Penelitian ini diharapkan menjadi bahan pertimbangan bagi pengguna laporan keuangan khususnya masyarakat umum dalam menilai informasi lingkungan yang diterbitkan perusahaan di laporan tahunan sebagai wujud kepedulian atau perhatian terhadap kepatuhan atas dampak lingkungan.

2. Bagi Pemegang Saham

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang bermanfaat bagi pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi.

3. Bagi Regulator

Bagi regulator dalam merumuskan kebijakan untuk diimplementasikan oleh perusahaan terkait pengelolaan lingkungan hidup yang lebih baik.

4. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan pengambilan keputusan atas kebijakan penerapan akuntansi lingkungan yang efektif.

BAB II

TINJAUAN TEORI DAN KAJIAN LITERATUR

Bab ini menjelaskan tentang tinjauan teori dan kajian literatur. Tinjauan teori terdiri dari (1) teori signal, teori agensi, teori *stakeholder*, dan teori legitimasi. Selanjutnya, kajian literatur akan diuraikan untuk menjelaskan determinan sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan.

2.1 Tinjauan Teori

2.1.1 Teori Signal

Signal merupakan salah satu wujud pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk menyampaikan informasi kepada pengguna tentang prospek perusahaan dimasa depan. Teori *signal* dan asimetri informasi merupakan dua hal yang saling berkaitan. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Akerlof, Spence dan Stiglitz. Mereka kemudian memenangkan Nobel Ekonomi pada tahun 2001. Teori *signal* dikembangkan dalam ilmu ekonomi dan keuangan untuk menjelaskan ketersediaan informasi yang dimiliki oleh manajemen perusahaan terkait prospek perusahaan dibandingkan pihak luar perusahaan. Akibatnya adalah terjadi asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Oleh karena itu, untuk mengurangi asimetri informasi, maka pemegang saham akan menawarkan harga yang lebih rendah bagi perusahaan (Omran & El-Galfy, 2014; Thome dkk., 2014).

Asimetri informasi akan mempengaruhi perilaku pemegang saham dalam pengambilan keputusan, sehingga memiliki dampak terhadap nilai perusahaan. Artinya, nilai perusahaan akan meningkat ketika manajemen perusahaan secara sukarela memberikan *signal* informasi yang kredibel tentang prospek perusahaan

kepada pemegang saham. Tujuannya untuk mengurangi ketidakpastian informasi mengenai prospek perusahaan (Conelly dkk, 2011; Mahoney, 2012). Informasi yang dipublikasikan oleh manajemen perusahaan dijadikan *signal* oleh pemegang saham, sehingga ketika suatu perusahaan menginginkan jumlah saham beredarnya bertambah, maka perusahaan harus melakukan pengungkapan informasi atas laporan keuangan secara transparan dan akuntabel. Informasi ini kemudian digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Pada awalnya teori *signal* diperkenalkan oleh George Akerlof (1970) untuk mempelajari fenomena ketidakseimbangan informasi kualitas produk antara pembeli dan penjual dengan melakukan pengujian terhadap pasar mobil bekas. Kemudian teori ini dikembangkan oleh Spence (1973) untuk menjelaskan asimetri informasi pasar tenaga kerja. Selanjutnya, teori ini digunakan oleh Ross (1977) untuk menjelaskan pengungkapan sukarela dalam pelaporan perusahaan. Untuk mengurangi adanya asimetri informasi, maka manajemen perusahaan akan menyampaikan *signal* informasi terkait prospek perusahaan bukan hanya informasi keuangan. Akan tetapi, informasi lain seperti, informasi lingkungan sebagai bentuk tanggung jawab sosial perusahaan terhadap lingkungan hidup. Tujuannya untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan, sehingga dapat meningkatkan reputasi perusahaan (Verrecchia, 1983; Mahoney, 2012; Thorne dkk., 2014).

Teori signal menjelaskan bahwa perusahaan memberikan signal kepada pengguna laporan keuangan tentang informasi prospek perusahaan baik itu, informasi pengungkapan lingkungan atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dibandingkan perusahaan pesaing atau sejenis.

Informasi pengungkapan lingkungan yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi *good news* bagi pemegang saham, sehingga dapat mempengaruhi minat pemegang saham dalam melakukan investasi. Toms (2002) menunjukkan bahwa adanya pelaksanaan, pemantauan, dan pengungkapan kebijakan lingkungan dalam pelaporan keuangan tahunan dapat memberikan kontribusi signifikan dalam menciptakan reputasi kinerja lingkungan yang lebih baik.

2.1.2 Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa teori agensi mengasumsikan adanya hubungan antara prinsipal dan agen. Teori agensi menyatakan bahwa hubungan keagenan timbul ketika salah satu pihak (prinsipal) memberi kuasa kepada pihak lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa dalam rangka memenuhi kepentingannya yang melibatkan pendelegasian otoritas pembuatan keputusan kepada agen. Jensen & Meckling (1976) juga menjelaskan bahwa terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*). Dalam kontrak ini agen berkewajiban untuk melakukan hal-hal yang dapat memberikan nilai tambah dalam meningkatkan kesejahteraan prinsipal dan sebagai timbal baliknya prinsipal memberikan insentif atau imbalan khusus sesuai dengan kinerja agen.

Berdasarkan teori agensi tersebut, manajer berusaha memenuhi kepentingan prinsipal sesuai dengan perjanjian kontrak. Akan tetapi, manajer tidak selalu memenuhi kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan masalah agensi. Dengan adanya masalah agensi yang disebabkan karena konflik

kepentingan, maka perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*).

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan biaya keagenan dalam tiga jenis yaitu:

1. Biaya Monitoring (*monitoring cost*), merupakan biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan terhadap aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh agen.
2. Biaya Bonding (*bonding cost*), merupakan biaya untuk menjamin bahwa agen tidak akan bertindak merugikan prinsipal, atau dengan kata lain untuk meyakinkan agen bahwa prinsipal akan memberikan kompensasi jika agen dapat memenuhi kepentingan prinsipal.
3. Biaya kerugian residu (*residual loss*), merupakan nilai uang yang ekuivalen dengan pengurangan kemakmuran yang dialami oleh prinsipal akibat dari perbedaan kepentingan.

Eisenhard (1989) menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia untuk menjelaskan teori agensi yaitu, (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut, manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat *opportunistic* yaitu, mengutamakan kepentingan pribadinya (*self interest*). Hendrikden & Van Breda (2000:329) menyatakan bahwa konflik keagenan terjadi ketika kepentingan agen tidak selaras dengan kepentingan prinsipal, sehingga mempengaruhi tindakan agen.

Teori agensi juga menjelaskan mengenai masalah asimetri informasi (*information asymmetric*). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak

mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu, manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan memiliki tanggung jawab untuk memberikan sinyal mengenai prospek perusahaan kepada pemilik. Akan tetapi, informasi yang disampaikan oleh manajer seringkali tidak sesuai dengan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris (Hendriksen & Van Breda, 2000:329). Asimetri informasi antara manajer (agen) dengan pemilik (prinsipal) dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan tindakan oportunistik. Tindakan oportunistik dilakukan oleh manajer melalui manajemen laba. Tujuannya untuk memenuhi ekspektasi pemegang saham bahwa kinerja perusahaan telah tercapai. Akan tetapi, sebenarnya informasi tersebut hanya untuk memenuhi kepentingan manajer. Akibatnya, proses pengambilan keputusan pemegang saham menjadi tidak akurat (bias).

2.1.3. Teori *Stakeholder*

Teori *stakeholder* merupakan salah satu teori yang digunakan dalam penelitian-penelitian akuntansi manajemen terkait pengungkapan lingkungan, pendekatan sosial, dan penelitian manajemen berkelanjutan (Frynas & Yamahaki, 2016; Montiel & Ceballos, 2014). Teori *stakeholder* telah digunakan cukup luas dalam literatur akuntansi manajemen dalam bukunya Freeman yang diterbitkan tahun (1984:31) dengan judul "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*" menyatakan bahwa perusahaan sebagai suatu entitas bisnis bukan hanya bertujuan untuk memenuhi kepentingannya tetapi juga untuk kepentingan *stakeholder*.

Proposisi dasar teori *stakeholder* adalah keberhasilan suatu perusahaan tergantung pada tingkat keberhasilan pengelolaan perusahaan yang melibatkan

hubungan dengan *stakeholder*. Sementara, menurut perspektif konvensional, keberhasilan suatu perusahaan tidak hanya tergantung pada memaksimalkan nilai pemegang saham karena entitas dianggap memiliki kontrak secara implisit dan eksplisit antara perusahaan dengan *stakeholder* (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, teori *stakeholder* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan bukan hanya untuk mempengaruhi masyarakat atau pemegang saham tetapi juga *stakeholder* lainnya.

Dalam mengajukan teori *stakeholder*, Freeman (1984:46) menyatakan bahwa manajer mengelola perusahaan berdasarkan pemahaman masa lalu, bukan masa depan, dan dalam menghadapi lingkungan bisnis, sehingga perlu untuk mengubah pola pikir manajer dalam mengelola bisnis yaitu, melalui pertimbangan terhadap lingkungan eksternal perusahaan. Selanjutnya, Freeman (1984:33-43) menggabungkan konsep *stakeholder* dalam dua kategori utama yaitu:

1. Model perencanaan bisnis dan kebijakan
2. Model tanggungjawab sosial perusahaan dari *stakeholder*.

Pada model pertama, analisis *stakeholder* berfokus pada pengembangan dan evaluasi atas persetujuan keputusan strategis perusahaan oleh kelompok-kelompok yang dukungannya diperlukan untuk kelangsungan perusahaan. Para pemangku kepentingan yang diidentifikasi dalam model ini termasuk pemilik, pelanggan, kelompok masyarakat dan pemasok. Meskipun kelompok-kelompok ini tidak bermusuhan dengan lingkungan alam, tetapi perilakunya mungkin bertentangan dianggap sebagai kendala pada strategi yang dikembangkan oleh manajemen dalam kaitannya dengan sumber daya perusahaan dengan lingkungan.

Dalam model kedua, perencanaan dan analisis perusahaan meluas untuk memasukkan pengaruh eksternal yang mungkin bertentangan dengan perusahaan. Kelompok-kelompok yang bertentangan seperti, regulasi lingkungan dan/atau kelompok-kelompok khusus yang secara langsung berhubungan dengan masalah sosial. Kedua model ini memungkinkan manajer untuk mempertimbangkan rencana strategis yang disesuaikan dengan perubahan tuntutan sosial kelompok *stakeholder* non-tradisional.

Praktik pengungkapan lingkungan perusahaan dan pelaporan merupakan salah satu bagian penting yang menjadi perhatian *stakeholder*. Akibatnya, tingkat kesadaran lingkungan meningkat dan dapat menciptakan kebutuhan bagi perusahaan untuk memperluas perencanaan atau strategi manajemen. Manajemen sebagai suatu organisasi yang menjalankan aktivitas operasional dan melaporkan aktivitas operasional kepada *stakeholder* sebagai bentuk pertanggungjawaban atas kinerja manajemen perusahaan. Dengan demikian, *stakeholder* memiliki hak atas ketersediaan informasi mengenai aktivitas operasi perusahaan dalam hubungan dengan lingkungan sekitar (Deegan, 2009).

2.1.4 Teori Legitimasi

Legitimasi dapat dianggap sebagai menyamakan persepsi atau asumsi bahwa tindakan yang dilakukan oleh suatu entitas adalah merupakan tindakan yang diinginkan, pantas ataupun sesuai dengan sistem norma, nilai, kepercayaan dan definisi yang dikembangkan secara sosial (Suchman, 1995). Legitimasi dianggap penting bagi perusahaan dikarenakan legitimasi masyarakat kepada perusahaan menjadi faktor yang strategis bagi perkembangan perusahaan ke depan.

O'Donovan (2002) berpendapat legitimasi organisasi dapat dilihat sebagai sesuatu yang diberikan masyarakat kepada perusahaan dan sesuatu yang diinginkan atau dicari perusahaan dari masyarakat. Dengan demikian, legitimasi memiliki manfaat untuk mendukung keberlangsungan hidup suatu perusahaan. Legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi pada keberpihakan terhadap masyarakat (*society*), pemerintah, individu dan kelompok masyarakat (Gray dkk., 1996:46).

Teori legitimasi menyatakan bahwa organisasi secara terus menerus mencoba untuk menyakinkan bahwa mereka melakukan kegiatan sesuai dengan batasan-batasan dan norma-norma masyarakat dimana mereka berada (Rawi, 2010). Legitimasi masyarakat merupakan faktor strategis bagi perusahaan dalam rangka mengembangkan usahanya. Hal ini dapat dijadikan wahana untuk menyusun strategi perusahaan, terutama berhubungan dengan memposisikan diri ditengah lingkungan masyarakat yang semakin maju (Hadi, 2011:88).

Teori legitimasi menegaskan bahwa perusahaan terus berupaya memastikan bahwa mereka beroperasi dalam kerangka dan norma yang ada dalam masyarakat atau lingkungan dimana perusahaan berada untuk memastikan bahwa aktivitas perusahaan diterima oleh pihak luar (Deegan & Rankin, 1999). Dengan kata lain, organisasi harus menyesuaikan dengan aturan masyarakat untuk menjamin eksistensi dan juga kelangsungan hidupnya.

Teori legitimasi berkaitan dengan kinerja ekonomi dan kinerja keuangan ketika adanya inkonsistensi antara sistem nilai perusahaan dan nilai masyarakat akan dapat mengakibatkan perusahaan kehilangan legitimasinya. Akibatnya, akan mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Hadi, 2011:88). Anggraini (2006)

menyatakan bahwa dalam usaha memperoleh legitimasi, perusahaan melakukan kegiatan sosial dan lingkungan yang memiliki implikasi akuntansi pada pelaporan dan pengungkapan dalam pelaporan tahunan perusahaan melalui pelaporan sosial dan lingkungan yang dipublikasikan.

2.1.5 Kinerja Lingkungan dan PROPER

Kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan lingkungan yang baik (Suratno dkk., 2006). Kinerja lingkungan diukur dari prestasi perusahaan mengikuti Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup (PROPER). Program ini merupakan salah satu upaya yang dilakukan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH) untuk mendorong penataan perusahaan dalam pengelolaan hidup. PROPER diumumkan secara rutin kepada masyarakat, sehingga perusahaan yang dinilai akan mendapat insentif maupun disinsentif reputasi, tergantung pada tingkat ketaatannya. Penilaian peringkat kinerja perusahaan dalam pengelolaan lingkungan mulai dikembangkan Kementerian Lingkungan Hidup (KLH) sebagai satu alternatif instrumen sejak 1995.

Program ini awalnya dikenal dengan nama PROPER PROKASIH. Alternatif penataan dilakukan melalui penyebaran informasi tingkat kinerja penataan masing-masing perusahaan kepada *stakeholder* pada skala nasional. Program ini diharapkan dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan kinerja pengelolaan lingkungannya. Dengan demikian, dampak lingkungan dari kegiatan perusahaan dapat diminimalisasi.

Peringkat kinerja lingkungan perusahaan dibagi menjadi 5 peringkat warna untuk memudahkan komunikasi dengan *stakeholder* dalam menyikapi hasil

kinerja penataan masing-masing perusahaan. Penggunaan peringkat warna merupakan bentuk komunikatif penyampaian kinerja kepada masyarakat agar lebih mudah dipahami dan diingat. Lima peringkat warna yang digunakan yaitu, emas, hijau, biru, merah dan hitam.

Suatu perusahaan akan mendapatkan peringkat emas, jika perusahaan telah secara konsisten menunjukkan keunggulan lingkungan dalam proses produksi atau jasa, melaksanakan bisnis yang beretika dan bertanggungjawab terhadap masyarakat, peringkat hijau ketika perusahaan telah melakukan pengelolaan lingkungan lebih dari yang dipersyaratkan dalam peraturan melalui pelaksanaan sistem pengelolaan lingkungan, pemanfaatan sumber daya secara efisien melalui upaya 4R (*reduce, reuse, recycle, dan recovery*) dan melakukan tanggungjawab sosial dengan baik, peringkat biru ketika perusahaan telah melakukan upaya pengelolaan lingkungan yang telah dipersyaratkan sebagaimana diatur dalam perundang-undangan, peringkat merah ketika perusahaan tidak melakukan pengelolaan lingkungan hidup sebagaimana diatur dalam undang-undang dan perusahaan akan mendapatkan peringkat hitam ketika perusahaan sengaja melakukan perbuatan atau kelalaian yang mengakibatkan pencemaran atau kerusakan lingkungan atau pelanggaran terhadap peraturan undang-undang atau tidak melaksanakan sanksi administrasi.

Penilaian PROPER mengacu pada persyaratan penataan lingkungan yang ditetapkan dalam peraturan pemerintah terkait dengan pengendalian pencemaran air, pencemaran udara, pengelolaan limbah, AMDAL, serta pengendalian pencemaran laut. Ketentuan ini bersifat wajib untuk dipenuhi. Jika perusahaan memenuhi seluruh peraturan tersebut maka akan diperoleh peringkat biru jika

tidak maka merah atau hitam, tergantung pada aspek ketidaktaatannya (Rakhiemah & Agustia, 2009).

Kinerja lingkungan perusahaan diukur melalui PROPER (Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup). Pengukuran kinerja lingkungan telah dilaksanakan oleh pemerintah sejak tahun 2002. Program ini digunakan oleh Kementerian Negara Lingkungan Hidup untuk mengukur tingkat ketaatan perusahaan berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan kinerja perusahaan dalam pelaksanaan berbagai kegiatan yang terkait dengan kegiatan pengelolaan lingkungan yang belum menjadi persyaratan penataan.

Khusus mengenai PROPER, sejak tahun 2002 kementerian negara lingkungan hidup bekerja sama dengan Bapedal dan instansi terkait lainnya mencanangkan program PROPER (Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup) berdasarkan UU No. 3/1997 dan KepMen.127/MENLH/2002. PROPER dikondisikan sebagai *reputation award* dan merupakan perwujudan transparansi dan partisipasi publik dalam pengelolaan lingkungan. Program ini melakukan pemeringkatan perusahaan dari yang terbaik sampai yang terburuk dalam hal ketaatan dalam pengelolaan lingkungan hidup.

Mengingat hasil penilaian peringkat PROPER ini akan dipublikasikan secara terbuka kepada publik dan *stakeholder* lainnya, maka kinerja penataan perusahaan dikelompokkan ke dalam peringkat warna. Melalui pemeringkatan warna ini diharapkan masyarakat dapat lebih mudah memahami kinerja penataan masing-masing perusahaan. Sejauh ini dapat dikatakan bahwa PROPER

merupakan sistem pemeringkatan yang pertama kali menggunakan peringkat warna.

2.1.6 Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

2.1.6.1 Pengertian Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

Definisi mengenai *corporate social responsibility* sekarang ini sangatlah beragam. Seperti definisi CSR yang dikemukakan oleh Maignan & Farrel (2004) yang mendefinisikan CSR sebagai “ *A business acts in socially responsible manner when its decision and actions for balance diverse when its decision and actinons for and balance diverse stakeholder interest*”. Definisi ini menekankan perlunya memberikan perhatian secara seimbang terhadap kepentingan berbagai stakeholder yang beragam dalam setiap keputusan dan tindakan yang diambil oleh para pelaku bisnis melalui perilaku yang secara sosial bertanggung jawab.

Konsisten dengan definisi di atas, Kotler & Lee (2005:3) memberikan definisi CSR sebagai berikut; “*Corporate social responsibility is a commitment to improve community well-being through discretionary business practice and contributions of corporate resources*”. Menurut definisi tersebut, elemen kunci dari CSR adalah kata *discretionary*. Terdapat pengaruh terhadap kinerja perusahaan dari partisipasi terhadap tanggung jawab sosial, diantaranya adalah meningkatkan penjualan dan *market share*, menguatkan posisi *merk*, menurunkan biaya operasional, dan lain sebagainya.

Tanggung jawab sosial perusahaan (*Corporate Social Responsibility*) adalah suatu konsep bahwa suatu organisasi khususnya (namun bukan hanya) perusahaan adalah memiliki suatu tanggung jawab terhadap konsumen, karyawan, pemegang saham, komunitas, dan lingkungan dalam aspek operasional

perusahaan. CSR berhubungan erat dengan “pembangunan berkelanjutan”, dimana ada argumentasi bahwa suatu perusahaan dalam melaksanakan aktivitasnya harus mendasarkan keputusannya tidak semata berdasarkan faktor keuangan, misalnya keuntungan atau dividen melainkan juga harus berdasarkan konsekuensi sosial dan lingkungan untuk saat ini maupun untuk jangka panjang.

Definisi di atas memberikan pemahaman bahwa CSR pada dasarnya adalah komitmen perusahaan terhadap tiga (3) elemen yaitu ekonomi, sosial, dan lingkungan. Definisi CSR dalam penelitian ini merujuk pada definisi yang disampaikan European Commission dan CSR Asia. Perusahaan semakin menyadari bahwa kelangsungan hidup perusahaan juga tergantung dari hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungannya tempat perusahaan beroperasi.

2.1.6.2 Implementasi Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

Pengungkapan tanggung jawab sosial atau sering disebut sebagai *Corporate social reporting* adalah proses pengkomunikasian efek-efek sosial dan lingkungan atas tindakan-tindakan ekonomi perusahaan pada kelompok-kelompok tertentu dalam masyarakat dan pada masyarakat secara keseluruhan (Gray dkk., 1986:3). Kontribusi negatif perusahaan terhadap lingkungan sekitarnya telah menyebabkan hilangnya kepercayaan masyarakat. Oleh karena itu, dengan mengungkapkan informasi-informasi mengenai operasi perusahaan sehubungan dengan lingkungan sebagai tanggung jawab perusahaan diharapkan dapat mengembalikan kepercayaan masyarakat. Dengan demikian, agar bentuk tanggung jawab sosial yang telah dilakukan oleh perusahaan dapat diketahui oleh berbagai pihak yang berkepentingan, maka hal itu diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan.

Tujuan pengungkapan menurut *Securities Exchange Commission* (SEC) dikategorikan menjadi dua yaitu *propective disclosure* dan *informative disclosure* (Wolk ddk., 2000:39). Berbeda dengan SEC, Belkaoui mengemukakan ada enam tujuan pengungkapan, yaitu:

1. Untuk menjelaskan butir yang diakui dan untuk menyediakan ukuran yang relevan bagi item-item tersebut, selain ukuran dalam laporan keuangan.
2. Untuk menjelaskan butir yang belum diakui dan untuk menyediakan ukuran yang bermanfaat bagi item-item tersebut.
3. Untuk menyediakan informasi untuk membantu investor kreditor dalam menentukan resiko dan butir yang potensial untuk diakui dan yang belum diakui.
4. Untuk menyediakan informasi yang penting yang dapat digunakan oleh pengguna laporan keuangan untuk membandingkan antar perusahaan dan antar tahun.
5. Untuk menyediakan informasi mengenai aliran kas masuk dan kas keluar dimasa mendatang.
6. Untuk membantu investor dalam menetapkan *return* dan investasinya.

2.1.7 Good Corporate Governance

Perkembangan konsep *corporate governance* sesungguhnya telah dimulai jauh sebelum isu *corporate governance* menjadi kosakata paling hangat dikalangan eksekutif bisnis. Banyak terdapat definisi yang digunakan untuk memberikan gambaran tentang *corporate governance*, yang diberikan baik oleh perorangan (individual) maupun institusi (institutional). Adapun institusi yang memberikan definisi atas *corporate governance* antara lain adalah *Forum for*

Corporate Governance in Indonesia (FCGI) dan *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD).

Berikut beberapa definisi GCG baik menurut institusi maupun individu:

- a. FCGI mendefinisikan corporate governance yang disadur dari Cadbury Committee of United Kingdom sebagai: Seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Tujuan corporate governance ialah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*).
- b. OECD mendefinisikan *corporate governance* sebagai: *One key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence that involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders and also provides the structure through which the objectives of the company, the means of attaining those objectives and monitoring performance.*
- c. Cadbury Committee (2003) memandang *corporate governance* sebagai: *A set of rules that define the relationship between shareholders, managers, creditors, the government, employees and other internal and external stakeholders in respect to their rights and responsibilities.*
- d. Bank Dunia memberikan definisi GCG sebagai kumpulan hukum, peraturan, dan kaidah-kaidah yang wajib dipenuhi, yang dapat mendorong kinerja sumber-sumber perusahaan untuk berfungsi secara efisien guna menghasilkan

nilai ekonomi jangka panjang yang berkesinambungan bagi para pemegang saham maupun masyarakat sekitar secara keseluruhan. (Effendi, 2008)

- e. Pasal 1 Surat Keputusan Menteri BUMN No.117/M-MBU/2002 tanggal 31 Juli 2002 tentang Penerapan GCG pada BUMN menyatakan bahwa corporate governance adalah suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan pemangku kepentingan (stakeholder) lainnya, berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika.
- f. Sesuai surat Nomor: S-359/MK.05/2001 tanggal 21 Juni 2001 tentang Pengkajian Sistem Manajemen BUMN dengan prinsip-prinsip good corporate governance, Menteri Keuangan meminta Badan Pengawasan Keuangan dan Pembangunan (BPKP) untuk melakukan kajian dan pengembangan sistem manajemen Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang mengacu pada prinsip good corporate governance (GCG), dimana GCG memiliki definisi sebagai berikut: secara umum istilah *good corporate governance* merupakan sistem pengendalian dan pengaturan perusahaan yang dapat dilihat dari mekanisme hubungan antara berbagai pihak yang mengurus perusahaan (*hard definition*), maupun ditinjau dari nilai-nilai yang terkandung dari mekanisme pengelolaan itu sendiri (*soft definition*). Tim GCG BPKP mendefinisikan GCG dari segi *soft definition* yang mudah dicerna, sekalipun oleh orang awam, yaitu komitmen, aturan main, serta praktik penyelenggaraan bisnis secara sehat dan beretika.
- g. Syakhroza (2003) mendefinisikan GCG sebagai suatu mekanisme tata kelola organisasi secara baik dalam melakukan pengelolaan sumber daya organisasi

secara efisien, efektif, ekonomis ataupun produktif dengan prinsip-prinsip terbuka, akuntabilitas, pertanggungjawaban, independen, dan adil dalam rangka mencapai tujuan organisasi.

- h. Tricker (1994:149) memberikan definisi tersendiri tentang GCG yang merupakan istilah yang muncul dari interaksi diantara manajemen, pemegang saham, dan dewan direksi serta pihak terkait lainnya, akibat adanya ketidak konsistenan antara “apa” dan “apa yang seharusnya” (Zarkasyi, 2008:48).

Berdasarkan definisi yang dipaparkan di atas, maka penulis menyimpulkan bahwa GCG merupakan komitmen, aturan main, serta praktik penyelenggaraan bisnis secara sehat dan beretika yang mengatur hubungan antara *shareholders* dengan *stakeholders* untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan.

Berbagai macam definisi yang timbul disebabkan karena pada awalnya *corporate governance* lahir sebagai prinsip-prinsip dan nilai-nilai yang harus dikembangkan oleh perusahaan agar tetap *survive*. Karena menyangkut prinsip dan nilai tersebut maka dalam prakteknya *corporate governance* muncul di tiap negara dengan isu yang berbeda-beda disesuaikan dengan sistem ekonomi yang ada di setiap negara. Selain itu dalam prakteknya, agar dapat dilaksanakan, prinsip dan nilai *corporate governance* harus disesuaikan dengan kondisi yang ada pada suatu perusahaan dan sangat tergantung dengan bentuk perusahaan, jenis usaha dan komposisi kepemilikan modal perusahaan.

Pembahasan mengenai implementasi *corporate governance* tidak dapat dilepaskan dengan konsep dan sistem korporasi itu sendiri, karena turut berkembang dengan sistem korporasi di Inggris, Eropa, dan Amerika Serikat

yakni ditandai dengan adanya pemisahan antara pemilik (pemegang saham) dengan pembuat keputusan (manajemen) atau yang dikenal dengan *agency problem* atau hubungan antara *principal* dan *agent*. (Weston, 2001).

Prinsip-prinsip *Corporate Governance* dan Pedoman Pokok Pelaksanaan GCG diperlukan untuk mendorong terciptanya pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan. Penerapan GCG perlu didukung oleh tiga pilar yang saling berhubungan, yaitu negara dan perangkatnya sebagai regulator, dunia usaha sebagai pelaku pasar, dan masyarakat sebagai pengguna produk dan jasa dunia usaha. (Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006)

Prinsip dasar yang harus dilaksanakan oleh masing-masing pilar adalah:

1. Negara dan perangkatnya menciptakan peraturan perundang-undangan yang menunjang iklim usaha yang sehat, efisien dan transparan, melaksanakan peraturan perundang-undangan dan penegakan hukum secara konsisten (*consistent law enforcement*).
2. Dunia usaha sebagai pelaku pasar menerapkan GCG sebagai pedoman dasar pelaksanaan usaha.
3. Masyarakat sebagai pengguna produk dan jasa dunia usaha serta pihak yang terkena dampak dari keberadaan perusahaan, menunjukkan kepedulian dan melakukan kontrol sosial (*social control*) secara obyektif dan bertanggung jawab (Komite Nasional Kebijakan Governance, 2006).

Banyak negara sudah berusaha mengembangkan dan memperbaiki sistem dunia usahanya dengan memasukkan prinsip-prinsip *corporate governance*. Hal tersebut dilakukan antara lain, baik dengan mengacu kepada pedoman atau standar yang secara internasional dibuat ataupun dengan mendirikan dan membentuk

komite atau badan tersendiri yang antara lain berfungsi membuat pedoman *corporate governance*.

Misalnya Bank Dunia, *Organization of Economic Cooperation and Development* (OECD), *California Public Employees Retirement System* (CalPERS) dan di Indonesia adalah *Forum For Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) yang merupakan lembaga-lembaga yang telah memberikan perhatian yang besar terhadap *corporate governance* dan telah mengeluarkan suatu pedoman.

Di Indonesia juga telah dibentuk suatu komite yang membidangi *good corporate governance*, yakni Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). Tujuan dari dibentuknya KNKG ini adalah untuk menjaga kesinambungan program *corporate governance* sehingga dapat menarik minat berusaha dan berinvestasi, pengusaha domestik maupun internasional.

Komite Nasional mengembangkan suatu rekomendasi tentang *corporate governance* yang meliputi: a) pembuatan pedoman *good corporate governance*, termasuk mensosialisasikan pedoman tersebut, b) struktur dan mekanisme peraturan untuk membantu pelaksanaan pedoman tersebut, c) membantu pendirian institusi-institusi, baik permanen maupun sementara untuk membantu pelaksanaan pedoman.

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya mengenai latar belakang timbulnya *corporate governance*, menunjukkan bahwa sistem *corporate governance* dapat memberikan kepastian dan perlindungan yang efektif kepada para pemegang saham dan kreditur (investor). Sistem *corporate governance* juga

membantu menciptakan lingkungan yang kondusif bagi pertumbuhan sektor usaha yang efisien dan berkesinambungan.

2.1.7.1 Prinsip Dasar *Good Corporate Governance*

Corporate Governance yang diperkenalkan oleh OECD menjelaskan bahwa prinsip-prinsip *corporate governance* tersebut dijadikan acuan oleh banyak negara di dunia, tidak terkecuali di Indonesia. Prinsip-prinsip tersebut disusun seuniversal mungkin, sehingga dapat dijadikan acuan bagi semua negara atau perusahaan dan dapat diselaraskan dengan sistem hukum, aturan, atau nilai yang berlaku di negara masing-masing. Bagi para pelaku usaha dan pasar modal prinsip-prinsip ini dapat menjadi *guidance* atau pedoman dalam mengelaborasi *best practices* bagi peningkatan nilai (*valuation*) dan keberlangsungan (*sustainability*) perusahaan. Prinsip-prinsip OECD mencakup hal-hal sebagai berikut.

1. Perlindungan terhadap hak-hak Pemegang Saham (*The rights of shareholders and key ownership functions*).

Adapun hak-hak Pemegang Saham yang dimaksudkan disini adalah hak untuk menjamin keamanan metode pendaftaran kepemilikan, mengalihkan atau memindahkan saham yang dimilikinya, memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan teratur, ikut berperan dan memberikan suara dalam rapat umum pemegang saham, dan memilih anggota Dewan Komisaris dan Direksi, serta memperoleh pembagian keuntungan perusahaan. Kerangka yang dibangun dalam suatu negara mengenai *corporate governance* harus mampu melindungi hak-hak tersebut.

2. Perlakuan yang setara terhadap seluruh Pemegang Saham (*Equitable treatment of shareholders*).

Seluruh Pemegang Saham harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan penggantian atau perbaikan (*redress*) atas pelanggaran dari hak-hak Pemegang Saham. Prinsip ini juga mensyaratkan adanya perlakuan yang sama atas saham-saham yang berada dalam satu kelas, melarang praktek-praktek perdagangan orang dalam (*insider trading*) dan mengharuskan anggota Direksi untuk melakukan keterbukaan apabila menemukan transaksi yang mengandung benturan kepentingan (*conflict of interest*). Kerangka yang dibangun oleh suatu negara mengenai *corporate governance* harus mampu menjamin adanya perlakuan yang sama terhadap seluruh Pemegang Saham, termasuk Pemegang Saham minoritas dan asing.

3. Peranan *stakeholders* yang terkait dengan perusahaan (*The role of stakeholders*).

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus memberikan pengakuan terhadap hak-hak *stakeholders* seperti yang ditentukan dalam undang-undang, dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dengan para *stakeholders* tersebut dalam rangka menciptakan kesejahteraan, lapangan kerja, dan kesinambungan usaha. Hal tersebut diwujudkan dalam bentuk mekanisme yang mengakomodasi peran *stakeholders* dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan juga diharuskan membuka akses informasi yang relevan bagi kalangan *stakeholders* yang ikut berperan dalam proses *corporate governance*.

4. Keterbukaan dan transparansi (*Disclosure & transparency*)

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus menjamin adanya pengungkapan informasi yang tepat waktu dan akurat untuk setiap permasalahan yang berkaitan dengan perusahaan. Dalam pengungkapan informasi ini termasuk adalah informasi mengenai keadaan keuangan, kinerja perusahaan, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Di samping itu informasi yang diungkapkan harus disusun, diaudit, dan disajikan sesuai dengan standar yang berkualitas tinggi. Manajemen perusahaan juga diharuskan meminta auditor eksternal melakukan audit yang bersifat independen atas laporan keuangan perusahaan untuk memberikan jaminan atas penyusunan dan penyajian informasi.

5. Akuntabilitas Dewan Komisaris (*The responsibility of the board*)

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus menjamin adanya pedoman strategis perusahaan, pemantauan yang efektif terhadap manajemen yang dilakukan oleh Dewan Komisaris dan Direksi, serta akuntabilitas Dewan Komisaris dan Direksi terhadap perusahaan dan Pemegang Saham. Prinsip ini juga memuat kewenangan-kewenangan yang harus dimiliki oleh Dewan Komisaris dan Direksi beserta kewajiban-kewajiban profesionalnya kepada Pemegang Saham dan *stakeholders* lainnya.

Berdasarkan prinsip-prinsip dasar GCG di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat 4 (empat) unsur penting dalam corporate governance (OECD *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*, 1998), yaitu:

1. *Fairness* (Keadilan) Menjamin perlindungan hak-hak para Pemegang Saham, termasuk hak Pemegang Saham asing serta menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor.
2. *Transparency* (Transparansi) Mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan, dan kepemilikan perusahaan.
3. *Accountability* (Akuntabilitas) Menjelaskan peran dan tanggung jawab serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbangan kepentingan manajemen dan Pemegang Saham, sebagaimana yang diawasi oleh Dewan Komisaris (dalam *two tiers system*).
4. *Responsibility* (Pertanggung jawaban) Memastikan dipatuhinya peraturan serta ketentuan yang berlaku sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial. (FCGI, 2006) BUMN menambah satu lagi prinsip tersebut yaitu:
5. *Independency* (Independensi) Memastikan tidak adanya campur tangan pihak diluar lingkungan perusahaan terhadap berbagai keputusan yang diambil perusahaan.

2.1.8 Strategi Biaya Rendah (*Low Cost Strategy*)

Porter (1980:25) menyatakan bahwa perusahaan dapat mencapai keunggulan kompetitif ketika perusahaan dapat menerapkan salah satu dari dua strategi bisnis yaitu, strategi bisnis diferensiasi atau strategi bisnis biaya rendah (*low cost*). Artinya, ketika perusahaan dapat menerapkan strategi bisnis diferensiasi atau biaya rendah, maka perusahaan akan mampu bersaing dalam dunia bisnis. Kedua strategi bisnis ini telah digunakan oleh berbagai akademisi dan diterapkan oleh pelaku bisnis dalam mengevaluasi masalah yang berkaitan

dengan orientasi strategi dalam perusahaan (Porter, 1985:12; Miller & Dess, 1993; 48; Allen & Meyer, 2007:34, Balsam dkk., 2011).

Strategi biaya rendah (*low cost*) dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan industri sejenis (pesaing) (Asdemir dkk., 2013). Artinya, terdapat intuisi bahwa pelanggan yang lebih berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah dengan asumsi produknya tetap berkualitas, sehingga memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Dengan demikian, perusahaan lebih menyukai strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan kinerja yang unggul dengan cara mencapai optimalisasi penjualan. Oleh karena itu, strategi biaya rendah merupakan margin yang rendah dan omset perusahaan yang tinggi.

Beberapa cara yang digunakan oleh perusahaan untuk mencapai strategi biaya rendah adalah meningkatkan volume produksi untuk mencapai skala ekonomi yang tinggi dan melakukan proses perbaikan untuk mengurangi biaya. Orientasi ini seringkali dilakukan melalui teknik Kaizen dan kepatuhan terhadap manajemen mutu (Asdemir dkk., 2013). Strategi biaya rendah dapat direfleksikan melalui investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Artinya, perusahaan yang efisien akan menjaga pengeluaran modal dan intensitas modalnya lebih rendah.

Perusahaan yang menerapkan strategi biaya rendah cenderung melakukan investasi lebih banyak pada aktiva berwujud dibandingkan dengan penelitian dan pengembangan atau aktiva tidak berwujud lainnya. Artinya, tingkat pengembalian investasi yang dilakukan oleh perusahaan melalui aktiva berwujud akan lebih dapat diprediksi dibandingkan investasi pada aktiva tidak berwujud. Lev &

Zarowin (1999) menyatakan bahwa ketika perusahaan menerapkan strategi biaya rendah, maka kualitas informasi tersedia lebih banyak dibandingkan strategi diferensiasi. Hal ini terjadi karena perbandingan antara pendapatan dan biaya secara akurat dapat diketahui. Oleh karena itu, perusahaan yang melakukan strategi biaya rendah memiliki arus kas yang dapat diprediksi.

2.1.9 Sensitivitas Laba

Kualitas laba yang baik dapat diukur dengan menggunakan *Earnings Response Coefficient* yang merupakan bentuk pengukuran kandungan informasi laba. “*Earnings Response Coefficient* (ERC) adalah ukuran besaran *abnormal return* suatu saham sebagai respon terhadap komponen laba abnormal (*unexpected earnings*) yang dilaporkan oleh perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut” (Scott, 2003:143).

Earnings Response Coefficient berguna dalam analisis investor dalam model penilaian untuk menentukan reaksi pasar atas informasi laba perusahaan. *Earnings Response Coefficient* merupakan koefisien yang diperoleh dari regresi antara proksi harga saham dan laba akuntansi. Proksi harga saham yang digunakan adalah *cummulative abnormal return* (CAR), sedangkan proksi laba akuntansi adalah *unexpected earning* (UE) (Chaney & Jeter, 1991).

Regresi model tersebut akan menghasilkan ERC untuk masing-masing sampel yang akan digunakan untuk analisis berikutnya. *Earnings Response Coefficient* merupakan pengaruh laba abnormal (*unexpected earnings*) terhadap CAR, yang ditunjukkan melalui *slope coefficient* dalam regresi *abnormal return* saham dengan *unexpected earnings* (Scott, 2003:143). Hal ini menunjukkan bahwa ERC adalah reaksi CAR terhadap laba yang diumumkan oleh perusahaan.

Ada beberapa hal yang menyebabkan respon pasar yang berbeda-beda terhadap laba yaitu persistensi laba, beta, struktur permodalan perusahaan, kualitas laba, *growth opportunities*, dan ukuran perusahaan (Scott, 2003:143).

Nilai *Earnings Response Coefficient* diprediksi lebih tinggi jika laba perusahaan lebih persistensi di masa depan. Demikian juga jika kualitas laba semakin baik, maka diprediksi nilai ERC semakin tinggi. Beta mencerminkan risiko sistematis. Investor akan menilai laba sekarang untuk memprediksi laba dan *return* dimasa yang akan datang. Jika *future return* tersebut semakin berisiko, maka reaksi investor terhadap *unexpected earnings* perusahaan juga semakin rendah (Scott, 2003:143).

Informasi laba ini digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam membuat keputusan dan untuk mengetahui kinerja perusahaan. Akan tetapi, informasi laba saja tidak cukup sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan karena masih ada beberapa informasi lain yang dibutuhkan investor. Beaver (1968) mendefinisikan, *Earnings Response Coefficient* atau koefisien respon laba merupakan koefisien *slope* atas laba. Koefisien respon laba mengukur besarnya kekuatan harga saham dalam merespon laba akuntansi.

Koefisien laba akuntansi dapat menunjukkan kualitas laba perusahaan. Reaksi atas laba yang diumumkan perusahaan mencerminkan kualitas laba yang dilaporkan perusahaan. Tinggi rendahnya ERC sangat ditentukan oleh kekuatan responsif yang tercermin dari informasi baik buruknya yang terkandung dalam laba. Cho dan Jung (1991) mengklasifikasi pendekatan teoritis ERC menjadi dua kelompok yaitu:

1. Model penilaian yang didasarkan pada informasi ekonomi (*information economics based valuation model*) yang menunjukkan bahwa kekuatan respon investor terhadap sinyal informasi laba merupakan fungsi dari ketidakpastian di masa mendatang. Semakin besar *noise* dalam sistem pelaporan perusahaan (semakin rendah kualitas laba), semakin kecil ERC.
2. Model penilaian yang didasarkan pada timeseries laba (*timeseries based valuation model*). Faktor-faktor lain yang mempengaruhi *Earnings Response Coefficients* adalah leverage, *firms size*, profitabilitas, peluang pertumbuhan dan risiko sistematis (Mahboobe dkk., 2013).

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap tingkat *stock returns* perusahaan tersebut. Semakin besar perusahaan maka tingkat *stock returns* akan semakin besar, demikian sebaliknya. Tidak ada hubungan yang signifikan antara *leverage* dengan *Earnings Response Coefficient*. Investor akan bereaksi terhadap *leverage* ketika perusahaan sangat sulit memperoleh pinjaman dari dan tingkat suku bunga yang terlalu tinggi (Mahboobe dkk., 2013).

Asumsi yang mendasari penelitian *Earnings Reponse Coefficient* adalah bahwa investor merespon secara berbeda terhadap informasi laba akuntansi sesuai dengan kredibilitas atau kualitas informasi laba akuntansi tersebut. Menurut Suwardjono (1997), reaksi pasar ditunjukkan dengan (*returns* saham) perusahaan tertentu yang cukup mencolok pada saat pengumuman laba adanya perubahan harga pasar. Maksud dari mencolok adalah perbedaan yang cukup besar antara *return* realisasi dengan *returns* ekspektasi yang disebut sebagai *returns* abnormal. Beberapa penelitian menyatakan bahwa respon pasar terhadap laba di masing-masing perusahaan dapat bervariasi dan tidak konstan. Beberapa peneliti yang

memiliki pendapat tersebut adalah Easton dan Zmijewski (1989); Collins dan Khotari (1989). Pihak lain mengatakan bahwa *Earnings Response Coefficient* relatif tidak berubah dan tetap, diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Kormendi dan Lipe (1987).

2.1.10 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham di pasar modal, harga saham yang tinggi menjadi indikator nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar saham. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai (Salvatore, 2005:11).

Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Menurut Husnan (2002:7) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Selain itu, Keown (2004:470) menyebutkan nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Dalam penelitian yang lain, Nurlela dan Islahuddin (2008) menyimpulkan nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai

perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penelitian nilai perusahaan, diantaranya adalah :

- a) Pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio* dan metode kapitalisasi proyeksi pendapatan;
- b) Pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas (*discounted cash flow*);
- c) Pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen;
- d) Pendekatan aktiva antara lain metode kapitalisasi kelebihan pendapatan (*excess earning method*) dan metode Penyesuaian Aset Bersih (PAB);
- e) Pendekatan pasar (*market based approach*) antara lain metode perusahaan terbuka sebagai pembandingan dan metode pembandingan perusahaan merger dan akuisisi.
- f) Pendekatan *Economic Value Added*.

Nurlela dan Islahuddin (2013) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan *judgment*. Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu : nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu.

Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, akan tetapi di balik tujuan tersebut masih terdapat konflik antara

pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai hutang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari kepemilikan saham bisa merupakan index yang tepat untuk mengukur tingkat efektifitas perusahaan.

Menurut Wijaya & Wibawa (2010), nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham perusahaan, atau memaksimalkan harga saham. Tujuan memaksimalkan harga saham tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi. Nilai perusahaan dapat juga dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

Dari penelitian ini penulis mengetengahkan dua teori dasar nilai perusahaan, yaitu hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*) yang berdasarkan pada laba bersih perusahaan dan nilai perusahaan berdasarkan teori Tobin's Q yang menekankan pada nilai pasar perusahaan.

2.1.10.1 Hipotesis Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow Hypothesis*)

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Jensen (1986). Teori ini juga didukung oleh Easterbrook (1984). Laba bersih perusahaan dalam bidang akuntansi lebih ditekankan, tetapi dalam bidang keuangan, akan berfokus pada arus kas bersih. Dengan kata lain, laba bersih harus ditambahkan dengan penyusutan. Nilai perusahaan secara keseluruhan ditentukan oleh arus kas yang dihasilkannya. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting lagi karena dividen yang harus dibayarkan secara tunai dan juga kas diperlukan untuk membeli aset yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi perusahaan (Brigham & Houston, 2006:131).

Arus kas tidak dapat dipertahankan terus menerus kecuali jika aset tetap yang didepresiasi diganti dan produk baru dikembangkan, sehingga manajemen tidaklah sepenuhnya bebas menggunakan arus kas semauanya sendiri. Para manajer yang mempunyai kepemilikan yang kecil cenderung memiliki motif untuk bersifat boros. Ini tentu saja akan mendorong agar perusahaan menghasilkan arus kas yang lebih besar. Disini dengan adanya arus kas bebas yang tinggi akan mendorong untuk membayarkan dividen yang lebih tinggi. Diketahui selama perusahaan sanggup untuk membayar pokok pinjaman plus bunga selain membayar biaya operasional dan penggunaan dana untuk menjalankan operasional perusahaan (rata-rata tertimbang biaya modal), maka pasti kelebihanannya itu merupakan arus kas bebas yang nantinya dapat mendorong ke arah pembagian dividen.

Hal ini didasarkan pada kerangka agen-pemilik. Menurut kerangka ini, dividen digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *over investment* yang dilakukan oleh seorang manajer. Para manajer

yang mengendalikan perusahaan cenderung akan menginvestasikan uang kas nya dalam proyek dengan *net present value* yang negatif, tetapi justru akan meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Jadi, sesuai dengan pertentangan kepentingan antara para manajer dengan pemegang saham atau investor yang berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan maka perimbangan biaya modal, baik biaya modal sendiri maupun biaya modal pinjaman perlu dijaga.

Easterbrook (1984) merumuskan hipotesis bahwa dividen digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham. Hal ini memastikan bahwa para manajer itu harus menggunakan pasar modal untuk memenuhi pembiayaan yang diperlukan untuk proyek–proyek baru. Kebutuhan untuk menggunakan pasar modal memaksa suatu sikap disiplin dari para manajer.

2.1.10.2 Nilai Perusahaan Berdasarkan Rasio Tobin

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's q. Rasio ini dinilai memberikan informasi paling baik, karena memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Nilai Tobin's q yang tinggi sama dengan nilai perusahaan yang tinggi dan akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham, 1996). Sementara Brealey & Myers (2000:508) menyatakan bahwa nilai Tobin's q yang tinggi menunjukkan *brand image* yang kuat.

Rasio Tobin's q didefinisikan sebagai rasio nilai pasar perusahaan dibagi dengan nilai pengganti aktiva perusahaan. Jika nilai q lebih besar dari satu, maka dapat disimpulkan bahwa pasar mengakui nilai aktiva perusahaan saat itu lebih tinggi daripada nilai penggantian (Lee & Tompkins, 1999). Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004). Nilai Tobin's q menurut Smithers & Wright (2007:37) seperti tabel berikut.

Nilai	Definisi
1	Nilai pasar sama dengan asset yang tercatat diperusahaan
>1	Nilai pasar lebih besar dari asset yang tercatat diperusahaan
<1	Nilai pasar lebih kecil dari asset yang tercatat diperusahaan

Kim dkk. (1993) memaparkan bahwa secara teoritis Tobin's Marginal q berhubungan dengan tarif investasi suatu perusahaan, tetapi pengukuran langsung terhadap Tobin's marginal q tidaklah mungkin dilakukan. Untuk hal tersebut diusulkan Tobin's *average* q sebagai proxy untuk marginal q, penggunaan *average* Q dalam menerangkan investasi telah didukung oleh Tobin sendiri, dan penggunaan *average* q telah dipakai dalam banyak studi empiris. Chung dan Pruitt (1994) mengusulkan suatu rumus sederhana untuk Tobin's q yang disebut aproksimasi q yang merupakan hasil penjumlahan dari *Market Value Equity* (harga pasar saham perusahaan dikali jumlah saham beredar) dengan *Preferred*

Stock (nilai likuidasi saham preferen) dan *Debt* (nilai buku hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan hutang lainnya) yang hasilnya kemudian dibagi dengan *Total Assets*.

Nilai buku utang jangka panjang harus dihitung berdasarkan informasi atau catatan laporan keuangan, nilai buku utang jangka panjang diasumsikan sama dengan nilai pasarnya sedangkan disebutkan diatas menghitung rumus Tobin's q original tidaklah mudah, karena Tobin mendasarkan penilaian asset berdasarkan *replacement cost* (nilai pengganti) untuk menilai aset perusahaan, sedangkan aproksimasi q secara sederhana dapat dihitung dengan menggunakan informasi dari laporan keuangan atau neraca.

Tobin's q dihitung berdasarkan *market value* perusahaan dibagi dengan total aktiva perusahaan. *Market value* perusahaan dihitung berdasarkan harga pasar saham ditambah dengan nilai buku dari utang jangka panjang, utang jangka pendek, dan utang perusahaan lainnya, sedangkan total aktiva perusahaan di hitung berdasarkan nilai buku seluruh aktiva perusahaan.

Adapun tahapan yang digunakan untuk menentukan nilai Tobin's q dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menghitung harga pasar saham yang beredar (Kapitalisasi Pasar), dengan mengalikan harga pasar saham (HPS) dengan jumlah saham yang beredar.
2. Menghitung nilai buku utang perusahaan (*Book Value of Debt*), dengan menjumlahkan utang jangka pendek, utang jangka panjang dan utang-utang lainnya.
3. Menghitung nilai pasar perusahaan (*MV of Firm*), dengan menjumlahkan nilai pasar saham (*MV of Stock*) dan nilai buku utang (*BV of Debt*).

4. Menghitung nilai perusahaan (Tobin's q), dengan membagi nilai pasar perusahaan (MV of Firm) dengan *Total Assets* (TA) perusahaan.

2.1.10.3 Hipotesis Pasar Efisien (*Efficiency Market Hypothesis*)

Pasar modal memiliki peranan penting dalam perkembangan perekonomian suatu negara. Hal ini disebabkan karena pasar modal merupakan sumber pendanaan jangka panjang dan sebagai sarana investasi bagi pemegang saham. Pemegang saham merupakan pihak yang memiliki kontribusi besar dalam perkembangan pasar modal. Ackert & Deaves (2010:106) menjelaskan bahwa teori keuangan konvensional mengasumsikan bahwa pemegang saham selalu memiliki perilaku yang rasional dalam proses pengambilan keputusan investasi. Selanjutnya, teori ini memiliki beberapa asumsi mendasar tentang pemegang saham yaitu, (1) pemegang saham diasumsikan mau dan mampu menerima serta menganalisis semua informasi yang tersedia berdasarkan pemikiran rasional, (2) pemegang saham selalu berusaha untuk mendapatkan keuntungan maksimal, dan (3) pemegang saham akan mengambil keputusan secara independen berdasarkan seluruh informasi yang relevan.

Perkembangan selanjutnya menunjukkan bahwa pemegang saham seringkali berperilaku irasional. Shefrin & Stratman (1985) menjelaskan bahwa adanya *disposition effect* menunjukkan bahwa pemegang saham memiliki kecenderungan untuk melakukan *sell winner* dan *ride loser*. *Sell winner* artinya pemegang saham terlalu cepat menjual saham yang menguntungkan dan sebaliknya *ride loser* artinya pemegang saham mempertahankan saham yang rugi dalam waktu yang terlalu lama. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham bertindak secara irasional. Akibatnya adalah kondisi pasar menjadi tidak efisien.

Fama (1970) merupakan peneliti pertama yang memperkenalkan konsep pasar efisien. Konsep pasar efisien merupakan salah satu konsep dalam perkembangan teori keuangan perusahaan. Selanjutnya, Fama (1970) menjelaskan bahwa dalam pasar yang efisien harga asset dan sekuritas secara cepat dan utuh akan mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. Pasar dikatakan efisien ketika tidak seorang pun, baik pemegang saham, individu, maupun pemegang saham institusi akan memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*) setelah disesuaikan dengan risiko dan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga yang terjadi di pasar merefleksikan informasi yang ada (Fama, 1970).

Gumanti & Utami (2002) menjelaskan bahwa pasar yang efisien setidaknya memiliki beberapa kondisi yaitu, (1) banyak terdapat pemegang saham yang rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Pemegang-pemegang saham ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan mempengaruhi harga suatu sekuritas; (2) tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi yang tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama; (3) informasi diperoleh dalam bentuk acak. Dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain; dan (4) pemegang saham bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Menurut Fama (1970), bentuk efisiensi pasar dapat dikelompokkan dalam tiga bagian penting yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk hipotesis pasar efisien yaitu, (1) hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong form of the efficient market hypothesis*), dan (3) hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Berikut ini adalah penjelasan ketiga hipotesis pasar efisien.

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Efisiensi pasar bentuk lemah merefleksikan semua informasi yang terjadi di masa lalu seperti, harga dan volume perdagangan, sehingga harga saham saat ini yang dihubungkan dengan informasi masa lalu digunakan oleh pemegang saham dalam membantu menentukan harga saham sekarang. Dengan demikian, informasi harga saham di masa lalu tersebut kemudian tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga saham dimasa yang akan datang karena sudah merefleksikan harga saham saat ini.

Gumanti & Utami (2002) dan Nasution (2015) menjelaskan bahwa hipotesis pasar efisien bentuk lemah memiliki beberapa asumsi yaitu:

- a. Harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam harga saham historis yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham merupakan cermin dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu.
- b. Pasar akan segera mengetahui dan merivisi kebijakannya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya.

- c. Perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaidah *random-walk* (harga adalah bebas dari bentuk harga saham historis). Artinya, harga saham historis tidak berhubungan dengan nilai sekarang.

Selain itu, Khajar (2008), Ady & Mulyanintyas (2017) menyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah apabila:

- a. Harga saham sekarang telah mencerminkan seluruh data harga saham historis. Oleh karena itu, dalam efisiensi pasar bentuk lemah, data harga saham historis tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham di masa mendatang.
- b. Pemegang saham tidak akan mendapatkan *abnormal return* dari informasi harga saham historis.

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong Form*)

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat merefleksikan semua informasi secara komprehensif yang dipublikasikan kepada pemangku kepentingan (pemegang saham). Tujuannya adalah untuk mengurangi adanya bias informasi mengenai aktivitas operasional perusahaan, sehingga dapat menggambarkan kondisi nilai saham yang telah dipublikasikan oleh perusahaan. Dengan demikian, semua informasi yang relevan yang telah dipublikasikan telah merefleksikan kondisi harga saham saat ini. Ady & Mulyanintyas (2017) menjelaskan bahwa dalam pasar efisien bentuk setengah kuat, pemegang saham tidak dapat berharap akan menerima *abnormal return* jika strategi yang dilakukan hanya didasari oleh informasi yang telah dipublikasikan.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Efisiensi pasar bentuk kuat merupakan tingkatan efisiensi pasar yang tertinggi dalam konsep hipotesis pasar efisien. Efisiensi pasar bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham saat ini merefleksikan semua informasi yang relevan baik itu informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan. Akan tetapi, pemegang saham tidak akan memperoleh *abnormal return* walaupun memiliki informasi yang tidak dipublikasikan. Informasi yang tidak dipublikasikan merupakan informasi privat yang hanya diketahui oleh orang dalam seperti informasi strategi perusahaan.

Penelitian Ady & Mulyaningtyas (2017) tentang eksplorasi tingkat efisiensi Pasar modal Indonesia dengan menggunakan studi kasus di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitiannya menyimpulkan beberapa hal penting yaitu, (1) Pasar Modal Indonesia belum berfungsi secara maksimal untuk meningkatkan perekonomian masyarakat Indonesia karena sebagian besar pemegang saham adalah pemegang saham luar negeri (*foreign investor*) yang merasakan manfaat keberadaannya, (2) Pasar Modal Indonesia saat ini berada pada tingkat efisiensi lemah. Dalam kondisi efisiensi bentuk lemah, maka pemegang saham tidak akan mendapatkan *return* berdasarkan informasi data historis dan pergerakan harga saham cenderung acak (*random walk*), sehingga penggunaan analisis teknikal kurang memberikan manfaat berupa *return*, dan (3) hipotesis pasar efisien mengasumsikan *rational economic man* (REM) yang sangat sulit dipenuhi karena yang terjadi pada kenyataannya perilaku pemegang saham tidak rasional, sehingga asumsi yang cocok adalah *behaviourally bias man* (BBM).

Adrianto & Mirza (2015) menguji hipotesis pasar efisien pada Pasar Modal Indonesia. Kesimpulan penelitiannya menyatakan bahwa Pasar Modal Indonesia merupakan Pasar Modal dengan tingkat efisiensi lemah. Hal ini disebabkan karena temuan penelitiannya menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi antara harga saham saat ini dengan harga saham sebelumnya pada periode 2013-2014. Selain itu, hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa efisiensi pasar modal di Indonesia meningkat setiap tahun pada hasil uji coba. Dengan demikian, semakin sulit bagi pemegang saham untuk memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi masa lalu. Hal ini terjadi karena pola perubahan harga saham di pasar modal Indonesia adalah *random walk*, sehingga pemegang saham akan sulit memprediksi perubahan harga dimasa depan.

2.2 Kajian Literatur

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengestimasi determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan determinan sensitivitas laba yaitu, (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, dan (6) *low cost strategy*. Sementara, implikasi nilai perusahaan yaitu, (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, (6), *low cost strategy*, dan (7) sensitivitas laba. Oleh karena itu, untuk mendukung penelitian ini, maka akan diuraikan kajian literatur yang memiliki relevansi dengan penelitian ini.

Beberapa hasil penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan determinan sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan. Herawaty (2018), Muchti & Widyaningsih (2014), Bemby dkk. (2013). Hasil penelitian Herawaty (2018), Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, hasil penelitian Muchti & Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari & Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Kim dkk. (2017), Suryani & Herianti (2015), Pranomo & Passaribu (2013), Sukirman & Meiden (2012), dan Kusumawardhani & Nugroho (2010) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Dewi (2015), Silalahi (2014), Wulandari & Wirajaya (2014), Restuti & Nathaniel (2012), Restuningdiah (2010), dan Nossa dkk. (2009) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Pasaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017)

menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Subagya (2017), Sundari & Setiawan (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Marisatusholekha & Budiono (2015), Sundari & Setiawan (2015), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017), dan Subagya (2017) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Muhammad & Pamudji (2014), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang "*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*". Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal*

return, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return (CAR)*.

Penelitian yang dilakukan oleh Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Suwanti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih (2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya juga menunjukkan adanya inkonsistensi temuan penelitian pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan. Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, temuan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Putro & Mildawati (2017), Velte (2017), Putri dkk. (2016), dan Agustine (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan inkonsistensi temuan penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Fadilah (2017), Hartana & Putra (2017), Charfeddine & Elmarzougui (2010), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Dewi & Sanica (2017), Sinarmaryarani & Suwitho (2016), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Syafitri dkk. (2018), Fadillah (2017), dan Subagya (2017), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian Basyith (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel (2017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Qasim (2014), dan Muryati & Suardikha (2014) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, Subagya (2017), Al-Mater dkk. (2014),

dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan Krismiaji (2017), Asdemir (2012), dan Validpour dkk. (2012) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Bhattara (2017) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan inkonsistensi temuan penelitian pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut adalah Jonathan & Machdar (2018), Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), Paramita & Hidayanti (2013); Kartina & Nikmah (2011). Jonathan & Machdar (2018) menunjukkan bahwa sensitivitas laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa kualitas laba yang diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ketika tidak menggunakan variabel kontrol. Akan tetapi, ketika menggunakan variabel kontrol, maka kualitas laba yang diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), dan Paramita & Hidayanti (2013) menunjukkan bahwa sensitivitas laba tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan..

2.3. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Penelitian Sebelumnya

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
1.	Herawaty (2018)	<i>The Effect of Environmental Performance and Accounting Characteristics to earnings Informativeness.</i>	Kinerja lingkungan dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap informasi laba, sedangkan leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap informasi laba.	Sama-sama menggunakan indikator (proksi) PROPER untuk mengukur kinerja lingkungan dan <i>cumulative abnormal return</i> (CAR) untuk mengukur informasi laba atau sensitivitas laba, sehingga sama-sama mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> (CAR).	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap CAR (sensitivitas laba). Akan tetapi, pengaruh pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan <i>low cost strategy</i> terhadap sensitivitas laba serta implikasi terhadap nilai perusahaan. (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh profitabilitas (ROA) dan <i>leverage</i> (DER) terhadap CAR. (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Herawaty (2018) menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2014.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
2.	Bemby dkk. (2013)	<i>The Information Content of Environmental Performance of the Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2010-2011.</i>	Kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba.	Adanya tambahan pengujian pengaruh pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan.
3.	Mukti & Widyarningsih (2014)	Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Reaksi Investor Melalui Pengungkapan Sustainability Report (Pada Perusahaan Manufaktur dan Pertambangan Yang Terdaftar di BEI).	Kinerja Lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor, dan pengungkapan sustainability report tidak berpengaruh terhadap reaksi investor.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, pengaruh kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Sampel yang digunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2015, sedangkan penelitian Mukti & Widyarningsih (2014) menggunakan sampel penelitian pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2010.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
4.	Bona-Sanchez dkk. (2017)	<i>Sustainability Disclosure, Dominant Owners and Earnings Informativeness.</i>	Pengungkapan laporan keberlanjutan memberikan informasi tambahan kepada pasar untuk menilai informasi laba. Selain itu, pengungkapan laporan keberlanjutan dan informasi laba dapat meningkatkan kepemilikan saham dominan	Sama-sama menguji pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap koefisien respon laba.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, GCG, <i>low cost strategy</i> , dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.
5.	Choi & Moon (2016)	<i>Perceptions of Corporate Social Responsibility in the Capital Market.</i>	Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dapat meningkatkan koefisien respon laba	Sama-sama menguji pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap koefisien respon laba.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, GCG, <i>low cost strategy</i> , dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
6.	Wulandari & Herkulanus (2015)	Konservatisme Akuntansi, Good Corporate Governance dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility pada Earnings Response Coefficient.	Konservatisme akuntansi, GCG, dan CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap ERC	Sama-sama mengestimasi pengaruh CSR terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh CSR terhadap ERC. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh konservatisme akuntansi dan indeks CGPI terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
7.	Wassmer dkk. (2014)	<i>The Effect of Corporate Environmental Initiatives on Firm Value: Evidence from Fortune 500 Firms.</i>	Reaksi pasar positif ketika ada informasi inisiasi lingkungan perusahaan. Akan tetapi, tidak ada reaksi pasar yang berbeda untuk <i>input</i> , <i>throughput</i> , dan <i>output</i>	Sama-sama menguji pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap koefisien respon laba.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, GCG, <i>low cost strategy</i> , dan koefisien respon laba. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.
8.	Paramita (2012)	Pengaruh Leverage, Firm Size, dan Voluntary Disclosure terhadap Earnings Response Coefficient (ERC).	Leverage dan firm size tidak berpengaruh signifikan terhadap ERC. Sementara, disclosure berpengaruh positif dan signifikan terhadap ERC. Firm size berpengaruh positif dan signifikan terhadap disclosure.	Sama-sama mengestimasi pengaruh CSR terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap ERC. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh leverage dan firm size terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Paramita (2012) menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2005-2009.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
9.	Cheng & Christiawan (2011)	Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Abnormal Return.	CSR tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal Return.	Sama-sama mengestimasi pengaruh CSR terhadap sensitivitas laba.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap ERC. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Cheng & Christiawan (2011) menggunakan sampel perusahaan sumber daya alam yang terdaftar di BEI periode 2007-2009.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
10.	Santoso & Tan (2011)	Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, pengungkapan Sosial, dan peringkat CGPI terhadap Kualitas Laba.	Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan peringkat CGPI tidak berpengaruh signifikan terhadap kualitas laba (ERC). Sementara, pengungkapan sosial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kualitas laba (ERC).	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusi dan CSR terhadap kualitas laba (ERC).	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kepemilikan institusi dan CSR. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba (ERC) dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan manajerial dan peringkat CGPI terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Santoso & Tan (2011) menggunakan sampel perusahaan yang termasuk peringkat CGPI periode 2002-2008.

No	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
11.	Kim dkk. (2017)	<i>A Study on the Earnings Response Coefficient (ERC) of Socially Responsible Firms: Legal Environment and Stages of Corporate Social Responsibility.</i>	Kemampuan laba terhadap implikasi pertanggung jawaban sosial perusahaan lebih rendah dalam kondisi adanya etika hukum dan tahap awal perkembangan tanggung jawab sosial perusahaan. Sementara, sensitivitas politik (pengaruh kelompok bisnis) berpengaruh positif (negatif) terhadap hubungan tanggung jawab sosial perusahaan dan koefisien respon laba	Sama-sama menguji pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap koefisien respon laba.	Perbedaanya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, GCG, <i>low cost strategy</i> , dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
12.	Moumen dkk. (2013)	<i>The Effect of Equity Ownership Structure, Financial Leverage and Proprietary Costs on Share Price Anticipation of Future earnings: Evidence from Mena Emerging Markets.</i>	kepemilikan institusional berhubungan positif terhadap <i>Share Price Anticipation of Future earnings</i> , leverage keuangan berhubungan dnegatif terhadap <i>share price anticipation of Future earnings</i> , dan <i>proprietary costs</i> berhubungan negatif terhadap <i>share price anticipation of future earnings</i> .	Sama-sama menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap koefisien respon laba.	Perbedaanya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, komisaris independen, komite audit, <i>low cost strategy</i> , dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
13.	Deng & Xu (2011)	Do Institutional Investor Have Superior Stock Selection ability in China?	Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap sensitivitas laba.	Adanya tambahan pengujian pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
14.	Sundari & Setiawan (2015)	Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris, Struktur Kepemilikan, dan Agresivitas Pajak pada Reaksi Pasar.	Ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, dewan komisaris wanita, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan publik, dan agresivitas pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar.	Sama-sama mengestimasi pengaruh komisaris independen, kepemilikan institusional terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh komisaris independen dan kepemilikan institusional terhadap ERC. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh ukuran dewan komisaris, dewan komisaris wanita, kepemilikan manajerial dan agresivitas pajak terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Sundari & Setiawan (2015) menggunakan sampel perusahaan property, real estate, dan building construction yang terdaftar di BEI periode 2010-2013.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
15.	Ifada & Suhendi (2014)	<i>Market Reaction Based on Corporate Governance Structure.</i>	Kepemilikan institusional, komisaris independen, dan komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusi, komisaris independen, dan komite audit terhadap sensitivitas laba.	Adanya tambahan variabel pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan.
16.	Marisatusholekha & Budiono (2014)	Pengaruh Komisaris Independen, reputasi KAP, Persistensi Laba, dan Struktur Modal terhadap Kualitas Laba: Studi pada Perusahaan Telekomunikasi yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.	Komisaris independen, reputasi KAP, persistensi laba, dan struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kualitas laba (ERC).	Sama-sama mengestimasi pengaruh komisaris independen terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh komisaris independen terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, komite ausit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruhreputasi KAP, persistensi laba, dan struktur modal terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Marisatusholekha & Budiono (2014) menggunakan perusahaan telekomunikasi di BEI periode 2009-2013.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
17.	Muhammad & Pamudji (2014)	Pengaruh Ukuran Kantor Akuntan Publik dan Independensi Komite Audit terhadap Koefisien Respon Laba.	Unexpeced earnings (UE), KAP. Independensi komite audit, interaksi UE dan independensi komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap ERC. Sementara, interaksi antara UE dan KAP berpengaruh positif dan signifikan terhadap ERC.	Sama-sama mengestimasi pengaruh independensi komite audit terhadap ERC.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh komite audit terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh UE dan KAP terhadap ERC; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Muhammad & Pamudji (2014) menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2011.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
18.	Fernando dkk. (2016)	<i>Firm Strategy and Market Reaction to Earnings.</i>	Strategi kepemimpinan biaya (low cost strategy) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap koefisien respon laba (ERC).	Sama-sama mengestimasi pengaruh low cost strategy terhadap koefisien respon laba (ERC).	Adanya tambahan variabel pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, komisaris independen dan komite audit terhadap sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
19.	Lingga & Suaryana (2017)	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Kinerja Lingkungan pada Nilai Perusahaan.	Kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengungkapan informasi lingkungan tidak dapat memediasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan low cost strategi terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap hubungan antara kinerja lingkungan dan nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Lingga & Suaryana (2017) menggunakan perusahaan manufaktur di BEI periode 2012-2014.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
20.	Delmas dkk. (2015)	<i>Dynamic of Environmental and Financial Performance: The Case of Greenhouse Gas Emissions.</i>	Ketika kinerja lingkungan meningkat, maka akan mengurangi kinerja jangka pendek (ROA). Akan tetapi, akan meningkatkan kinerja jangka panjang (Tobin's q). Hasil ini juga membuktikan bahwa strategi proaktif yang terbatas dipengaruhi oleh target kinerja keuangan jangka pendek sebagai patokan dalam pengambilan keputusan manajerial.	Sama-sama menguji pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel pengungkapan informasi lingkungan, GCG, <i>low cost strategy</i> , dan koefisien respon laba. Perbedaannya lainnya adalah penelitian ini tidak menggunakan proksi ROA untuk mengukur nilai perusahaan. Akan tetapi, hanya menggunakan Tobin's q. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
21.	Bukit dkk. (2018)	<i>Environmental Performance, Profitability, Asset Utilization, Debt Monitoring and Firm Value.</i>	Kinerja lingkungan dan monitoring hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, profitabilitas dan dan utilisasi aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian interaksi menunjukkan bahwa (a) monitoring hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan antara kinerja lingkungan dan nilai perusahaan, (b) monitoring hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan profitabilitas dan nilai perusahaan, dan (c) monitoring hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan utilisasi aset dan nilai perusahaan.	Sama-sama menguji pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel pengungkapan informasi lingkungan, <i>low cost strategy</i> , GCG dan koefisien respon laba. Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
22.	Angela & Yudianti (2015)	Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Kinerja Finansial dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Intervening.	Kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja finansial. Kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap CSR. CSR tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja finansial. CSR tidak dapat memediasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap kinerja finansial.	Sama-sama mengstimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap kinerja keuangan (Tobin's q).	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap CSR; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Angela & Yudianti (2015) menggunakan sampel perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2010-2013.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
23.	Tjahjono & Tirtayasa (2013)	Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan dan Kinerja Keuangan.	Kinerja Lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Sementara, kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Tjahjono & Tirtayasa (2013) menggunakan sampel seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2010-2011.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
24.	Dewi & Sanica (2017)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	Kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan corporate social responsibility berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional dan pengungkapan informasi lingkungan (CSR) terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional dan pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan low cost strategi terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Dewi & Sanica (2017) menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2015.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
25.	Tjipto & Juniarti (2016)	Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Property and Real Estate.	CSR (Pengungkapan Informasi Lingkungan) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan low cost strategi terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Tjipto & Juniarti (2016) menggunakan sampel perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI periode 2009-2014.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
26.	Sinarmayarani & Suwitho (2016)	Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen.	Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen, sedangkan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen. Selain itu, kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, proporsi komite audit, dan low cost strategi terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Sinarmayani & Suwitho (2017) menggunakan sampel perusahaan food dan beverages yang terdaftar di BEI periode 2010-2014.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
27.	Perdana & Raharja (2014)	Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan.	Kepemilikan manajerial dan komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Kepemilikan institusi, komite audit dan eksternal auditor tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh komisaris independen, kepemilikan institusi dan komite audit terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh komisaris independen, kepemilikan institusi, dan komite audit terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, dan low cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan manajerial dan eksternal auditor terhadap nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Perdana & Raharja (2014) menggunakan sampel perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI periode 2010-2012.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
28.	Firdausya dkk. (2013)	Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance (GCG) Pada Nilai Perusahaan.	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,. Sementara kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran dewan komisaris, ukuran dewan komisaris independen, dan ukuran dewan direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional dan komisaris independen terhadap nilai perusahaan.	(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh kepemilikan institusional dan komisaris independen terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, komite audit, dan slow cost strategy terhadap sensitivitas laba dan implikasi terhadap nilai perusahaan; (2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan manajerial dan dewan komisaris, dan dewan direksi terhadap nilai perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Firdausya dkk. (2013) menggunakan sampel perusahaan LQ45 yang terdaftar di BEI periode Agustus 2008-Januari 2011.

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
29.	Syafitri dkk. (2018)	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> terhadap Nilai perusahaan.	Komite audit, dewan direksi, dan dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	Sama-sama mengestimasi pengaruh komite audit terhadap nilai perusahaan.	<p>(1) Penelitian ini tidak hanya mengestimasi pengaruh komite audit terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, dan <i>low cost strategy</i> terhadap sensitivitas laba serta implikasi terhadap nilai perusahaan.</p> <p>(2) Penelitian ini tidak mengestimasi pengaruh kepemilikan manajerial, dewan direksi, dan dewan komisaris terhadap nilai perusahaan.</p> <p>(3) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sedangkan penelitian Syafitri dkk. (2018) menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang bergerak dibidang sub sektor logam dan sejenisnya periode 2012-2016.</p>

No.	Peneliti	Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
30.	Asdemir dkk. (2017)	<i>Impact of Strategy on Analyst Information.</i>	ketika perusahaan menggunakan strategi bisnis diferensiasi, maka analisis keuangan dapat memperoleh informasi lebih banyak dibandingkan ketika perusahaan menggunakan strategi bisnis berbiaya rendah (<i>low cost</i>). Penelitian ini menunjukkan bahwa strategi bisnis diferensiasi dapat memberikan keuntungan dalam proses pengambilan keputusan analisis keuangan dibandingkan strategi biaya rendah.	Sama-sama menguji pengaruh strategi bisnis (<i>low cost</i>) terhadap koefisien respon laba.	Perbedaannya terletak pada penambahan variabel kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, GCG, dan nilai perusahaan. Penelitian ini hanya menggunakan strategi bisnis <i>low cost</i> . Penelitian ini juga menggunakan sampel perusahaan manufaktur periode 2010-2015.

BAB III

KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

Bab ini menjelaskan tentang kerangka pemikiran dan pengembangan hipotesis. Kerangka pemikiran digunakan untuk menjelaskan secara garis besar alur logika penelitian. Sementara, pengembangan hipotesis digunakan untuk menjelaskan hubungan antar variabel.

3.1 Kerangka Pemikiran

Laba perusahaan merupakan parameter yang digunakan oleh pemangku kepentingan dalam mengevaluasi kualitas kinerja manajer dalam mengelola perusahaan. Informasi laba merefleksikan kemampuan manajer dalam menggunakan sumber daya perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan. Melalui informasi laba perusahaan, maka pemangku kepentingan (pemegang saham) akan bereaksi positif (negatif) tergantung kualitas informasi laba yang dipublikasikan. Hal ini menunjukkan adanya sensitivitas laba. Sensitivitas laba merupakan reaksi pasar atau pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan. Sensitivitas laba dipengaruhi oleh berbagai faktor misalnya, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, tata kelola perusahaan (kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit), dan *low cost business strategy*. Faktor-faktor tersebut dijadikan sebagai parameter dalam mempengaruhi sensitivitas laba, sehingga memberikan implikasi terhadap nilai perusahaan.

Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang baik. Dengan demikian, kinerja lingkungan merupakan parameter yang digunakan oleh

perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap pemangku kepentingan. Kinerja lingkungan sebagai salah satu bentuk tanggung jawab manajer terhadap pengelolaan aktivitas operasional perusahaan mempengaruhi kepercayaan pasar kepada perusahaan bahwa perusahaan mempedulikan kualitas lingkungan hidup. Artinya, perusahaan tidak hanya memprioritaskan laba sebagai parameter kinerja perusahaan. Akan tetapi, mempertimbangkan kinerja lingkungan sebagai bentuk kinerja perusahaan secara holistik. Kinerja lingkungan dianggap dapat mempengaruhi persepsi pasar melalui *abnormal return*. Implikasinya adalah melalui kinerja perusahaan, maka dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba. Herawaty (2018), Muchti & Widyaningsih (2014), dan Bemby dkk. (2013), dan. Hasil penelitian Herawaty (2018), Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, hasil penelitian Muchti & Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Sebagai satu kesatuan pengukuran kinerja perusahaan, maka pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dapat digunakan oleh pemangku kepentingan (pemegang saham) dalam proses pengambilan keputusan. Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan merupakan suatu bentuk implementasi transparansi perusahaan terhadap kinerja perusahaan secara holistik. Pengungkapan informasi lingkungan dianggap dapat mempengaruhi reaksi pasar, sehingga berimplikasi terhadap nilai perusahaan. Artinya, reaksi pasar dan nilai

perusahaan dipengaruhi oleh pengungkapan informasi lingkungan. Pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan dampak negatif (positif) terhadap reaksi pasar dan nilai perusahaan. Hal ini tergantung dari kualitas pengungkapan informasi lingkungan. Artinya, pasar atau pemegang saham akan bereaksi positif ketika pengungkapan informasi lingkungan tidak menambah beban bagi perusahaan, sehingga mengurangi *return* yang akan diterima oleh pemegang saham. Sebaliknya, pasar atau pemegang saham akan bereaksi negatif ketika pengungkapan informasi lingkungan menambah beban perusahaan, sehingga mengurangi *return* pemegang saham.

Hasil penelitian pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap sensitivitas laba menunjukkan adanya inkonsistensi penelitian. Temuan Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari & Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Kim dkk. (2017), Suryani & Herianti (2015), Pranomo & Passaribu (2013), Sukirman & Meiden (2012), dan Kusumawardhani & Nugroho (2010) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Dewi (2015), Silalahi (2014), Wulandari & Wirajaya (2014), Restuti & Nathaniel (2012), Restuningdiah (2010), dan Nossa dkk. (2009) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Memaksimumkan nilai pemegang saham merupakan salah satu tujuan perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka diperlukan tata kelola perusahaan yang efektif sebagai bentuk implementasi tanggung jawab manajer kepada pemegang saham. Hal ini disebabkan karena manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda, sehingga mempengaruhi tindakan manajer. Tata kelola perusahaan yang baik dapat diimplementasikan melalui kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit.

Kepemilikan institusional merupakan jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga lainnya seperti, bank, perusahaan investasi, dan perusahaan asuransi. KNKG (2006) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Sementara, komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu tugas dan fungsi dewan komisaris (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 Tahun 2015 Pasal 1 angka 1).

Keberadaan kepemilikan institusional, komisaris independen, dan komite audit dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa tindakan manajer dapat diawasi. Tujuannya adalah untuk meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap kredibilitas pelaporan keuangan. Peningkatan kredibilitas dan kualitas informasi pelaporan keuangan akan

memberikan sinyal kepada pemegang saham, sehingga dapat mempengaruhi reaksi pasar dan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena pengambilan keputusan bisnis dapat dilakukan oleh pemegang saham secara akurat.

Temuan penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi pengaruh kepemilikan institusional terhadap sensitivitas laba. Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Passaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Subagya (2017), Sundari & Setiawan (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Temuan penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi pengaruh proporsi komisaris independen terhadap sensitivitas laba. Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Marisatusholekha & Budiono (2015), Sundari & Setiawan (2015), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Adanya inkonsistensi temuan sebelumnya juga terkait berhubungan dengan pengaruh proporsi komite audit terhadap sensitivitas laba. Hasil temuan Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017), dan Subagya (2017) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Muhammad & Pamudji (2014), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap perusahaan. Tujuannya adalah ketika aset yang digunakan lebih produktif, maka akan menghasilkan penjualan yang optimal. Strategi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap maksimalisasi kepentingannya dapat terpenuhi melalui tingkat *return* yang tinggi.

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang "*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*". Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan

terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return (CAR)*.

Nilai perusahaan menunjukkan kemakmuran pemegang saham. Pemegang saham yang memiliki tingkat pengembalian optimal (return) tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu memaksimalkan nilai pemegang saham. Akibatnya, persepsi pemegang saham terhadap kinerja manajer menjadi lebih baik. Persepsi pemegang saham terhadap kinerja manajer dapat direfleksikan melalui fluktuasi harga saham dan jumlah saham beredar. Artinya, ketika harga saham dan jumlah saham beredar meningkat merefleksikan bahwa manajer telah memberikan sinyal positif kepada pemegang saham mengenai kinerja perusahaan. Sebaliknya, ketika harga saham dan jumlah saham beredar menurun merefleksikan adanya sinyal negatif perusahaan yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi oleh pemegang saham. Sinyal informasi tersebut dapat berupa informasi keuangan maupun non-keuangan. Informasi non-keuangan seperti informasi kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan.

Hasil penelitian sebelumnya juga menunjukkan adanya inkonsistensi penelitian pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Suwanti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih (2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010)

menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap nilai perusahaan juga memiliki inkonsistensi temuan. Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, temuan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Putro & Mildawati (2017), Velte (2017), Putri dkk. (2016), dan Agustine (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Faktor penting lainnya yang mempengaruhi pengambilan keputusan pemegang saham adalah adanya tata kelola perusahaan yang baik dan strategi bisnis yang digunakan oleh perusahaan. Tata kelola perusahaan dapat diimplementasikan melalui kepemilikan institusi, komisaris independen, dan komite audit. Sedangkan, salah satu strategi bisnis perusahaan yang dapat diimplementasi adalah strategi bisnis biaya rendah (*low cost*).

Temuan penelitian Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Fadilah (2017), Hartana & Putra (2017), Firdausya dkk. (2013), dan Charfeddine & Elmarzougui (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan

institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Dewi & Sanica (2017), Sinarmaryarani & Suwitho (2016), Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Syafitri dkk. (2018), Fadillah (2017), Subagya (2017), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian Basyith (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel (2017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Qasim (2014), dan Muryati & Suardikha (2014) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Subagya (2017), Al-Mater dkk. (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Asdemir dkk. (2012) menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan industri sejenis (pesaing). Artinya, terdapat intuisi bahwa pelanggan yang lebih berorientasi pada harga akan

memilih produk dengan harga yang lebih rendah dengan asumsi produknya tetap berkualitas, sehingga memungkinkan perusahaan untuk menguasai pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Dengan demikian, perusahaan lebih menyukai strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan kinerja yang unggul melalui optimalisasi penjualan.

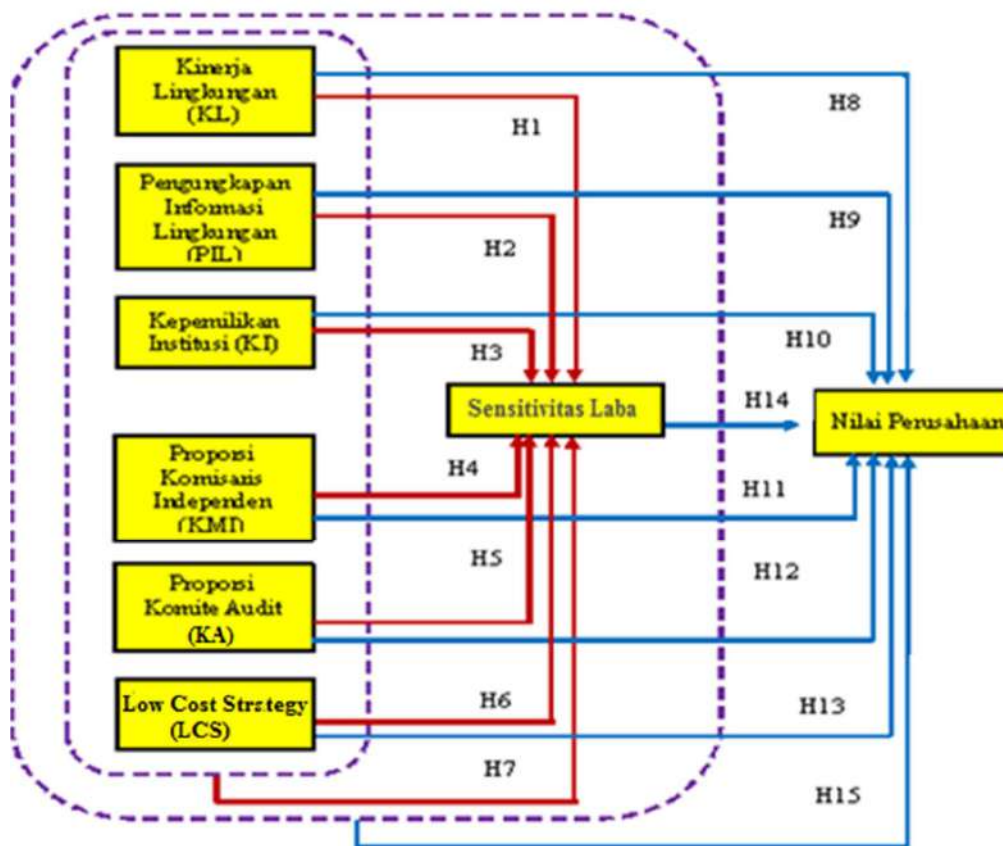
Bhattarai (2017) bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) lebih berfokus pada aktiva tetap perusahaan. Rasio pengeluaran modal yang tinggi menunjukkan bahwa persepsi pasar terhadap strategi biaya rendah (*low cost*) menjadi berkurang. Asdemir (2013) membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's q . Temuan ini memberikan implikasi tentang penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dalam mempengaruhi keputusan investasi aset perusahaan.

Respon pemegang saham terhadap informasi laba dapat diketahui melalui koefisien respon laba yang direfleksikan dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Koefisien respon laba menunjukkan adanya sensitivitas laba sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan. Informasi laba yang dipublikasikan dapat dijadikan sebagai parameter ukuran kinerja perusahaan. Informasi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan. Sinyal ini kemudian digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan investasi. Pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh pemegang saham dapat diketahui melalui sensitivitas laba. Artinya, informasi laba yang berkualitas menunjukkan bahwa reaksi pemegang saham terhadap kinerja manajer positif, sehingga memotivasi peningkatan harga saham dan jumlah saham beredar.

Hasil temuan Jonathan & Machdar (2018) menunjukkan bahwa sensitivitas laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), dan Paramita & Hidayanti (2013) menunjukkan bahwa sensitivitas laba tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Uraian determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan yang telah dijelaskan oleh peneliti menunjukkan adanya suatu kesatuan hubungan variabel dalam menjelaskan fenomena dampak lingkungan dan inkonsistensi hasil temuannya sebelumnya. Oleh karena itu, penelitian ini mendesain kerangka pemikiran secara spesifik melalui gambar 3.1 berikut.

Gambar 3.1
Kerangka Pemikiran



3.2 Pengembangan Hipotesis

3.2.1 Determinan Sensitivitas Laba

3.2.1.1 Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba

Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang baik. Artinya, kinerja lingkungan dijadikan sebagai parameter atau indikator kinerja perusahaan. Melalui kinerja lingkungan, maka perusahaan bukan hanya dituntut untuk memaksimalkan laba. Akan tetapi, perusahaan harus mempertimbangkan dampak negatif pengelolaan lingkungan hidup. Tujuannya adalah untuk memberikan sinyal positif kepada pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham mengenai kinerja perusahaan secara komprehensif, sehingga mampu mempengaruhi reaksi pemegang saham yang direfleksikan melalui sensitivitas laba.

Sensitivitas laba merupakan reaksi pasar terhadap kinerja perusahaan mengenai pengelolaan aktivitas operasional perusahaan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Indikator utama yang seringkali digunakan oleh pemegang saham dalam menilai kinerja manajer adalah laba perusahaan. Laba perusahaan merefleksikan pencapaian kinerja manajer telah sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham. Artinya, pasar akan bereaksi positif (negatif) ketika manajer mempublikasikan informasi laba dalam bentuk publikasi laporan keuangan. Reaksi pasar dapat diketahui melalui adanya *abnormal return* yang akan diterima oleh pemegang saham.

Sensitivitas laba yang tinggi menunjukkan bahwa pasar atau pemegang saham menggantungkan kepercayaannya kepada manajer sebagai pihak yang mengelola aktivitas operasional perusahaan. Artinya, kepercayaan pasar atau

pemegang saham mengenai prospek perusahaan dapat direfleksikan melalui *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan parameter reaksi pasar terhadap kualitas kinerja manajer bahwa manajer telah mengelola aktivitas operasional perusahaan sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham. Akan tetapi, untuk mengetahui kinerja manajer tidak hanya melalui informasi laba. Hal ini disebabkan karena informasi laba hanya merupakan informasi keuangan atas kinerja manajer. Oleh karena itu, untuk mengetahui kinerja manajer secara komprehensif atau menyeluruh, maka diperlukan indikator non keuangan. Salah satu indikator non keuangan untuk mengukur kinerja manajer adalah kinerja lingkungan.

Kinerja lingkungan sebagai salah satu bentuk tanggung jawab manajer terhadap pengelolaan aktivitas operasional perusahaan, sehingga tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup dapat digunakan oleh perusahaan sebagai sinyal penyampaian informasi kepada pasar atau pemegang saham bahwa perusahaan dalam mengelola aktivitas operasional mempertimbangan kinerja lingkungan. Sinyal ini dapat dijadikan oleh pasar atau pemegang saham sebagai sinyal positif (negatif) untuk proses pengambilan keputusan. Artinya, informasi kinerja lingkungan akan menjadi sinyal positif apabila tidak mengurangi *abnormal return* yang akan diterima oleh pemegang saham. Sebaliknya, sinyal ini akan dijadikan sebagai sinyal negatif apabila kinerja keuangan dapat mengurangi *abnormal return* pemegang saham. Dengan demikian, pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba dapat diuraikan melalui pendekatan teori sinyal.

Pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba tidak hanya dapat diuraikan melalui teori sinyal. Akan tetapi, teori legitimasi dan *stakeholder* dapat digunakan untuk menguraikan hubungan antara kinerja lingkungan dan sensitivitas laba. Teori legitimasi memiliki peranan penting dalam menguraikan hubungan antara kinerja lingkungan dan sensitivitas laba. Hal ini didasarkan karena legitimasi berkaitan dengan pengakuan pemangku kepentingan terhadap kedudukan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional. Artinya, aktivitas operasional perusahaan harus sesuai dengan peraturan, norma, dan kebijakan yang telah ditetapkan, sehingga tidak memberikan dampak negatif pada perusahaan, baik itu bagi internal perusahaan maupun eksternal perusahaan.

Gray dkk. (1996:46) menyatakan bahwa legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi pada keberpihakan terhadap masyarakat (*society*), pemerintah dan kelompok masyarakat. Hal ini menyiratkan bahwa perusahaan sebagai bentuk badan usaha yang berorientasi laba tidak hanya harus mengutamakan kepentingan pemegang saham sebagai bentuk kepemilikan terhadap perusahaan. Akan tetapi, perusahaan juga harus memperhitungkan pemangku kepentingan lainnya, khususnya masyarakat atau kelompok masyarakat. Sebagai suatu sistem yang mengutamakan keberpihakan atau kepentingan masyarakat, maka aktivitas operasional perusahaan harus didesain untuk meningkatkan nilai tambah bagi masyarakat melalui pengelolaan kinerja lingkungan yang baik, sehingga mengurangi pencemaran lingkungan. Nilai tambah ini dapat dijadikan sebagai parameter pengakuan kedudukan perusahaan dalam lingkungan masyarakat.

Wujud nyata dari implementasi pengelolaan lingkungan hidup dalam mengurangi pencemaran lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan adalah melalui kinerja lingkungan. Kinerja lingkungan akan dievaluasi oleh pemangku kepentingan (*stakeholder*) sebagai bentuk parameter kinerja perusahaan. Artinya, melalui kinerja lingkungan, maka perusahaan termotivasi untuk mengelola aktivitas bisnis sesuai dengan prosedur dan kebijakan pengelolaan lingkungan hidup yang telah ditetapkan. Kepatuhan terhadap prosedur dan kebijakan pengelolaan lingkungan hidup merupakan keunggulan kompetitif perusahaan untuk bersaing dalam dunia bisnis. Keunggulan kompetitif ini dapat dijadikan oleh perusahaan untuk menguasai pangsa pasar, sehingga memicu reaksi pasar terhadap kinerja lingkungan perusahaan. Dengan demikian, pemangku kepentingan tidak hanya menggunakan informasi laba sebagai bentuk pengambilan keputusan. Akan tetapi, melibatkan kinerja lingkungan.

Kinerja lingkungan merupakan salah satu indikator yang digunakan oleh pemangku kepentingan (*stakeholder*) dalam proses pengambilan keputusan. Untuk meningkatkan prestasi kinerja lingkungan perusahaan, maka dibutuhkan efisiensi biaya sebagai bentuk implementasi kinerja lingkungan, sehingga dapat mewujudkan ekspektasi pemangku kepentingan (pemegang saham) untuk memperoleh *return* yang tinggi. Pengelolaan kinerja lingkungan yang baik membuktikan bahwa perusahaan memiliki keunggulan untuk menciptakan kinerja perusahaan secara holistik. Akan tetapi, fakta membuktikan bahwa kinerja lingkungan belum diterapkan secara optimal. Hal ini terbukti dengan masih adanya perusahaan yang memperoleh nilai PROPER selain nilai EMAS (GOLD) yang diberikan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH).

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba. Hasil penelitian Herawaty (2018), dan Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, hasil penelitian Muchti & Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁ : Kinerja Lingkungan Secara Parsial berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.2 Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba

Tanggung jawab sosial perusahaan merefleksikan bahwa perusahaan didirikan bukan hanya untuk memaksimalkan laba. Akan tetapi, harus memperhatikan tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan. Implementasi tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan dapat diketahui melalui publikasi laporan keuangan tahunan. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan dalam melakukan aktivitas operasionalnya tidak hanya memperhitungkan faktor keuangan. Akan tetapi, melibatkan faktor non keuangan. Kedua faktor ini dapat dijadikan sebagai parameter pengambilan keputusan yang holistik, sehingga meningkatkan akurasi keputusan atau mengurangi bias pengambilan keputusan. Selain itu, tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan juga merupakan wujud implementasi keselarasan tujuan antara perusahaan dan pemangku kepentingan.

Tanggung jawab sosial perusahaan melalui pengungkapan informasi lingkungan merupakan salah satu strategi perusahaan dalam menyampaikan sinyal informasi kepada pengguna laporan keuangan, khususnya pemegang saham mengenai prospek perusahaan. Ekspektasi perusahaan terhadap penyampaian sinyal informasi tersebut diharapkan dapat mempengaruhi reaksi pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham yang direfleksikan melalui adanya *abnormal return*. Artinya, melalui pengungkapan informasi lingkungan, maka pasar atau pemangku kepentingan akan menempatkan reputasi baik (buruk) tergantung dari hasil evaluasi pengungkapan informasi lingkungan. Pengungkapan informasi lingkungan juga dijadikan oleh perusahaan sebagai bentuk implementasi transparansi dan tata kelola pengelolaan lingkungan hidup yang lebih baik.

Implementasi pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan telah melaksanakan kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan terkait lingkungan hidup. Tujuannya bukan hanya untuk memperoleh perhatian pemegang saham terkait implementasi pengelolaan lingkungan hidup yang baik. Akan tetapi, untuk memperoleh pengakuan kedudukan perusahaan dalam lingkungan masyarakat. Artinya, masyarakat menginginkan bahwa aktivitas operasional perusahaan tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup, sehingga tidak mempengaruhi siklus hidup perusahaan yang akan berdampak terhadap lingkungan sekitar masyarakat. Hal ini konsisten dengan asumsi kelangsungan usaha (*going concern*) bahwa perusahaan didirikan untuk beroperasi dalam jangka panjang.

Pasar atau pemegang saham akan bereaksi positif (negatif) tergantung evaluasi pasar atau pemegang saham terhadap pengungkapan informasi lingkungan yang dipublikasikan oleh perusahaan melalui laporan tahunan. Artinya, pasar atau pemegang saham akan bereaksi positif ketika pengungkapan informasi lingkungan tidak menambah beban bagi perusahaan, sehingga mengurangi *return* yang akan diterima oleh pemegang saham. Sebaliknya, pasar atau pemegang saham akan bereaksi negatif ketika pengungkapan informasi lingkungan menambah beban perusahaan, sehingga mengurangi *return* pemegang saham. Hal ini disebabkan karena motivasi pemegang saham adalah memperoleh *return* yang maksimal.

Reaksi negatif pasar atau pemegang saham terhadap pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa pasar tidak memberikan batasan kepada manajer dalam mengungkapkan informasi lingkungan sebagai akibat tambahan beban perusahaan. Akan tetapi, pasar atau pemegang saham menginginkan adanya efisiensi biaya dengan asumsi bahwa perusahaan tetap memprioritaskan pengungkapan informasi lingkungan. Artinya, manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan membutuhkan kecakapan untuk melakukan efisiensi biaya dengan tetap mengungkapkan informasi lingkungan. Oleh karena itu, manajer harus mengevaluasi beban perusahaan sebagai akibat pengungkapan informasi lingkungan, sehingga memotivasi pasar atau pemegang saham dalam melakukan investasi.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil penelitian pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap sensitivitas laba. Temuan Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari &

Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Kim dkk. (2017), Suryani & Herianti (2015), Pranomo & Passaribu (2013), Sukirman & Meiden (2012), dan Kusumawardhani & Nugroho (2010) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Dewi (2015), Silalahi (2014), Wulandari & Wirajaya (2014), Restuti & Nathaniel (2012), Restuningdiah (2010), dan Nossa dkk. (2009) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₂ : Pengungkapan Informasi Lingkungan Secara Parsial berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.3 Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Sensitivitas Laba

Perusahaan sebagai bentuk badan usaha bertujuan untuk memperoleh laba atas aktivitas operasionalnya. Laba perusahaan kemudian dijadikan sebagai parameter oleh pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham dalam mengevaluasi kinerja manajer. Hal ini disebabkan karena tujuan perusahaan didirikan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham dapat direfleksikan melalui *abnormal return* sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap kinerja manajer. Artinya, *abnormal return* menunjukkan reaksi pemegang saham atas kinerja manajer. Reaksi pemegang saham dapat dicapai melalui informasi laba, sehingga dibutuhkan produktivitas

manajer dalam menghasilkan angka laba yang optimal. Akan tetapi, manajer sebagai pihak yang mengelola bisnis perusahaan memiliki kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham. Adanya perbedaan kepentingan ini memicu terjadinya konflik kepentingan.

Konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham mempengaruhi kualitas kinerja manajer. Oleh karena itu, salah satu cara untuk mengurangi konflik kepentingan adalah melalui kepemilikan institusional (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham institusi atau lembaga seperti, bank, asuransi, investasi, pemerintah, dan lembaga lainnya. Melalui kepemilikan institusional, maka dapat menekan perilaku manajer yang cenderung oportunistik untuk mementingkan kepentingannya. Tujuannya adalah agar mekanisme pengawasan menjadi lebih efektif karena kepemilikan institusional memiliki peranan penting dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan.

Kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai sarana dalam menyampaikan sinyal informasi kepada pemegang saham bahwa pelaporan informasi perusahaan memiliki kredibilitas dan berkualitas. Hal ini disebabkan karena manajer sebagai pihak yang mengelola bisnis perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham. Adanya kesenjangan informasi antara manajer dan pemegang saham menunjukkan bahwa perusahaan harus menyampaikan sinyal informasi tentang kinerja perusahaan. Sinyal informasi ini kemudian dijadikan oleh pemegang saham dalam mengevaluasi kinerja manajer, sehingga dapat pemegang saham dapat mengambil keputusan secara akurat. Sinyal informasi yang disampaikan oleh manajer berkaitan dengan

prospek perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan institusional dapat mempengaruhi pengambilan keputusan pemegang saham.

Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Passaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Subagya (2017), Sundari & Setiawan (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₃ : Kepemilikan Institusi Secara Parsial berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.4 Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Sensitivitas Laba

Pendelegasian wewenang pengelolaan bisnis perusahaan dari pemegang saham kepada manajer menunjukkan adanya bentuk kontrak antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan dan manajer sebagai pengelola perusahaan. Tujuan pendelegasian wewenang ini adalah bahwa pemegang saham sebagai pemilik perusahaan menginginkan manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Akan tetapi, manajer cenderung bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena manajer ingin memaksimalkan kepentingannya. Oleh

karena itu, pemegang saham berusaha mengawasi tindakan manajer (Jensen & Meckling, 1976 dan Fama & Jensen, 1983).

Untuk mengawasi tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, maka dibentuklah dewan komisaris. Salah satu komposisi dewan komisaris adalah komisaris independen. KNKG (2006) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Komisaris independen memiliki peranan strategis dalam komposisi dewan komisaris karena tidak terkait dengan individu atau kelompok yang berhubungan dengan perusahaan, sehingga lebih bersikap independen.

Keberadaan komisaris independen dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa tindakan manajer dapat diawasi oleh komisaris independen. Tujuannya adalah untuk menyalurkan tindakan manajer telah sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Keberadaan komisaris independen ditunjukkan dengan proporsi komisaris independen dalam susunan dewan komisaris. Artinya, proporsi komisaris independen yang tinggi sebagai bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan transparansi, kredibilitas, dan kualitas pelaporan informasi keuangan. Peningkatan kredibilitas dan kualitas informasi pelaporan keuangan mempengaruhi reaksi pasar terhadap pengambilan keputusan bisnis yang direfleksikan melalui *abnormal return*.

Berbagai penelitian sebelumnya telah membuktikan bahwa adanya kesenjangan hasil penelitian pengaruh komisaris independen terhadap sensitivitas laba. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Marisatusholekha & Budiono (2015), Sundari & Setiawan (2015), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₄ : Proporsi Komisaris Independen Secara Parsial berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.5 Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Sensitivitas Laba

Manajer dan pemegang saham merupakan *utility maximisers*. Artinya, baik manajer atau pemegang saham cenderung mengutamakan kepentingannya. Konsekuensi *utility maximiser* dalam konteks pendelegasian wewenang dari pemegang saham terhadap manajer adalah tindakan manajer tidak selalu sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Adanya pendelegasian wewenang mengakibatkan manajer harus melaporkan kinerja perusahaan kepada pemegang saham. Artinya, manajer bertanggung jawab untuk menyampaikan informasi kepada pemegang saham mengenai prospek perusahaan, sehingga pemegang saham dapat mengambil keputusan secara akurat.

Prospek perusahaan direfleksikan melalui kredibilitas pelaporan keuangan sebagai bentuk implementasi tanggung jawab manajer. Artinya, tindakan manajer dalam mengelola aktivitas bisnis perusahaan dapat meningkatkan kredibilitas pelaporan informasi keuangan. Untuk memastikan bahwa kredibilitas pelaporan keuangan telah terpenuhi, maka dibentuklah komite audit. Tujuannya adalah (1) mengawasi tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, dan (2) mengurangi risiko yang tidak diinginkan oleh pemegang saham.

Menurut Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Pasal 121 ayat (1) tentang Perseroan Terbatas (UUPT) menyatakan bahwa komite audit merupakan salah satu jenis komite yang dibentuk oleh dewan komisaris. Sementara, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 Tahun 2015 Pasal 1 angka 1 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit menyatakan bahwa komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu tugas dan fungsi dewan komisaris. Berdasarkan pengertian komite audit di atas, maka dapat disimpulkan bahwa komite audit dibentuk dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam mengawasi aktivitas operasional perusahaan.

Efektivitas komite audit dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham karena komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer sebagai akibat adanya asimetri informasi. Informasi pelaporan keuangan yang memiliki kredibilitas dapat digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan bisnis. Artinya, melalui efektivitas komite audit, maka pemegang saham merespon

kualitas komite audit melalui *abnormal return* yang akan diterimanya. Sinyal ini kemudian dapat dijadikan sebagai bentuk evaluasi efektivitas kualitas komite audit dalam perusahaan.

Temuan Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017), dan Subagya (2017) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Muhammad & Pamudji (2014), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₅ : Proporsi Komite Audit Secara Parsial berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.6 Pengaruh *Low Cost Strategy* terhadap Sensitivitas Laba

Perusahaan dalam meningkatkan daya saing keunggulan kompetitif untuk menguasai pangsa pasar dapat dilakukan melalui dua strategi bisnis yaitu, strategi diferensiasi atau strategi biaya rendah (*low cost*). Porter (1980:25) menyatakan bahwa strategi direferensiasi dan strategi biaya rendah (*low cost*) dapat digunakan oleh perusahaan dalam mencapai keunggulan kompetitif. Artinya, perusahaan dapat menerapkan salah satu dari kedua strategi bisnis ini. Kedua strategi ini telah digunakan oleh berbagai akademisi dan diterapkan dalam dunia bisnis sebagai strategi bersaing (Porter, 1985:12; Miller & Dess, 1993:48; Allen & Meyer, 2007:34, Balsam dkk., 2011). Ketika perusahaan dapat menerapkan strategi bisnis

diferensiasi atau biaya rendah, maka perusahaan akan mampu bersaing dalam dunia bisnis.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya jika dibandingkan dengan pesaingnya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap perusahaan. Strategi ini dapat dicapai melalui produksi dengan skala besar dengan memanfaatkan skala ekonomi, melakukan proses perbaikan, minimalisasi biaya, manajemen kualitas produk, *just in time*, *benchmarking*, pengendalian *overhead* dan sebagainya. Tujuannya adalah untuk meningkatkan laba perusahaan melalui efisiensi biaya dan optimalisasi penjualan.

Strategi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap maksimalisasi kepentingannya dapat terpenuhi melalui tingkat *return* yang tinggi. Akan tetapi, strategi ini cenderung digunakan oleh perusahaan pesaing untuk menghasilkan keunggulan komparatif (Asdemir dkk., 2012). Artinya, untuk mencapai strategi biaya rendah, perusahaan tidak mungkin menghasilkan sumber keunggulan kompetitif yang tidak ada bandingannya, terutama jika sumber daya untuk mencapainya dikembangkan oleh pemasok dan diperdagangkan di pasar terbuka (Barney, 2002).

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang "*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*". Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar

terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₆ : *Low Cost Strategy* berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.1.7 Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, dan *Low Cost Strategy* secara Bersama-sama berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

Laba perusahaan merupakan indikator utama yang digunakan oleh pemangku kepentingan (pemegang saham) untuk menilai kinerja perusahaan. Laba perusahaan merefleksikan kualitas kinerja manajer dalam mengelola bisnis sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham. Artinya, informasi laba sebagai parameter kualitas kinerja manajer ketika dipublikasikan ke pasar, maka akan mempengaruhi reaksi pasar, baik itu reaksi positif (negatif). Reaksi ini tergantung dari kualitas laba yang dipublikasikan oleh perusahaan. Reaksi pasar dapat diketahui melalui *abnormal return* yang akan diterima oleh pemegang saham, sehingga menunjukkan adanya sensitivitas laba.

Optimalisasi sensitivitas laba menunjukkan bahwa pasar atau pemegang saham dapat memenuhi ekspektasi pemegang saham sebagai bentuk tanggung jawab manajer kepada pemegang saham. Artinya, pemegang saham percaya

bahwa manajer dapat menjalankan aktivitas operasional perusahaan untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Bentuk kepercayaan pemegang saham terhadap kinerja manajer adalah melalui *abnormal return* yang akan diterima oleh pemegang saham. *Abnormal return* merupakan parameter reaksi pasar terhadap kualitas kinerja manajer bahwa manajer telah mengelola aktivitas operasional perusahaan sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham.

Parameter kinerja manajer tidak hanya diukur melalui kinerja keuangan (informasi keuangan perusahaan). Akan tetapi, kinerja perusahaan dapat diukur secara holistik melalui kinerja lingkungan. Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang baik. Dengan demikian, kinerja lingkungan merupakan parameter yang digunakan oleh perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap pemangku kepentingan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba. Herawaty (2018), Muchti & Widyaningsih (2014), dan Bemby dkk. (2013). Hasil penelitian Herawaty (2018), Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, hasil penelitian Muchti & Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Selain itu, penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sementara, Suwarti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih (2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tanggung jawab perusahaan bukan hanya terletak pada kualitas laba dan kinerja lingkungan sebagai suatu bentuk kesatuan kinerja perusahaan. Akan tetapi, lebih luas menyangkut pengungkapan informasi lingkungan. Artinya, perusahaan dalam melaksanakan aktivitas bisnis mempertimbangkan dampak lingkungan dan harus dipublikasikan kepada pemangku kepentingan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan kepada pemangku kepentingan. Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan merupakan suatu bentuk implementasi transparansi perusahaan terhadap kinerja perusahaan secara komprehensif (holistik).

Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari & Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Kim dkk. (2017), Suryani & Herianti (2015), Pranomo & Passaribu (2013), Sukirman & Meiden (2012), dan Kusumawardhani & Nugroho (2010) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Dewi (2015), Silalahi (2014), Wulandari & Wirajaya (2014), Restuti & Nathaniel (2012), Restuningdiah (2010), dan Nossa dkk. (2009) menunjukkan bahwa

pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Optimalisasi laba perusahaan menunjukkan bahwa manajer berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Angka laba yang optimal tidak menjamin bahwa laba tersebut berkualitas. Hal ini disebabkan karena manajer memiliki berbagai motivasi dalam mencapai target laba, seperti keinginan untuk memperoleh bonus atau kompensasi. Untuk mengurangi motivasi manajer yang tidak konsisten dengan motivasi pemegang saham, maka kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai parameter keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Passaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, hasil penelitian Subagya (2017), Sundari & Setiawan (2015), Ifada & Suhendi (2014), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Untuk mengawasi tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, maka dibentuklah dewan komisaris dan komite audit. Salah satu komposisi dewan komisaris adalah komisaris independen. KNKG (2006) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang

saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Sementara, komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu tugas dan fungsi dewan komisaris (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 Tahun 2015 Pasal 1 angka 1).

Berbagai penelitian sebelumnya membuktikan bahwa adanya kesenjangan hasil penelitian pengaruh komisaris independen terhadap sensitivitas laba. Temuan penelitian Nadirsyah & Muharam (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sementara, temuan Langit dkk. (2017) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Akan tetapi, temuan Marisatusholekha & Budiono (2015), Sundari & Setiawan (2015), dan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap perusahaan. Tujuannya adalah ketika aset yang digunakan lebih produktif, maka akan menghasilkan penjualan yang optimal.

Strategi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap maksimalisasi kepentingannya dapat terpenuhi melalui tingkat *return* yang tinggi.

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang “*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*”. Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₇ : Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, dan *Low Cost Strategy* secara bersama-sama berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

3.2.2 Implikasi Nilai Perusahaan

3.2.2.1 Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan

Kinerja perusahaan bukan hanya berkaitan dengan kinerja keuangan. Akan tetapi, secara holistik berkaitan dengan kinerja lingkungan. Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang baik. Oleh karena itu, kinerja lingkungan merupakan bagian penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Tujuannya untuk meningkatkan performa manajemen perusahaan dalam

mengelola aktivitas perusahaan yang mengurangi dampak lingkungan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan persepsi pemegang saham terhadap kinerja manajer mengenai pengelolaan aktivitas bisnis perusahaan. Persepsi pemegang saham terhadap kinerja manajer dapat direfleksikan melalui fluktuasi harga saham dan jumlah saham beredar. Artinya, ketika harga saham dan jumlah saham beredar meningkat merefleksikan bahwa manajer telah memberikan sinyal positif kepada pemegang saham mengenai kinerja perusahaan. Sebaliknya, ketika harga saham dan jumlah saham beredar menurun merefleksikan adanya sinyal negatif perusahaan yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi oleh pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan bahwa pasar atau pemegang saham percaya terhadap kinerja perusahaan, baik itu kinerja jangka pendek maupun kinerja jangka panjang. Artinya, pasar atau pemegang saham percaya bahwa prospek perusahaan cenderung baik sesuai ekspektasinya.

Pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan tidak hanya dapat dijelaskan melalui teori sinyal. Akan tetapi, pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan dapat juga dijelaskan melalui teori legitimasi dan *stakeholder*. Legitimasi memiliki peranan penting terhadap perusahaan karena merefleksikan persetujuan pemangku kepentingan (*stakeholder*) terhadap aktivitas bisnis perusahaan yang dianggap telah sesuai dengan peraturan, norma, dan kebijakan. Pentingnya legitimasi perusahaan karena dapat mempengaruhi posisi perusahaan dalam hubungannya dengan pemerintah dan masyarakat. Artinya, kebijakan atau keputusan operasional perusahaan tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup.

Legitimasi perusahaan memiliki manfaat signifikan dalam mendukung kelangsungan hidup perusahaan. Gray dkk. (1996:46) menyatakan bahwa legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi pada keberpihakan terhadap masyarakat (*society*), pemerintah dan kelompok masyarakat. Untuk itu, sebagai suatu sistem yang mengutamakan keberpihakan atau kepentingan masyarakat, maka aktivitas operasional perusahaan dapat memberikan nilai tambah bagi berbagai pemangku kepentingan. Nilai tambah tersebut dapat melalui penciptaan kinerja lingkungan yang semakin baik sesuai dengan ekspektasi pemangku kepentingan. Implikasinya adalah persepsi pasar akan bereaksi positif karena perusahaan mampu menerapkan keunggulan kompetitif terkait kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan lingkungan hidup.

Posisi perusahaan dalam mengimplementasikan keunggulan kompetitif melalui peningkatan kinerja lingkungan dipengaruhi oleh perhatian pemangku kepentingan (*stakeholder*). Penyebabnya adalah kinerja lingkungan memiliki peranan penting dalam pengambilan keputusan oleh pemangku kepentingan (*stakeholder*). Perhatian penting pemangku kepentingan berhubungan dengan kesadaran lingkungan hidup yang dapat menciptakan kebutuhan bagi perusahaan untuk memperluas perencanaan atau strategi manajemen. Manajemen sebagai suatu organisasi yang menjalankan aktivitas operasional dan melaporkan aktivitas operasional kepada *stakeholder* merupakan salah satu bentuk tanggung jawab manajer secara holistik kepada *stakeholder*. Hal ini dikarenakan *stakeholder* memiliki hak atas ketersediaan informasi mengenai aktivitas operasi perusahaan

dalam hubungan dengan lingkungan sekitar (Deegan, 2009). Implikasinya adalah *stakeholder* dapat menggunakan informasi tersebut sebagai proses pengambilan keputusan, sehingga mengurangi bias keputusan.

Kinerja lingkungan merupakan salah satu prioritas program perusahaan dalam mempengaruhi persepsi pasar atau pemegang saham. Artinya, kinerja lingkungan diharapkan dapat mempengaruhi keputusan pasar dan pemegang saham atas kinerja perusahaan secara holistik dalam pengambilan keputusan. Kinerja lingkungan yang baik merefleksikan bahwa perusahaan telah mencapai prestasi pengelolaan lingkungan hidup. Akan tetapi, tidak semua perusahaan telah merealisasikan pengelolaan lingkungan hidup secara optimal. Hal ini terbukti melalui nilai PROPER selain nilai EMAS (GOLD) sebagai indikator penilaian kinerja lingkungan yang diberikan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH).

HSBC (2007) mengeluarkan suatu indeks referensi untuk mengukur kinerja pasar saham dari perusahaan-perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik dalam mengurangi pencemaran lingkungan. Hasilnya membuktikan bahwa antara tahun 2004-2007 indeks ini mampu mempengaruhi persepsi pasar sebesar 70%. Artinya, pasar bereaksi positif karena adanya indeks pengukuran kinerja lingkungan perusahaan yang baik mampu meningkatkan kepedulian perusahaan terhadap pengelolaan lingkungan hidup. Konsisten dengan HSBC (2007), *Credit Suisse Global Warming Index* dan *Amro Climate Change and Environment Index* juga menyatakan bahwa telah memperoleh apresiasi pasar sejak awal tahun 2000-an karena mengeluarkan indeks terkait kepedulian atas lingkungan hidup.

Berbagai indikator kepedulian terhadap pengelolaan lingkungan hidup tersebut membuktikan bahwa persepsi pasar atau pemegang saham terhadap kondisi pasar di masa akan datang merepresentasikan pengelolaan lingkungan hidup yang teratur karena sesuai dengan peraturan, standar dan norma yang dapat mempengaruhi laba/rugi perusahaan sebagai akibat profil kinerja lingkungan. Artinya, perusahaan yang mampu meningkatkan kinerja lingkungan menunjukkan kepada pasar atau pemegang saham bahwa perusahaan memiliki keunggulan kompetitif terkait lingkungan bisnis dalam menghadapi tekanan institusional yang meningkat melalui kepatuhan terhadap peraturan, standar, dan norma yang diarahkan untuk mengurangi pencemaran lingkungan.

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Suwanti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih (2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₈ : Kinerja Lingkungan Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.2 Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan

Konsep tanggung jawab sosial perusahaan merefleksikan bahwa suatu entitas atau perusahaan ketika melakukan aktivitas operasional perusahaan tidak hanya berorientasi laba. Akan tetapi, perlu memperhatikan tanggung jawab terhadap konsumen, karyawan, pemegang saham, komunitas, dan lingkungan hidup perusahaan. Tanggung jawab sosial perusahaan berhubungan dengan keberlanjutan usaha perusahaan karena ketika pengambilan keputusan bisnis dilakukan, maka tidak hanya dipengaruhi oleh faktor keuangan. Akan tetapi, melibatkan faktor non keuangan. Artinya, pengambilan keputusan perusahaan memperhitungkan konsekuensi sosial dan lingkungan. Dasar pengambilan keputusan ini berkaitan dengan kelangsungan hidup perusahaan (*going concern*).

Pengungkapan informasi lingkungan (tanggung jawab sosial perusahaan) menunjukkan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan tentang prospek perusahaan. Tujuannya untuk mempengaruhi persepsi pasar atau pengguna laporan keuangan terhadap kinerja manajer. Pengungkapan informasi lingkungan ini diharapkan dapat memberikan sinyal positif kepada pengguna laporan keuangan, sehingga mempengaruhi harga saham dan jumlah saham beredar. Pengungkapan informasi lingkungan merefleksikan bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi laba. Akan tetapi, memperhitungkan tanggung jawab sosial perusahaan. Pengungkapan informasi lingkungan juga memberikan sinyal bahwa adanya transparansi pengelolaan perusahaan, sehingga mengurangi bias pengambilan keputusan bisnis.

Pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan telah merealisasikan kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan. Ini membuktikan bahwa legitimasi perusahaan dalam mempertanggung jawabkan dampak lingkungan dan sosial telah dilakukan sesuai regulasi. Tujuannya adalah memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan (khususnya, pemerintah, masyarakat, dan kelompok masyarakat) bahwa aktivitas operasional perusahaan tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup. Implikasinya adalah perusahaan akan terus berkembang dalam aktivitas operasional perusahaan dan dapat menciptakan nilai tambah bagi persepsi pasar bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi laba. Akan tetapi, memperhitungkan tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Implementasi keunggulan kompetitif melalui pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan memperhitungkan keberadaan *stakeholder*. Alasannya adalah melalui pengungkapan informasi lingkungan, maka *stakeholder* dapat mengambil keputusan secara holistik. Artinya, pengambilan keputusan *stakeholder* tidak hanya berorientasi terhadap laba perusahaan (ukuran keuangan). Akan tetapi, pengambilan keputusan juga memperhitungkan tanggung jawab sosial perusahaan (ukuran non keuangan). *Stakeholder* memiliki kepentingan yang berbeda-beda terhadap pengungkapan informasi lingkungan. Bagi pemegang saham yang berorientasi terhadap *return*, ketika pengungkapan informasi lingkungan menambah beban perusahaan, maka mengurangi *return* pemegang saham, sehingga persepsi pemegang saham terhadap pengungkapan informasi menjadi berkurang.

Persepsi negatif pemegang saham terhadap pengungkapan informasi lingkungan memberikan sinyal kepada manajer perusahaan bahwa perlu adanya efisiensi biaya dalam pengungkapan informasi lingkungan. Penyebabnya adalah pemegang saham ingin memaksimalkan kepentingannya melalui *return* yang tinggi, tanpa harus menyebabkan dampak lingkungan. Efisiensi biaya bukan berarti perusahaan tidak mengungkapkan informasi lingkungan. Akan tetapi, penggunaan faktor-faktor produksi yang efisien dalam memaksimalkan *ouput* yang optimal, sehingga mengurangi biaya. Berbeda dengan pemegang saham, pemerintah dan masyarakat membutuhkan pengungkapan informasi lingkungan karena berhubungan dengan lingkungan hidup masyarakat dan tugas pemerintah dalam mensejahterahkan masyarakat melalui pencegahan terhadap pencemaran lingkungan.

Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, temuan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Putro & Mildawati (2017), Velte (2017), Putri dkk. (2016), dan Agustine (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₉ : Pengungkapan Informasi Lingkungan Secara Parsial berpengaruh terhadap
Nilai Perusahaan

3.2.2.3 Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Artinya, nilai perusahaan menunjukkan kesejahteraan pemegang saham. Untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, maka produktivitas perusahaan harus ditingkatkan dalam menghasilkan angka laba yang optimal dan berkualitas. Angka laba yang optimal memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap *return* saham yang tinggi akan terpenuhi. Akan tetapi, manajer yang mengelola aktivitas operasional perusahaan memiliki kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menyebabkan munculnya konflik kepentingan. Konflik kepentingan ini menunjukkan bahwa manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya dibandingkan kepentingan pemegang saham.

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, maka dibentuklah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga lainnya seperti, bank, perusahaan investasi, dan perusahaan asuransi. Kepemilikan saham institusional dianggap dapat meningkatkan efektivitas pengawasan atas tindakan manajer dalam proses pengambilan keputusan, sehingga mengurangi tindakan oportunistik manajer. Alasannya adalah kepemilikan institusional memiliki peranan strategis dalam pengambilan keputusan manajer. Mekanisme pengawasan atas keberadaan kepemilikan institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham, sehingga mempengaruhi persepsi pemegang saham terhadap kualitas pengawasan.

Teori sinyal menjelaskan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang potensial dalam memberikan kredibilitas mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif sebagai bentuk informasi kepada pemegang saham. Hal ini disebabkan karena pihak eksternal perusahaan memiliki informasi yang berbeda dibandingkan pihak internal perusahaan. Kesenjangan informasi ini menunjukkan bahwa perusahaan harus memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan ke pasar dan pemegang saham. Melalui sinyal tersebut, pemegang saham dapat mengambil keputusan secara akurat. Sinyal informasi tersebut berkaitan dengan posisi masa depan perusahaan, baik itu perubahan kepemilikan, *leverage*, atau pengumuman dividen. Dengan demikian, kepemilikan institusional dianggap dapat mempengaruhi keputusan pemegang saham karena merupakan salah satu alat penyampaian sinyal bagi pemegang saham.

Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Fadilah (2017), Hartana & Putra (2017), Firdausya dkk. (2013), dan Charfeddine & Elmarzougui (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Dewi & Sanica (2017), Sinarmaryarani & Suwitho (2016), Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₀ : Kepemilikan Institusi Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.4 Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan

Jensen & Meckling (1976) dan Fama & Jensen (1983) menyatakan bahwa pemegang saham akan terus mengawasi perilaku manajer secara menyeluruh karena manajer cenderung mementingkan kepentingannya. Salah satu bentuk implementasi pengawasan pemegang saham terhadap perilaku manajer adalah melalui komisaris independen. KNKG (2006) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Komisaris independen merupakan individu yang ditempatkan dalam posisi komisaris perusahaan dan bersikap independen.

Komisaris independen dianggap dapat meningkatkan efektivitas pengawasan atas tindakan manajer dalam proses pengambilan keputusan karena komisaris independen merupakan pihak eksternal perusahaan yang tidak terikat dengan dewan direksi atau dewan komisaris internal perusahaan, sehingga memiliki sikap independensi dalam mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Mekanisme pengawasan melalui keberadaan komisaris independen akan menjamin transparansi dan kepentingan pemegang saham dalam mempengaruhi pengambilan keputusan pemegang saham.

Keberadaan komisaris independen memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati. Artinya, keberadaan komisaris

independen sebagai bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang baik memiliki peranan penting dalam meningkatkan akuntabilitas dan kredibilitas pelaporan keuangan. Penyebabnya adalah adanya asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Manajer sebagai pihak yang mengelola aktivitas bisnis perusahaan memiliki informasi lebih dibandingkan pemegang saham, sehingga membutuhkan pihak eksternal perusahaan yang dapat mengawasi tindakan manajer dalam menyelaraskan informasi.

Keselarsan informasi sangat dibutuhkan oleh pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, manajer diharapkan dapat memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa kinerja perusahaan telah sesuai dengan ekspektasi pemegang saham. Sinyal informasi yang disampaikan oleh manajer tidak hanya berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Akan tetapi, keseluruhan informasi terkait prospek perusahaan. Hal ini sesuai dengan asas kelangsungan usaha (*going concern*) bahwa perusahaan didirikan bukan hanya untuk jangka waktu saat ini. Akan tetapi, jangka waktu yang tidak terbatas. Dengan demikian, proporsi komisaris independen dianggap sebagai implementasi tata kelola perusahaan yang baik dapat dijadikan sebagai sinyal yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan pemegang saham.

Temuan Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Syafitri dkk. (2018), Fadillah (2017), Subagya (2017), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian Basyith (2016),

Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₁: Proporsi Komisaris Independen Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.5 Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan

Wujud pendelegasian wewenang pemegang saham kepada manajer dalam mengelola aktivitas operasional perusahaan disepakati melalui adanya kontrak (Jensen & Meckling, 1976). Pada prinsipnya, pemegang saham dan manajer merupakan *utility maximisers* yaitu, keinginan individual atau kelompok dalam memenuhi kepentingannya masing-masing. Artinya, manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya, sehingga mengorbankan kepentingan pemegang saham. Fama (1980) menyatakan bahwa kontrak efisien antara pemegang saham dan manajer direleksikan melalui pendelegasian wewenang kepada manajer dalam mengelola aktivitas operasional perusahaan dan manajer bertanggung jawab dalam mengoordinasikan aktivitas operasional perusahaan kepada pemegang saham.

Aktivitas operasional perusahaan yang dikelola oleh manajer harus sesuai dengan kesepakatan kontrak. Artinya, dalam menjalankan aktivitas bisnis, maka manajer diharapkan menggunakan seluruh kemampuannya untuk meningkatkan kinerja dan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Untuk memastikan bahwa tindakan manajer telah sesuai dengan ekspektasi pemegang saham, maka pemegang saham harus mengawasi tindakan dan pengambilan keputusan manajer.

Tujuannya adalah untuk mengurangi risiko yang tidak diinginkan oleh pemegang saham. Salah satu bentuk pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham adalah melalui efektivitas komite audit.

Komite audit adalah salah satu bentuk mekanisme tata kelola perusahaan yang dibentuk oleh dewan komisaris dalam membantu efektivitas pemantauannya terhadap tindakan manajer. Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 menyebutkan bahwa komite audit wajib memiliki paling kurang satu anggota yang berlatar belakang pendidikan dan keahlian di bidang akuntansi dan/atau keuangan. Keberadaan komite audit dianggap dapat meningkatkan kredibilitas dan transparansi pelaporan keuangan, sehingga pengambilan keputusan oleh pemegang saham menjadi lebih akurat.

Efektivitas komite audit dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa laporan keuangan memiliki keandalan, relevan, dan kredibilitas. Artinya, efektivitas komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer sebagai akibat adanya asimetri informasi. Informasi pelaporan keuangan dijadikan oleh pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena pemegang saham harus mengetahui prospek perusahaan, sehingga pengambilan keputusan lebih akurat. Oleh karena itu, efektivitas komite audit dapat dijadikan sebagai sinyal bahwa pelaporan keuangan perusahaan memiliki kredibilitas.

Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel (2017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Qasim (2014), dan Muryati

& Suardikha (2014) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Subagya (2017), Al-Mater dkk. (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₂ : Proporsi Komite Audit Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.6 Pengaruh *Low Cost Strategy* terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan sebagai salah satu bentuk badan usaha yang berorientasi laba memiliki strategi dalam mencapai keunggulan kompetitif. Keunggulan kompetitif dapat dicapai melalui dua cara yaitu, strategi diferensiasi dan strategi biaya rendah (Porter, 1980:25). Untuk mencapai keunggulan kompetitif, maka perusahaan dapat menerapkan salah satu strategi bisnis diantara kedua strategi bisnis yang ada yaitu, strategi diferensiasi atau strategi biaya rendah (*low cost*). Kedua strategi bisnis ini telah digunakan oleh berbagai akademisi dan diterapkan dalam dunia bisnis sebagai strategi bersaing (Porter, 1985:12; Miller & Dess, 1993:48; Allen & Meyer, 2007:34, Balsam dkk., 2011). Ketika perusahaan dapat menerapkan strategi bisnis diferensiasi atau biaya rendah, maka perusahaan akan mampu bersaing dalam dunia bisnis.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan

penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap perusahaan. Tujuannya adalah ketika aset yang digunakan lebih produktif, maka akan menghasilkan penjualan yang optimal. Strategi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap maksimalisasi kepentingannya dapat terpenuhi melalui tingkat *return* yang tinggi.

Bhattarai (2017) mengestimasi tentang “*Capital Market Perception and Generic Strategy of Nepalese Enterprises*”. Pengukuran untuk persepsi pasar menggunakan Tobin’s *q*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin’s *q*. Temuan ini menunjukkan bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) lebih berfokus pada aktiva tetap perusahaan. Rasio pengeluaran modal yang tinggi menunjukkan bahwa persepsi pasar terhadap strategi biaya rendah (*low cost*) menjadi berkurang.

Krismiaji (2017), Asdemir (2012), dan Validpour dkk. (2012) menunjukkan bahwa *low cost strategy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Bhattara (2017) menunjukkan bahwa *low cost strategy* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₃ : *Low Cost Strategy* Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.7 Pengaruh Sensitivitas Laba terhadap Nilai Perusahaan

Kualitas laba merefleksikan bahwa laba dapat dijadikan sebagai parameter pengambilan keputusan yang lebih akurat. Artinya, laba yang memiliki kualitas tinggi menunjukkan adanya kandungan informasi yang tinggi, sehingga

dapat mengurangi bias pengambilan keputusan bisnis. Kualitas laba dapat diukur melalui koefisien respon laba (*Earnings Response Coefficient*). Koefisien respon laba merupakan salah satu cara yang dapat digunakan oleh pemangku kepentingan dalam mengukur kandungan informasi laba. Scott (2009:154) menyatakan bahwa koefisien respon laba merupakan ukuran besaran *abnormal return* saham sebagai respon pemegang saham terhadap komponen laba abnormal (*unexpected earnings*) yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Respon pemegang saham terhadap informasi laba dapat diketahui melalui koefisien respon laba yang direfleksikan dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Koefisien respon laba menunjukkan adanya sensitivitas laba sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan. Informasi laba yang dipublikasikan dapat dijadikan sebagai parameter ukuran kinerja perusahaan. Informasi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan. Sinyal ini kemudian digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan investasi. Pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh pemegang saham dapat diketahui melalui sensitivitas laba. Artinya, informasi laba yang berkualitas menunjukkan bahwa reaksi pemegang saham terhadap kinerja manajer positif, sehingga memotivasi peningkatan harga saham dan jumlah saham beredar.

Temuan Jonathan & Machdar (2018) menunjukkan bahwa sensitivitas laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), dan Paramita & Hidayanti (2013) menunjukkan bahwa sensitivitas laba tidak berpengaruh

signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₄ : Sensitivitas Laba Secara Parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3.2.2.8 Pengaruh Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy*, dan Sensitivitas Laba secara Bersama-sama terhadap Nilai Perusahaan

Kinerja lingkungan merupakan salah satu parameter yang digunakan oleh pemangku kepentingan dalam proses pengambilan keputusan secara holistik. Melalui kinerja lingkungan, maka pasar atau pemangku kepentingan tidak hanya mengambil keputusan berdasarkan informasi laba. Akan tetapi, pengambilan keputusan dapat juga dilakukan melalui kinerja lingkungan perusahaan. Artinya, kinerja lingkungan diharapkan dapat mempengaruhi keputusan pasar dan pemegang saham terkait kinerja perusahaan secara holistik, sehingga mengurangi bias keputusan. Kinerja lingkungan yang baik merefleksikan bahwa perusahaan telah mencapai prestasi pengelolaan lingkungan hidup. Akan tetapi, tidak semua perusahaan telah merealisasikan pengelolaan lingkungan hidup secara optimal. Hal ini terbukti melalui nilai PROPER selain nilai EMAS (GOLD) sebagai indikator penilaian kinerja lingkungan yang diberikan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH). Implikasinya adalah pasar akan bereaksi positif (negatif) ketika kinerja lingkungan baik (buruk) yang direfleksikan melalui bertambahnya jumlah saham beredar dan tingginya harga saham.

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya inkonsistensi hasil temuan pengaruh kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan. Khumar & Shetty (2017),

Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Suwanti & Sunarto (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil temuan Bukit dkk. (2018), Angela & Yudianti (2015), Pratiwi & Setyoningsih (2014), Tjahjono & Tirtayasa (2013); Iwata dkk. (2010) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai perusahaan sebagai parameter evaluasi kemakmuran pemegang saham menunjukkan adanya konsekuensi perilaku manajer dalam pengambilan keputusan bisnis. Perilaku manajer ini tidak hanya dapat diketahui melalui kinerja lingkungan perusahaan sebagai bentuk kepedulian perusahaan terhadap lingkungan hidup. Akan tetapi, lebih kompleks mengenai pengungkapan informasi lingkungan. Artinya, manajer secara transparansi dan akuntabel mengungkapkan informasi lingkungan kepada pasar sebagai wujud tanggung jawabnya dalam mengelola bisnis perusahaan.

Pengungkapan informasi lingkungan membuktikan bahwa perusahaan berusaha merealisasikan kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan. Tujuannya untuk memberikan sinyal kepada pemangku kepentingan bahwa perusahaan memiliki kepedulian terhadap lingkungan hidup, sehingga aktivitas operasional perusahaan tidak berdampak negatif terhadap kualitas lingkungan. Ekspektasi manajer melalui pengungkapan informasi lingkungan adalah jumlah saham beredar semakin bertambah dan harga saham meningkat. Akan tetapi, sinyal ini dapat berdampak negatif apabila pengungkapan informasi lingkungan

memberikan beban tambahan bagi perusahaan, sehingga mengurangi *return* pemegang saham.

Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, temuan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Putro & Mildawati (2017), Velte (2017), Putri dkk. (2016), dan Agustine (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, maka dibentuklah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga lainnya seperti, bank, perusahaan investasi, dan perusahaan asuransi. Kepemilikan saham institusional dianggap dapat meningkatkan efektivitas pengawasan atas tindakan manajer dalam proses pengambilan keputusan, sehingga mengurangi tindakan oportunistik manajer. Alasannya adalah kepemilikan institusional memiliki peranan strategis dalam pengambilan keputusan manajer. Mekanisme pengawasan atas keberadaan kepemilikan institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham, sehingga mempengaruhi persepsi pemegang saham terhadap kualitas pengawasan.

Temuan Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Fadilah (2017), Hartana & Putra (2017), Firdausya dkk. (2013), dan Charfeddine & Elmarzougui (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Dewi & Sanica (2017), Sinarmaryarani & Suwitho (2016), Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keberadaan komisaris independen memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati. Artinya, keberadaan komisaris independen sebagai bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang baik memiliki peranan penting dalam meningkatkan akuntabilitas dan kredibilitas pelaporan keuangan. Penyebabnya adalah adanya asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Manajer sebagai pihak yang mengelola aktivitas bisnis perusahaan memiliki informasi lebih dibandingkan pemegang saham, sehingga membutuhkan pihak eksternal perusahaan yang dapat mengawasi tindakan manajer dalam menyelaraskan informasi.

Hasil temuan Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, Syafitri dkk. (2018), Fadillah (2017), dan Subagya (2017), dan Firdausya dkk. (2013) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian Basyith (2016),

Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Komite audit adalah salah satu bentuk mekanisme tata kelola perusahaan yang dibentuk oleh dewan komisaris dalam membantu efektivitas pemantauannya terhadap tindakan manajer. Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 menyebutkan bahwa komite audit wajib memiliki paling kurang satu anggota yang berlatar belakang pendidikan dan keahlian di bidang akuntansi dan/atau keuangan. Keberadaan komite audit dianggap dapat meningkatkan kredibilitas dan transparansi pelaporan keuangan, sehingga pengambilan keputusan oleh pemegang saham menjadi lebih akurat.

Efektivitas komite audit dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa laporan keuangan memiliki keandalan, relevan, dan kredibilitas. Artinya, efektivitas komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer sebagai akibat adanya asimetri informasi. Informasi pelaporan keuangan dijadikan oleh pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena pemegang saham harus mengetahui prospek perusahaan, sehingga pengambilan keputusan lebih akurat. Oleh karena itu, efektivitas komite audit dapat dijadikan sebagai sinyal bahwa pelaporan keuangan perusahaan memiliki kredibilitas.

Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel (2017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Qasim (2014), dan Muryati & Suardikha (2014) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, temuan Subagya (2017), Al-

Mater dkk. (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap perusahaan. Tujuannya adalah ketika aset yang digunakan lebih produktif, maka akan menghasilkan penjualan yang optimal. Strategi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap maksimalisasi kepentingannya dapat terpenuhi melalui tingkat *return* yang tinggi.

Asdemir dkk. (2012) menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan industri sejenis (pesaing). Artinya, terdapat intuisi bahwa pelanggan yang lebih berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah dengan asumsi produknya tetap berkualitas, sehingga memungkinkan perusahaan untuk menguasai pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Dengan demikian, perusahaan lebih menyukai strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan kinerja yang unggul melalui optimalisasi penjualan.

Krismiaji (2017), Asdemir (2012), dan Validpour dkk. (2012) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh positif dan signifikan terhadap

nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Bhattara (2017) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kualitas laba menunjukkan bahwa laba dapat dijadikan sebagai parameter pengambilan keputusan yang lebih akurat. Artinya, laba yang memiliki kualitas tinggi menunjukkan adanya kandungan informasi yang tinggi, sehingga dapat mengurangi bias pengambilan keputusan bisnis. Kualitas laba dapat diukur melalui koefisien respon laba. Koefisien respon laba merupakan salah satu cara yang dapat digunakan oleh pemangku kepentingan dalam mengukur kandungan informasi laba. Scott (2009:154) menyatakan bahwa koefisien respon laba merupakan ukuran besaran *abnormal return* saham sebagai respon pemegang saham terhadap komponen laba abnormal (*unexpected earnings*) yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Respon pemegang saham terhadap informasi laba dapat diketahui melalui koefisien respon laba yang direfleksikan dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Koefisien respon laba menunjukkan adanya sensitivitas laba sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan. Informasi laba yang dipublikasikan dapat dijadikan sebagai parameter ukuran kinerja perusahaan. Informasi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan. Sinyal ini kemudian digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan investasi. Pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh pemegang saham dapat diketahui melalui sensitivitas laba. Artinya, informasi laba yang berkualitas menunjukkan bahwa reaksi pemegang saham terhadap kinerja manajer positif, sehingga memotivasi peningkatan harga saham dan jumlah saham beredar.

Hasil temuan Jonathan & Machdar (2018) menunjukkan bahwa sensitivitas laba berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara, hasil penelitian Subagya (2017), Mashayekhi & Aghel (2016), dan Paramita & Hidayanti (2013) menunjukkan bahwa sensitivitas laba tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan tersebut, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁₅ : Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy* dan Sensitivitas Laba secara bersama sama berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

BAB IV

METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang metode penelitian. Metode penelitian ini bertujuan untuk menguraikan langkah-langkah yang digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian, langkah-langkah penelitian ini mempertimbangkan metode yang digunakan, operasional variabel, sumber dan cara penentuan data, teknik pengumpulan data, rancangan analisis dan uji hipotesis.

4.1 Metode Yang Digunakan

Penelitian ini menggunakan metode penelitian eksplanatori untuk menguji determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Penelitian eksplanatori merupakan penelitian yang dilakukan untuk memperoleh kejelasan fenomena yang ada dalam suatu objek penelitian dan berusaha untuk memperoleh jawaban atas fenomena tersebut (Cooper & Schindler, 2014:22). Penelitian ini menekankan pada pengujian hubungan antara beberapa variabel atau disebut pengujian korelasional. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji teori melalui pengukuran variabel berupa angka-angka yang selanjutnya dilakukan analisis dengan menggunakan prosedur statistik dan ekonometrika.

Objek penelitian ini dibatasi hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang menerbitkan laporan keuangan tahunan auditor tahun 2009-2015 dengan tahun analisis adalah tahun 2010-2015. Alasan dipilihnya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu, (1) perusahaan manufaktur memiliki karakteristik industri lebih berorientasi terhadap dampak lingkungan hidup, dan (2) penyajian laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

telah melalui proses audit oleh akuntan publik dan dipublikasikan, sehingga dapat diyakini kewajarannya.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu, laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur selama periode 2010-2015 tahun analisis dengan pendekatan data panel. Data panel merupakan kombinasi antara data runtut waktu (*time series*) dan seksi silang (*cross section*) (Winarno, 2015:41). Berpedoman pada pengertian data panel tersebut, maka karakteristik data panel yaitu, memiliki beberapa objek penelitian dan periode waktu. Dengan demikian, objek penelitian ini memiliki beberapa perusahaan yang tergolong dalam perusahaan manufaktur serta tahun analisis selama enam (6) tahun, maka penelitian ini memiliki kedua karakteristik data panel, sehingga pendekatan pengujian hipotesis menggunakan pendekatan data panel.

4.2 Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan operasional variabel untuk mengukur atau menjelaskan variabel penelitian. Alasannya adalah untuk mengukur variabel yang tidak dapat diamati secara langsung, sehingga membutuhkan indikator atau proksi. Operasional variabel digunakan untuk setiap variabel penelitian ini yaitu, determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Variabel dalam penelitian ini diantaranya, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, sensitivitas laba, dan nilai perusahaan.

Cooper & Schindler (2014:55) menyatakan bahwa variabel independen atau prediktor adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen. Sedangkan, variabel dependen atau kriteria adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel

independen. Untuk menguji determinan sensitivitas laba, maka variabel independennya adalah kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy*. Sementara, variabel dependennya adalah sensitivitas laba. Sementara itu untuk menguji implikasi nilai perusahaan, maka variabel independennya adalah kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba.

4.2.1 Kinerja Lingkungan

Kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan lingkungan yang baik (Suratno dkk., 2012). Artinya, perusahaan tidak hanya mengutamakan kinerja keuangan. Akan tetapi, perusahaan memperhitungkan kinerja lingkungan dalam mengelola aktivitas operasionalnya. Pengukuran kinerja lingkungan perusahaan diukur melalui nilai PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup. Tujuan diadakan penilaian tersebut adalah untuk mendorong perusahaan dalam mengelola lingkungan hidup melalui instrument informasi. Sistem peringkat kinerja PROPER mencakup pemeringkatan perusahaan dalam kelima kategori warna yang diberi skor secara berturut-turut. Kelima kategori warna tersebut adalah sebagai berikut.

1. Peringkat EMAS diberi skor 5 yaitu, perusahaan yang telah berhasil melaksanakan upaya pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup atau melaksanakan produksi yang bersih serta telah mencapai hasil yang memuaskan.

2. Peringkat HIJAU diberi skor 4 yaitu, perusahaan yang telah melaksanakan upaya pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup dan mencapai hasil yang lebih baik dari persyaratan yang ditentukan sebagaimana diatur oleh perundang-undangan yang berlaku.
3. Peringkat BIRU diberi skor 3 yaitu, perusahaan yang telah melaksanakan upaya untuk pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup dan mencapai hasil yang sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur oleh perundang-undangan yang berlaku.
4. Peringkat MERAH diberi skor 2 yaitu, perusahaan yang telah melaksanakan upaya pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup, tetapi belum dapat mencapai persyaratan minimum sebagaimana diatur oleh perundang-undangan yang berlaku.
5. Peringkat HITAM diberi skor 1 yaitu, perusahaan yang belum melaksanakan upaya pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup yang berarti.

Berdasarkan peringkat PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH) dari kisaran 1-5, maka peneliti menghitung kinerja lingkungan perusahaan dengan rumus sebagai berikut.

$$Score = \frac{\text{Peringkat PROPER}}{5} \dots\dots\dots (4.1)$$

Keterangan:
Score = Kinerja Lingkungan
 Peringkat Proper = Peringkat PROPER yang diperoleh perusahaan
 Nilai 5 = Nilai tertinggi peringkat PROPER

4.2.2 Pengungkapan Informasi Lingkungan

Corporate Social Responsibility (CSR) didefinisikan sebagai bentuk tindakan atau konsep yang dilakukan oleh perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab lingkungan disekitar perusahaan beroperasi. Pengukuran variabel CSR dalam penelitian ini menggunakan butir pengungkapan informasi lingkungan atau *Corporate Social Responsibility Index* (CSRI). Instrumen pengukuran CSRI dalam penelitian ini mengacu pada instrumen yang terdapat pada indikator GRI 2014. Indikator GRI 2014 mengelompokan informasi CSR kedalam beberapa kategori yaitu, (1) kategori Ekonomi, terdiri dari 9 butir, (2) kategori lingkungan terdiri dari 34 butir, dan (3) kategori sosial, terdiri dari 48 butir.

Pendekatan untuk menghitung CSRI pada dasarnya menggunakan pendekatan dikotomi yaitu setiap item CSRI dalam instrumen penelitian diberi nilai 1 jika diungkapkan dan nilai 0 jika tidak diungkapkan (Hanifa & Cooke, 2005). Selanjutnya skor dari setiap butir dijumlahkan untuk memperoleh keseluruhan skor untuk setiap perusahaan. Rumus perhitungan CSRI adalah sebagai berikut.

$$\text{CSRI}_j = \frac{\sum xy}{n_j} \dots\dots\dots (4.2)$$

Keterangan

- CSRI_j : *Corporate Social Responsibility Disclosure Index* untuk perusahaan j.
- $\sum xy$: Variabel *Dummy* = 1 Jika butir i diungkapkan; Sebaliknya 0 = Jika butir i tidak diungkapkan.
- n_j : Jumlah butir untuk perusahaan j, n_j ≤ 91, sehingga, 0 ≤ CSRI_j ≤ 1.

4.2.3 Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan institusi merupakan jumlah saham beredar yang dimiliki institusi atau badan. Institusi yang dimaksud adalah badan usaha lain baik dalam negeri maupun luar negeri, lembaga keuangan, yayasan, serta pemerintah.

Kepemilikan institusional merupakan bagian penting dalam tata kelola perusahaan. Tujuannya untuk mengawasi perilaku manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Pihak institusi diharapkan mampu melakukan pengawasan lebih baik terhadap kebijakan manajer. Kepemilikan institusional dapat melakukan pengawasan yang lebih baik, dikarenakan dari segi skala ekonomi, pihak institusi memiliki keuntungan lebih untuk memperoleh informasi dan menganalisis segala hal yang berkaitan dengan kebijakan manajer. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan persamaan berikut.

$$\text{Proporsi Kepemilikan Institusi} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100 \dots\dots (4.3)$$

4.2.4 Proporsi Komisaris Independen

Menurut Peraturan Otoritas Jasa keuangan Nomor 55/POJK.04/2015 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit Pasal 1 Ayat (2) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota Dewan Komisaris yang berasal dari luar Emiten atau Perusahaan Publik dan memenuhi persyaratan sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Otoritas jasa Keuangan ini. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas Pasal 120 Ayat (1) menyatakan bahwa anggaran dasar perseroan dapat mengatur adanya 1 (satu) orang atau lebih komisaris independen dan 1 (satu) orang komisaris utusan dan Ayat (2) menyatakan bahwa komisaris independen sebagaimana dimaksud pada ayat (1) diangkat berdasarkan keputusan RUPS dari pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham utama, anggota Direksi dan/atau anggota Dewan Komisaris lainnya. Komisaris independen merupakan bagian penting tata kelola perusahaan yang bertujuan untuk mengawasi tindakan manajer dalam mengelola

aktivitas operasional perusahaan. Melalui komisaris independen, maka manajer diharapkan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga mengurangi konflik kepentingan. Pengukuran komisaris independen adalah sebagai berikut.

$$\text{Proporsi Komisaris Independen} = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Komisaris}} \times 100 \quad \dots (4.4)$$

4.2.5 Proporsi Komite Audit

Menurut Peraturan Otoritas Jasa keuangan Nomor 55/POJK.04/2015 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit Bab II Pasal 1 Ayat (1) menyatakan bahwa komite audit adalah komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada Dewan Komisaris dalam membantu melaksanakan tugas dan fungsi Dewan Komisaris. Selanjutnya, pada Bab II Pasal 4 menyatakan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari 3 (tiga) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau Perusahaan Publik.

Sebagai salah satu bentuk mekanisme tata kelola perusahaan, maka komite audit diharapkan mampu mengurangi praktik kecurangan yang dilakukan oleh manajer dengan menjunjung prinsip transparansi, keadilan, akuntabilitas, tanggung jawab, dan independensi. Pengukuran komite audit menggunakan skala rasio melalui persentase anggota komite audit yang berasal dari luar komite audit terhadap seluruh anggota komite audit.

$$\text{Proporsi Komite Audit} = \frac{\text{Jumlah Anggota Komite Audit dari Luar}}{\text{Jumlah Seluruh Anggota Komite Audit}} \times 100 \quad \dots (4.5)$$

4.2.6 *Low Cost Strategy*

Asdemir dkk. (2013) menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan pesaingnya. Porter (1980:25) menyatakan bahwa salah satu bentuk strategi bisnis adalah strategi biaya rendah (*low cost*). Adopsi strategi biaya rendah (*low cost*) cenderung dilakukan oleh perusahaan karena pelanggan yang lebih berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah dengan asumsi produknya tetap berkualitas, sehingga memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Tujuannya untuk mencapai optimalisasi penjualan dalam rangka meningkatkan laba perusahaan. Pengukuran strategi biaya rendah (*low cost*) mengadaptasi dari penelitian Gani & Jerimias (2006).

$$\text{Low Cost Strategy} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}} \quad \dots (4.6)$$

4.2.7 *Sensitivitas Laba*

Earnings Response Coefficient (ERC) dan disebut sebagai Koefisien Respon Laba (KRL) merupakan koefisien yang diperoleh dari hasil regresi antara *cumulative abnormal return* (CAR) dan *unexpected earning* (UE). *Cumulative abnormal return* (CAR) merupakan representasi harga saham. Sementara, *unexpected earning* (UE) merupakan representasi laba akuntansi. Akan tetapi, penelitian ini menggunakan tiga variabel dalam mengukur koefisien respon laba setiap sampel penelitian. Ketiga variabel tersebut adalah *cumulative abnormal return* (CAR), *unexpected earning* (UE), dan *return* tahunan (RT). Ada beberapa

langkah yang harus dilakukan untuk memperoleh nilai koefisien respon laba. Langkah-langkah tersebut adalah sebagai berikut.

1. Menghitung besaran nilai *Abnormal Return*.
2. Menghitung besaran nilai *Cumulative Abnormal Return*.
3. Menghitung besaran nilai *Unexpected Earning*.
4. Menghitung Besaran nilai *Return Tahunan*.
5. Meregresi variabel *Cummulative Abnormal Return (CAR)*, *Unexpected Earning (UE)* dan *ReturnTahunan (RT)* melalui persamaan sebagai berikut.

$$\boxed{CAR_{it} = \alpha + \beta_1 UE_{it} + \beta_2 R_{it} + \varepsilon_{it}} \quad \dots\dots\dots (4.7)$$

Berdasarkan persamaan 4.6, maka peneliti dapat memformulasikan perhitungan koefisien respon laba sebagai berikut.

$$\boxed{ERC_{it} = \frac{(CAR_{it} - \alpha - \beta_2 RT_{it})}{UE_{it}}} \quad \dots\dots\dots (4.8)$$

- Keterangan:
- ERC = *Earning Response Coeficient*
 - CAR = *Cumulative Abnormal Return*
 - α = *Konstanta*
 - UE = *Unexpecet Earnings*
 - $\beta_2 RT$ = *Koefisien Return Tahunan*

Perhitungan masing-masing variabel *cumulative abnormal return (CAR)*, *unexpected earning (UE)*, dan *return tahunan (RT)* untuk mengukur koefisien respon laba adalah sebagai berikut.

1. *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Untuk mengukur *cumulative abnormal return (CAR)*, maka dibutuhkan pengukuran *abnormal return (AR)*. Pengukuran *abnormal return (AR)* dilakukan dengan menggunakan model kesesuaian pasar (*market adjusted model*). Model kesesuaian pasar diadaptasi melalui penelitian Brown & Warner (1989); Pincus (1993); dan Suwardjono (2005:484). Model kesesuaian pasar (*market adjusted model*) merupakan model perhitungan *abnormal return (AR)* yang sederhana. Akan tetapi, memiliki *powerfull* dan *well specified* dalam berbagai kondisi, sehingga menghasilkan akurasi data. Persamaan perhitungan *abnormal return (AR)* adalah sebagai berikut.

$$\boxed{AR_{it} = R_{it} - R_{mt}} \quad \dots\dots\dots (4.9)$$

Keterangan:

- AR_{it} = *Abnormal Return* individu perusahaan i periode (hari) t
- R_{it} = *Return Individu* sesungguhnya perusahaan i periode (hari) t
- R_{mt} = *Return Pasar* periode (hari) t

Berdasarkan persamaan perhitungan *abnormal return (AR)*, maka diperlukan perhitungan *return* individu (R_{it}) dan *return* pasar (R_{mt}). Berikut ini adalah persamaan untuk menghitung *return* individu (R_{it}) dan *return* pasar (R_{mt}).

$$\boxed{R_{it} = \frac{P_{it} - (P_{it-1})}{P_{it-1}}}$$

Keterangan:

- R_{it} = *Return* perusahaan i pada saat publikasi t
- P_{it} = *Harga saham* penutupan perusahaan i pada periode (hari) t
- P_{it-1} = *Harga saham* penutupan perusahaan i pada periode (hari) sebelum t

$$\boxed{R_{mt} = \frac{IHS_{Gt} - (IHS_{Gt-1})}{IHS_{Gt-1}}}$$

Keterangan:

- R_{m_t} = Return pasar pada tanggal publikasi t
- $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode (hari) t
- $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode (hari) sebelum t

Berdasarkan persamaan perhitungan *abnormal return* (AR), maka dapat dihitung *cumulative abnormal return* (CAR). Perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) pada saat laba dipublikasikan dihitung dengan menggunakan studi peristiwa (*event study*) jendela periode pendek yaitu, lima hari sebelum (-5) dan sesudah (+5) tanggal publikasi laba (Brown & Warner, 1989). Persamaan perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) adalah sebagai berikut.

$$CAR_{it} = CAR_{it}(-5 + 5) = \sum_{t=-5}^{+5} AR_{it} \quad \dots\dots\dots (4.12)$$

Keterangan:

- CAR_{it} = *Cumulative Abnormal Return* perusahaan i pada periode t
- AR_{it} = *Abnormal Return* perusahaan i pada periode (hari) t

2. *Unexpected Earning* (UE)

Unexpected earning (UE) merupakan indikator atau proksi laba akuntansi yang digunakan untuk mengukur kualitas kinerja perusahaan selama periode tertentu. Pemegang saham akan menilai laba sekarang untuk memprediksi laba dan *Return* dimasa yang akan datang. Jika *future return* tersebut semakin berisiko, maka reaksi pemegang saham terhadap *unexpected earning* perusahaan juga semakin rendah (Scott, 2009:155). Oleh karena itu, *unexpected earning* (UE) digunakan sebagai salah satu indikator untuk mengukur koefisien respon laba.

Penelitian ini menggunakan model *random walk* untuk mengukur *unexpected earning* (UE). Chaney & Jetter (1991) menyatakan bahwa model *random walk* merupakan model pengukuran ekspektasi laba mulai awal tahun dan mempunyai

spesifikasi proses penurunan laba yang baik. Hasil yang diperoleh dari model ini secara kualitatif hampir sama dengan hasil yang diperoleh dari model ramalan analisis (Dhaliwal & Reynold, 1994). Penelitian sebelumnya yang telah menggunakan model *random walk* yaitu, Collins & Kothari (1989), Beaver dkk. (1980;1987), Hartono (1997), dan Billings dkk.(1999). Persamaan perhitungan *unexpected earning* (UE) adalah sebagai berikut.

$$UE_{it} = \frac{E_{it} - (E_{it-1})}{E_{it-1}} \dots\dots\dots (4.13)$$

Keterangan:

- UE_{it} = *Unexpected Earning* perusahaan i pada periode (tahun) t
- E_{it} = Laba perusahaan i pada periode (tahun) t
- E_{it-1} = Laba perusahaan i pada periode sebelum (tahun) t

3. *Return* Tahunan (RT)

Penelitian ini menggunakan *return* tahunan (RT) sebagai salah satu indikator untuk mengukur koefisien respon laba. *Return* tahunan (RT) digunakan sebagai variabel kontrol dalam mengontrol pengaruh *unexpected earning* (UE) terhadap *cumulative abnormal return* (CAR). Tujuannya untuk mengatasi bias yang terdapat pada penelitian yang menggunakan metode studi peristiwa (*event study*) (Cho & Jhung, 1991, dan Hartono, 1997). Penelitian ini menggunakan perhitungan *return* tahunan (RT) yang diadaptasi dari Hartono (1997). Hartono (1997) memformulasikan variabel *return* kuartalan sebagai perubahan harga kuartalan ditambah dengan keuntungan (deviden) kuartalan, harga dalam penelitian ini diaplikasikan dalam *return* tahunan karena data penelitian ini menggunakan data tahunan. Berikut ini adalah persamaan perhitungan *return* tahunan (RT).

$$RT_{it} = \frac{P_{it} - (P_{it-1})}{P_{it-1}} \dots\dots\dots (4.14)$$

Keterangan:

- R_{it} = Return saham perusahaan i pada periode (tahun) t
- P_{it} = Harga saham penutupan perusahaan i pada periode (tahun) t
- P_{it-1} = Harga saham penutupan perusahaan i pada periode (tahun) sebelum t

4.2.8 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi pemegang saham terhadap kualitas kinerja perusahaan yang direfleksikan melalui harga saham. Artinya, harga saham yang tinggi menunjukkan bahwa respon pemegang saham terhadap kualitas kinerja perusahaan meningkat. Penelitian ini menggunakan Tobin’s q untuk mengukur nilai perusahaan. Tobin’s q dipilih sebagai indikator untuk mengukur nilai perusahaan berdasarkan nilai pasar yang di adaptasi dari penelitian Mc Connel & Servaes (1990) dan Morck dkk. (1988). Kedua peneliti ini menyatakan bahwa Tobin’s q adalah ukuran penting dan diterima secara luas untuk mengukur kualitas kinerja perusahaan. Selain itu, Anderson & Reeb (2003) dan Demesetz & Villalonga (2002) menggunakan Tobin’s q sebagai indikator utama untuk mengukur kinerja perusahaan dalam mengestimasi nilai pasar perusahaan.

Sukamulja (2004) menyatakan bahwa Tobin’s q sebagai indikator kinerja perusahaan dinilai dapat memberikan informasi yang paling baik karena mememasukan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa dan ekuitas perusahaan. Akan tetapi, seluruh *asset* perusahaan. Selain itu, Brealey & Myers (2000:508) menyatakan bahwa perusahaan dengan Tobin’s q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* yang baik. Persamaan perhitungan nilai Tobin’s q adalah sebagai berikut.

$$TQ = \frac{EMV + DEBT}{EBV + DEBT} \dots\dots\dots (4.15)$$

Keterangan:

- TQ = Nilai Perusahaan
 EMV = Nilai Pasar Ekuitas (*Closing price* X Jumlah saham beredar)
 DEBT = Nilai buku total hutang
 EBV = Nilai buku total aset

Tabel 4.1
 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Konsep	Formula	Skala
<u>Dependen</u> Nilai Perusahaan diproksikan dengan Tobin's Q	Nilai perusahaan yang tinggi memiliki <i>brand image</i> perusahaan yang kuat.	$TQ = \frac{MVE + DEBT}{EBV + DEBT}$ <ul style="list-style-type: none"> • MVE= harga penutupan saham akhir tahun dikali banyaknya saham beredar. • DEBT= (hutang lancer-aktiva lancar) + nilai buku sediaan + hutang jangka panjang • EBV= nilai buku dari total aktiva 	Rasio
<u>Dependen</u> Koefisien Respon Laba (ERC)	Tingkat sensitifitas harga saham dalam merespon laba yang dilaporkan perusahaan.	<p>Koefisien regresi antara proksi harga saham dengan laba akuntansi:</p> $ERC_{it} = \frac{CAR - \alpha - \beta_2 RT_{it}}{UE_{it}}$ <ul style="list-style-type: none"> • CAR= <i>Cummulative Abnormal Return</i> • UE= <i>Unexpected Earning</i> • RT= <i>Return Tahunan</i> 	Rasio
<u>Independen</u> Kinerja Lingkungan (KL)	Kinerja perusahaan dalam mengelola aktivitas dengan memperhatikan lingkungan.	<p>Berdasarkan peringkat PROPER dengan interval 1-5 yang dibuatkan score</p> $Score = \frac{\text{Peringkat PROPER}}{5}$	Rasio
<u>Independen</u> Pengungkapan Informasi Lingkungan (PIL)	Pengungkapan informasi tentang aktivitas perusahaan yang berhubungan dengan lingkungan sosial perusahaan.	$CSR_i = (M / V)$ <ul style="list-style-type: none"> • M = Jumlah butir yang diungkapkan perusahaan • V = Jumlah butir yang diharapkan 	Rasio

Variabel	Konsep	Formula	Skala
<u>Independen</u> Proporsi Kepemilikan Institusi	Jumlah saham beredar yang dimiliki oleh institusi atau badan.	$KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Rasio
<u>Independen</u> Proporsi Komisaris Independen	Anggota komisaris yang mampu bertindak independen.	$KMI = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Jumlah Komisaris}}$	Rasio
<u>Independen</u> Proporsi Komite Audit (KA)	Prinsip <i>corporate governance</i> mengurangi praktek manipulasi dan menghambat kecurangan dalam perusahaan.	$KA = \frac{\text{Jumlah anggota komite audit dari luar}}{\text{Jumlah seluruh anggota komite a}}$	Rasio
<u>Independen</u> <i>Low Cost Strategy</i>	Menjelaskan strategi perusahaan untuk menekan biaya dalam rangka meningkatkan optimalisasi laba.	$\text{Low Cost Strategy} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Asset}}$	Rasio

4.3 Sumber dan Cara Penentuan Data

Sekaran (2006:123) menyatakan bahwa populasi merupakan keseluruhan kelompok orang, kejadian, atau hal minat yang akan diteliti. Artinya, populasi merupakan sekumpulan objek yang akan diteliti. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2015. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sugiyono (2012:402) menyatakan bahwa data sekunder adalah jenis data yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya

lewat orang lain atau lewat dokumen. Sumber data penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Situs www.idx.co.id untuk mengakses laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur periode 2010-2015.
2. Situs www.yahoofinance.com untuk mengakses data harga saham perusahaan manufaktur periode 2010-2015.
3. Data tanggal publikasi laporan keuangan tahunan emiten diperoleh melalui Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Indonesia.
4. Laporan tahunan periode 2010-2015 yang dapat diakses melalui situs masing-masing perusahaan manufaktur untuk mendukung data laporan keuangan tahunan dari Bursa Efek Indonesia (BEI).
5. Laporan PROPER tahunan periode 2010–2015 dari Kementerian Lingkungan Hidup.
6. Jurnal, makalah, buku dan situs internet yang relevan digunakan dalam penelitian ini.

Berdasarkan populasi yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini menggunakan sampel yang diperoleh dari penentuan populasi penelitian. Tujuannya untuk dipelajari karakteristik populasi dan diharapkan dapat mewakili seluruh elemen penting populasi. Hal ini konsisten dengan pernyataan Cooper & Schindler (2014:84) bahwa sampel merupakan elemen-elemen penting yang bersumber dari populasi. Artinya, sampel merupakan bagian penting yang diambil dari sejumlah populasi dan karakteristiknya. Penelitian ini menggunakan kriteria sampel bertujuan (*purposive sampling*). Sampel bertujuan (*purposive sampling*) adalah penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan atau ciri-ciri

tertentu (Cooper & Schindler, 2014:152). Beberapa pertimbangan atau ciri-ciri tertentu dari pengambilan sampel bertujuan (*purposive sampling*) dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2010-2015.
2. Perusahaan manufaktur telah mengikuti program penilaian peringkat kinerja keuangan dalam pengelolaan lingkungan hidup (PROPER) selama periode 2010-2015.
3. Perusahaan manufaktur memiliki kelengkapan data seperti, laporan keuangan tahunan, harga saham, tanggal publikasi laporan tahunan, dan nilai PROPER selama periode 2010-2015.

Hasil proses seleksi sampel penelitian berdasarkan beberapa pertimbangan di atas dapat diringkas sebagai berikut.

Tabel 4.2
Proses seleksi sampel berdasarkan kriteria

No.	Kriteria	Tidak Memenuhi Kriteria	Memenuhi Kriteria
1.	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 - 2015.		145
2.	Perusahaan Manufaktur yang melakukan IPO sebelum tahun 2011	21	124
3.	Memiliki data laporan keuangan tahunan, harga saham dan tanggal publikasi laporan keuangan tahunan selama periode penelitian.	15	109
4.	Mengikuti program penilaian peringkat kinerja keuangan dalam pengelolaan lingkungan hidup (PROPER) selama periode 2010-2015.	19	90
Tahun Penelitian			6
Jumlah Observasi			540

4.4. Teknik Pengumpulan Data

Tujuan dilakukannya pengumpulan data adalah untuk memperoleh data dan sumber informasi lainnya yang memiliki relevansi dengan penelitian ini. Teknik pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini melalui beberapa metode sebagai berikut.

1. Dokumentasi

Pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi yang diperoleh dengan cara menelaah dokumen-dokumen yang berhubungan dengan variabel penelitian seperti, data nilai PROPER, data pengungkapan pertanggungjawaban sosial perusahaan, dan dokumen lainnya yang relevan dengan penelitian ini.

2. Studi Kepustakaan

Pengumpulan data dilakukan melalui kajian literatur untuk mempelajari, meneliti, mengkaji, dan menelaah berbagai sumber buku-buku dan tulisan-tulisan yang memiliki relevansi dengan penelitian ini seperti, jurnal akuntansi, khususnya berhubungan dengan dampak lingkungan hidup, tata kelola perusahaan, strategi bisnis perusahaan, sensitivitas laba, dan nilai perusahaan. Selain jurnal, penelitian ini juga memperoleh informasi melalui buku atau makalah untuk mendukung konsep maupun landasan teoritis.

4.5 Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis

Penelitian ini menggunakan pendekatan data panel untuk menguji hipotesis penelitian. Data panel merupakan gabungan dari data seksi silang (*cross section*) dan runtut waktu (*time series*) (Winarno, 2015:41; Nachrowi & Usman, 2006:312).

Berikut ini adalah persamaan penggunaan data panel.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (4.16)$$

Keterangan:

- i = 1, 2, N
- t = 1, 2, T
- α = Intersep
- β = Koefisien variabel
- ε = *Standard Error*
- N = Banyaknya observasi
- T = Banyaknya waktu
- N x T = Banyaknya data panel

4.5.1 Estimasi Regresi Data Panel

Dengan menggunakan metode regresi data panel, maka akan diperoleh intersep (konstanta) dan koefisien (*slope*) yang berbeda pada setiap perusahaan dan setiap periode waktu. Terdapat tiga model dalam analisis metode regresi data panel yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Ketiga model tersebut dapat diuraikan sebagai berikut.

1. *Ordinary Least Square (Common Effect Model)*

Merupakan pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengombinasikan data *time series* dan *cross section*. Pada model ini tidak diperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square (OLS)* atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel (Basuki & Prawoto, 2016:279). Persamaan untuk *Pooling Least Square* ditulis dengan persamaan sebagai berikut.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}; i = 1,2,\dots,N; t = 1,2,\dots,T \quad \dots\dots\dots (4.17)$$

2. Model Efek Tetap (*Fixed Effect Model*)

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya. Untuk mengestimasi data panel model *fixed effect* menggunakan teknik variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan. Akan tetapi, *slope*-nya sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik *Least Square Dummy Variable* atau LSDV (Basuki & Prawoto, 2016:279). Secara matematis model panel data yang menggunakan pendekatan *fixed effect* adalah sebagai berikut.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma_2 W_{2t} + \gamma_3 W_{3t} + \dots + \gamma_N W_{Nt} + \sigma_2 Z_{it} + \sigma_3 Z_{i3} + \dots + \sigma_T Z_{iT} + \epsilon_{it} \quad \dots(4.18)$$

Keterangan:

- Y_{it} = Variabel terikat untuk individu ke-i dan waktu ke-t
- X_{it} = Variabel bebas untuk individu ke-i dan waktu ke-t
- W_{it} = Variabel boneka (*dummy*) untuk individu $i = 1, 2, \dots, N$ dan bernilai 0 untuk lainnya
- Z_{it} = Variabel boneka (*dummy*) untuk individu $t = 1, 2, \dots, T$ dan bernilai 0 untuk lainnya

3. Model Efek Random (*Random Effect Model*)

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *random effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan dengan menggunakan model *random effect* yakni menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS) (Basuki & Prawoto, 2016:278). Persamaan pendekatan *random effect* adalah sebagai berikut.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it}; \epsilon_{it} = U_i + V_t + W_{it} \quad \dots(4.19)$$

4.5.2 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Untuk menggunakan salah satu dari ketiga model estimasi data panel, maka dibutuhkan beberapa cara untuk memilih model estimasi yang terbaik dalam menguji hipotesis penelitian. Terdapat tiga cara yang perlu dilakukan dalam menentukan model estimasi yang terbaik yaitu melalui uji chow (*Chow test*), uji *Lagrange Multiplier (Lagrange Multiplier test)*, dan uji Hausman (*Hausman test*).

1. Uji Chow (*Chow Test*)

Chow test yaitu, pengujian model data panel untuk menentukan model *common effect* atau *fixed effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel (Basuki & Prawoto, 2016:277). Penentuan model dilakukan dengan uji statistik F atau *chi-square* dengan hipotesis sebagai berikut.

H_0 : Model *common effect* lebih baik dari *fixed effect*

H_1 : Model *fixed effect* lebih baik dari *common effect*

Jika nilai probabilitas F *test* maupun *chi-square* lebih besar dari $\alpha = 5\%$ (0,05), maka H_0 diterima sehingga yang digunakan adalah *common effect model*. Akan tetapi, jika nilai probabilitas F *test* maupun *chi-square* lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ (0,05), maka H_0 ditolak, sehingga yang digunakan adalah *fixed effect model*.

2. Uji Lagrange Multiplier (*Lagrange Multiplier Test*)

Uji *Lagrange Multiplier* digunakan untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik daripada metode *common effect* (OLS) (Basuki & Prawoto, 2016:277). Hipotesis yang digunakan dalam *Lagrange Multiplier Test* adalah sebagai berikut.

H_0 : Model *common effect* lebih baik dari *random effect*

H_1 : Model *random effect* lebih baik dari *common effect*

Nilai *lagrange multiplier* statistik dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T e_{it})^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2 \dots\dots\dots (4.20)$$

Keterangan:

- n = Jumlah individu
- T = Jumlah periode waktu
- e = Residual dari model OLS

Lagrange multiplier test dilakukan berdasarkan pada *chi-square* dengan *degree of freedom* (df) sebesar jumlah variabel bebas. Apabila LM hitung statistik lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel, maka H₀ diterima, dengan demikian yang digunakan adalah *common effect model*. Akan tetapi, jika LM hitung statistik lebih besar dari nilai *chi-square* tabel, maka H₀ ditolak, yang berarti bahwa yang digunakan adalah *random effect model*.

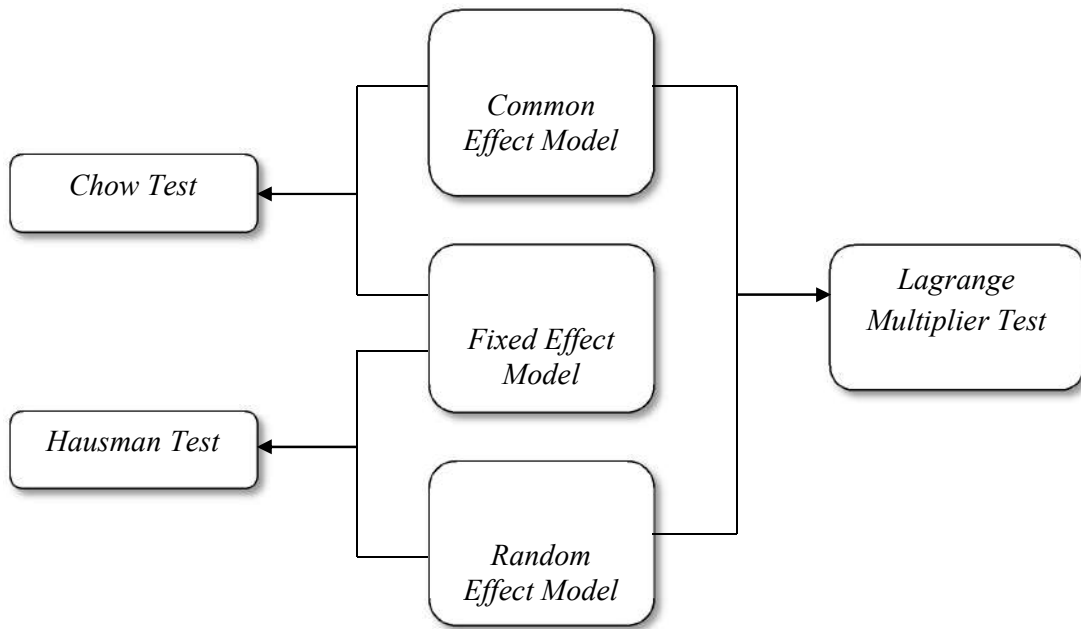
3. Uji Hausman (*Hausman Test*)

Hausman test adalah pengujian statistik untuk memilih apakah model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan (Basuki & Prawoto, 2016:277). Hipotesis yang digunakan dalam *Hausman test* adalah sebagai berikut.

- H₀ : Model *random effect* lebih baik dari *fixed effect*
- H₁ : Model *fixed effect* lebih baik dari *random effect*

Apabila nilai *p-value* lebih besar dari α = 5% (0,05), maka H₀ diterima sehingga yang digunakan adalah *random effect model*. Akan tetapi, apabila nilai *p-value* lebih kecil α = 5% (0,05), maka H₀ ditolak, dengan demikian yang digunakan adalah *fixed effect model*.

Berdasarkan ketiga pengujian untuk menentukan model yang tepat seperti yang telah diuraikan di atas, maka penentuan model regresi dapat dijelaskan melalui gambar sebagai berikut.



Gambar 4.1.
Model Penentuan Regresi Data Panel

4.5.3 Uji Asumsi Model Regresi

Tujuan dilakukannya pengujian asumsi model regresi adalah untuk memperoleh model penelitian yang BLUE (Gujarati & Porter, 2009:73). Penelitian ini menggunakan uji heteroskedastisitas sebagai bentuk representasi model penelitian yang BLUE.

Heteroskedastisitas biasanya terjadi pada data *cross section*, dimana data panel lebih dekat ke ciri data *cross section* dibandingkan *time series* (Basuki & Prawoto, 2016:57-63). Heteroskedastisitas adalah adanya ketidaksamaan varian dari *residual* untuk semua pengamatan pada model regresi (Basuki & Prawoto, 2016:57-63). Karena penelitian ini menggunakan data panel maka diduga terdapat heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas merupakan model dengan varian residual dan *error* tidak konstan atau berubah-ubah (Nachrowi & Usman, 2006:186).

4.5.4 Pengujian Hipotesis

Tujuan pengujian hipotesis adalah untuk menentukan apakah jawaban teoritis yang terkandung dalam pernyataan hipotesis didukung oleh fakta yang dikumpulkan dan dianalisis dalam proses pengujian data (Indriantoro & Supomo, 2014:69). Analisis uji hipotesis tidak menguji kebenaran, tetapi menguji dapat diterima atau ditolaknya hipotesis yang bersangkutan (Gulo, 2010:119). Menurut Basuki & Prawoto (2016:51) analisis yang perlu dilakukan terdiri atas R^2 sebagai ukuran kecocokan model, Uji F untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama, dan uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial. Berikut ini adalah uraian tentang R^2 sebagai ukuran kecocokan model, Uji F untuk menguji pengaruh secara simultan, dan uji t untuk menguji pengaruh secara parsial.

1. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2013:105). Ringkasnya, seperti dinyatakan oleh Nachrowi & Usman (2006:91) bahwa angka tersebut dapat mengukur seberapa dekat garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya.

2. Uji F (Uji Simultan)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat. (Ghozali, 2013:98). Pengujian secara bersama-sama untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan dengan menggunakan rumus F_{hitung} sebagai berikut (Ariefianto, 2012:148).

$$F_{hitung} = \frac{R^2/k}{(1 - R^2) / (n - k - 1)} \dots\dots\dots (4.21)$$

Dengan taraf signifikansi $\alpha = 5\%$ maka kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut: jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 tidak terdukung dan H_1 terdukung.

3. Uji t (Uji Parsial)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2013:98). Pengujian hipotesis dapat dilakukan dengan membandingkan statistik uji (statistik t) dengan nilai kritisnya. Statistik ini dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$t_{hitung} = \frac{\text{koefisien regresi } \beta_t}{\text{standar deviasi } \beta_t} \dots\dots\dots (4.22)$$

Nilai t yang diperoleh kemudian dibandingkan dengan nilai kritis yang berlaku sesuai dengan derajat bebas dan tingkat signifikansi (*level of significance*, $\alpha = 5\%$) yang dikehendaki (melalui tabel). Apabila nilai statistik uji melebihi nilai

kritis maka H_0 akan ditolak, dan sebaliknya (H_0 tidak dapat ditolak) jika nilai statistik uji lebih kecil dari nilai kritis (Ariefianto, 2012).

4.5.5 Model Estimasi Regresi Data Panel

Hair dkk. (2010) menyatakan bahwa penggunaan regresi linear berganda mensyaratkan bahwa variabel dependen memiliki data metrik dan variabel independen memiliki data metrik, nonmetrik. Data metrik atau disebut juga data kuantitatif seperti penggunaan skala pengukuran rasio dan interval. Sementara, data nonmetrik atau disebut juga data kualitatif seperti penggunaan skala pengukuran nominal dan ordinal. Model regresi data panel dalam penelitian ini dapat diformulasikan sebagai berikut.

Model Sensitivitas Laba:

$$ERC_{it} = \alpha + \beta_1 KL_{it} + \beta_2 PIL_{it} + \beta_3 KI_{it} + \beta_4 KMI_{it} + \beta_4 KA_{it} + \beta_4 LCS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model Nilai Perusahaan:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 KL_{it} + \beta_2 PIL_{it} + \beta_3 KI_{it} + \beta_4 KMI_{it} + \beta_4 KA_{it} + \beta_4 LCS_{it} + \beta_4 ERC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N ; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Keterangan:

TQ = Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

ERC = Sensitivitas Laba (*Earnings Response Coefficient*)

KL = Kinerja Lingkungan

KI = Kepemilikan Institusional

KMI = Proporsi Komisaris Independen

KA = Proporsi Komite Audit

LCS = *Low Cost Strategy*

ε = Residual

β = Koefisien (*Slope*)

α = Intersep (Konstanta)

N = Banyaknya Observasi

T = Banyaknya Waktu

NxT = Banyaknya Data Panel

i = 1, 2, N

t = 1, 2, T

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan tentang hasil penelitian dan pembahasan. Hasil penelitian ini terdiri dari dua model pengujian hipotesis yaitu, (1) pengujian hipotesis determinan sensitivitas laba dan (2) implikasi nilai perusahaan. Berdasarkan estimasi tersebut, maka dilakukan pembahasan untuk menguraikan terdukung dan tidaknya hipotesis penelitian.

5.1. Hasil Penelitian

Penelitian ini menguji determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Determinan sensitivitas laba dalam penelitian ini yaitu, (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5), proporsi komite audit, dan (6) *low cost strategy*. Sementara, implikasi nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5), proporsi komite audit, (6) *low cost strategy*, dan (7) sensitivitas laba. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2015. Melalui *purposive sampling*, maka penelitian ini memiliki 90 sampel perusahaan selama enam (6) tahun, sehingga jumlah observasi sampel adalah 540. Berikut ini akan diuraikan proses estimasi hipotesis penelitian yang dimulai dari analisis statistik deskriptif, estimasi determinan sensitivitas laba, estimasi implikasi nilai perusahaan, dan pembahasan.

5.1.1. Analisis Deskriptif Statistik

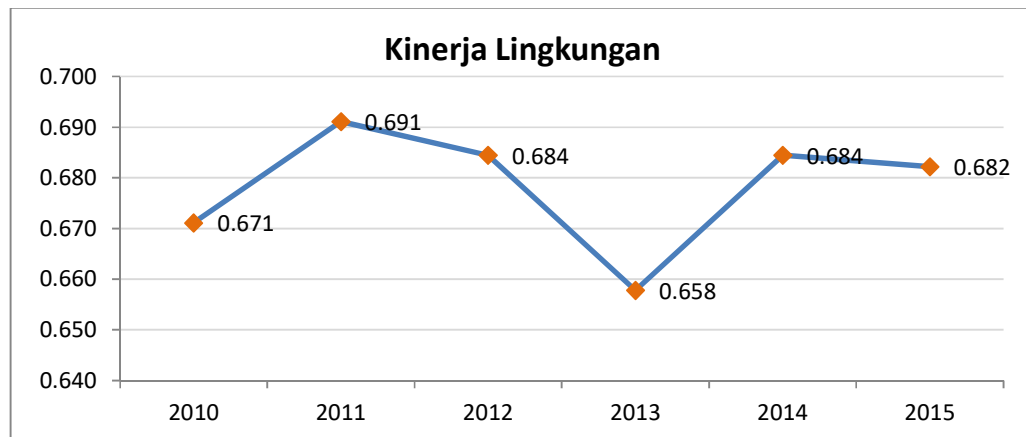
5.1.1.1. Kinerja Lingkungan

Skor PROPER digunakan sebagai parameter kinerja lingkungan dengan interval 1-5. Selanjutnya, pengolahan skor PROPER penelitian ini untuk setiap perusahaan dikonversi menjadi dua rasio yang diperoleh dengan cara membagi skor PROPER yang diperoleh perusahaan dengan skor PROPER tertinggi (5), sehingga rentang skor PROPER berkisar antara 0,2-1. Berikut ini statistik deskriptif data kinerja lingkungan yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.1 dan gambar 5.1.

Tabel 5.1
Deskriptif Kinerja Lingkungan

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,671	0,691	0,684	0,658	0,684	0,682
Maksimum	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Minimum	0,400	0,600	0,600	0,400	0,400	0,600
Std.Deviasi	0,128	0,105	0,108	0,135	0,112	0,108

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.1
Grafik Rerata Kinerja Lingkungan

Tabel 5.1 dan gambar 5.1 menunjukkan statistik deskriptif kinerja lingkungan dengan nilai rerata skor PROPER mengalami peningkatan sampai tahun 2011. Akan tetapi, pada tahun 2012 dan 2013 rerata skor PROPER kembali mengalami penurunan. Penyebabnya adalah terdapat beberapa perusahaan yang evaluasi kinerja lingkungannya di bawah ekspektasi pasar (skor PROPER < 5). Kemudian pada tahun 2014 dan 2015 mengalami kenaikan. Selama periode 2010-2015 kinerja lingkungan perusahaan manufaktur berkisar antara 0,658-0,691.

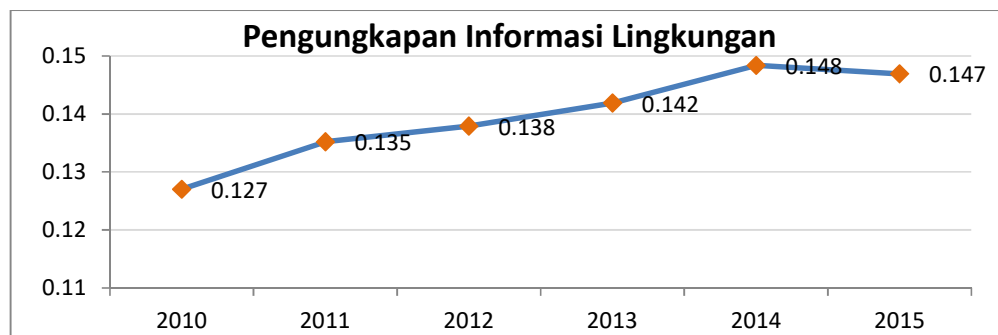
5.1.1.2. Pengungkapan Informasi Lingkungan

Parameter pengungkapan informasi lingkungan menggunakan hasil perbandingan jumlah pengungkapan yang dilakukan terhadap jumlah pengungkapan yang diharapkan. Berikut ini statistik deskriptif data kinerja lingkungan yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.2 dan gambar 5.2.

Tabel 5.2
Deskriptif Pengungkapan Informasi Lingkungan

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,127	0,135	0,138	0,142	0,148	0,147
Maksimum	0,659	0,681	0,659	0,637	0,571	0,670
Minimum	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011
Std.Deviasi	0,121	0,119	0,117	0,114	0,111	0,108

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.2
Grafik Rerata Pengungkapan Lingkungan

Tabel 5.2 dan gambar 5.2 menunjukkan statistik deskriptif pengungkapan informasi lingkungan dengan nilai rerata mengalami peningkatan selama tahun 2010-2015. Ini menunjukkan bahwa manajer memberikan kepedulian penting terhadap pengungkapan informasi lingkungan. Selama periode 2010-2015 pengungkapan informasi lingkungan perusahaan manufaktur berkisar antara 0,127-0,148.

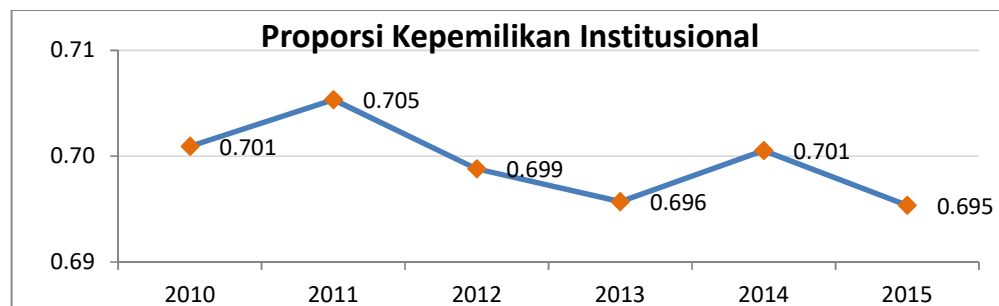
5.1.1.3. Kepemilikan Institusional

Parameter kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh lembaga atau institusi tertentu. Kepemilikan institusi merupakan salah satu bentuk implementasi tata kelola perusahaan dalam mengontrol kebijakan manajer. Berikut ini statistik deskriptif data kinerja lingkungan yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.3 dan gambar 5.3.

Tabel 5.3
Deskriptif Kepemilikan Institusi

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,701	0,705	0,699	0,696	0,701	0,695
Maksimum	0,991	0,994	0,990	0,990	0,990	0,990
Minimum	0,031	0,023	0,020	0,018	0,021	0,021
Std.Deviasi	0,202	0,202	0,212	0,212	0,203	0,205

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.3
Grafik Rerata Kepemilikan Institusi

Tabel 5.3 dan gambar 5.3 menunjukkan statistik deskriptif kepemilikan institusi dengan nilai rerata tertinggi pada tahun 2011. Sebaliknya, nilai rerata terendah pada tahun 2015. Selama periode 2010-2015 kepemilikan institusi pada perusahaan manufaktur berkisar antara 69%-70%. Data ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur terkonsentrasi pada kepemilikan institusi.

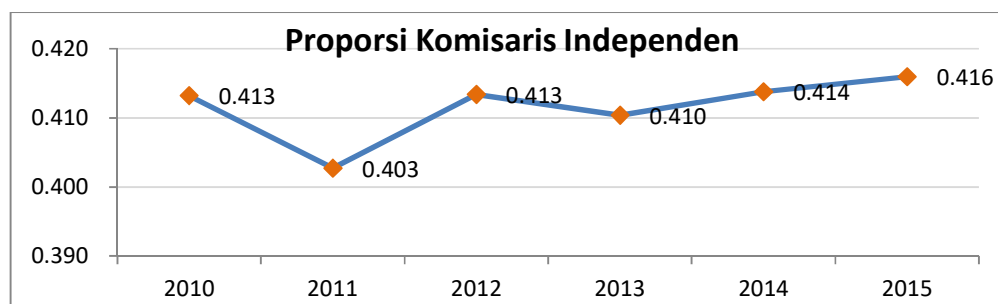
5.1.1.4. Proporsi Komisaris Independen

Proporsi komisaris independen digunakan sebagai parameter komisaris independen dalam mengukur implementasi tata kelola perusahaan. Hal ini disebabkan karena komisaris independen dianggap dapat mengontrol perilaku manajer dalam melakukan aktivitas operasional perusahaan. Berikut ini statistik deskriptif data komisaris independen yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.4 dan gambar 5.4.

Tabel 5.4
Deskriptif Proporsi Komisaris Independen

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,413	0,403	0,413	0,410	0,414	0,416
Maksimum	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Minimum	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
Std.Deviasi	0,120	0,116	0,120	0,119	0,125	0,127

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.4
Grafik Rerata Komisaris Independen

Tabel 5.4 dan gambar 5.4 menunjukkan statistik deskriptif komisaris independen dengan nilai rerata tertinggi pada tahun 2015. Sebaliknya, nilai rerata terendah pada tahun 2011. Selanjutnya, selama periode 2012-2015 komisaris independen pada perusahaan manufaktur mengalami fluktuasi. Secara umum, rerata komisaris independen pada perusahaan manufaktur berkisar antara 40%-41%. Data ini menunjukkan bahwa rerata proporsi komisaris independen perusahaan manufaktur berada dibawah 50%.

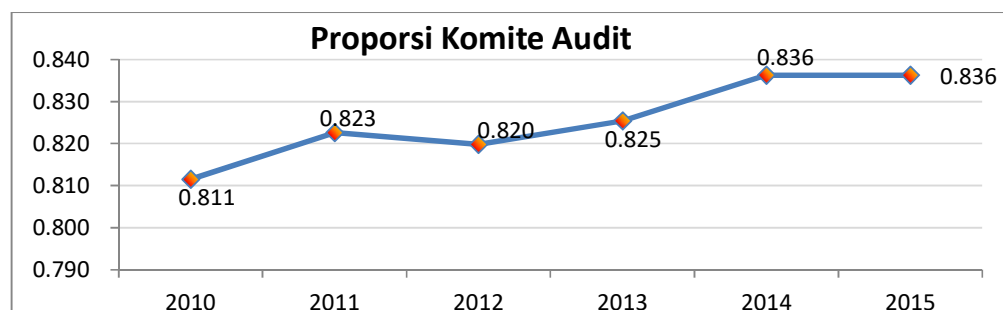
5.1.1.5. Proporsi Komite Audit

Komite audit eksternal (anggota komite audit yang berasal dari luar perusahaan) digunakan sebagai parameter dalam mengukur komite audit. Berikut ini statistik deskriptif data komite audit yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.5 dan gambar 5.5.

Tabel 5.5
Deskriptif Proporsi Komite Audit

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,811	0,823	0,820	0,825	0,836	0,836
Maksimum	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Minimum	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Std.Deviasi	0,285	0,281	0,281	0,277	0,267	0,267

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.5
Grafik Rerata Komite Audit

Tabel 5.5 dan gambar 5.5 menunjukkan statistik deskriptif komite audit dengan rerata tertinggi pada tahun 2014-2015. Sebaliknya, rerata terendah pada tahun 2010. Selama periode 2012-2015 komite audit pada perusahaan manufaktur mengalami peningkatan. Rerata komite audit pada perusahaan berkisar antara 81%-83%. Ini menunjukkan proporsi komite audit perusahaan manufaktur melebihi 50%.

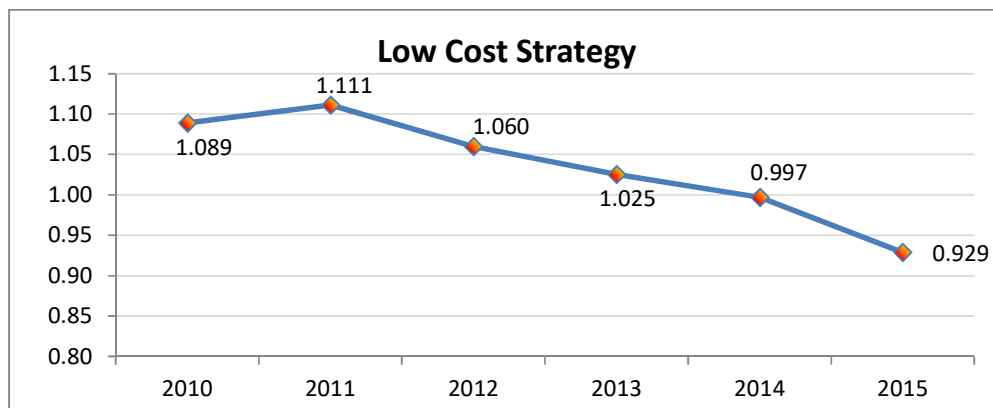
5.1.1.6. *Low Cost Strategy*

Parameter strategi biaya rendah (*low cost strategy*) penelitian ini adalah hasil perbandingan antara penjualan dan total aset. Berikut ini statistik deskriptif data *low cost strategy* yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.6 dan gambar 5.6.

Tabel 5.6
Deskriptif *Low Cost Strategy*

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	1,089	1,111	1,060	1,025	0,997	0,929
Maksimum	2,059	2,117	1,912	2,044	2,055	1,993
Minimum	0,097	0,034	0,060	0,015	0,027	0,156
Std.Deviasi	0,478	0,468	0,437	0,458	0,406	0,427

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.6
Grafik Rerata *Low Cost Strategy*

Tabel 5.6 dan gambar 5.6 menunjukkan statistik deskriptif *low cost strategy* dengan rerata tertinggi pada tahun 2011. Sebaliknya, rerata terendah pada tahun 2015. Selama periode 2012-2015 *low cost strategy* pada perusahaan manufaktur mengalami penurunan. Rerata *low cost strategy* pada perusahaan manufaktur berkisar antara 0,9-1,0. Hasil rerata ini menunjukkan *low cost strategy* perusahaan manufaktur tidak dilakukan secara efektif.

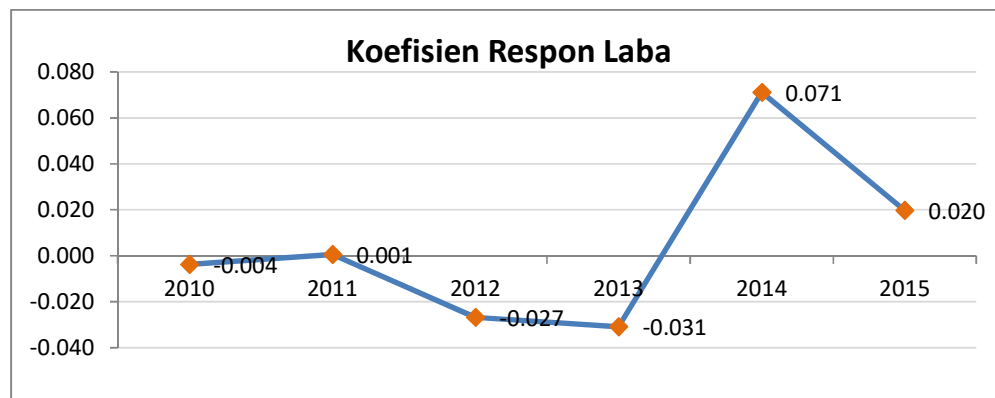
5.1.1.7. Sensitivitas Laba

Koefisien respon laba digunakan sebagai parameter dalam mengukur sensitivitas laba. Berikut ini statistik deskriptif sensitivitas laba yang ditampilkan berdasarkan tabel 5.7 dan gambar 5.7.

Tabel 5.7
Deskriptif Sensitivitas Laba

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	-0,004	0,001	-0,027	-0,031	0,071	0,020
Maksimum	0,636	1,629	0,524	1,063	1,962	1,990
Minimum	-1,234	-1,795	-0,647	-1,646	-0,993	-0,511
Std.Deviasi	0,244	0,352	0,166	0,325	0,398	0,267

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.7
Grafik Rerata Sensitivitas Laba

Tabel 5.7 dan gambar 5.7 menunjukkan statistik deskriptif rerata sensitivitas laba pada perusahaan manufaktur mengalami fluktuasi. Nilai tertinggi sensitivitas laba berada pada tahun 2014. Sebaliknya, nilai terendah berada pada tahun 2013. Hasil ini menunjukkan bahwa kandungan informasi laba perusahaan manufaktur direspon secara fluktuatif.

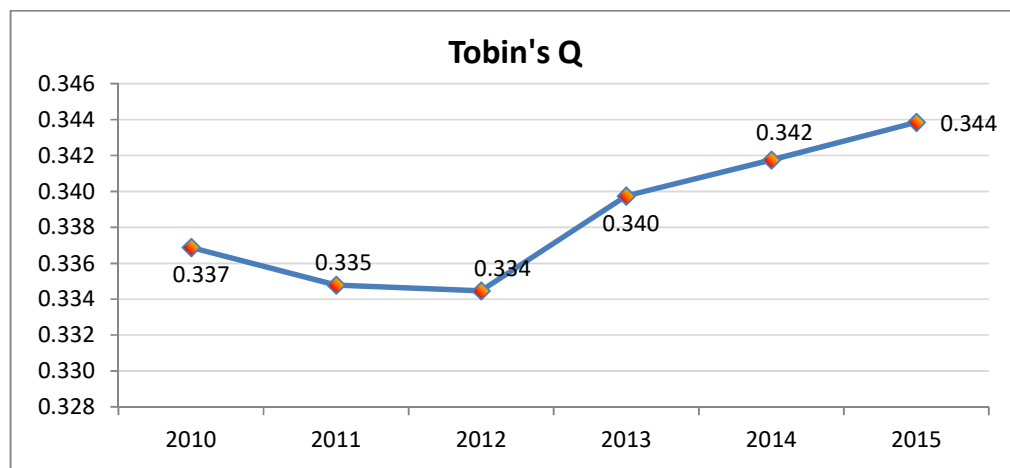
5.1.1.8. Nilai Perusahaan

Rasio Tobin's q digunakan sebagai parameter dalam mengukur nilai perusahaan. Berikut ini adalah statistik deskriptif nilai perusahaan yang ditampilkan pada tabel 5.8 dan gambar 5.8.

Tabel 5.8
Deskriptif Nilai Perusahaan

Statistik	Tahun					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rerata	0,337	0,335	0,334	0,340	0,342	0,344
Maksimum	0,767	0,760	0,747	0,736	0,745	0,794
Minimum	0,044	0,086	0,051	0,036	0,040	0,078
Std.Deviasi	0,116	0,109	0,112	0,113	0,114	0,113

Sumber: data sekunder diolah, 2018



Gambar 5.8
Grafik Rerata Nilai Perusahaan

Tabel 5.8 dan gambar 5.8 menunjukkan rerata nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. Selama periode 2012-2015, nilai perusahaan manufaktur mengalami peningkatan. Hasil fluktuasi nilai perusahaan menunjukkan bahwa kondisi pasar perusahaan manufaktur direspon secara fluktuatif oleh pemegang saham, sehingga mempengaruhi harga saham dan jumlah saham beredar.

5.1.2 Analisis Korelasi Antar Variabel

Penelitian ini selanjutnya menggunakan analisis korelasi antar variabel untuk mengetahui hubungan keeratan antara dua variabel dan untuk mengetahui arah hubungan antar variabel. Selain itu, Ghozali & Ratmono (2017:73) menjelaskan bahwa analisis korelasi antar variabel dapat juga digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas dalam model penelitian. Selanjutnya, Ghozali & Ratmono (2017:73) menjelaskan bahwa korelasi antara dua variabel independen yang melebihi 0,80 dapat menjadi pertanda bahwa multikolinearitas merupakan masalah serius. Berikut ini adalah tabel 5.9 menunjukkan analisis korelasi antarvariabel.

Tabel 5.9
Analisis Korelasi Antar Variabel

	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS	ERC	TQ
KL	1,000	0,138	-0,165	0,102	0,040	-0,145	-0,020	-0,069
PIL	0,138	1,000	-0,096	0,082	0,157	-0,018	0,110	0,036
KI	-0,165	-0,096	1,000	0,113	0,091	0,159	0,010	0,269
KMI	0,102	0,082	0,113	1,000	0,133	0,074	-0,035	0,102
KA	0,040	0,157	0,091	0,133	1,000	-0,099	-0,007	-0,102
LCS	-0,145	-0,018	0,159	0,074	-0,099	1,000	-0,003	0,114
ERC	-0,020	0,110	0,010	-0,035	-0,007	-0,003	1,000	0,052
TQ	-0,069	0,036	0,269	0,102	-0,102	0,114	0,052	1,000

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Keterangan:

- KL = Kinerja Lingkungan
- PIL = Pengungkapan Informasi Lingkungan
- KI = Kepemilikan Institusi
- KMI = Proporsi Komisaris Independen

KA = Proporsi Komite Audit
LCS = *Low Cost Strategy*
ERC = Sensitivitas Laba
TQ = Nilai Perusahaan

Nilai korelasi berkisar antara -1 sampai dengan 1. Menurut Sugiyono (2012:250) interpretasi koefisien korelasi adalah sebagai berikut.

0,000 – 0,199 = Sangat Rendah

0,200 – 0,399 = Rendah

0,400 – 0,599 = Sedang

0,600 – 0,799 = Kuat

0,800 – 1,000 = Sangat Kuat

Nilai positif menunjukkan bahwa hubungan searah dan nilai negatif menunjukkan hubungan terbalik. Berdasarkan tabel 5.9, maka korelasi antar variabel dan korelasi tersebut dapat digunakan untuk mendeteksi adanya masalah multikolinearitas dapat diinterpretasikan sebagai berikut.

1. Korelasi KL dan PIL = 0,138

Korelasi antara KL dan PIL memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KL dan PIL sebesar 0,138 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,138 < 0,80$).

2. Korelasi KL dan KI = -0,165

Korelasi antara KL dan KI memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi KL dan KI

sebesar -0,165 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,165 < 0,80$).

3. Korelasi KL dan KMI = 0,102

Korelasi antara KL dan KMI memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KL dan KMI sebesar 0,102 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,102 < 0,80$).

4. Korelasi KL dan KA = 0,040

Korelasi antara KL dan KA memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KL dan KA sebesar 0,040 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,040 < 0,80$).

5. Korelasi KL dan LCS = -0,145

Korelasi antara KL dan LCS memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi KL dan LCS sebesar -0,145 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,145 < 0,80$).

6. Korelasi KL dan ERC = -0,020

Korelasi antara KL dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KL merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas (pengujian adanya korelasi antar variabel independen).

7. Korelasi KL dan TQ = -0,069

Korelasi antara KL dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KL merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

8. Korelasi PIL dan KI = -0,096

Korelasi antara PIL dan KI memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi PIL dan KI sebesar -0,096 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,096 < 0,80$).

9. Korelasi PIL dan KMI = 0,082

Korelasi antara PIL dan KMI memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi PIL dan KMI sebesar 0,082 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,082 < 0,80$).

10. Korelasi PIL dan KA = 0,157

Korelasi antara PIL dan KA memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi PIL dan KA sebesar 0,157 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,157 < 0,80$).

11. Korelasi PIL dan LCS = -0,018

Korelasi antara PIL dan LCS memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi PIL dan LCS sebesar -0,018 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,018 < 0,80$).

12. Korelasi PIL dan ERC = 0,110

Korelasi antara PIL dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena PIL merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

13. Korelasi PIL dan TQ = 0,036

Korelasi antara PIL dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena PIL merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

14. Korelasi KI dan KMI = 0,113

Korelasi antara KI dan KMI memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KI dan KMI sebesar 0,113 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,113 < 0,80$).

15. Korelasi KI dan KA = 0,091

Korelasi antara KI dan KA memiliki hubungan keeratan yang **sangat kuat**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KI dan KA sebesar 0,091 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,091 < 0,80$).

16. Korelasi KI dan LCS = 0,159

Korelasi antara KI dan LCS memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KI dan LCS sebesar 0,159 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,159 < 0,80$).

17. Korelasi KI dan ERC = 0,010

Korelasi antara KI dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KI merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

18. Korelasi KI dan TQ = 0,269

Korelasi antara KI dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu

variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KI merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

19. Korelasi KMI dan KA = 0,133

Korelasi antara KMI dan KA memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KMI dan KA sebesar 0,133 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,133 < 0,80$).

20. Korelasi KMI dan LCS = 0,074

Korelasi antara KMI dan LCS memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi KMI dan LCS sebesar 0,074 menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas ($0,074 < 0,80$).

21. Korelasi KMI dan ERC = -0,035

Korelasi antara KMI dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat

digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KMI merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

22. Korelasi KMI dan TQ = 0,102

Korelasi antara KMI dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KMI merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

23. Korelasi KA dan LCS = -0,099

Korelasi antara KA dan LCS memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KA merupakan variabel independen, sementara LCS merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

24. Korelasi KA dan ERC = -0,007

Korelasi antara KA dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat

digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KA merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

25. Korelasi KA dan TQ = -0,102

Korelasi antara KA dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena KA merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

26. Korelasi LCS dan ERC = -0,003

Korelasi antara LCS dan ERC memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah negatif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang berlawanan atau hubungan **terbalik**. Nilai korelasi ini tidak dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena LCS merupakan variabel independen, sementara ERC merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

27. Korelasi ERC dan TQ = 0,052

Korelasi antara ERC dan TQ memiliki hubungan keeratan yang **sangat rendah**. Selanjutnya, arah positif menunjukkan adanya perubahan antara satu variabel mengakibatkan perubahan terhadap variabel lainnya dengan arah yang sama atau hubungan **searah**. Nilai korelasi ini tidak dapat

digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas karena ERC merupakan variabel independen, sementara TQ merupakan variabel dependen, sehingga tidak mendukung konsep multikolinearitas.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki koefisien korelasi paling tinggi adalah antara variabel KI dan TQ dengan nilai koefisien sebesar 0,269 atau keeratan hubungan yang **rendah** dengan tanda positif yang menunjukkan hubungan **searah**. Sebaliknya, variabel yang memiliki koefisien paling kecil adalah antara variabel LCS dan ERC adalah dengan nilai koefisien sebesar -0,003 atau keeratan hubungan yang **sangat rendah** dengan tanda negatif yang menunjukkan hubungan berlawanan atau **terbalik**. Selain itu, hasil uji korelasi antarvariabel independen dapat diketahui bahwa korelasi antarvariabel independen bebas masalah multikolinearitas.

5.1.3. Estimasi Determinan Sensitivitas Laba

5.1.3.1. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Penelitian ini menguji determinan sensitivitas laba pada sektor manufaktur. Determinan sensitivitas laba yaitu, (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, dan (6) *low cost strategy*. Model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga model yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Untuk mengetahui model yang terbaik dalam analisis regresi data panel, maka akan dilakukan uji berpasangan masing-masing model.

5.1.3.1.1. Uji Berpasangan Dua Model

1. *Chow Test (Common Effect vs Fixed Effect)*

Uji *Chow* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan dalam penelitian ini. Jenis model tersebut adalah *common effect* atau *fixed effect*. Berikut ini adalah tampilan tabel 5.10 hasil uji *Chow* sektor manufaktur.

Tabel 5.10
Hasil Uji *Chow*
Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: POOL01
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.080632	(89,444)	0.3043
Cross-section Chi-square	105.878266	89	0.1071

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Hasil uji *chow* berdasarkan tabel 5.10 menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,3043. Nilai probabilitas ini ($0,3043 > 0,05$), sehingga hasil pengujian ini menunjukkan bahwa uji *common effect* dapat digunakan dalam proses pengujian determinan sensitivitas laba.

2. *Lagrange Multiplier Test (Common Effect vs Random Effect)*

Uji *Lagrange Multiplier* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan dalam proses estimasi regresi data panel. Artinya, estimasi regresi data panel akan menggunakan model *common effect* atau model *random effect*. Untuk mengetahui salah satu dari kedua model tersebut yang akan digunakan dalam menguji determinan sensitivitas laba, maka berikut ini adalah tampilan hasil uji *Lagrange Multiplier* pada tabel 5.11.

Tabel 5.11
Hasil uji *Lagrange Multiplier*
Sensitivitas Laba sebagai variabel Dependen

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
 Null hypotheses: No effects
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
 (all others) alternatives

	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	0.316326 (0.5738)	0.042379 (0.8369)	0.358705 (0.5492)
Honda	-0.562429 (0.7131)	0.205861 (0.4184)	-0.252132 (0.5995)
King-Wu	-0.562429 (0.7131)	0.205861 (0.4184)	0.070597 (0.4719)
Standardized Honda	-0.139060 (0.5553)	0.531388 (0.2976)	-6.657493 (1.0000)
Standardized King-Wu	-0.139060 (0.5553)	0.531388 (0.2976)	-3.203403 (0.9994)
Gourierioux, et al.*	--	--	0.042379 (0.6632)

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 5.11 menunjukkan hasil uji *Lagrange Multiplier* adalah 0,5492 > 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa model yang tepat dalam menguji determinan sensitivitas laba adalah model *common effect*. Berdasarkan hasil pengujian ini, maka pengujian estimasi hipotesis akan menggunakan model *common effect*.

3. *Hausman Test (Fixed Effect vs Random Effect)*

Uji *Hausman* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan dalam estimasi regresi. Model tersebut adalah *fixed effect* atau *random effect*. Berikut ini adalah tabel 5.12 hasil uji *Hausman*.

Tabel 5.12
Hasil Uji Hausman
Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Pool: POOL01
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.879361	6	0.0310

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 5.12 menunjukkan bahwa nilai probabilitas hasil uji *Hausman* adalah $0,0310 < 0,05$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa uji *fixed effect* dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian.

4. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian berpasangan terhadap ketiga model estimasi data panel, maka dapat disimpulkan model yang digunakan dalam regresi data panel untuk mengestimasi determinan sensitivitas laba adalah model *common effect* seperti tabel 5.13 berikut ini.

Tabel 5.13
Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel
Sensitivitas Laba sebagai Variabel Dependen

No.	Metode	Pengujian	Hasil
1.	<i>Chow Test</i>	<i>Common Effect vs Fixed Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Common Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Fixed Effect</i> .)	<i>Common Effect</i>
2.	<i>Lagrange Multiplier</i>	<i>Common Effect vs Random Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Common Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Random Effect</i> .)	<i>Common Effect</i>

No.	Metode	Pengujian	Hasil
3.	<i>Hausman Test</i>	<i>Fixed Effect vs Random Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05, maka model yang digunakan adalah <i>Random Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05, maka model yang digunakan adalah <i>Fixed effect</i>).	<i>Fixed Effect</i>

Sumber: Tabel 5.10, 5.11, dan 5.12

5.1.3.2. Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel

Determinan sensitivitas laba yang diuji dalam penelitian ini adalah (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, dan (6) *low cost strategy*. Berikut ini tampilan tabel 5.14.

Tabel 5.14
Estimasi Determinan Sensitivitas Laba
Model Common Effect White Cross-Section (No-Heteroscedasticity)

Dependent Variable: ERC?

Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)

Date: 09/14/18 Time: 22:29

Sample: 1 6

Included observations: 6

Cross-sections included: 90

Total pool (balanced) observations: 540

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010128	0.014307	0.707920	0.4793
KL?	-0.016511	0.017699	-0.932882	0.3513
PIL?	0.133176	0.045045	2.956523	0.0032
KI?	0.002567	0.021105	0.121610	0.9033
KMI?	-0.010641	0.018239	-0.583441	0.5598
KA?	-0.007132	0.014419	-0.494631	0.6211
LCS?	-0.007858	0.004313	-1.821822	0.0690

Weighted Statistics

R-squared	0.027592	Mean dependent var	0.002987
Adjusted R-squared	0.016645	S.D. dependent var	0.291274
S.E. of regression	0.288848	Sum squared resid	44.46991
F-statistic	2.520595	Durbin-Watson stat	2.025822
Prob(F-statistic)	0.020501		

Unweighted Statistics

R-squared	0.009248	Mean dependent var	0.005003
Sum squared resid	48.81320	Durbin-Watson stat	2.072191

Keterangan:

KL = Kinerja Lingkungan

PIL = Pengungkapan Informasi Lingkungan

KI = Kepemilikan Institusi

KMI = Proporsi Komisaris Independen

KA = Proporsi Komite Audit

LCS = *Low Cost Strategy*

Persamaan estimasi regresi yang diperoleh berdasarkan hasil uji parsial determinan sensitivitas laba pada sektor manufaktur adalah sebagai berikut.

$$\text{ERC} = 0,010128 - 0,016511 \cdot \text{KL} + 0,133176 \cdot \text{PIL} + 0,002567 \cdot \text{KI} - 0,010641 \cdot \text{KMI} - 0,007132 \cdot \text{KA} - 0,007858 \cdot \text{LCS}$$

Nilai konstanta sebesar 0,010128 menunjukkan bahwa jika tidak terdapat kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy*, maka sensitivitas laba sebesar 0,010128 satuan.

Nilai koefisien kinerja lingkungan sebesar -0,016511 menunjukkan bahwa jika kinerja lingkungan meningkat sebesar satu satuan, maka akan terjadi penurunan sensitivitas laba sebesar 0,01651 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien pengungkapan informasi lingkungan sebesar 0,133176. Nilai ini menunjukkan bahwa jika pengungkapan informasi lingkungan meningkat sebesar satu satuan, maka akan meningkatkan sensitivitas laba sebesar 0,133176 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien kepemilikan institusi sebesar 0,002567. Artinya, ketika kepemilikan institusi meningkat sebesar satu satuan, maka akan meningkatkan sensitivitas laba sebesar 0,002567 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien proporsi komisaris independen sebesar -0,010641. Nilai ini menunjukkan bahwa jika proporsi komisaris independen meningkat sebesar satu satuan, maka akan terjadi penurunan sensitivitas laba sebesar 0,010641 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien proporsi komite audit sebesar -0,007132 menunjukkan bahwa jika proporsi komite audit meningkat sebesar satu satuan, maka akan terjadi penurunan sensitivitas laba sebesar 0,007132 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien *low cost strategy* sebesar -0,007858. Artinya, ketika *low cost strategy* meningkat sebesar satu satuan, maka akan terjadi penurunan sensitivitas laba sebesar 0,007858 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

5.1.3.2.1. Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Parsial

Berikut ini akan diuraikan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara parsial terhadap sensitivitas laba.

1. Kinerja Lingkungan dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien kinerja lingkungan adalah -0,016511, t-statistik sebesar -0,932882, dan nilai probabilitas sebesar 0,3513. Nilai probabilitas $0,3513 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba.

2. Pengungkapan Informasi Lingkungan dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien pengungkapan informasi lingkungan adalah 0,133176, t-statistik sebesar 2,956523, dan nilai probabilitas sebesar 0,0032. Nilai probabilitas $0,0032 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba.

3. Kepemilikan Institusi dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien kepemilikan insititusi adalah 0,002567, t-statistik sebesar 0,121610, dan nilai probabilitas sebesar 0,9033. Nilai probabilitas $0,9033 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba.

4. Proporsi Komisaris Independen dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien proporsi komisaris independen adalah -0,010641, t-statistik sebesar -0,583442, dan nilai probabilitas sebesar 0,5598. Nilai probabilitas $0,5598 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba.

5. Proporsi Komite Audit dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien proporsi komite audit adalah -0,007132, t-statistik sebesar -0,494631, dan nilai probabilitas sebesar 0,6211. Nilai probabilitas $0,6211 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa

proporsi komite audit secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba.

6. *Low Cost Strategy* dan Sensitivitas Laba

Tabel 5.14 menunjukkan bahwa koefisien *low cost strategy* adalah -0,007858, t-statistik sebesar -1,821822, dan nilai probabilitas sebesar 0,0690. Nilai probabilitas $0,0690 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *low cost strategy* secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba.

5.1.3.2.2. Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Bersama-sama

Pengujian estimasi regresi secara bersama-sama bertujuan untuk membuktikan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* terhadap sensitivitas laba secara bersama-sama.

Tabel 5.14 menunjukkan hasil uji determinan sensitivitas laba secara bersama-sama. Hasil analisis estimasi model regresi data panel diketahui $N(540)$, $K(6)$ dengan $df=N-K-1$ (533) dibuktikan dengan nilai $F_{\text{statistik}}$ sebesar 2,520595 dan nilai probabilitas sebesar 0,020501, sedangkan nilai F Tabel bernilai sebesar 2,1156 sehingga $F_{\text{Hitung}} > F_{\text{Tabel}}$ ($2,520595 > 2,1156$). Hasil pengujian ini membuktikan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara bersama-sama berpengaruh dan signifikan terhadap sensitivitas laba.

Tabel 5.14 menunjukkan hasil uji koefisien determinasi determinan sensitivitas laba adalah 0,027592 (R^2). Artinya, tingkat kekuatan pengaruh kinerja

lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* terhadap sensitivitas laba adalah 2,7%. Sedangkan, sisanya adalah 97,3% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Ghozali & Ratmono (2017:55) menyatakan bahwa nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Data menunjukkan bahwa nilai R^2 determinan sensitivitas laba masih tergolong kecil. Data ini menunjukkan bahwa nilai R^2 yang rendah tidak berarti bahwa model regresi tidak bagus. Akan tetapi, variabel-variabel independen seperti, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* dalam menjelaskan variasi variabel sensitivitas laba sangat terbatas. Hal ini disebabkan karena dari beberapa variabel-variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen yaitu, sensitivitas laba hanya ditemukan tingkat pengaruh dan signifikan pada pengungkapan informasi lingkungan. Akibatnya adalah kontribusi variabel independen terhadap variasi variabel dependen relatif kecil.

Ghozali & Ratmono (2017:55) menyatakan bahwa tujuan analisis regresi bukan semata untuk mendapatkan nilai R^2 tinggi, tetapi mencari nilai estimasi koefisien regresi dan menarik inferensi statistik. Jadi, sebaiknya peneliti lebih

melihat logika atau penjelasan teoritis pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

5.1.3.2.3. Estimasi Model Regresi Data Panel untuk Masing-Masing Perusahaan

Regresi data panel dengan menggunakan metode *common effect* menjelaskan bahwa intersep dan *slope* selalu tetap, baik antar waktu (t) maupun antar individu (n). Artinya, setiap individu (n) yang diregresi untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen akan memberikan nilai intersep maupun *slope* yang sama besarnya. Selain itu, hal yang sama juga terjadi pada waktu (t), yaitu nilai intersep dan *slope* dalam persamaan regresi yang menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sama untuk setiap waktu.

Dasar yang digunakan dalam regresi data panel ini mengabaikan pengaruh individu (n) dan waktu (t) pada model regresi data panel yang dibentuknya (Sriyana, 2014). Dengan demikian, penelitian ini tidak membutuhkan estimasi persamaan regresi data panel untuk masing-masing perusahaan karena menggunakan model *common effect*.

5.1.4. Estimasi Implikasi Nilai Perusahaan

5.1.4.1. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Penelitian ini menguji implikasi nilai perusahaan. Implikasi nilai perusahaan yaitu, (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, (6) *low cost strategy*, dan (7) sensitivitas laba. Model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga model yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Untuk mengetahui model yang terbaik dalam

analisis regresi data panel, maka akan dilakukan uji berpasangan masing-masing model.

5.1.4.1.1. Uji Berpasangan Dua Model

1. *Chow Test (Common Effect vs Fixed Effect)*

Uji *Chow* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan dalam penelitian ini. Jenis model tersebut adalah *common effect* atau *fixed effect*. Berikut ini adalah tampilan tabel 5.15 hasil uji *Chow*.

Tabel 5.15
Hasil Uji *Chow*
Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: POOL01			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	28.386719	(89,443)	0.0000
Cross-section Chi-square	1027.377802	89	0.0000

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 5.15 menunjukkan bahwa nilai probabilitas hasil uji *Chow* adalah $0,0000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa uji *fixed effect* dapat digunakan untuk pengujian model selanjutnya.

2. *Lagrange Multiplier Test (Common Effect vs Random Effect)*

Uji *Lagrange Multiplier* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan untuk estimasi regresi. Artinya, estimasi regresi akan menggunakan model *common effect* atau *random effect*. Berikut ini adalah hasil uji *Lagrange Multiplier* yang ditampilkan pada tabel 5.16.

Tabel 5.16
Hasil uji *Lagrange Multiplier*
Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	859.0500 (0.0000)	2.317232 (0.1279)	861.3672 (0.0000)
Honda	29.30955 (0.0000)	-1.522246 (0.9360)	19.64859 (0.0000)
King-Wu	29.30955 (0.0000)	-1.522246 (0.9360)	5.278537 (0.0000)
Standardized Honda	30.44457 (0.0000)	-1.352108 (0.9118)	14.78854 (0.0000)
Standardized King-Wu	30.44457 (0.0000)	-1.352108 (0.9118)	2.482602 (0.0065)
Gourierioux, et al.*	--	--	859.0500 (0.0000)

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 5.16 menunjukkan hasil uji *Lagrange Multiplier* adalah $0,0000 < 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa model yang tepat dalam menguji implikasi nilai perusahaan adalah model *random effect*.

3. *Hausman Test (Fixed Effect vs Random Effect)*

Uji *Hausman* bertujuan untuk menentukan jenis model yang digunakan dalam estimasi regresi. Model tersebut adalah *fixed effect* atau *random effect*. Berikut ini adalah tabel 5.17 hasil uji *Hausman*.

Tabel 5.17
Hasil Uji Hausman
Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.271223	7	0.0157

Sumber: data sekunder diolah, 2018

Tabel 5.17 menunjukkan bahwa nilai probabilitas hasil uji *Hausman* adalah $0,0157 < 0,05$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa uji *fixed effect* dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian.

4. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian berpasangan terhadap ketiga model estimasi data panel, maka pada tabel 5.18 dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam regresi data panel untuk mengestimasi implikasi nilai perusahaan adalah model *fixed effect*.

Tabel 5.18
Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel
Nilai Perusahaan sebagai Variabel Dependen

No.	Metode	Pengujian	Hasil
1.	<i>Chow Test</i>	<i>Common Effect vs Fixed Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Common Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Fixed Effect</i>).	<i>Fixed Effect</i>
No.	Metode	Pengujian	Hasil
2.	<i>Lagrange Multiplier</i>	<i>Common Effect vs Random Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Common Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05 , maka model yang digunakan adalah <i>Random Effect</i>).	<i>Random Effect</i>

3.	<i>Hausman Test</i>	<i>Fixed Effect vs Random Effect</i> (Jika nilai probabilitas > 0.05, maka model yang digunakan adalah <i>Random Effect</i> . Sebaliknya, jika nilai probabilitas < 0.05, maka model yang digunakan adalah <i>Fixed effect</i>).	<i>Fixed Effect</i>
----	---------------------	---	---------------------

Sumber: Tabel 5.15 , 5.16, dan 5.17

5.1.4.2. Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel

Implikasi nilai perusahaan yang diuji dalam penelitian ini adalah (1) kinerja lingkungan, (2) pengungkapan informasi lingkungan, (3) kepemilikan institusi, (4) proporsi komisaris independen, (5) proporsi komite audit, (6) *low cost strategy*, dan (7) sensitivitas laba. Berikut ini adalah tampilan tabel 5.19 hasil estimasi implikasi nilai perusahaan.

Tabel 5.19
Estimasi Implikasi Nilai Perusahaan

Model *Fixed Effect White Cross-Section (No-Heteroscedasticity)*

Dependent Variable: TQ?

Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)

Date: 09/14/18 Time: 22:41

Sample: 1 6

Included observations: 6

Cross-sections included: 90

Total pool (balanced) observations: 540

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.296164	0.028230	10.49121	0.0000
KL?	0.035921	0.014834	2.421499	0.0159
PIL?	-0.108867	0.033268	-3.272424	0.0011
KI?	0.001483	0.008946	0.165808	0.8684
KMI?	-0.038899	0.037414	-1.039696	0.2990
KA?	0.073242	0.011774	6.220543	0.0000
LCS?	-0.011843	0.005227	-2.265808	0.0239
ERC?	0.003601	0.001547	2.327021	0.0204
Fixed Effects (Cross)				
ADES--C	-0.017466			
ADMG--C	0.006595			
AKKU--C	0.076824			
AKPI--C	0.006768			
ALKA--C	0.052177			
ALMI--C	0.079620			
AMFG--C	-0.099682			
ARNA--C	-0.040724			
ASII--C	0.017938			

BATA--C	0.018705
BIMA--C	0.417445
BRAM--C	-0.127095
BRNA--C	0.034855
BRPT--C	-0.005319
BUDI--C	0.041224
CEKA--C	0.000470
CNTX--C	0.134167
CPIN--C	-0.017678
CTBN--C	-0.009795
DPNS--C	-0.193627
DVLA--C	-0.138964
ERTX--C	0.179736
ESTI--C	0.059173
ETWA--C	0.088636
FASW--C	0.068249
FPNI--C	0.054036
GDYR--C	0.075844
GGRM--C	-0.061645
GJTL--C	0.074226
HDTX--C	0.051689
IGAR--C	-0.166388
IKAI--C	0.002592
IMAS--C	0.045737
INAF--C	-0.006885
INAI--C	0.139777
INCI--C	-0.292476
INDF--C	-0.047545
INDR--C	-0.007640
INKP--C	0.031046
INRU--C	0.003367
INTP--C	-0.246749
JECC--C	0.099746
JPFA--C	0.011853
JPRS--C	-0.256012
KAEF--C	-0.082417
KBRI--C	-0.192508
KDSI--C	0.033554
KICI--C	-0.160229
KLBF--C	-0.157268
LION--C	-0.205025
LMPI--C	-0.047670
LMSH--C	-0.106254
LPIN--C	-0.135112
MAIN--C	0.105279
MASA--C	-0.022509
MERK--C	-0.111492
MLBI--C	0.070542
MLIA--C	0.159224
MYOR--C	0.071372
MYTX--C	0.209781
NIPS--C	0.022657
PBRX--C	0.072152
PICO--C	0.083088
PRAS--C	0.037046
PSDN--C	-0.035476
RICY--C	0.047365
RMBA--C	0.113152
SCCO--C	0.063592

SIPD--C	0.014552
SKLT--C	0.026196
SMCB--C	-0.069139
SMGR--C	-0.095852
SPMA--C	0.002029
SRSN--C	-0.096058
SSTM--C	0.081863
STTP--C	-0.001999
SULI--C	0.182344
TBMS--C	0.123531
TFCO--C	-0.167244
TIRT--C	0.114407
TKIM--C	0.055801
TOTO--C	-0.045490
TPIA--C	0.018733
TRST--C	-0.028807
TSPC--C	-0.126306
UNIC--C	-0.017956
UNIT--C	-0.086222
UNVR--C	0.102478
VOKS--C	0.060102
YPAS--C	-0.020607

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.965720	Mean dependent var	0.701885
Adjusted R-squared	0.958291	S.D. dependent var	0.672774
S.E. of regression	0.044317	Sum squared resid	0.870048
F-statistic	129.9991	Durbin-Watson stat	1.406440
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.865843	Mean dependent var	0.338577
Sum squared resid	0.916808	Durbin-Watson stat	1.163845

Sumber: data sekunder diolah, 2018

F-Table = 2,02678

Keterangan:

- KL = Kinerja Lingkungan
- PIL = Pengungkapan Informasi Lingkungan
- KI = Kepemilikan Institusi
- KMI = Proporsi Komisaris Independen
- KA = Proporsi Komite Audit
- LCS = *Low Cost Strategy*
- ERC = Sensitivitas Laba

Persamaan estimasi regresi yang diperoleh berdasarkan hasil uji parsial implikasi nilai perusahaan adalah sebagai berikut.

$$TQ = 0,296164 + 0,035921*KL - 0,108867*PIL + 0,001483*KI - 0,038899*KMI + 0,073242*KA - 0,011843*LCS + 0,003601*ERC$$

Nilai konstanta sebesar 0,296164 menunjukkan bahwa jika tidak terdapat kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba, maka implikasi nilai perusahaan sebesar 0,296164 satuan.

Nilai koefisien kinerja lingkungan sebesar 0,035921 menunjukkan bahwa jika kinerja lingkungan meningkat sebesar satu satuan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,035921 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien pengungkapan informasi lingkungan sebesar -0,108867. Nilai ini menunjukkan bahwa jika pengungkapan informasi lingkungan meningkat sebesar satu satuan, maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,108867 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien kepemilikan institusi sebesar 0,001483. Artinya, ketika kepemilikan institusi meningkat sebesar satu satuan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,001483 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien proporsi komisaris independen sebesar -0,038899. Nilai ini menunjukkan bahwa jika proporsi komisaris independen meningkat sebesar satu satuan, maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,038899 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien proporsi komite audit sebesar 0,073242 menunjukkan bahwa jika proporsi komite audit meningkat sebesar satu satuan, maka akan terjadi peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,073242 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien *low cost strategy* sebesar -0,011843. Nilai ini menunjukkan bahwa jika *low cost strategy* meningkat sebesar satu satuan, maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,011843 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

Nilai koefisien sensitivitas laba sebesar 0,003601 menunjukkan bahwa jika sensitivitas laba meningkat sebesar satu satuan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,003601 satuan dengan asumsi hal-hal lain dianggap konstan (*ceteris paribus*).

5.1.4.2.1. Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Parsial

Berikut ini akan diuraikan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba secara parsial terhadap nilai perusahaan.

1. Kinerja Lingkungan dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien kinerja lingkungan adalah 0,035921, t-statistik sebesar 2,421499 dan nilai probabilitas sebesar 0,0159. Nilai probabilitas $0,0159 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengungkapan Informasi Lingkungan dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien pengungkapan informasi lingkungan adalah -0,108867, t-statistik sebesar -3,272424, dan nilai probabilitas sebesar 0,0011. Nilai probabilitas $0,0011 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Kepemilikan Institusi dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien kepemilikan insititusi adalah 0,001483, t-statistik sebesar 0,165808, dan nilai probabilitas sebesar 0,8684. Nilai probabilitas $0,8684 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Proporsi Komisaris Independen dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien proporsi komisaris independen adalah -0,038899, t-statistik sebesar -1,039696, dan nilai probabilitas sebesar 0,2990. Nilai probabilitas $0,2990 > 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

5. Proporsi Komite Audit dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien proporsi komite audit adalah 0,073242, t-statistik sebesar 6,220543 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komite audit secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

6. *Low Cost Strategy* dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien *low cost strategy* adalah -0,011843, t-statistik sebesar -2,265808, dan nilai probabilitas sebesar 0,0239. Nilai probabilitas $0,0239 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *low cost strategy* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

7. Sensitivitas Laba dan Nilai Perusahaan

Tabel 5.19 menunjukkan bahwa koefisien sensitivitas laba adalah 0,003601, t-statistik sebesar 2,327021 dan nilai probabilitas sebesar 0,0204. Nilai probabilitas $0,0204 < 0,05$. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa sensitivitas laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

5.1.3.3.2. Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Bersama-sama

Tujuan estimasi regresi secara bersama-sama adalah untuk membuktikan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan secara bersama-sama.

Tabel 5.19 menunjukkan hasil uji implikasi nilai perusahaan secara bersama-sama. Hasil analisis estimasi model regresi data panel diketahui $N(540)$, $K(7)$ dengan $df=N-K-1$ (532) ini dibuktikan dengan nilai $F_{\text{statistik}}$ sebesar 129,9991 dan nilai probabilitas sebesar 0,000000 sedangkan F Tabel bernilai sebesar 2,02678 sehingga $F_{\text{Hitung}} > F_{\text{Tabel}}$ ($129,9991 > 2,02678$). Hasil pengujian ini membuktikan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low*

cost strategy, dan sensitivitas laba secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 5.19 menunjukkan hasil uji koefisien determinasi implikasi nilai perusahaan adalah 0,965720 (R^2). Artinya, tingkat kekuatan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan adalah 96,5%. Sedangkan, sisanya adalah 3,5% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Ghozali & Ratmono (2017:55) menyatakan bahwa koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Data menunjukkan bahwa nilai R^2 determinan sensitivitas laba mendekati satu (0,965720). Data ini menunjukkan bahwa nilai R^2 yang mendekati satu dapat memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Hal ini dapat terjadi karena dari keseluruhan variabel independen yaitu, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba ditemukan tingkat pengaruh dan signifikan kecuali pada kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen. Dengan demikian, dari total tujuh variabel independen yang mempengaruhi secara signifikan variabel dependen adalah 5 variabel independen. Akibatnya adalah kontribusi variabel independen terhadap variasi variabel dependen mendekati satu.

Ghozali & Ratmono (2017:55) menyatakan bahwa tujuan analisis regresi bukan semata untuk mendapatkan nilai R^2 tinggi, tetapi mencari nilai estimasi koefisien regresi dan menarik inferensi statistik. Jadi, sebaiknya peneliti lebih melihat logika atau penjelasan teoritis pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Selanjutnya, jika dalam proses mendapatkan nilai R^2 tinggi adalah baik, tetapi jika nilai R^2 rendah tidak berarti model regresi tidak bagus.

5.1.3.3.3. Estimasi Model Regresi Data Panel untuk Masing-Masing Perusahaan

Hasil pengujian pemilihan model data panel penelitian ini untuk model kedua atau implikasi nilai perusahaan menunjukkan bahwa model yang cocok adalah model *fixed effect*. Penggunaan regresi data panel dengan metode *fixed effect* mengasumsikan bahwa intersep berbeda antar perusahaan. Akan tetapi, slope-nya tetap sama antar perusahaan. Nachrowi & Usman (2006:318) menjelaskan bahwa keberadaan variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya intersep yang tidak konstan.

Berdasarkan tabel 5.20, maka diperoleh estimasi persamaan regresi data panel untuk masing-masing perusahaan (90 perusahaan). Untuk mempermudah analisis, maka penelitian ini menggunakan estimasi persamaan regresi data panel masing-masing perusahaan yang memiliki nilai tertinggi dan terendah sebagai berikut.

Estimation Equation:

$$TQ = C_i + C(1) + C(2)*KL + C(3)*PIL + C(4)*KI + C(5)*KMI + C(6)*KA + C(7)*LCS + C(8)*ERC$$

1. Perusahaan yang memiliki rata-rata perubahan nilai perusahaan tertinggi selama periode 2010-2015 adalah PT. Primarindo Asia Infrastructure, Tbk (BIMA). Estimasi persamaannya adalah sebagai berikut.

$$TQ_BIMA = C(19) + C(1) + C(2)*KL_BIMA + C(3)*PIL_BIMA + C(4)*KI_BIMA + C(5)*KMI_BIMA + C(6)*KA_BIMA + C(7)*LCS_BIMA + C(8)*ERC_BIMA$$

$$TQ_BIMA = 0,417445 + 0,296164 + 0,035921*KL_BIMA - 0,108867*PIL_BIMA + 0,001483*KI_BIMA - 0,038899*KMI_BIMA + 0,073242*KA_BIMA - 0,011843*LCS_BIMA + 0,003601*ERC_BIMA$$

Dengan demikian, total nilai konstanta BIMA adalah sebesar $(C_i + 0,296164) = 0,417445 + 0,296164 = 0,713609$.

2. Perusahaan yang memiliki rata-rata perubahan nilai perusahaan terendah selama periode 2010-2015 adalah PT. Intan Wijaya Internasional, Tbk (INCI). Estimasi persamaannya adalah sebagai berikut.

$$TQ_INCI = C(44) + C(1) + C(2)*KL_INCI + C(3)*PIL_INCI + C(4)*KI_INCI + C(5)*KMI_INCI + C(6)*KA_INCI + C(7)*LCS_INCI + C(8)*ERC_INCI$$

$$TQ_INCI = -0,292476 + 0,296164 + 0,035921*KL_INCI - 0,108867*PIL_INCI + 0,001483*KI_INCI - 0,038899*KMI_INCI + 0,073242*KA_INCI - 0,011843*LCS_INCI + 0,003601*ERC_INCI$$

Dengan demikian, total nilai konstanta INCI adalah sebesar $(C_i + 0,296164) = -0,292476 + 0,296164 = 0,003688$.

5.2. Pembahasan

5.2.1. Determinan Sensitivitas Laba

5.2.1.1. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Salah satu faktor penting karakteristik perusahaan manufaktur adalah orientasi aktivitas operasional

yaitu, mengolah bahan baku menjadi barang dalam proses sampai barang jadi untuk diperdagangkan. Implikasi karakteristik pada sektor manufaktur menyebabkan jenis sektor ini berhubungan langsung dengan pengelolaan lingkungan sebagai akibat adanya proses produksi. Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang lebih baik. Artinya, perusahaan didirikan bukan hanya untuk mementingkan laba. Akan tetapi, perusahaan harus memperhitungkan dampak negatif lingkungan hidup sebagai akibat proses bisnis yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.

Tujuan perusahaan peduli terhadap kinerja lingkungan yang lebih baik adalah untuk memberikan sinyal positif kepada pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham mengenai kinerja perusahaan secara holistik, sehingga dapat memberikan informasi secara fundamental kepada pemegang saham. Informasi ini kemudian dapat digunakan oleh pemegang saham sebagai bagian informasi penting dalam proses pengambilan keputusan. Keputusan tersebut seperti, keputusan investasi, keputusan untuk tetap mempertahankan dewan direksi karena kualitas kerjanya, atau keputusan lainnya yang dapat mempengaruhi prospek perusahaan. Oleh karena itu, kinerja lingkungan merupakan salah satu faktor penting yang digunakan oleh pemegang saham dalam menilai kinerja perusahaan. Dengan demikian, informasi kinerja lingkungan dapat mempengaruhi reaksi pasar dan pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan.

Perusahaan yang peduli terhadap dampak negatif lingkungan hidup menunjukkan adanya kepedulian perusahaan terhadap kualitas kerjanya dalam

mengelola aktivitas bisnis. Kualitas kinerja yang lebih baik memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa pendelegasian wewenang yang dilakukan oleh pemegang saham kepada manajemen perusahaan telah dilakukan dengan baik. Hal ini akan menimbulkan adanya respon pemegang saham terhadap kualitas kinerja manajemen perusahaan yang disebut sebagai sensitivitas laba.

Sensitivitas laba merupakan reaksi pasar terhadap kinerja perusahaan mengenai pengelolaan aktivitas operasional perusahaan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Indikator utama yang seringkali digunakan oleh pemegang saham dalam menilai kinerja manajer adalah laba perusahaan. Laba perusahaan merefleksikan pencapaian kinerja manajer telah sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham. Artinya, pasar akan bereaksi positif (negatif) ketika manajer mempublikasikan informasi laba dalam bentuk publikasi laporan keuangan. Reaksi pasar dapat diketahui melalui adanya *return* yang akan diterima oleh pemegang saham.

Sensitivitas laba yang tinggi menunjukkan bahwa pemegang saham memberikan reaksi positif atas sinyal informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Sebaliknya, sensitivitas laba yang rendah menunjukkan bahwa pasar kurang sensitif atau kurang menyerap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Sinyal informasi ini digunakan oleh pasar atau pemegang saham sebagai bentuk kepercayaannya kepada manajer dalam mengelola aktivitas operasional perusahaan. Sinyal informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan bukan hanya memuat informasi keuangan berupa informasi laba. Akan tetapi, secara holistik memuat informasi non-keuangan seperti informasi kinerja lingkungan. Informasi kinerja lingkungan dapat diketahui melalui rangking

kualitas kinerja lingkungan perusahaan (PROPER) yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup. Pengelolaan kinerja lingkungan yang baik membuktikan bahwa perusahaan memiliki keunggulan untuk menciptakan kinerja perusahaan secara holistik. Akan tetapi, fakta membuktikan bahwa kinerja lingkungan belum diterapkan secara optimal. Hal ini terbukti dengan masih adanya perusahaan yang memperoleh nilai PROPER selain nilai EMAS (GOLD) yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH).

Pengukuran kinerja lingkungan menggunakan nilai (skor) PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH). Kategori skor PROPER ini kemudian diklasifikasikan dalam lima kategori warna yaitu, (1) peringkat emas dengan skor 5 sebagai penghargaan telah berhasil melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat memuaskan, (2) peringkat hijau dengan skor 4 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat lebih baik, (3) peringkat biru dengan skor 3 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat sesuai dengan persyaratan minimum, (4) peringkat merah dengan skor 2 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat belum dapat mencapai persyaratan minimum, dan (5) peringkat hitam dengan skor 1 karena perusahaan belum melaksanakan upaya pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan yang berarti. Skor ini kemudian dikonversi melalui perbandingan skor PROPER yang diperoleh perusahaan terhadap skor PROPER tertinggi.

Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur, maka data rata-rata kinerja lingkungan selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,658-0,691 atau

65,8%-69,1%. Data ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan melakukan kepatuhan pengelolaan lingkungan hidup masih dalam kategori biru, yaitu upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup. Hal ini dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh pengakuan kedudukan perusahaan di lingkungan masyarakat karena memperhitungkan dampak lingkungan walaupun masih dalam batasan memenuhi persyaratan minimum, sehingga perusahaan bukan hanya memperhitungkan relasi dengan pemegang saham utama, tetapi juga dengan masyarakat.

Implikasi kepatuhan perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup dalam kategori biru atau upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup mengakibatkan munculnya risiko kontigensi yang dapat mempengaruhi prospek atau keberlangsungan perusahaan (*going concern*). Kondisi ini membuat pasar cenderung berfokus pada prospek perusahaan yang masih mempunyai risiko kontijensi sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi kinerja lingkungan perusahaan.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Muchti dan Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh dan tidak signifikan terhadap reaksi investor (sensitivitas laba). Temuan penelitiannya membuktikan bahwa semakin baik kinerja lingkungan suatu perusahaan belum tentu akan memperoleh apresiasi dari para pemegang saham. Hal ini terjadi karena

kesadaran dari para pemegang saham di Indonesia akan kinerja lingkungan yang masih rendah, sehingga para pemegang saham masih mengutamakan kinerja keuangan (ekonomi) sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi.

5.2.1.2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Sensitivitas Laba

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Pengungkapan informasi lingkungan merupakan salah satu sinyal informasi tanggungjawab sosial dan lingkungan yang digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan. Melalui pengungkapan informasi tanggungjawab sosial dan lingkungan maka pemegang saham akan dapat memperoleh informasi tersebut secara transparan, sehingga dapat mempengaruhi reaksi pemegang saham yang direfleksikan melalui *cumulative abnormal return*.

Perusahaan didirikan bukan hanya untuk mengoptimalkan laba akuntansi. Akan tetapi, setiap perusahaan harus memperhatikan tanggungjawab sosial dan lingkungan. Tanggungjawab sosial dan lingkungan perusahaan merupakan wujud implementasi keselarasan tujuan antara perusahaan dan pemangku kepentingan. Implementasi tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan dapat diketahui melalui adanya publikasi laporan tahunan yang menyajikan secara keseluruhan informasi keuangan dan non-keuangan. Publikasi informasi keuangan dan non-keuangan membuktikan bahwa perusahaan dalam melakukan aktivitas operasionalnya tidak hanya memperhitungkan faktor keuangan. Akan tetapi, melibatkan faktor non keuangan. Kedua faktor ini kemudian digunakan oleh pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham sebagai indikator dalam

proses pengambilan keputusan, sehingga dapat mengurangi bias pengambilan keputusan.

Pengungkapan informasi lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan merupakan salah satu strategi perusahaan dalam menyampaikan sinyal informasi kepada pengguna laporan keuangan, khususnya pemegang saham mengenai prospek perusahaan yang baik dan tidak mempunyai masalah kontijensi. Ekspektasi perusahaan terhadap penyampaian sinyal informasi tersebut dapat mempengaruhi reaksi pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham yang ingin memperoleh *return* sebagai akibat adanya investasi. Artinya, melalui pengungkapan informasi lingkungan, maka pasar atau pemangku kepentingan akan menempatkan reputasi baik sebagai bentuk apresiasi pasar atau pemegang saham terkait pengungkapan informasi lingkungan. Pengungkapan informasi lingkungan juga dijadikan oleh perusahaan sebagai bentuk implementasi transparansi dan tata kelola pengelolaan tanggung jawab sosial dan lingkungan yang lebih baik.

Pengungkapan informasi lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan telah melaksanakan kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan terkait tanggungjawab sosial dan lingkungan. Tujuannya bukan hanya untuk memperoleh perhatian pemegang saham terkait implementasi pengelolaan tanggungjawab sosial dan lingkungan hidup yang baik. Akan tetapi, untuk memperoleh pengakuan kedudukan perusahaan dalam lingkungan masyarakat. Artinya, masyarakat menginginkan bahwa aktivitas operasional perusahaan tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup dan memiliki kontribusi terhadap tatanan sosial masyarakat sekitar perusahaan,

sehingga tidak mempengaruhi siklus hidup perusahaan yang akan berdampak terhadap lingkungan sekitar masyarakat. Dengan demikian, perusahaan didirikan bukan hanya untuk melakukan aktivitas operasional dalam jangka pendek. Akan tetapi, untuk tetap beroperasi dalam jangka panjang.

Pasar atau pemegang saham bereaksi positif terhadap kredibilitas pelaporan keuangan perusahaan yang mengutamakan pengungkapan informasi lingkungan Artinya, pasar atau pemegang saham memberikan apresiasi positif terhadap perusahaan sebagai hasil kinerja perusahaan yang mempertimbangkan aktivitas-aktivitas yang berhubungan dengan lingkungan maupun sosial. Melalui pengungkapan informasi lingkungan, maka pemangku kepentingan percaya bahwa perusahaan memiliki kepedulian terhadap kinerja jangka panjang perusahaan, sehingga perusahaan mampu menjaga adanya hubungan yang baik antara pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham dalam jangka panjang, sehingga dapat mengurangi adanya ketidakpastian lingkungan bisnis yang berhubungan dengan informasi lingkungan maupun sosial.

Pengukuran pengungkapan informasi lingkungan menggunakan indikator GRI 2014 yang mengelompokkan informasi *corporate social responsibility* (CSR) dalam kategori ekonomi, lingkungan, dan sosial sebanyak 91 butir pengungkapan. Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur data rata-rata pengungkapan informasi lingkungan selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,127-0,148 atau 12,7%-14,8%. Data ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan mengungkapkan informasi lingkungan berkisar antara 11-14 butir pengungkapan. Hal ini dapat terjadi karena program pengungkapan informasi lingkungan atau *corporate social responsibility* (CSR) di Indonesia masih bersifat sukarela (*voluntary*) untuk non-

BUMN. Oleh karena itu, pelaksanaan program pengungkapan informasi lingkungan yang hanya beberapa butir pengungkapan (tergolong kecil) masih tetap diapresiasi oleh masyarakat sekitar perusahaan dalam bentuk hubungan yang baik. Hubungan baik antara perusahaan dengan masyarakat sekitar tersebut dapat mengurangi risiko kontijensi dan sinyal ini kemudian diungkapkan oleh perusahaan kedalam laporan tahunan sebagai informasi prospek yang baik. Informasi ini mempengaruhi naiknya reaksi pasar, sehingga pasar merespon sensitif atas pengungkapan informasi lingkungan perusahaan yang dilakukan secara sukarela. Dengan demikian, pasar cenderung berfokus pada keberlangsungan usaha perusahaan dalam jangka panjang (*going concern*) karena perusahaan dapat meminimalkan risiko kontijensi dibandingkan berfokus dalam jangka pendek untuk mengurangi biaya dalam mencapai target laba yang tinggi.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Bona-Sanches dkk. (2017) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earnings response coefficient* (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa pasar memberikan reaksi positif terhadap kredibilitas pelaporan keuangan perusahaan-perusahaan yang mengutamakan praktik pengungkapan informasi lingkungan. Pengungkapan informasi lingkungan yang dirasakan oleh pelaku pasar sebagai hasil dari upaya pemegang saham dan perusahaan dalam menjaga hubungan jangka panjang sebagai salah satu cara perusahaan mengelola risiko, sehingga dapat meningkatkan reputasi perusahaan. Informasi ini kemudian digunakan oleh pelaku pasar untuk menilai kredibilitas kebijakan pelaporan keuangan perusahaan. Selain itu, pengungkapan informasi lingkungan mengurangi adanya ketidakpastian

pelaku pasar, sehingga dapat membantu pelaku pasar dalam menginterpretasikan informasi keuangan dengan lebih baik.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Choi & Moon (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earnings response coefficient* (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan dijadikan sebagai sinyal oleh manajer untuk menyampaikan informasi pribadi tentang kinerja perusahaan. Dengan adanya pengungkapan informasi lingkungan, maka memberikan sinyal harapan manajer tentang perbaikan keuangan di masa depan. Selanjutnya, investasi pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan sinyal kualitas laba di masa depan. Oleh karena itu, pengungkapan informasi lingkungan dapat menandakan harapan manajer terhadap peningkatan kualitas laba.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Wulandari & Herkulanus (2015) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earnings response coefficient* (sensitivitas laba). Temuan penelitiannya membuktikan bahwa reaksi pemegang saham atas pengumuman informasi laba dipengaruhi oleh pengungkapan informasi lingkungan oleh perusahaan dalam laporan tahunannya. Hal ini terjadi karena pemegang saham memberikan apresiasi terhadap pengungkapan informasi lingkungan yang diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Wassmer dkk. (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal average return* (sensitivitas

laba). Temuan penelitiannya membuktikan pasar akan bereaksi positif ketika adanya pengungkapan informasi lingkungan perusahaan yang lebih baik. Pengungkapan informasi lingkungan merupakan faktor penjelas yang relevan untuk nilai yang diperoleh perusahaan sebagai akibat investasi dalam berbagai aktivitas lingkungan.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Paramita (2012) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earnings response coefficient* (sensitivitas laba). Temuannya membuktikan bahwa semakin tinggi pengungkapan informasi lingkungan yang dipublikasikan oleh perusahaan, maka pemegang saham semakin bereaksi positif. Artinya, pengungkapan informasi lingkungan yang dipublikasikan oleh perusahaan memberikan informasi akuntansi dan informasi lain yang relevan untuk pembuatan keputusan para pengguna laporan tahunan, khususnya pemegang saham, sehingga memberikan dampak positif terhadap respon pemegang saham.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Cheng & Christiawan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *abnormal return* (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan yang dilakukan oleh perusahaan memiliki kandungan informasi, sehingga pemegang saham akan bereaksi pada pengumuman itu. Pengungkapan informasi lingkungan dapat mengirimkan sinyal positif kepada pemangku kepentingan dan pasar mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang bahwa perusahaan memberikan *guarantee* atas keberlangsungan hidup perusahaan dimasa yang akan

datang. Dengan demikian, temuan ini juga menunjukkan bahwa pemegang saham di Indonesia sudah mulai menggunakan pengungkapan informasi lingkungan dalam melakukan keputusan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia sedang mengarah atau mengikuuti trend global, dimana tema-tema tentang pengungkapan informasi lingkungan (CSR) sudah menjadi salah satu sumber pengambilan keputusan investasi bagi investor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kualitas laba (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan yang diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan tahunan mendapat perhatian dari para pemegang saham. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa pemegang saham mulai memperhatikan kegiatan-kegiatan perusahaan yang berhubungan dengan interaksi sosial, baik interaksi perusahaan terhadap lingkungan alam sekitarnya, sumber daya energi, jaminan keselamatan dan kesejahteraan tenaga kerjanya, maupun kepedulian perusahaan terhadap masyarakat dalam bidang kesehatan, Pendidikan, dan sebagainya. Selain itu, penelitian ini juga membuktikan bahwa adanya respon pemegang saham untuk lebih menghargai perusahaan-perusahaan yang lebih banyak melakukan kegiatan-kegiatan sosial dan melakukan pengungkapan sosial dalam laporan tahunannya.

5.2.1.3. Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Sensitivitas Laba

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Tujuan utama perusahaan didirikan adalah untuk memperoleh laba. Laba perusahaan

kemudian dijadikan sebagai parameter oleh pemangku kepentingan, khususnya pemegang saham dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Artinya, ketika laba yang diperoleh perusahaan optimal, maka akan memberikan *return* yang optimal kepada pemegang saham, sehingga perusahaan dapat memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham dapat direfleksikan melalui adanya *cumulative abnormal return* sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap kinerja manajer. Artinya, *cumulative abnormal return* menunjukkan reaksi pemegang saham atas kinerja perusahaan. Reaksi pemegang saham dapat dicapai melalui informasi laba, sehingga dibutuhkan produktivitas perusahaan dalam menghasilkan angka laba akuntansi yang optimal. Akan tetapi, manajer sebagai pihak yang mengelola proses bisnis perusahaan memiliki berbagai kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, ketidakselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham memicu terjadinya konflik kepentingan.

Salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer yang oportunistik melalui struktur kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham institusi atau lembaga seperti, bank, asuransi, investasi, pemerintah, dan lembaga lainnya. Kepemilikan institusional dapat menekan perilaku manajer yang cenderung oportunistik untuk mementingkan kepentingannya. Tujuannya adalah untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham, sehingga mekanisme pengawasan menjadi lebih efektif.

Pengukuran kepemilikan institusional adalah perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah saham beredar. Berdasarkan

sampel 90 perusahaan manufaktur data rata-rata kepemilikan institusional selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,695-0,705 atau 69,5%-70,5%. Data ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas. Akibatnya adalah manajemen perusahaan bertindak oportunistik untuk memenuhi kepentingannya dan tindakan atau kebijakan manajemen perusahaan kurang optimal dalam memenuhi kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga pasar tidak sensitif merespon informasi tersebut dan mencari informasi lain yang relevan diluar kepemilikan institusional.

Hasil penelitian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Subagya (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kualitas laba (sensitivitas laba). Temuan penelitiannya membuktikan bahwa keberadaan kepemilikan institusional tidak dapat memberikan respon dari pemegang saham terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Sundari & Setiawan (2015) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar (sensitivitas laba). Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional cenderung tinggi atau tidak bervariasi, sehingga menyebabkan sulit mengukur secara tepat pengaruh kepemilikan institusional terhadap reaksi pasar.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Ifada & Suhendi (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh tidak signifikan terhadap reaksi pasar (sensitivitas laba). Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak dapat memonitoring secara optimal aktivitas operasionalnya. Selain itu, pemegang

saham institusional tidak terlalu peduli terhadap perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi yang dapat memberikan peluang investasi, informasi penelitian dan pengembangan atau informasi lain yang berkaitan dengan kredibilitas perusahaan karena kecenderungan perusahaan lebih berorientasi *return* yang akan diterima.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Santoso dan Tan (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh tidak signifikan terhadap kualitas laba (*sensitivitas laba*). Temuan ini menunjukkan kepemilikan institusional tidak dapat mengurangi perilaku manajer dalam mengelola laba secara oportunistik yang pada akhirnya dapat meningkatkan kualitas laba.

5.2.1.4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Sensitivitas Laba

Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Adanya pendelegasian wewenang dari pemegang saham sebagai pihak pemilik perusahaan kepada manajer sebagai pihak yang mengelola bisnis perusahaan menunjukkan adanya bentuk kontrak antara pemegang saham dan manajer. Tujuan kontrak ini agar manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Akan tetapi, manajer cenderung bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Penyebabnya adalah adanya ketidakselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Artinya, pemegang saham ingin memaksimalkan kepentingannya melalui *return* yang optimal. Akan tetapi, manajer juga ingin memenuhi kepentingannya. Oleh karena itu, pemegang saham berusaha

mengawasi tindakan manajer (Jensen & Meckling, 1976 dan Fama & Jensen, 1983).

Sebagai bentuk pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer, maka dibentuklah dewan komisaris. Menurut UU No. 40 tahun 2007 Pasal 108 ayat (1) menyatakan bahwa dewan komisaris melakukan pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan, dan memberi nasihat kepada direksi, (2) pengawasan dan pemberian nasihat sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dilakukan untuk kepentingan perseroan dan sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan, (3) dewan komisaris terdiri dari satu orang anggota atau lebih, (4) dewan komisaris yang terdiri atas lebih dari satu orang anggota merupakan majelis dan setiap anggota dewan komisaris tidak dapat bertindak sendiri-sendiri, melainkan berdasarkan keputusan dewan komisaris.

Salah satu komposisi dewan komisaris adalah komisaris independen dan komisaris non-independen. Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan (KNKG, 2006). Menurut Peraturan OJK No.55/POJK.04/2015 Pasal 1 ayat 2 menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar emiten atau perusahaan publik dan memenuhi persyaratan sebagaimana dimaksud dalam peraturan Otoritas Jasa Keuangan. Komisaris independen memiliki peranan strategis dalam komposisi dewan komisaris karena tidak terkait

dengan individu atau kelompok yang berhubungan dengan perusahaan, sehingga lebih bersikap independen.

Pengukuran proporsi komisaris independen adalah perbandingan antara jumlah komisaris independen terhadap jumlah seluruh dewan komisaris. Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur data rata-rata proporsi komisaris independen selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,403-0,416 atau 40,3%-41,6%. Data ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah atau lebih kecil dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menyebabkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen perusahaan. Akibatnya adalah pasar tidak sensitif dan mencari informasi lainnya yang relevan diluar proporsi komisaris independen.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Sundari & Setiawan (2015) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa komposisi dewan komisaris independen cenderung rendah yang menandakan bahwa komposisi dewan komisaris independen masih lebih kecil dibandingkan dewan komisaris non independen. Pengambilan keputusan secara dominan akan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen, sehingga tidak terdapat perbedaan kinerja baik ada maupun tidak ada dewan komisaris independen dalam perusahaan dan membuat pasar mencari informasi yang lebih relevan dalam melakukan investasi.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Marisatusholekha & Budiono (2014) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kualitas laba (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa dalam merespon laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan, pemegang saham tidak memperhatikan komposisi komisaris independen di perusahaan tersebut. Meskipun keberadaan komisaris independent dapat membantu dalam mengawasi kinerja perusahaan dan menjaga kepentingan para pemilik modal secara professional. Akan tetapi, pemegang saham tidak memperhatikan komposisi jumlah komisaris independen yang berada dalam struktur perusahaan.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Kartina dan Nikmah (2011) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kualitas laba (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan hanya sebatas formalitas, sehingga pengangkatan komisaris independen dalam perusahaan berdasarkan penghargaan terhadap seseorang atau jabatan dalam pemerintah bukan sebagai suatu profesionalisme kerja dalam perusahaan.

5.2.1.5. Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Sensitivitas Laba

Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Kecenderungan manajer dan pemegang saham dalam mengutamakan kepentingannya menunjukkan bahwa manajer maupun pemegang saham merupakan *utility maximisers*. Konsekuensi *utility maximiser* dalam konteks pendelegasian wewenang dari pemegang saham terhadap manajer adalah tindakan manajer tidak selalu sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Pelimpahan

wewenang dari pemegang saham kepada manajer mengakibatkan manajer harus melaporkan kinerja perusahaan kepada pemegang saham. Artinya, manajer bertanggung jawab untuk menyampaikan informasi kepada pemegang saham mengenai prospek perusahaan, sehingga pemegang saham dapat mengambil keputusan secara akurat.

Prospek perusahaan dapat diketahui melalui informasi kredibilitas pelaporan keuangan yang merupakan bentuk pertanggung jawaban manajer kepada pemegang saham. Artinya, tindakan manajer dalam mengelola aktivitas bisnis perusahaan harus mampu meningkatkan kredibilitas pelaporan informasi keuangan. Untuk memastikan bahwa kredibilitas pelaporan keuangan telah terpenuhi, maka dibentuklah komite audit. Tujuan dibentuknya komite audit adalah untuk (1) mengawasi tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, dan (2) mengurangi risiko yang tidak diinginkan oleh pemegang saham.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Pasal 121 ayat (1) tentang Perseroan Terbatas (UUPT) menyatakan bahwa komite audit merupakan salah satu jenis komite yang dibentuk oleh dewan komisaris. Sementara, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 Tahun 2015 Pasal 1 angka 1 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit menyatakan bahwa komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu tugas dan fungsi dewan komisaris. Berdasarkan pengertian komite audit di atas, maka dapat diketahui bahwa komite audit dibentuk dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam mengawasi aktivitas operasional perusahaan yang dilakukan oleh manajer.

Pengukuran proporsi komite audit melalui perbandingan antara jumlah anggota komite audit dari luar terhadap jumlah seluruh anggota komite audit. Sampel 90 perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa data rata-rata proporsi komite audit selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,811-0,836. Data ini menunjukkan bahwa proporsi komite audit dari luar tergolong tinggi. Akan tetapi, proporsi komite audit tidak dapat memberikan sinyal kepada pasar, sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi proporsi komite audit. Hal ini dapat terjadi karena pasar telah mengetahui bahwa komite audit merupakan bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang diwajibkan sesuai dengan tuntutan regulasi yang bersifat wajib (mandatory) sesuai dengan ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik.

Penelitian ini memiliki konsistensi dengan Muhammad dan Pamudji (2014) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap koefisien respon laba (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan independensi komite audit belum cukup untuk meningkatkan kualitas laba perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan kemampuan komite audit untuk menganalisa permasalahan-permasalahan keuangan yang ada dalam perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap informasi laba (sensitivitas laba). Temuan ini membuktikan bahwa kandungan informasi laba yang diukur melalui *cumulative abnormal return* (CAR) tidak bergantung pada efektivitas komite audit. Komite audit yang dibentuk oleh dewan komisaris sebagai bagian

integral dari dewan komisaris memiliki pengaruh yang kurang dominan daripada efektivitas dewan komisaris terkait informasi laba perusahaan.

5.2.1.6. Pengaruh *Low Cost Strategy* terhadap Sensitivitas Laba

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *low cost strategy* secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Salah satu strategi bisnis yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan daya saing keunggulan kompetitif dalam menguasai pangsa pasar adalah strategi biaya rendah (*low cost*). Hal konsisten dengan Porter (1980:25) menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) dapat digunakan oleh perusahaan dalam mencapai keunggulan kompetitif. Artinya, perusahaan dapat menerapkan strategi bisnis biaya rendah untuk mencapai keunggulan bersaing. Strategi ini telah digunakan oleh berbagai akademisi dan diterapkan dalam dunia bisnis sebagai strategi bersaing (Porter, 1985:12; Miller & Dess, 1993:48; Allen & Meyer, 2007:34, Balsam dkk., 2011). Ketika perusahaan dapat menerapkan strategi bisnis biaya rendah, maka perusahaan akan mampu bersaing dalam dunia bisnis.

Asdemir dkk. (2013) menyatakan bahwa strategi biaya rendah dilakukan oleh perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan industri sejenis. Ini dilakukan karena pelanggan yang berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah, sehingga memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Beberapa cara yang digunakan oleh perusahaan untuk mencapai strategi biaya rendah adalah (1) meningkatkan volume produksi, (2) adanya penambahan mesin atau alat produksi untuk mendukung proses produksi, (3) memperoleh bahan baku yang lebih murah

melalui pembelian dengan partai besar sehingga memperoleh diskon pembelian, (4) pengurangan biaya-biaya dalam proses produksi (biaya *overhead*), dan (5) tidak menggunakan hutang bank karena akan menambah beban bunga.

Strategi biaya rendah (*low cost strategy*) diukur melalui perbandingan antara penjualan terhadap total aset. Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur, menunjukkan data rata-rata strategi biaya rendah selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,929-1,111 satuan. Data ini menggambarkan bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan penjualan melalui ketersediaan sumber daya perusahaan (total aset) telah optimal. Akan tetapi, strategi untuk mengoptimalkan penjualan membutuhkan investasi dalam aset tetap dan persediaan. Akibatnya, untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengkonversikan kas dan setara kas ke akun investasi aset tetap dan persediaan, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang sementara aset tetap dan persediaan bertambah. Di sisi lain, perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank untuk menghindari beban bunga. Kondisi ini memberikan sinyal bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar deviden ditahun berjalan mengalami ketidakcukupan dana, sehingga membuat respon pasar tidak sensitif dan pasar mencari informasi lainnya diluar informasi strategi bisnis biaya rendah.

Temuan ini inkonsistensi dengan Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang "*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*". Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan

abnormal trading volume. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR).

5.2.1.7. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy* Secara Bersama-sama berpengaruh terhadap Sensitivitas Laba

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Sensitivitas laba menunjukkan bahwa pasar atau pemegang saham dapat memenuhi ekspektasi pemegang saham sebagai bentuk tanggung jawab manajer kepada pemegang saham. Artinya, pemegang saham percaya bahwa manajer dapat menjalankan aktivitas operasional perusahaan untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Bentuk kepercayaan pemegang saham terhadap kinerja manajer adalah melalui *cumulative abnormal return* yang akan diterima oleh pemegang saham. *Cumulative Abnormal return* merupakan parameter reaksi pasar terhadap kualitas kinerja manajer bahwa manajer telah mengelola aktivitas operasional perusahaan sesuai dengan ekspektasi pasar atau pemegang saham. Melalui berbagai faktor tersebut, maka pemegang saham dapat mengambil keputusan secara akurat, sehingga mempengaruhi reaksi pemegang saham.

Penilaian terhadap kinerja manajer tidak hanya diukur melalui kinerja keuangan. Akan tetapi, kinerja perusahaan dapat diukur secara holistik melalui kinerja lingkungan. Suratno dkk. (2006) menyatakan bahwa kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan dalam menciptakan kondisi lingkungan yang baik.

Dengan demikian, kinerja lingkungan merupakan parameter yang digunakan oleh perusahaan sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan terhadap pemangku kepentingan. Penelitian Herawaty (2018) dan Bemby dkk. (2013) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Tanggung jawab perusahaan bukan hanya terletak pada kualitas laba dan kinerja lingkungan sebagai suatu bentuk kesatuan kinerja perusahaan. Akan tetapi, lebih luas menyangkut pengungkapan informasi lingkungan. Artinya, perusahaan dalam melaksanakan aktivitas bisnis mempertimbangkan dampak tanggungjawab social dan lingkungan serta harus dipublikasikan kepada pemangku kepentingan sebagai bentuk tanggungjawab perusahaan kepada pemangku kepentingan. Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan merupakan suatu bentuk implementasi transparansi perusahaan terhadap kinerja perusahaan secara komprehensif (holistik). Bona-Sanches dkk. (2017), Choi & Moon (2016), Wulandari & Herkulanus (2015); Wassmer dkk. (2014), Paramita (2012), Cheng & Christiawan (2011), dan Santoso & Tan (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Optimalisasi laba perusahaan menunjukkan bahwa manajer berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Angka laba yang optimal tidak menjamin bahwa laba tersebut berkualitas. Hal ini disebabkan karena manajer memiliki berbagai motivasi dalam mencapai target laba, seperti keinginan untuk memperoleh bonus atau kompensasi. Untuk mengurangi motivasi manajer yang tidak konsisten dengan motivasi pemegang saham, maka kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai parameter keselarasan kepentingan antara

manajer dan pemegang saham. Ward dkk. (2018), Ban & Pan (2015), Nadirsyah & Muharram (2015), Moumen dkk. (2013), Pranomo & Passaribu (2013), Febiani (2012), Deng & Xu (2011), Kartina & Nikmah (2011), dan Kwak & Armitage (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap sensitivitas laba.

Untuk mengawasi tindakan oportunistik manajer, maka dibentuklah dewan komisaris dan komite audit. Salah satu komposisi dewan komisaris adalah komisaris independen. KNKG (2006) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Sementara, komite audit merupakan komite yang dibentuk oleh dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu tugas dan fungsi dewan komisaris (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 55/POJK.04/2015 Tahun 2015 Pasal 1 angka 1). Nadirsyah & Muharram (2015), Ifada & Suhendi (2014), Febiani (2012), dan Hermawan (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba.

Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dianggap dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer akan mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya. Artinya, strategi bisnis biaya rendah (*low cost*) dapat mengurangi biaya dengan tujuan untuk menghasilkan penjualan yang optimal. Penerapan strategi biaya rendah lebih berfokus terhadap

investasi dalam aset tetap perusahaan. Tujuannya adalah ketika aset yang digunakan lebih produktif, maka akan menghasilkan penjualan yang optimal.

Fernando dkk. (2015) mengestimasi tentang “*Firm Strategy And Market Reaction to Earnings*”. Penelitian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *absolute abnormal return* dan *abnormal trading volume*. Sementara, strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR).

5.2.2. Implikasi Nilai Perusahaan

5.2.2.1. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan tidak hanya berkaitan dengan kinerja keuangan. Akan tetapi, secara holistik berkaitan dengan kinerja lingkungan. Kinerja lingkungan merupakan kinerja perusahaan yang peduli terhadap lingkungan (Suratno dkk., 2006). Oleh karena itu, kinerja lingkungan merupakan bagian penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Tujuannya untuk meningkatkan performa manajemen perusahaan dalam mengelola aktivitas perusahaan yang mengurangi dampak lingkungan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kinerja lingkungan merupakan salah satu prioritas program perusahaan dalam mempengaruhi persepsi pasar atau pemegang saham. Artinya, kinerja lingkungan diharapkan dapat mempengaruhi keputusan pasar dan pemegang

saham atas kinerja perusahaan secara holistik dalam pengambilan keputusan. Kinerja lingkungan yang baik merefleksikan bahwa perusahaan telah mencapai prestasi pengelolaan lingkungan hidup. Kinerja lingkungan dapat memberikan informasi penting kepada pemegang saham, sehingga mengurangi bias pengambilan keputusan. Perusahaan yang mampu memperhatikan pengelolaan lingkungan akan mampu meningkatkan respon positif pemangku kepentingan, khususnya masyarakat atau pemegang saham, sehingga reputasi perusahaan akan meningkat. Akibatnya adalah pemegang saham menjadi tertarik terhadap perusahaan yang memiliki reputasi baik dalam pengelolaan lingkungan karena tingginya loyalitas pelanggan atau konsumen terhadap berbagai produk perusahaan.

Legitimasi perusahaan memiliki manfaat signifikan dalam mendukung kelangsungan hidup perusahaan. Gray dkk. (1996:46) menyatakan bahwa legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi pada keberpihakan terhadap masyarakat (*society*), pemerintah dan kelompok masyarakat. Untuk itu, sebagai suatu sistem yang mengutamakan keberpihakan atas kepentingan masyarakat, maka aktivitas operasional perusahaan dapat memberikan nilai tambah bagi berbagai pemangku kepentingan. Nilai tambah tersebut dapat melalui penciptaan kinerja lingkungan yang semakin baik sesuai dengan ekspektasi pemangku kepentingan. Implikasinya adalah persepsi pasar akan bereaksi positif karena perusahaan mampu menerapkan keunggulan kompetitif terkait kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan lingkungan hidup.

Salah satu bentuk penilaian kinerja lingkungan perusahaan melalui skor PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup (KLH). Skor ini diklasifikasikan dalam lima kategori warna yaitu, (1) peringkat emas dengan skor 5 sebagai penghargaan telah berhasil melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat memuaskan, (2) peringkat hijau dengan skor 4 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat lebih baik, (3) peringkat biru dengan skor 3 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat sesuai dengan persyaratan minimum, (4) peringkat merah dengan skor 2 sebagai penghargaan telah melaksanakan pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan pada tingkat belum dapat mencapai persyaratan minimum, dan (5) peringkat hitam dengan skor 1 karena perusahaan belum melaksanakan upaya pengendalian pencemaran dan kerusakan lingkungan yang berarti. Penelitian ini kemudian mengukur variabel kinerja lingkungan melalui perbandingan skor PROPER yang diperoleh perusahaan terhadap skor PROPER tertinggi. Semakin tinggi skor PROPER menunjukkan bahwa perusahaan telah berhasil melaksanakan upaya pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup atau melaksanakan produksi yang bersih, serta telah mencapai hasil yang memuaskan.

Data rata-rata kinerja lingkungan berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur selama tahun 2010-2015 menunjukkan kisaran antara 0,658-0,691 atau 65,8%-69,1%. Hasil rata-rata kinerja lingkungan ini menunjukkan bahwa upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan

kemertian lingkungan hidup atau masih dalam kategori warna biru. Salah satu motivasi pemenuhan kategori ini adalah untuk memperoleh pengakuan kedudukan perusahaan dilingkungan masyarakat, regulator, dan pemegang saham. Tujuannya adalah (1) perusahaan memperoleh pengakuan, dan (2) biaya yang berkaitan dengan pengelolaan dampak lingkungan masih tergolong minimum, sehingga strategi perusahaan untuk meningkatkan laba menjadi terpenuhi. Dengan demikian, perusahaan memperoleh manfaat atas strategi ini.

Upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan kementerian lingkungan hidup yang berlaku atau dalam kategori warna biru di satu sisi dapat mempengaruhi prospek perusahaan karena baru tergolong melaksanakan sesuai dengan persyaratan minimum dan belum memuaskan. Akan tetapi, di sisi lain adalah biaya-biaya tahun berjalan yang berkaitan dengan pengelolaan dampak lingkungan menjadi minimum dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh kategori emas, sehingga biaya ini tidak berdampak signifikan dalam mengurangi laba perusahaan. Akibatnya, jika laba tahun berjalan tetap tinggi maka kemakmuran pemegang saham naik dan pemegang saham dapat memperoleh *return* yang tinggi. Jika kemakmuran pemegang saham naik maka nilai perusahaan akan bertambah, sehingga pemegang saham cenderung berorientasi pada tingginya *return* yang akan diterimanya.

Penelitian ini konsisten dengan Lingga dan Suaryana (2017) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa apabila perusahaan

mampu memperhatikan pengelolaan lingkungannya, maka keberadaan perusahaan tersebut akan mendapatkan respon positif oleh masyarakat atau pihak luar, sehingga *image* atau citra dari perusahaan akan meningkat. Pemegang saham lebih tertarik pada perusahaan yang memiliki citra/*image* baik di masyarakat karena berdampak pada tingginya loyalitas konsumen terhadap produk perusahaan. Dengan demikian, dalam jangka panjang penjualan dan profitabilitas perusahaan akan meningkat. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin besar pula *return* yang diterima, sehingga akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (tobin's q). Temuan ini membuktikan bahwa berkurangnya emisi GHG dapat meningkatkan kinerja lingkungan perusahaan. Akibatnya, evaluasi terhadap adanya pengurangan emisi GHG memberikan sinyal positif bahwa perusahaan telah melakukan kinerja lingkungan dengan baik, sehingga informasi kinerja lingkungan meningkatkan nilai perusahaan.

5.2.2.2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Tanggungjawab sosial perusahaan menunjukkan bahwa suatu entitas atau perusahaan ketika melakukan aktivitas operasional perusahaan tidak hanya berorientasi laba. Akan tetapi, perlu memperhatikan tanggungjawab sosial terhadap konsumen, karyawan, pemegang saham, komunitas, dan lingkungan hidup perusahaan. Tanggungjawab sosial perusahaan berhubungan dengan

keberlanjutan usaha perusahaan karena ketika pengambilan keputusan bisnis dilakukan, maka tidak hanya dipengaruhi oleh faktor keuangan. Akan tetapi, melibatkan faktor non-keuangan. Artinya, pengambilan keputusan perusahaan memperhitungkan konsekuensi sosial dan lingkungan. Dasar pengambilan keputusan ini berkaitan dengan kelangsungan hidup perusahaan (*going concern*).

Pengungkapan informasi lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan telah merealisasikan kepatuhan terhadap peraturan, norma, dan kebijakan. Ini membuktikan bahwa legitimasi perusahaan dalam mempertanggung jawabkan dampak lingkungan dan sosial telah dilakukan sesuai regulasi. Tujuannya adalah memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan (khususnya, pemerintah, masyarakat, dan kelompok masyarakat) bahwa aktivitas operasional perusahaan tidak memiliki dampak negatif terhadap lingkungan hidup dan memiliki kontribusi terhadap masyarakat sekitar perusahaan. Implikasinya adalah perusahaan akan terus berkembang dalam aktivitas operasional perusahaan dan dapat menciptakan nilai tambah bagi persepsi pasar bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi laba. Akan tetapi, memperhitungkan tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Pengungkapan informasi lingkungan diukur melalui indikator GRI 2014. Indikator ini memuat informasi *corporate social responsibility* (CSR) dalam tiga kategori yaitu, kategori ekonomi, lingkungan, dan sosial. Ketiga kategori ini memiliki 91 butir pengungkapan. Butir pengungkapan ini kemudian digunakan sebagai pedoman pengungkapan informasi lingkungan, sehingga publikasi pengungkapan informasi lingkungan perusahaan dibandingkan dengan pedoman GRI tersebut. Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur data rata-rata

pengungkapan informasi lingkungan selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,127-0,148 atau 12,7%-14,8%. Hasil rata-rata ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan pengungkapan informasi lingkungan berkisar antara 11-14 butir pengungkapan.

Salah satu motivasi rendahnya pengungkapan informasi ini disebabkan karena di Indonesia pengungkapan informasi lingkungan atau *corporate social responsibility* (CSR) masih bersifat sukarela (*voluntary*) untuk non-BUMN. Pengungkapan informasi lingkungan merupakan bentuk kepedulian perusahaan terhadap pemangku kepentingan yaitu, regulator, pemegang saham, dan khususnya masyarakat. Hal ini dilakukan oleh perusahaan sebagai salah satu bentuk strategi perusahaan dalam mengekspos kepedulian perusahaan terhadap tanggungjawab sosial dan lingkungan, sehingga perusahaan memperoleh pengakuan kedudukan dari masyarakat sekitar dan regulator.

Akibat adanya pengungkapan informasi lingkungan secara sukarela (*voluntary*) adalah bertambahnya beban keuangan perusahaan. Akan tetapi, di sisi lain pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi risiko kontijensi dalam jangka panjang. Bagi pemegang saham, beban keuangan perusahaan dapat mengurangi *return* yang akan diterimanya, sehingga berdampak terhadap kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian, pemegang saham cenderung berfokus pada memaksimalkan kemakmurannya, sehingga risiko kontijensi dalam jangka panjang menjadi terabaikan.

Penelitian ini konsisten dengan Tjipto & Juniarti (2016) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa kelangsungan hidup

dan keberhasilan perusahaan bergantung pada pemenuhan kebutuhan ekonomi dan non ekonomi para pemangku kepentingan yang dilakukan melalui aktivitas pengungkapan informasi lingkungan. Pengungkapan informasi lingkungan akan memberikan manfaat pada kinerja keuangan jangka panjang. Hal ini disebabkan oleh adanya risiko yang kecil yang diterima oleh pemegang saham. Akan tetapi, akibat pengungkapan informasi lingkungan, maka akan mempengaruhi *return* yang diterima oleh pemegang saham.

5.2.2.3. Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Nilai Perusahaan

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh secara parsial tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Artinya, nilai perusahaan menunjukkan kesejahteraan pemegang saham. Untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, maka produktivitas perusahaan harus ditingkatkan dalam menghasilkan angka laba yang optimal dan berkualitas. Angka laba yang optimal memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap *return* saham akan terpenuhi. Akan tetapi, manajer yang mengelola aktivitas operasional perusahaan memiliki kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menyebabkan munculnya konflik kepentingan. Konflik kepentingan ini menunjukkan bahwa manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya dibandingkan kepentingan pemegang saham.

Salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer yang oportunistik melalui struktur kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham institusi atau lembaga

seperti, bank, asuransi, investasi, pemerintah, dan lembaga lainnya. Kepemilikan institusional dapat menekan perilaku manajer yang cenderung oportunistik untuk mementingkan kepentingannya. Tujuannya adalah untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham, sehingga mekanisme pengawasan menjadi lebih efektif.

Kepemilikan institusional diukur melalui perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah saham beredar. Data rata-rata kepemilikan institusional berdasarkan 90 sampel perusahaan manufaktur selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,695-0,705 atau 69,5%-70,5%. Data ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas. Kondisi ini memberikan peluang kepada manajemen perusahaan untuk cenderung bertindak oportunistik dalam memenuhi kepentingannya. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi konflik kepentingan, sehingga kepemilikan institusional tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan Dewi dan Sanica (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan semakin besar persentase kepemilikan saham dari luar perusahaan tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dengan rata-rata sebesar 67,9% merupakan pemilik mayoritas. Pemegang saham institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan

kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan cenderung mengarah pada kepentingan pribadi mengakibatkan strategi aliansi antara pemegang saham institusional dengan pihak manajemen ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini tentunya berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal, sehingga dengan kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan Sinarmaryarani dan Suwitho (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan besar atau kecilnya kepemilikan institusional atas perusahaan belum mampu mengontrol dan mengawasi tindakan oportunistik manajer dalam perusahaan. Tindakan oportunistik manajer dalam perusahaan yang terlalu besar tidak mampu dikendalikan oleh pemegang saham institusional secara efisien yang dikarenakan pemegang saham institusional akan lebih berfokus pada perusahaan daripada tindakan oportunistik manajer.

Penelitian ini konsisten dengan Perdana dan Raharja (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa pihak institusi sebagai pemilik perusahaan belum efektif dalam melaksanakan kontrol dan monitoring terhadap manajemen perusahaan.

5.2.2.4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh secara parsial tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen perusahaan

menunjukkan bahwa pendelegasian wewenang pemegang saham kepada manajemen perusahaan dalam mengelola proses bisnis dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham belum dilakukan secara efektif. Penyebabnya adalah manajemen perusahaan cenderung bertindak oportunistik untuk memenuhi kepentingannya dibandingkan kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

Untuk memonitoring tindakan manajemen perusahaan yang oportunistik, maka dibentuklah dewan komisaris. UU No. 40 tahun 2007 Pasal 108 ayat (1) menyatakan bahwa dewan komisaris melakukan pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha perusahaan, dan memberi nasihat kepada direksi, (2) pengawasan dan pemberian nasihat sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dilakukan untuk kepentingan perusahaan dan sesuai dengan maksud dan tujuan perusahaan, (3) dewan komisaris terdiri dari satu orang anggota atau lebih, (4) dewan komisaris yang terdiri atas lebih dari satu orang anggota merupakan majelis dan setiap anggota dewan komisaris tidak dapat bertindak sendiri-sendiri, melainkan berdasarkan keputusan dewan komisaris.

UU No. 40 tahun 2007 Pasal 114 ayat (1) menyatakan bahwa dewan komisaris bertanggung jawab atas pengawasan perusahaan sebagaimana yang dimaksud dalam Pasal 108 ayat (1), dan ayat (2) menyebutkan bahwa setiap anggota dewan komisaris wajib dengan itikad baik, kehati-hatian, dan bertanggung jawab dalam menjalankan tugas dan pengawasan dan pemberian nasihat kepada direksi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 108 ayat (1) untuk kepentingan perusahaan dan sesuai dengan maksud dan tujuan perusahaan.

Salah satu bentuk komposisi dewan komisaris adalah komisaris independen. KNKG, (2006) menjelaskan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak berafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lain, dan pemegang saham pengendali, dan bebas dari bisnis atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen atau bertindak semata-mata untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Menurut Peraturan OJK No.55/POJK.04/2015 Pasal 1 ayat 2 menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar emiten atau perusahaan publik dan memenuhi persyaratan sebagaimana dimaksud dalam peraturan Otoritas Jasa Keuangan.

Proporsi komisaris independen diukur melalui perbandingan antara jumlah komisaris independen terhadap jumlah seluruh dewan komisaris. Data rata-rata proporsi komisaris independen berkisar antara 0,403-0,416 atau 40,3%-41,6% berdasarkan 90 sampel perusahaan manufaktur selama tahun 2010-2015. Data rata-rata ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah atau lebih kecil dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha perusahaan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menunjukkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen perusahaan yang cenderung oportunistik bertindak untuk memenuhi kepentingannya, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen perusahaan. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi

konflik kepentingan, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan Kusumaningtyas & Andayani (2015) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa dewan komisaris independen kurang objektif dalam melakukan pengawasan terhadap dewan direksi, sehingga kinerja dewan direksi kurang begitu efektif dan efisien yang akhirnya berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Penjelasan dari hasil ini adalah kemungkinan adanya komisaris independen dalam perusahaan yang diobservasi hanyalah bersifat formalitas untuk memenuhi regulasi dari Bursa Efek Indonesia, sehingga keberadaan komisaris independen ini tidak untuk menjalankan fungsi monitoring yang baik dan tidak menggunakan independensinya untuk mengawasi kebijakan direksi.

Penelitian ini konsisten dengan Firdausya (2013) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa penambahan ukuran anggota dewan komisaris independen dimungkinkan hanya sekedar memenuhi ketentuan formal, sementara pemegang saham mayoritas masih memegang peranan penting, sehingga kinerja perusahaan tidak meningkat.

5.2.2.5. Pengaruh Proporsi Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan

Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa wujud pendelegasian wewenang pemegang

saham kepada manajer dalam mengelola aktivitas operasional perusahaan disepakati melalui adanya kontrak. Pemegang saham dan manajer merupakan *utility maximisers* yaitu, keinginan individual atau kelompok dalam memenuhi kepentingannya masing-masing. Artinya, manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya, sehingga mengorbankan kepentingan pemegang saham. Fama (1980) menyatakan bahwa kontrak efisien antara pemegang saham dan manajer direleksikan melalui pendelegasian wewenang kepada manajer dalam mengelola aktivitas operasional perusahaan dan manajer bertanggung jawab dalam mengoordinasikan aktivitas operasional perusahaan kepada pemegang saham.

Proses bisnis perusahaan yang dikelola oleh manajer harus sesuai dengan kesepakatan kontrak yang dilakukan antara pemegang saham dan manajer. Artinya, dalam menjalankan aktivitas bisnis, maka manajer diharapkan menggunakan seluruh kemampuannya untuk meningkatkan kinerja dan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Untuk memastikan bahwa tindakan manajer telah sesuai dengan ekspektasi pemegang saham, maka pemegang saham harus mengawasi tindakan dan pengambilan keputusan manajer. Tujuannya adalah untuk mengurangi risiko yang tidak diinginkan oleh pemegang saham. Salah satu bentuk pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham adalah melalui efektivitas komite audit.

Komite audit adalah salah satu bentuk mekanisme tata kelola perusahaan yang dibentuk oleh dewan komisaris dalam membantu efektivitas pemantauannya terhadap tindakan manajer. Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Nomor 55/POJK.04/2015 menyebutkan bahwa komite audit wajib memiliki paling kurang satu anggota yang berlatar belakang pendidikan dan keahlian di bidang akuntansi dan/atau keuangan. Keberadaan komite audit dianggap dapat meningkatkan kredibilitas dan transparansi pelaporan keuangan, sehingga pengambilan keputusan oleh pemegang saham menjadi lebih akurat.

Efektivitas komite audit dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa laporan keuangan memiliki keandalan, relevan, dan kredibilitas. Artinya, efektivitas komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer sebagai akibat adanya asimetri informasi. Informasi pelaporan keuangan dijadikan oleh pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena pemegang saham harus mengetahui prospek perusahaan, sehingga pengambilan keputusan lebih akurat. Oleh karena itu, efektivitas komite audit dapat dijadikan sebagai sinyal bahwa pelaporan keuangan perusahaan memiliki kredibilitas.

Komite audit diukur melalui perbandingan antara jumlah anggota komite audit dari luar terhadap jumlah seluruh anggota komite audit. Berdasarkan sampel 90 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2010-2015, maka dapat diketahui bahwa rata-rata proporsi komite audit berkisar antara 0,811-0,836. Data rata-rata ini menunjukkan bahwa proporsi komite audit tergolong tinggi. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik. Tingginya proporsi komite audit memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa komite audit dapat

mengurangi konflik kepentingan. Akibatnya, biaya agensi menjadi lebih rendah dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pengaruh ini disebabkan karena pemegang saham memiliki kepentingan dengan komite audit dalam meningkatkan *return* yang akan diterimanya.

Penelitian ini konsisten dengan Syafitri dkk. (2018) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa jumlah komite audit dalam suatu perusahaan harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap selalu memperhatikan unsur efektivitas dalam proses pengambilan keputusan, sehingga memberikan kontribusi dalam menilai perusahaan dan juga kualitas laporan keuangan. Laporan keuangan telah mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya dan disajikan secara wajar sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum.

5.2.2.6. Pengaruh *Low Cost Strategy* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *low cost strategy* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer telah mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya untuk menghasilkan optimalisasi laba. Sinyal positif ini hanya berlaku ketika implementasi strategi biaya rendah dalam jangka pendek. Akan tetapi, untuk jangka panjang strategi biaya rendah dapat memberikan sinyal negatif kepada pemangku kepentingan. Birjandi dkk. (2014) dan Jermias (2008) menjelaskan bahwa apabila perusahaan memilih untuk menggunakan strategi

biaya rendah sebagai strategi bisnis perusahaan, maka akan mengurangi kinerja perusahaan.

Strategi biaya rendah cenderung diterapkan pada perusahaan untuk menguasai pangsa pasar. Hal ini dilakukan karena pelanggan yang berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah, sehingga memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Strategi biaya rendah dilakukan oleh perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan industri sejenis. Untuk mencapai strategi ini, maka perusahaan (1) meningkatkan volume produksi, (2) menambah mesin atau alat produksi untuk mendukung proses produksi, (3) memperoleh bahan baku yang lebih murah melalui pembelian secara kelompok (*lumpsum*), sehingga memperoleh diskon pembelian, (4) mengurangi biaya-biaya dalam proses produksi (*biaya overhead*), dan (5) tidak menggunakan hutang bank karena akan menambah beban bunga.

Salah satu pengukuran strategi biaya rendah (*low cost strategy*) melalui perbandingan antara penjualan terhadap total aset. Data rata-rata strategi biaya rendah berdasarkan 90 sampel perusahaan manufaktur selama tahun 2010-2015 berkisar antara 0,929-1,111. Rata-rata strategi biaya rendah menunjukkan bahwa peningkatan penjualan melalui ketersediaan aset perusahaan. Implementasi strategi biaya rendah yang lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap dan persediaan membutuhkan ketersediaan modal kerja. Untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengeluarkan kas dan setara kas, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank

yang akan menambah beban bunga. Akibatnya, ketersediaan kas dan setara kas untuk membayar dividen pemegang saham menjadi berkurang dan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham karena harga saham menjadi menurun.

Penelitian ini konsisten dengan Bhattarai (2017) mengestimasi tentang “*Capital Market Perception and Generic Strategy of Nepalese Enterprises*”. Pengukuran untuk persepsi pasar menggunakan Tobin’s q. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin’s q. Temuan ini menunjukkan bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) lebih berfokus pada aktiva tetap perusahaan. Rasio pengeluaran modal yang tinggi menunjukkan bahwa persepsi pasar terhadap strategi biaya rendah (*low cost*) menjadi berkurang.

Hasil penelitian konsistensi dengan Birjandi dkk. (2014) menunjukkan bahwa strategi biaya rendah dapat mengurangi kinerja perusahaan (Tobin’s q). Temuannya menunjukkan bahwa strategi biaya rendah yang diterapkan oleh perusahaan memberikan sinyal positif kepada pemegang saham dalam jangka pendek. Akan tetapi, dalam jangka panjang strategi biaya rendah menjadi tidak efektif untuk diterapkan sebagai strategi perusahaan. Selanjutnya, Birjandi dkk. (2014) menyatakan bahwa kesimpulan penelitian Jermias (2008) menyatakan bahwa apabila perusahaan memilih untuk menggunakan strategi biaya rendah sebagai strategi bisnis perusahaan, maka akan mengurangi kinerja perusahaan.

5.2.2.7. Pengaruh Sensitivitas Laba terhadap Nilai Perusahaan

Temuan penelitian menunjukkan bahwa sensitivitas laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur. Sensitivitas laba merefleksikan adanya koefisien respon laba pemegang saham

terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan. Sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan, maka sensitivitas laba dapat dijadikan parameter ukuran kinerja perusahaan. Informasi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan yang disampaikan kepada pemegang saham. Sinyal ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan sebagai bentuk respon pemegang saham atas prospek perusahaan.

Informasi laba yang berkualitas merefleksikan bahwa laba dapat dijadikan sebagai parameter pengambilan keputusan yang lebih akurat. Laba yang memiliki kualitas tinggi menunjukkan adanya kandungan informasi yang tinggi, sehingga dapat mengurangi bias pengambilan keputusan bisnis. Kualitas laba dapat diukur melalui koefisien respon laba (*Earnings Response Coefficient*). Koefisien respon laba merupakan salah satu cara yang dapat digunakan oleh pemangku kepentingan dalam mengukur kandungan informasi laba. Scott (2009:154) menyatakan bahwa koefisien respon laba merupakan ukuran besaran *abnormal return* saham sebagai respon pemegang saham terhadap komponen laba abnormal (*unexpected earnings*) yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Reaksi pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan dapat diketahui melalui adanya *cumulative abnormal return* (CAR). *Cumulative abnormal return* (CAR) menunjukkan adanya sensitivitas laba sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan. Informasi laba kemudian digunakan oleh pemegang saham untuk mengetahui besaran *return* yang akan diterima. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu memberikan sinyal positif kepada pemegang saham mengenai

tingkat kemakmuran pemegang saham sebagai bentuk investasi yang dilakukan oleh pemegang saham. Selain itu, sinyal ini kemudian digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan baik itu, keputusan investasi maupun keputusan kebijakan internal perusahaan yang berhubungan dengan prospek perusahaan.

Pengukuran strategi sensitivitas laba melalui koefisien regresi antara *cumulative abnormal return* (CAR) dan *unexpected earnings* (UE) yang dikontrol dengan *return* tahunan (RT). Data rata-rata sensitivitas laba berdasarkan 90 sampel perusahaan manufaktur selama tahun 2010-2015 berkisar antara -0,004-0,071. Rata-rata sensitivitas laba menunjukkan masih lemahnya tingkat sensitivitas respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan karena adanya transaksi-transaksi ekonomi yang ditimbulkan seperti, beban lingkungan, beban pengungkapan informasi lingkungan, biaya agensi, dan ketidakcukupan dana yang tersedia untuk membayar deviden di tahun berjalan yang disebabkan oleh penggunaan akun kas dan setara kas untuk membeli aset tetap dan persediaan. Oleh karena itu, pasar tetap merespon positif kondisi ini, tetapi tidak begitu kuat yang berdampak pada peningkatan kemakmuran pemegang saham yang sangat kecil atau meningkatnya nilai perusahaan tetapi tidak begitu besar.

Koefisien sensitivitas laba yang tergolong kecil juga disebabkan karena kondisi Pasar Modal Indonesia yang belum berfungsi secara maksimal. Hal ini terjadi karena Pasar Modal Indonesia merupakan Pasar Modal yang tergolong efisiensi bentuk lemah. Efisiensi pasar bentuk lemah merefleksikan semua informasi yang terjadi di masa lalu seperti, harga dan volume perdagangan,

sehingga harga saham saat ini yang dihubungkan dengan informasi masa lalu digunakan oleh pemegang saham dalam membantu menentukan harga saham sekarang. Dengan demikian, informasi harga saham dimasa lalu tersebut kemudian tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga saham dimasa yang akan datang karena sudah merefleksikan harga saham saat ini. Ady & Mulyanintyas (2017) menjelaskan bahwa pada efisiensi pasar bentuk lemah, pemegang saham tidak akan memperoleh *abnormal return* dari informasi harga dimasa lalu.

Penelitian ini konsisten dengan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa pasar efisiensi bentuk lemah kurang menganggap kualitas laba yang diukur melalui *cumulative abnormal return* (CAR) sebagai salah satu pertimbangan dalam menilai suatu perusahaan.

Gumanti & Utami (2002) menjelaskan bahwa pasar yang efisien memiliki kondisi yaitu, pemegang saham yang aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham adalah pemegang saham rasional yang berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara. Pemegang saham ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan mempengaruhi harga suatu sekuritas.

Pada intinya harga saham di pasar efisiensi bentuk lemah tidak sensitive terhadap informasi yang berkembang dipasar Indonesia oleh karena itu informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan direspon tidak sensitive oleh pasar yang berdampak pada rendahnya tingkat respon pasar dan berdampak pada rendahnya tingkat fluktuasi harga saham serta berdampak pada rendahnya tingkat nilai perusahaan di pasar Indonesia.

5.2.2.8. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy*, Sensitivitas Laba Secara Bersamaan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba secara bersamaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan sebagai parameter evaluasi kemakmuran pemegang saham menunjukkan adanya konsekuensi perilaku manajer dalam pengambilan keputusan bisnis. Perilaku manajer ini tidak hanya dapat diketahui melalui kinerja lingkungan perusahaan sebagai bentuk kepedulian perusahaan terhadap lingkungan hidup. Akan tetapi, lebih kompleks mengenai pengungkapan informasi lingkungan, tata kelola perusahaan (kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit), dan strategi biaya rendah (*low cost strategy*) sebagai bentuk implementasi kinerja non keuangan.

Melalui implementasi kinerja non keuangan, maka pemegang saham dapat mengambil keputusan secara holistik sehingga mengurangi bias pengambilan keputusan. Implementasi kinerja non-keuangan digunakan oleh manajer dalam menyampaikan sinyal informasi kepada pasar atau pemegang saham bahwa kinerja perusahaan bukan hanya berhubungan dengan kinerja keuangan. Akan tetapi, kinerja perusahaan berhubungan dengan kinerja non keuangan seperti, kepedulian perusahaan terhadap kinerja lingkungan dan pengungkapan informasi lingkungan. Lebih dari itu, prinsip implementasi tata kelola perusahaan juga harus efektif dijalankan dalam perusahaan untuk

menunjang kredibilitas dan kualitas pelaporan keuangan. Keseluruhan informasi ini kemudian digunakan oleh pemegang saham sebagai input dalam pengambilan keputusan.

Penelitian Khumar & Shetty (2017), Lingga & Suaryana (2017), dan Delmas dkk. (2015) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, Dewi & Sanica (2017), Latupono & Andayani (2015), Handriyani & Andayani (2013), Nahda & Harjito (2011) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian yang berhubungan dengan kepemilikan instiusional dilakukan oleh Pratiwi dkk (2016), Kusumaningtyas & Andayani (2015), Ahmad & Jusoh (2014), Muryati & Suardikha (2014), Damayanti & Suartana (2014), dan Nuraina (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, Hidayat & Utama (2016), Muryati & Suardikha (2014), dan Perdana & Raharja (2014) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Syafitri dkk. (2018), Almaqoushi & Powel 92017), dan Zabojuikova (2016) menunjukkan bahwa komite audit berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Asdemir dkk. (2012) menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost*) dilakukan oleh suatu perusahaan dengan cara memproduksi produk atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan industri sejenis (pesaing). Artinya, terdapat intuisi bahwa pelanggan yang lebih berorientasi pada harga akan memilih produk dengan harga yang lebih rendah dengan asumsi produknya tetap

berkualitas, sehingga memungkinkan perusahaan untuk menguasai pangsa pasar dan lebih unggul dibandingkan perusahaan pesaing. Dengan demikian, perusahaan lebih menyukai strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan kinerja yang unggul melalui optimalisasi penjualan. Temuan Krismiaji (2017), Asdemir (2012), dan Validpour dkk. (2012) menunjukkan bahwa strategi *low cost* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

5.2.3. Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasi terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 5.20 di bawah ini, maka dapat diketahui bahwa terdapat dua model pengujian regresi data panel dalam penelitian ini. Model pertama menjelaskan tentang determinan sensitivitas laba dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Sedangkan, kinerja lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Selanjutnya, pada model kedua hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, proporsi komite audit dan sensitivitas laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara pengungkapan informasi lingkungan dan *low cost strategy* secara parsial berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

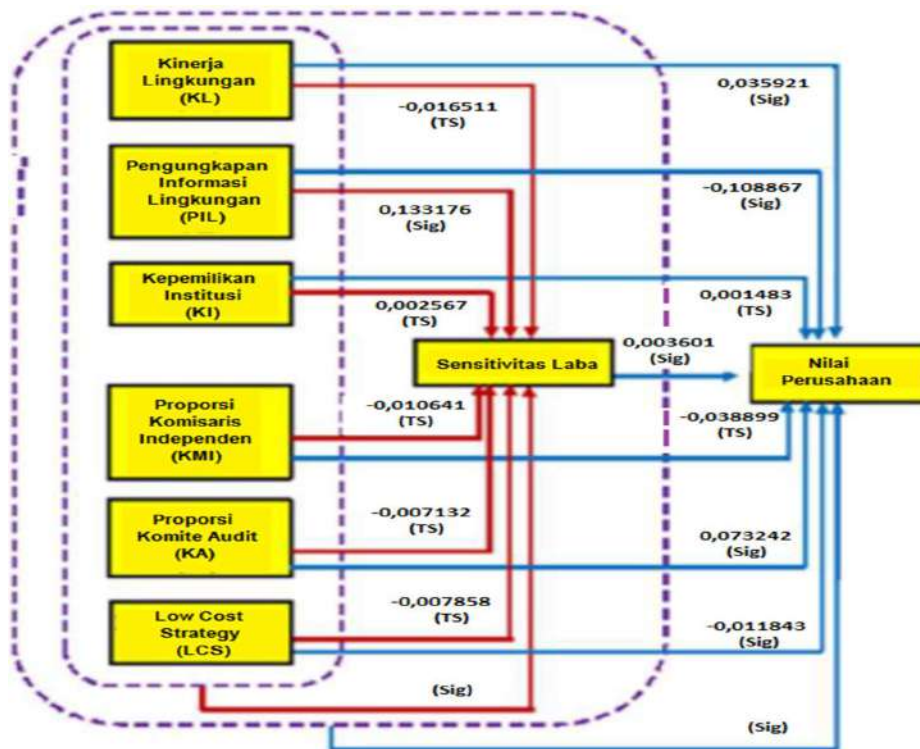
Tabel 5.20
Determinan Sensitivitas Laba dan Implikasi terhadap
Nilai Perusahaan

Variabel Independen	Model 1 (Sensitivitas Laba)			Model 2 (Nilai Perusahaan)		
	Koefisien Regresi	Prob.	Sig./Tidak Sig.	Koefisien Regresi	Prob.	Sig./Tidak Sig.
KL	-0,016511	0,3513	TS	0,035921	0,0159	Sig.
PIL	0,133176	0,0032	Sig.	-0,108867	0,0011	Sig.
KI	0,002567	0,9033	TS	0,001483	0,8684	TS
KMI	-0,010641	0,5598	TS	-0,038899	0,2990	TS
KA	-0,007132	0,6211	TS	0,073242	0,0000	Sig.
LCS	-0,007858	0,0690	TS	-0,011843	0,0239	Sig.
ERC				0,003601	0,0204	Sig.

Sumber: data sekunder diolah, 2018

5.2.4. Ringkasan Hasil Penelitian

Berikut ini adalah tampilan gambar 5.9 sebagai ringkasan hasil penelitian untuk gabungan kedua model data panel dalam penelitian ini.



Gambar 5.9
Ringkasan Hasil Penelitian

Berdasarkan gambar 5.9 tersebut, maka dapat diketahui beberapa hal sebagai berikut.

1. Kinerja Lingkungan secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Sensitivitas laba.

Implikasi terkait kepatuhan perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup dalam kategori biru atau upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam perundang-undangan yang berlaku adalah munculnya risiko kontigensi yang dapat mempengaruhi keberlangsungan usaha perusahaan (*going concern*), sehingga pasar kurang sensitif terhadap informasi kinerja lingkungan perusahaan. Selain itu, kondisi ini juga terjadi karena pasar atau pemegang saham merupakan pemegang saham lama yang telah mengetahui prospek kinerja lingkungan perusahaan yang hanya memenuhi pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam perundang-undangan yang berlaku. Dengan demikian, pasar cenderung berfokus pada prospek perusahaan.

2. Pengungkapan Informasi Lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Pengungkapan informasi lingkungan atau *corporate social responsibility* (CSR) di Indonesia untuk non-BUMN merupakan pengungkapan sukarela (*voluntary*). Oleh karena itu, pelaksanaan program pengungkapan informasi lingkungan yang hanya beberapa butir pengungkapan masih tetap diapresiasi oleh pasar sebagai informasi penting karena perusahaan mengungkapkan informasi lingkungan secara sukarela. Akibatnya, beban perusahaan terkait pengungkapan

bertambah. Kondisi ini tentu saja akan mempengaruhi reaksi pasar, sehingga pasar menjadi sensitif atas pengungkapan informasi lingkungan perusahaan yang dilakukan secara sukarela. Dengan demikian, pasar cenderung berfokus pada keberlangsungan usaha perusahaan dalam jangka panjang (*going concern*) karena perusahaan dapat meminimalkan risiko kontigensi dibandingkan berfokus dalam jangka pendek untuk mengurangi biaya dalam mencapai target laba yang tinggi.

3. Kepemilikan Institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga pemegang saham mayoritas seringkali mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Akibatnya, manajemen perusahaan berperilaku oportunistik untuk memenuhi kepentingannya, sehingga kebijakan manajemen perusahaan kurang optimal dalam memenuhi kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga pasar kurang sensitif dan mencari informasi lain yang relevan diluar kepemilikan institusional.

4. Proporsi Komisaris Independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Temuan ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menyebabkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen

perusahaan. Akibatnya adalah pasar kurang sensitif dan mencari informasi lainnya yang relevan diluar proporsi komisaris independen.

5. Proporsi Komite Audit secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit tergolong tinggi. Akan tetapi, proporsi komite audit tidak dapat memberikan sinyal kepada pasar, sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi proporsi komite audit. Hal ini dapat terjadi karena pasar telah mengetahui bahwa komite audit merupakan bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang diwajibkan sesuai dengan tuntutan regulasi yang bersifat wajib (mandatory) sesuai dengan ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik.

6. *Low Cost Strategy* secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan penjualan melalui ketersediaan sumber daya perusahaan telah optimal. Akan tetapi, strategi untuk mengoptimalkan penjualan membutuhkan investasi dalam aset tetap dan persediaan. Akibatnya, untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengkonversikan kas dan setara kas melalui investasi aset tetap dan persediaan, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank yang

akan menambah beban bunga. Kondisi ini membuat respon pasar kurang sensitif dan pasar mencari informasi lainnya diluar informasi strategi bisnis biaya rendah.

7. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, Low Cost Strategy secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Sensitivitas Laba.

Temuan ini menunjukkan bahwa faktor non keuangan yaitu, informasi lingkungan, implementasi tata kelola perusahaan, dan strategi bisnis dapat mempengaruhi reaksi pemegang saham. Hal ini disebabkan karena faktor-faktor tersebut merupakan keseluruhan informasi penting tentang prospek perusahaan yang dapat digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan.

8. Kinerja Lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup sesuai dengan persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam perundang-undangan yang berlaku atau dalam kategori biru di satu sisi dapat mempengaruhi prospek perusahaan. Akan tetapi, di sisi lain adalah biaya-biaya yang berkaitan dengan pengelolaan dampak lingkungan menjadi minimum dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh kategori emas, sehingga biaya ini tidak berdampak signifikan dalam mengurangi laba perusahaan. Akibatnya, pemegang saham dapat memperoleh *return* yang tinggi. Hal ini terjadi karena nilai perusahaan berkaitan dengan

tingkat kemakmuran pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung berorientasi pada tingginya *return* yang akan diterimanya.

9. Pengungkapan Informasi Lingkungan secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Implikasi program pengungkapan informasi lingkungan secara sukarela (*voluntary*) adalah bertambahnya beban keuangan perusahaan. Akan tetapi, di sisi lain pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi risiko kontigensi dalam jangka panjang. Bagi pemegang saham, beban keuangan perusahaan dapat mengurangi *return* yang akan diterimanya, sehingga berdampak terhadap kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian, pemegang saham cenderung berfokus untuk memaksimalkan kemakmurannya, sehingga risiko kontigensi dalam jangka panjang menjadi terabaikan.

10. Kepemilikan Institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas. Kondisi ini memberikan peluang kepada manajemen perusahaan untuk cenderung bertindak oportunistik dalam memenuhi kepentingannya. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi konflik kepentingan, sehingga kepemilikan institusional tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

11. Proporsi Komisaris Independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha perusahaan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menunjukkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen perusahaan yang cenderung oportunistik bertindak untuk memenuhi kepentingannya, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen perusahaan. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi konflik kepentingan, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

12. Proporsi Komite Audit secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit tergolong tinggi. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik. Tingginya proporsi komite audit memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan. Akibatnya, biaya agensi menjadi lebih rendah dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pengaruh ini disebabkan karena pemegang saham memiliki kepentingan dengan komite audit dalam meningkatkan *return* yang akan diterimanya.

13. *Low Cost Strategy* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa rata-rata strategi biaya rendah mengalami peningkatan penjualan melalui ketersediaan aset perusahaan. Implementasi strategi biaya rendah yang lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap dan persediaan membutuhkan ketersediaan modal kerja. Untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengeluarkan kas dan setara kas, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank yang akan menambah beban bunga. Akibatnya, ketersediaan kas dan setara kas untuk membayar dividen pemegang saham menjadi berkurang dan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham karena harga saham menjadi menurun.

14. Sensitivitas Laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan masih lemahnya tingkat sensitivitas respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan karena adanya transaksi-transaksi ekonomi yang ditimbulkan seperti, beban lingkungan, beban pengungkapan informasi lingkungan, biaya agensi, dan ketidakcukupan dana yang tersedia untuk membayar dividen di tahun berjalan yang disebabkan oleh penggunaan akun kas dan setara kas untuk membeli aset tetap dan persediaan. Oleh karena itu, pasar tetap merespon positif kondisi ini, tetapi tidak begitu kuat yang berdampak pada peningkatan kemakmuran pemegang saham yang sangat kecil atau meningkatnya nilai perusahaan tetapi tidak begitu besar.

15. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy*, dan Sensitivitas Laba secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan dalam meningkatkan kemakmuran perusahaan bukan hanya terletak pada informasi laba akuntansi. Akan tetapi, keseluruhan informasi fundamental yang dapat mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Informasi fundamental tersebut seperti, informasi lingkungan, implementasi tata kelola perusahaan, strategi bisnis, dan reaksi pemegang saham.

BAB VI

KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

Bab ini menguraikan tentang kesimpulan, implikasi, keterbatasan, dan saran. Kesimpulan menguraikan tentang keseluruhan temuan penelitian. Implikasi menguraikan tentang implikasi teoritis dan manajerial. Sementara, penelitian ini juga memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan sebagai bagian penting dalam proses pengambilan kesimpulan. Akhirnya, penelitian diakhiri dengan beberapa saran penting.

6.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis determinan sensitivitas laba dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. Melalui metode pengambilan sampel yaitu, *purposive sampling* pada perusahaan manufaktur selama periode 2010-2015, maka penelitian ini merupakan penelitian dengan pengujian estimasi regresi menggunakan pendekatan data panel. Estimasi regresi data panel diolah dengan menggunakan aplikasi *eviews* versi 9,0.

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Temuan ini menunjukkan bahwa kepatuhan perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup tergolong dalam kategori biru atau upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup tergolong pada tingkat persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan Kementerian Lingkungan Hidup yang berlaku mengakibatkan munculnya risiko kontijensi yang dapat mempengaruhi prospek atau keberlangsungan perusahaan (*going concern*), sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi

kinerja lingkungan perusahaan. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).

2. Temuan penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba. Program pengungkapan informasi lingkungan atau *corporate social responsibility* (CSR) di Indonesia masih bersifat sukarela (*voluntary*) untuk non-BUMN. Oleh karena itu, pelaksanaan program pengungkapan informasi lingkungan yang hanya beberapa butir pengungkapan (tergolong kecil) masih tetap diapresiasi oleh pasar sebagai informasi penting karena perusahaan mengungkapkan informasi lingkungan secara sukarela. Akibat adanya pengungkapan informasi lingkungan adalah bertambahnya beban perusahaan. Kondisi ini tentu saja akan mempengaruhi reaksi pasar, sehingga pasar menjadi sensitif atas pengungkapan informasi lingkungan perusahaan yang dilakukan secara sukarela. Dengan demikian, pasar cenderung berfokus pada keberlangsungan usaha perusahaan dalam jangka panjang (*going concern*) karena perusahaan dapat meminimalkan risiko kontigensi dibandingkan berfokus dalam jangka pendek untuk mengurangi biaya dalam mencapai target laba yang tinggi. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).
3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham

mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas. Akibatnya adalah manajemen perusahaan bertindak oportunistik untuk memenuhi kepentingannya dan tindakan atau kebijakan manajemen perusahaan kurang optimal dalam memenuhi kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga pasar kurang sensitif dan mencari informasi lain yang relevan diluar kepemilikan institusional. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan insitusi berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).

4. Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Temuan ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menyebabkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen perusahaan. Akibatnya adalah pasar kurang sensitif dan mencari informasi lainnya yang relevan diluar proporsi komisaris independen. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).
5. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Temuan

penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit tergolong tinggi, sehingga dapat diketahui bahwa persentase komite audit dari luar perusahaan lebih dominan dibandingkan dari dalam perusahaan. Akan tetapi, proporsi komite audit tidak dapat memberikan sinyal kepada pasar, sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi proporsi komite audit. Hal ini dapat terjadi karena pasar telah mengetahui bahwa komite audit merupakan bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang diwajibkan sesuai dengan tuntutan regulasi yang bersifat wajib (mandatory) sesuai dengan ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa proporsi komite audit berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).

6. Temuan penelitian menunjukkan bahwa strategi bisnis biaya rendah (*low cost strategy*) secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap sensitivitas laba. Data ini menunjukkan bahwa penerapan strategi biaya rendah (*low cost*) untuk meningkatkan penjualan melalui ketersediaan sumber daya perusahaan (total aset) telah optimal. Akan tetapi, strategi untuk mengoptimalkan penjualan membutuhkan investasi dalam aset tetap dan persediaan. Akibatnya, untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengkonversikan kas dan setara kas melalui investasi aset tetap dan persediaan, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank yang akan menambah beban

bunga. Kondisi ini membuat respon pasar kurang sensitif dan pasar mencari informasi lainnya diluar informasi strategi bisnis biaya rendah. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa *low cost strategy* berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).

7. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan strategi biaya rendah (*low cost strategy*) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap sensitivitas laba. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa faktor non keuangan yaitu, informasi lingkungan, implementasi tata kelola perusahaan, dan strategi bisnis dapat mempengaruhi reaksi pemegang saham. Hal ini disebabkan karena faktor-faktor tersebut merupakan keseluruhan informasi penting tentang prospek perusahaan yang dapat digunakan oleh pemegang saham dalam proses pengambilan keputusan. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan strategi biaya rendah (*low cost strategy*) berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.14**).

Hasil uji koefisien determinasi determinan sensitivitas laba menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,027592. Artinya, tingkat kekuatan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* terhadap sensitivitas laba adalah sebesar 2,76%.

Sedangkan, sisanya adalah 97,24% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Nilai R^2 determinan sensitivitas laba masih tergolong kecil. Data ini menunjukkan bahwa nilai R^2 yang rendah tidak berarti bahwa model regresi tidak bagus (Ghozali & Ratmono, 2017:55). Akan tetapi, variabel-variabel independen seperti, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan *low cost strategy* dalam menjelaskan variasi variabel sensitivitas laba amat terbatas. Hal ini konsisten dengan Ghozali & Ratmono (2017:55) yang menyatakan bahwa nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Hal ini disebabkan karena dari beberapa variabel-variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen yaitu, sensitivitas laba hanya ditemukan tingkat pengaruh dan signifikan pada pengungkapan informasi lingkungan. Akibatnya adalah kontribusi variabel independen terhadap variasi variabel dependen relatif kecil.

8. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja lingkungan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup masih pada tingkat persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan Kementerian Lingkungan Hidup yang berlaku atau dalam kategori biru di satu sisi dapat mempengaruhi prospek perusahaan. Akan tetapi, di sisi lain adalah biaya-biaya yang berkaitan dengan pengelolaan dampak lingkungan menjadi minimum dibandingkan

biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh kategori emas, sehingga biaya ini tidak berdampak signifikan dalam mengurangi laba perusahaan. Akibatnya, pemegang saham dapat memperoleh *return* yang tinggi. Hal ini terjadi karena nilai perusahaan berkaitan dengan tingkat kemakmuran pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung berorientasi pada tingginya *return* yang akan diterimanya. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (**lihat tabel 5.19**).

9. Temuan penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akibat adanya pengungkapan informasi lingkungan secara sukarela (*voluntary*) adalah bertambahnya beban keuangan perusahaan. Akan tetapi, di sisi lain pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi risiko kontigensi dalam jangka panjang. Bagi pemegang saham, beban keuangan perusahaan dapat mengurangi *return* yang akan diterimanya, sehingga berdampak terhadap kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian, pemegang saham cenderung berfokus untuk memaksimalkan kemakmurannya, sehingga risiko kontigensi dalam jangka panjang menjadi terabaikan. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (**lihat tabel 5.19**).
10. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan pemegang saham

mayoritas yang memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen perusahaan, sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas. Kondisi ini memberikan peluang kepada manajemen perusahaan untuk cenderung bertindak oportunistik dalam memenuhi kepentingannya. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi konflik kepentingan, sehingga kepemilikan institusional tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Temuan ini **tidak konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.19**).

11. Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah dibandingkan proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha perusahaan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Kondisi ini menunjukkan adanya keberpihakan dewan komisaris kepada manajemen perusahaan yang cenderung oportunistik bertindak untuk memenuhi kepentingannya, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen perusahaan. Akibatnya adalah pemegang saham mencari informasi lainnya yang relevan dalam mengurangi konflik kepentingan, sehingga proporsi komisaris independen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Temuan ini **tidak konsisten**

dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa proporsi komisaris independent berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.19**).

12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit tergolong tinggi. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.55/POJK.04/2015 Pasal 4 yang menjelaskan bahwa komite audit paling sedikit terdiri dari tiga (3) orang anggota yang berasal dari Komisaris Independen dan Pihak dari luar Emiten atau perusahaan publik. Tingginya proporsi komite audit memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa komite audit dapat mengurangi konflik kepentingan. Akibatnya, biaya agensi menjadi lebih rendah dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pengaruh ini disebabkan karena pemegang saham memiliki kepentingan dengan komite audit dalam meningkatkan *return* yang akan diterimanya. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa proporsi komite audit berpengaruh terhadap nilai perusahaan (**lihat tabel 5.19**).
13. Temuan penelitian menunjukkan bahwa strategi biaya rendah (*low cost strategy*) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa rata-rata strategi biaya rendah mengalami peningkatan penjualan melalui ketersediaan aset perusahaan. Implementasi strategi biaya rendah yang lebih berfokus terhadap investasi dalam aset tetap dan persediaan membutuhkan ketersediaan modal kerja. Untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengeluarkan kas dan setara kas, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan

cenderung tidak menggunakan hutang bank yang akan menambah beban bunga. Akibatnya, ketersediaan kas dan setara kas untuk membayar dividen pemegang saham menjadi berkurang dan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham karena harga saham menjadi menurun. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa strategi biaya rendah (*low cost strategy*) berpengaruh terhadap sensitivitas laba (**lihat tabel 5.19**).

14. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sensitivitas laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan masih lemahnya tingkat sensitivitas respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan karena adanya transaksi-transaksi ekonomi yang ditimbulkan seperti, beban lingkungan, beban pengungkapan informasi lingkungan, biaya agensi, dan ketidakcukupan dana yang tersedia untuk membayar dividen di tahun berjalan yang disebabkan oleh penggunaan akun kas dan setara kas untuk membeli aset tetap dan persediaan. Oleh karena itu, pasar tetap merespon positif kondisi ini, tetapi tidak begitu kuat yang berdampak pada peningkatan kemakmuran pemegang saham yang sangat kecil atau meningkatnya nilai perusahaan tetapi tidak begitu besar. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa sensitivitas laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan (**lihat tabel 5.19**).

15. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, strategi biaya rendah (*low cost*

strategy), dan sensitivitas laba secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan dalam meningkatkan kemakmuran perusahaan bukan hanya terletak pada informasi laba akuntansi. Akan tetapi, keseluruhan informasi fundamental yang dapat mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Informasi fundamental tersebut seperti, informasi lingkungan, implementasi tata kelola perusahaan, strategi bisnis, dan reaksi pemegang saham. Temuan ini **konsisten** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, strategi biaya rendah (*low cost strategy*), dan sensitivitas laba secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (**lihat tabel 5.19**).

Hasil uji koefisien determinasi implikasi nilai perusahaan adalah sebesar 0,965720 (R^2). Artinya, tingkat kekuatan pengaruh kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan adalah 96,57%. Sedangkan, sisanya adalah 3,43% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Nilai R^2 determinan sensitivitas laba yang mendekati satu dapat memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali & Ratmono, 2017:55). Hal ini dapat terjadi karena dari keseluruhan variabel independen yaitu, kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, *low cost strategy*, dan

sensitivitas laba ditemukan tingkat pengaruh dan signifikan kecuali pada kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen. Dengan demikian, dari total tujuh variabel independen yang mempengaruhi secara signifikan variabel dependen adalah 5 variabel independen. Akibatnya adalah kontribusi variabel independen terhadap variasi variabel dependen mendekati satu. Jika dalam proses mendapatkan nilai R^2 tinggi adalah baik, tetapi jika nilai R^2 rendah tidak berarti model regresi jelek (Ghozali & Ratmono, 2017:55).

6.2. Implikasi

6.2.1. Implikasi Teoritis

Hasil temuan penelitian ini dapat memberikan implikasi penting dalam pengembangan teori akuntansi khususnya berkaitan dengan teori signal, agensi, *stakeholder*, dan teori legitimasi.

1. Variabel pengungkapan informasi lingkungan berdasarkan temuan empiris berpengaruh positif dan signifikan terhadap sensitivitas laba dan selanjutnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan sinyal kepada pasar atau pemegang saham karena masih bersifat sukarela (*voluntary*), sehingga pasar menjadi sensitif terhadap informasi pengungkapan lingkungan. Akan tetapi, akibatnya adalah adanya tambahan beban perusahaan terkait pengungkapan informasi lingkungan, sehingga mengurangi kemakmuran pemegang saham. Hasil penelitian ini berkontribusi terhadap teori signal sebagai salah satu cara perusahaan menyampaikan informasi kepada pemangku kepentingan. Selain itu, implikasi penting adanya pengungkapan informasi lingkungan membuktikan bahwa perusahaan memiliki kepedulian terhadap lingkungan, sehingga manfaat bagi perusahaan

adalah memperoleh pengakuan kedudukan perusahaan dalam lingkungan masyarakat. Oleh karena itu, temuan penelitian ini memberikan kontribusi bagi pengembangan teori legitimasi. Selanjutnya, temuan ini juga berkontribusi bagi pengembangan teori *stakeholder* karena pengungkapan informasi lingkungan merepresentasikan bahwa perusahaan berusaha menjaga dan menjalin hubungan baik dengan pemangku kepentingan.

2. Variabel kinerja lingkungan berdasarkan temuan empiris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga temuan penelitian ini membuktikan bahwa variabel kinerja lingkungan dapat mempengaruhi keputusan pasar dan pemegang saham dalam pengambilan keputusan. Kinerja lingkungan yang baik merefleksikan bahwa perusahaan telah mencapai prestasi pengelolaan lingkungan hidup. Kinerja lingkungan dapat memberikan informasi penting kepada pemegang saham, sehingga mengurangi bias pengambilan keputusan. Oleh karena itu, temuan ini memberikan kontribusi bagi teori signal. Perusahaan yang mampu memperhatikan pengelolaan lingkungan akan mampu meningkatkan respon positif pemangku kepentingan, khususnya masyarakat atau pemegang saham, sehingga reputasi perusahaan akan meningkat. Akibatnya adalah pemegang saham menjadi tertarik terhadap perusahaan yang memiliki reputasi baik dalam pengelolaan lingkungan karena tingginya loyalitas pelanggan terhadap berbagai produk perusahaan, sehingga temuan penelitian ini memberikan kontribusi bagi teori *stakeholder*. Sementara, kontribusi bagi teori legitimasi, temuan ini membuktikan bahwa kepedulian perusahaan terkait kinerja lingkungan dalam memenuhi kepentingan perusahaan yaitu, memperoleh

pengakuan kedudukan perusahaan di lingkungan masyarakat dan diakui oleh regulator.

3. Variabel proporsi komite audit berdasarkan temuan empiris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa komite audit merupakan salah satu bentuk pengawasan pemegang saham terhadap tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham adalah melalui efektivitas komite audit. Keberadaan komite audit dianggap dapat meningkatkan kredibilitas dan transparansi pelaporan keuangan, sehingga pengambilan keputusan oleh pemegang saham menjadi lebih akurat, sehingga temuan ini mengkonfirmasi teori agensi. Efektivitas komite audit dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa laporan keuangan memiliki keandalan, relevan, dan kredibilitas, sehingga temuan ini dapat memberikan kontribusi bagi teori sinyal.
4. Variabel *low cost strategy* berdasarkan temuan empiris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan bahwa *low cost strategy* dapat memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa manajer telah mengelola aktivitas operasional perusahaan melalui efisiensi biaya untuk menghasilkan optimalisasi laba. Sinyal positif ini hanya berlaku ketika implementasi strategi biaya rendah dalam jangka pendek. Akan tetapi, untuk jangka panjang strategi biaya rendah dapat memberikan sinyal negatif kepada pemangku kepentingan, sehingga temuan ini dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan teori signal.

Variabel sensitivitas laba berdasarkan temuan empiris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sensitivitas laba merefleksikan adanya

koefisien respon laba pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan. Sebagai bentuk respon pemegang saham terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan, maka sensitivitas laba dapat dijadikan parameter ukuran kinerja perusahaan. Informasi ini dijadikan oleh manajer sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan yang disampaikan kepada pemegang saham. Sinyal ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan sebagai bentuk respon pemegang saham atas prospek perusahaan, sehingga temuan ini memberikan kontribusi bagi teori signal.

6.2.2. Implikasi Manajerial

Temuan penelitian ini memberikan implikasi manajerial kepada perusahaan dan pemegang saham dalam pengambilan keputusan.

6.2.2.1. Implikasi Praktis Bagi Perusahaan

1. **Kinerja lingkungan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Temuan penelitian ini membuktikan bahwa kinerja lingkungan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba yang negatif, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini memberikan implikasi bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan perlu mengelola lingkungan dengan baik, sehingga mengurangi dampak lingkungan yang dapat mempengaruhi adanya tambahan beban pengelolaan lingkungan. Kepatuhan perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup masih dalam kategori biru atau perusahaan

masih memenuhi persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam perundang-undangan yang berlaku. Akibatnya, pasar menjadi kurang sensitif, sehingga dapat mengurangi sensitivitas laba. Persyaratan minimum yang telah dipenuhi oleh perusahaan disebabkan oleh faktor adanya beban lingkungan. Kondisi ini terjadi karena ketika perusahaan memenuhi kategori hijau atau emas, maka akan meningkatkan beban lingkungan. Akibat, pemenuhan persyaratan minimum pengelolaan lingkungan hidup adalah nilai perusahaan meningkat karena mengurangi beban lingkungan yang dapat mempengaruhi *return* pemegang saham.

2. Pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap sensitivitas laba yang positif dan signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kesimpulan ini memberikan implikasi bagi perusahaan bahwa pengungkapan informasi lingkungan direspon baik oleh pasar karena dapat memberikan sinyal positif kepada pasar. Akan tetapi, bagi pemegang saham sinyal pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi nilai perusahaan karena adanya tambahan beban pengungkapan informasi lingkungan. Bagi perusahaan kondisi ini terjadi karena perusahaan

berorientasi pada kinerja jangka panjang, yaitu usaha perusahaan dalam mengurangi risiko kontigensi yang dapat mempengaruhi prospek perusahaan.

3. Kepemilikan institusi tidak berpengaruh langsung maupun tidak langsung

melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan institusi tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh kepemilikan institusi terhadap sensitivitas laba yang positif tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan kepemilikan institusi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini memberikan implikasi bagi perusahaan bahwa kepemilikan institusi tidak dapat memberikan jaminan untuk mengurangi konflik kepentingan, sehingga pasar tidak sensitif terhadap kedudukan kepemilikan institusi dalam perusahaan. Akibatnya, tidak memberikan dampak signifikan bagi pemegang saham.

4. Proporsi komisaris independen tidak berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komisaris independen tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh proporsi komisaris independen terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan proporsi komisaris independen berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasi temuan ini bagi perusahaan bahwa proporsi komisaris independen masih tergolong rendah dibandingkan

proporsi komisaris non-independen, sehingga pengambilan keputusan terkait pengawasan atas kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan lebih dominan dipengaruhi oleh dewan komisaris non-independen. Akibatnya pasar kurang sensitif mempengaruhi nilai perusahaan karena kurangnya kepercayaan pemegang saham. Oleh karena itu, diperlukan proporsi komisaris independen yang lebih dominan dibandingkan non-independen, sehingga dapat mengurangi konflik kepentingan.

5. **Proporsi komite audit berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Temuan penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komite audit dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh proporsi komite audit terhadap sensitivitas laba yang negatif tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan proporsi komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasi temuan ini bagi perusahaan adalah proporsi komite audit dari luar perusahaan tidak dapat memberikan sinyal kepada pasar, sehingga pasar tidak sensitif terhadap informasi proporsi komite audit. Hal ini dapat terjadi karena pasar telah mengetahui bahwa komite audit merupakan bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang diwajibkan sesuai dengan tuntutan regulasi yang bersifat wajib sesuai dengan ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan. Akan tetapi, tingginya proporsi komite audit dari luar perusahaan memberikan sinyal positif kepada pemegang saham bahwa komite audit dapat mengurangi konflik

kepentingan. Akibatnya, biaya agensi menjadi lebih rendah dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Ini disebabkan karena pemegang saham memiliki kepentingan dengan komite audit dalam meningkatkan *return* yang akan diterimanya. Perusahaan perlu mengevaluasi komite audit sebagai bentuk implementasi tata kelola perusahaan yang baik karena komite audit dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham akan tetapi tidak dapat memberikan reaksi pasar.

6. ***Low cost strategy* berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Temuan penelitian ini membuktikan bahwa *low cost strategy* dapat mengurangi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh *low cost strategy* terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan *low cost strategy* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasi temuan ini bagi perusahaan bahwa strategi biaya rendah dapat meningkatkan optimalisasi penjualan melalui ketersediaan sumber daya perusahaan. Akan tetapi, strategi untuk mengoptimalkan penjualan membutuhkan investasi dalam aset tetap dan persediaan. Akibatnya, untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengkonversikan kas dan setara kas melalui investasi aset tetap dan persediaan, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank yang akan menambah beban bunga. Kondisi ini membuat respon pasar kurang sensitif dan pasar mencari informasi lainnya diluar informasi strategi bisnis biaya rendah. Akibatnya, ketersediaan kas dan setara kas untuk membayar

dividen pemegang saham menjadi berkurang dan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham karena harga saham menjadi menurun. Bagi perusahaan strategi ini perlu dievaluasi untuk meningkatkan kepercayaan pemegang saham.

7. **Sensivitas laba berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.** Temuan ini memberikan implikasi bahwa perusahaan masih lemahnya tingkat sensitivitas respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan karena adanya transaksi-transaksi ekonomi yang ditimbulkan seperti, beban lingkungan, beban pengungkapan informasi lingkungan, biaya agensi, dan ketidakcukupan dana yang tersedia untuk membayar dividen di tahun berjalan yang disebabkan oleh penggunaan akun kas dan setara kas untuk membeli aset tetap dan persediaan. Oleh karena itu, pasar tetap merespon positif kondisi ini, tetapi tidak begitu kuat yang berdampak pada peningkatan kemakmuran pemegang saham yang sangat kecil atau meningkatnya nilai perusahaan tetapi tidak begitu besar. Perusahaan perlu mengevaluasi berbagai transaksi ekonomi yang dapat mempengaruhi lemahnya reaksi pasar.

6.2.2.2. Implikasi Praktis Bagi Pemegang Saham

1. **Kinerja lingkungan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka dibutuhkan pengelolaan lingkungan yang efektif dan efisien. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh kinerja lingkungan terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan kinerja

lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasi temuan ini bagi pemegang saham bahwa pemegang saham perlu memilih perusahaan yang dapat mengelola kinerja lingkungan secara efektif dan efisien. Artinya, perusahaan mengelola aktivitas operasional yang tidak memberikan dampak negatif terhadap lingkungan, sehingga tidak menimbulkan risiko kontigensi maupun beban pengelolaan yang tinggi yang dapat mengurangi *return* pemegang saham.

2. **Pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan.** Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi lingkungan dapat mengurangi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh pengungkapan informasi lingkungan terhadap sensitivitas laba yang positif dan signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kesimpulan ini memberikan implikasi bagi pemegang saham bahwa pengungkapan informasi lingkungan dapat memberikan dampak negatif bagi kemakmuran pemegang saham melalui adanya beban pengungkapan informasi lingkungan yang dapat mengurangi laba perusahaan. Akhirnya, mempengaruhi dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Akan tetapi, pemegang saham memiliki jaminan bahwa risiko kontijensi menjadi rendah.
3. **Kepemilikan institusi tidak berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan.** Temuan penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan institusi tidak dapat mempengaruhi nilai

perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh kepemilikan institusi terhadap sensitivitas laba yang positif tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan kepemilikan institusi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kontribusi temuan ini bagi pemegang saham bahwa kedudukan kepemilikan institusi tidak dapat memberikan jaminan informasi yang simetri. Oleh karena itu, bagi pemegang saham minoritas informasi ini dapat mempengaruhi kepentingannya dalam perusahaan. Oleh karena itu, tata kelola perusahaan perlu diterapkan dengan efektif untuk meningkatkan kepercayaan semua pemangku kepentingan, bukan hanya untuk memenuhi pemangku kepentingan mayoritas.

4. Proporsi komisaris independen tidak berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini membuktikan bahwa proporsi komisaris independen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh proporsi komisaris independen terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan proporsi komisaris independen berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasi temuan ini bagi pemegang saham bahwa proporsi komisaris independen tidak efektif sebagai bentuk kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan. Kondisi ini disebabkan karena masih dominannya komisaris non-independen. Oleh karena itu, dalam rapat umum pemegang saham diperlukan kebijakan strategi dalam

meningkatkan proporsi komisaris independen untuk memenuhi kepentingan perusahaan dan pemegang saham, sehingga dapat mengurangi konflik kepentingan.

5. **Proporsi komite audit berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komite audit dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh proporsi komite audit terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka menjadikan proporsi komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kontribusi penelitian ini bagi pemegang saham adalah implementasi tata kelola perusahaan melalui proporsi komite audit dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham karena dapat mengurangi biaya keagenan. Akibat biaya agensi yang lebih rendah dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Kondisi ini disebabkan karena pemegang saham memiliki kepentingan dengan komite audit dalam meningkatkan *return* yang akan diterimanya dibandingkan mengeluarkan biaya agensi yang cenderung tinggi.
6. ***Low cost strategy* berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh melalui sensitivitas laba.** Hasil penelitian menunjukkan bahwa *low cost strategy* dapat mengurangi nilai perusahaan. Dalam hal pengaruhnya yang tidak langsung, yaitu pengaruh *low cost strategy* terhadap sensitivitas laba yang negative tetapi tidak signifikan, serta pengaruh sensitivitas laba terhadap nilai perusahaan yang positif dan signifikan, maka

menjadikan *low cost strategy* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Strategi biaya rendah cenderung berorientasi terhadap investasi dalam aset tetap dan persediaan. Akibatnya membutuhkan modal kerja yang besar. Untuk memenuhi kondisi ini, maka perusahaan mengeluarkan kas dan setara kas, sehingga kas dan setara kas menjadi berkurang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan hutang bank yang akan menambah beban bunga. Implikasinya adalah ketersediaan kas dan setara kas untuk membayar dividen pemegang saham menjadi berkurang dan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham.

7. Sensivitas laba berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini memberikan implikasi bagi pemegang saham bahwa adanya transaksi ekonomi masa lalu seperti, beban lingkungan, beban pengungkapan informasi lingkungan, biaya agensi, dan ketidakcukupan dana yang tersedia untuk membayar deviden di tahun berjalan yang disebabkan oleh penggunaan akun kas dan setara kas untuk membeli aset tetap dan persediaan. Akibatnya, respon pasar menjadi berkurang, sehingga kemakmuran pemegang saham kurang optimal. Bagi pemegang saham kondisi ini dapat mempengaruhi tingkat kemakmuran pemegang saham.

6.3. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki berbagai keterbatasan yang dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di PROPER dan Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015. Perusahaan yang terdaftar di PROPER bukan hanya perusahaan yang telah terdaftar di

Bursa Efek Indonesia (BEI). Akan tetapi, seluruh perusahaan yang berhubungan langsung dengan lingkungan hidup. Penelitian ini tidak menggunakan perusahaan yang belum terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan ketentuan kemudahan memperoleh informasi publikasi laporan keuangan tahunan.

2. Penelitian ini hanya menggunakan pengukuran kinerja lingkungan berdasarkan peringkat PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup.
3. Penelitian ini hanya menggunakan butir *corporate social responsibility* (CSRI) dalam mengukur pengungkapan informasi lingkungan. Penelitian ini tidak mengkategorikan butir spesifik *corporate social responsibility* (CSRI) karena keterbatasan pengukuran butir pengungkapan informasi lingkungan.
4. Implementasi tata kelola perusahaan hanya mengukur kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit. Sementara, masih terdapat implementasi tata kelola perusahaan lainnya, seperti kualitas auditor eksternal, kepemilikan manajerial, dan lain-lain.
5. Pengukuran strategi bisnis biaya rendah (*low cost strategy*) hanya pada pengukuran rasio penjualan terhadap aset perusahaan (Gani & Jerimias, 2006). Sementara, masih terdapat pengukuran lain untuk mengukur strategi bisnis biaya rendah (*low cost strategy*).
6. Pengukuran sensitivitas laba menggunakan koefisien respon laba (*cumulative abnormal return*). Sementara, terdapat metode lain untuk mengukur sensitivitas laba seperti, *cumulative average abnormal return* (CAAR), *abnormal return* (AR), harga saham, dan lain-lain.

7. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's q. Tobin's q dianggap dapat memberikan informasi kemakmuran pemegang saham. Sementara, masih terhadap pengukuran nilai perusahaan lainnya, seperti *trading volume activity* (TVA).

6.4. Saran Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memiliki berbagai saran penting yang dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di PROPER dan Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2015, sehingga penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sektor yang sama. Akan tetapi, menggunakan tahun terbaru, sehingga dapat memberikan gambaran kondisi saat ini.
2. Penelitian ini hanya menggunakan pengukuran kinerja lingkungan berdasarkan peringkat PROPER yang dikeluarkan oleh Kementerian Lingkungan Hidup. Penelitian selanjutnya dapat memodifikasi pengukuran kinerja lingkungan berdasarkan kajian regulasi evaluasi kinerja lingkungan.
3. Penelitian ini hanya menggunakan butir *corporate social responsibility* (CSRI) dalam mengukur pengungkapan informasi lingkungan. Penelitian selanjutnya dapat memodifikasi butir pengungkapan informasi lingkungan yang disesuaikan dengan karakteristik perusahaan.
4. Implementasi tata kelola perusahaan hanya mengukur kepemilikan institusional, proporsi komisaris independen, dan proporsi komite audit. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan struktur kepemilikan, seperti

kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, strategi bisnis diferensiasi dan lainnya.

5. Pengukuran strategi bisnis biaya rendah (*low cost strategy*) hanya pada pengukuran rasio penjualan terhadap aset perusahaan (Gani & Jerimias, 2006). Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengukuran strategi biaya rendah yang diadaptasi dari penelitian Wu dkk. (2015).
6. Pengukuran sensitivitas laba menggunakan koefisien respon laba (*cumulative abnormal return*). Penelitian selanjutnya dapat menggunakan *cumulative average abnormal return (CAAR)*, *abnormal return (AR)*, dan harga saham untuk mengukur sensitivitas laba.
7. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's q. Tobin's q dianggap dapat memberikan informasi kemakmuran pemegang saham. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengukuran nilai perusahaan seperti, *trading volume activity (TVA)*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ackert, L. F., & Deaves, R. 2010. Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets: Mason: South-Western Cengage Learning.
- Ady, S. U., & Mulyaningtyas, A. 2017. Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia Studi Kasus Di Bursa Efek Indonesia. *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol.1, Hal.103-123.
- Adrianto, Y., & Mirza, A. R. 2015. A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market. *Procedia: 3rd Global Conference on Business and Social Science-2015, GCBS-2015*. Kuala Lumpur, Malaysia.
- Agustine, I. 2014. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan. *Finesta*. Vol. 2, Hal. 42-47.
- Ahmad, A. C., & Jusoh, M. A. 2014. Institutional Ownership and Market-Based Performance Indicators: Utilizing Generalized Least Square Estimation Technique. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. Vol. 164, Hal. 477-485.
- Akerlof, G. A., 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. Hal. 488-500.
- Allayannis, G. & Weston, J. (2001). The use of Foreign Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*. Vol. 14(1):243-276.
- Almaqoushi, W., & Powell, R. 2017. Audit Committe Indices, Firm Value, and Accounting Outcomes. Working Paper April.
- Allen, N.J., & Meyer, J.P. 2007. *Commitment in the Worldplace Theory Research and Application*, California: Sage Publications.
- Anderson, K.L., Deli, D.N., & Gillan, S.T. 2003. "Board of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings". Working Papers, September.
- Angela, & Yudianti, F. N. 2015. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Kinerja Finansial dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Intervening. *SNA XV Banjarmasin*.
- Anggraini, Fr. R, 2006. Pengungkapan Informasi Sosial dan Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan Informasi Sosial Dalam Laporan Keuangan Tahunan (Studi Empiris Pada Perusahaan-perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *SNA IX*.
- Asdemir, O., Fernando, G. D., Schneible Jr, R., dan Tripathy, A. 2012. Impact of Strategy on Analyst Information. *Advance Accounting*. Vol. 37. Hal. 102-110.
- Ariefianto, Moch. Doddy. 2012. *Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan EViews*. Jakarta: PT. Gelora Aksara Pratama.

- Balsam, S., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2011). The Impact of Firm Strategy on Performance Measures Used in Executive Compensation. *Journal of Business Research*. Hal.187-193.
- Ban, S., & Pan, D. 2015. Institutional Ownership and Abnormal Returns. *Project Submitted In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Science in Finance*. Simon Fraser University.
- Basuki, A.T., & Prawoto, N. 2016. Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis : Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS. Depok : PT Rajagrafindo Persada
- Beaver, W.H. 1968. The Information Content of Annual Earning Releases: A Trading Volume Approach. *Supplement to Journal of Accounting Research*. Hal 67-92.
- Bemby, S. B., Mukhtaruddin., Abukosim, & Atizah, S. 2013. The Information Content of Environmental Performance of the Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2010-2011. *China-USA Business Riview*. Vol. 12, Hal. 1-14.
- Bona-Sanchez, C., Perez-Aleman, J., & Santana-Martin, D. J. 2017. "Sustainability Disclosure, Dominant Owners and Earnings Informativeness." *Research in International Business and Finance*. Vol.39, Hal. 625-639.
- Brealey, R. A., & S. C. Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, Boston.
- Brigham, E. F. & Houston. 2006. Fundamental of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Bryan, D., Liu, M. H. C., & Tiras, S. L. 2004. "The Influence of Independent and Effective Audit Committees on Earnings Quality". *Working Papers*. January 2004.
- Bukit, R. B., Haryanto, B., & Ginting, P. 2018. "Environmental Performance, Profitability, Asset Utilization, Debt Monitoring and Firm Value." *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science 122: International Conference on Agriculture, Environment, and Food Security*. IOP Publishing.
- Chaney, P.K., & Jeter, D. C. 1991. "The Effect of Size on The Magnitude of long window Earnings Response Coefficient". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 8 (2). Hal. 540-560.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. 2010. Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. *The IUP Journal of Behavioral Finance*. Vol.7, Hal. 35-46.

- Cheng, M., & Christiawan, Y. J. 2012. Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Abnormal Return. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 3, Hal. 23-35.
- Cho, J.Y & K. Jung. (1991). Earnings Response Coefficient: A Sythesis of Theory and Empirical Evidence. *Journal of Accounting Literature*. Vol.10. Hal.85-116.
- Choi, H., & Moon, D. 2016. Perception of Corporate Social Responsibility in the Capital Market. *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 32. Hal. 1507-1518.
- Collins, D. & S. Kothari, 1989, An Analysis of the Intertemporal and Crosssectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics* Vol.11. Hal. 143-182.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R.D., & Reutzel, C. R. 2011. Signaling Theory: A Riview and Assessment. *Journal of Management*. Vol.37(1). Hal. 39-67.
- Cooper, D. R. & Schindler, P. S. 2014. Business Research Methods. 12th ed. New York: McGraw-Hill.
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, Vol. 23 (4). Autumn.
- Damayanti, N. P. W. P., & Suartana, I. W. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 9, Hal. 575-590.
- David, J.S., Hwang, Y., Pei, B.K. & W. Reneau. 2002. The Performance Effects of Congruence Between Product Competitive Strategies and Purchasing Management Design. *Management Science*. 48: 866-886.
- Deegan, C., & Rankin, M. 1999, The Environmental reporting Expectation Gap: Australian Evidence. *British Accounting Review*. Vol. 31. Hal.313-346.
- Delmas, M. A., Nairn-Birch, N., & Lim, J. 2015. Dynamic of Environmental and Financial Performance: The Case of Greenhouse Gas Emissions. *Organization and Environment*. Vol. 28. Hal. 374-393.
- Demsetz, H. & B. Villalonga (2001), "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*. Vol.7. Hal. 209-233.
- Deng, Y., & Xu, Y. 2012. Do Institutional Investor Have Superior Stock Selection Ability in China? *China Journal of Accounting Research*. Vol. 4. Hal. 107-119.
- Dewi, D. M. 2015. The Role of CSRD on Company's Financial Performance and Earnings Response Coefficient (ERC). *2nd Global Conference on Business and Social Science*. Bali-Indonesia.

- Dewi, K. R. C., & Sanica, I. G. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 2, Hal. 1-26.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economics Riview*. Vol.74(6). Hal. 1975-1999.
- Easton, P. D. & M. Zmijewski. (1989). Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics* 11. Hal.117-141
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*. Vol.14. Hal 57-74.
- Fadillah, A. R. 2017 . Analisis Pengaruh Dewan Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan Yang Terdaftar Di Lq45. *Jurnal Akuntansi*. Vol 12 (1).
- Fama, E., & Jensen, M. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. Hal. 302-325.
- Fama, E. 1970. A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol.25, Hal.383-417.
- Febiani, S. 2012. Konservatisme Akuntansi, Corporate Governance, dan Kualitas Laba: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*. Vol. 1, Hal. 85-91.
- Fernando, G. D. Chang, H., & Tripathy, A. (2015), An Empirical Study of Strategic Positioning and Production Efficiency. *Advances in Operations Research*, Vol.15. Hal.1-11.
- Fernando, G. D., Schneible Jr., & Tripathy, A. 2016. Firm Strategy and Market Reaction to Earnings. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*. Vol. 33. Hal. 20-34.
- Firdausya, Z. S., Swandari, F., & Effendi, W. 2013. Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance (GCG) pada Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan yang masuk Indeks LQ45 di BEI. *Jurnal Wawasan Manajemen*. Vol.1. Hal. 407-423.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A.C., Parmar, B., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Frynas, J.G., & Yamahaki, C. 2016. Corporate Social Responsibility: Review and Roadmap of Theoretical Perspectives. *Business Ethics: A European Review* 25(3). Hal. 258-285.
- Gani, L., & Jermias, J. (2006). Investigating the Effect of Board Independence on Performance Across Different Strategies. *The International Journal of Accounting*. Vol.41. Hal. 295-314.
- Ghozali, I. 2013. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Regresi. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. (1996), *Accounting and Accountability: Change and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*, Prentice Hall, London.
- Gujarati, D., & Dawn C. Porter. 2009. *Basic Econometric* 5th Edition. McGraw – Hill: New York.
- Gulo. 2010. *Metodologi Penelitian*. Jakarta : Grasindo
- Gumanti, T. A., & Utami, E. S. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra*. Vol.2, Hal.55-69.
- Hadi, N. 2011. *Corporate Social Responsibility edisi Pertama*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. 2010. *Multivariate Data Analysis*. Seventh Edition. Pearson Prentice Hall. New Jersey.
- Hambrick, D.C. 1982. Environmental Scanning and Organizational Strategy. *Strategy Management Journal*. Vol.3. Hal. 159-174.
- . 1983. Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types. *The Academy of Management Journal* 26(1): 5-26.
- Hanifa, R.M. & Cooke, T.E. 2005. The Impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol.24. Hal. 391-430
- Handriyani, A. N., & Andayani. 2013. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 2. Hal. 1-15.
- Hartana, I. B. P. R., & Putra, N. W. A. 2017. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility sebagai Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 21. Hal. 1903-1932.
- Hendriksen., & Van Breda. 2000. *Accounting Theory*. Mc Graw Hill: International Edition.

- Herawaty, V. 2018. "The Effect of Environmental Performance and Accounting Characteristics to earnings Informativeness." *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science 106: The 4th International Seminar on Sustainable Urban Development*. IOP Publishing.
- Hermawan, A. A. 2011. The influence of effective board of commissioners and audit committee on the informativeness of earnings: evidence from Indonesian listed firms *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*. Vol. 2(1).
- Hidayat, A. A., & Utama, S. 2016. Board Characteristics and Firm Performance: Evidence From Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*. Vol. 8(3). Hal. 137-154.
- Husnan, S. 2002, *Manajemen Keuangan Teori Dan Praktek* , Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada Yogyakarta. Yogyakarta.
- Ifada, L. M., & Suhendi, C. 2014. Market Reaction Based on Corporate Governance Structure. *International Journal of Business and Law*. Vol. 4. Hal. 25-30.
- Indonesia. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. TLN No.4756.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal. TLN No.4724.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup. TLN No.5059.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 55 Tahun 2015 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit. TLN No.5824.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen*. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPFY Yogyakarta.
- Iwata, H., Okada, K., & Samreth, S. Empirical Study on the Environmental Kuznets Curve for CO₂ in France: The Role of Nuclear Energy. *Energy Policy*. Vol. 38. Hal. 4057-4063.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3(4). Hal. 305-360.
- Jensen, M., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economics Review*. Vol. 76. Hal. 323-326.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2002). Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 19(1). Hal. 117 - 145.

- Jonathan., & Machdar, N. M. 2018. “Pengaruh Kualitas Laba terhadap Nilai Perusahaan dengan Reaksi Pasar sebagai Variabel Intervening.” *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*. Vol.3. Hal. 67-76.
- Kartina, E., & Nikmah. 2012. Pengaruh Corporate Governance, Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*. Vol. 1. Hal. 92-121.
- Keown, A. J. 2004. Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Khajar. I. 2008. Pengujian Efisiensi dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Pada saat dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-Saham LQ-45. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. Vol.3. Hal. 144-164.
- Kim, Y. C., Seol, I., & Kang, Y. S.. 2017. “A Study on the Earnings Response Coefficient (ERC) of Socially Responsible Firms: Legal Environment and Stages of Corporate Social Responsibility.” *Management Research Review*. Emerald Publishing Limited 2040-8269.
- Kotler, P., & Lee, N. 2005. Corporate Social Responsibility; Doing the Most Good you’re your Company and Your Cause. NewJersey; John Wiley & Sons, Inc.
- Kormendi, R., & Lipe, R. 1987, “Earning Innovation, Earning Persistence And Stock Return”. *Journal of Bussiness*. Hal. 323-345
- Krismiaji. 2017. Strategi Bisnis, Leverage Keuangan dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol.21. Hal. 37-48.
- Kusumawardhani, I., & Nugroho, J. S. 2010. Pengaruh Coporate Sosial Responsibility, Size, dan Profitabilitas terhadap Earnings Response Coefficient. *Kajian Akuntansi*. Vol. 5. Hal. 22-32.
- Kusumaningtyas, T. K., & Andayani. 2015. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar pada Indeks SRI-KEHATI. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol.4. Hal. 1-15.
- Kwak, W., & Armitage, J. 2009. Earnings Informativeness and Ownership Structure in Japan. *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 25. Hal. 13-20.
- Langit, S., & Adhariani, D. 2017. Ownership Structure and Company’s Risk-Taking Behavior. *Advance in Economics, Business and Management Research*. Vol.36. Hal. 52-64.
- Latupono, S. S., & Andayani. 2015. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan: Good Corporate Governance Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 4. Hal. 1-15.

- Lingga, W., & Suaryana, I. G. N. A. 2017. "Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Kinerja Lingkungan pada Nilai Perusahaan." *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 20. Hal. 1419-1445.
- Lee, Darrell E., & J.G. Tompkins, 1999, "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q". *Financial Management*, Vol. 28(1). Hal. 20-31
- Lev, B. & Zarowin, P., 1999. "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend them." *Journal of Accounting Research*. Vol. 37 (2). Hal. 353-385.
- McConnell, J., & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27 (2). Hal. 595-612.
- Mahboobeh, A, Nazanin, S., Moh. Taghinejad, Beyrami, H., & Fekri, M.N. 2013. The Study of Green Consumers' Characteristics and Available Green Sectors in The Market. *International Research Journal of Applied and Basic Science*. Science Explorer Publication, Vol.4(7). Hal.1880-1883.
- Mahoney, L. S., 2012. Standalone CSR reports: A Canadian analysis. *Issues in Social & Environmental Accounting*, 6(2). Hal. 4-25.
- Maignan, I., & Farrell, O. 2004. "Corporate Citizenship as a Marketing Instrument-Concepts: Evidence and Research Directions. *European Journal of Marketing*. Vol. 35(3). Hal. 457-484.
- Marisatusholekha & Budiono, E. 2014. Pengaruh Komisaris Independen, Reputasi KAP, Persistensi Laba, dan Struktur Modal terhadap Kualitas Laba: Studi pada Perusahaan Telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013. *E-Proceeding of Management*. Vol. 3. Hal. 418-436.
- Mashayekhi, B., & Aghel, Z. L. A. 2016. Study on the Determinants of Earnings Response Coefficient in an Emerging Market. *International Journal of Economics and Management Engineering*. Vol. 10. Hal. 2479-2482.
- Miller, A., & Dess, G. 1993. *Strategic Management*. McGraw-Hill, New York.
- Montiel, I., & Ceballos, D. J. 2014. Defining and measuring corporate sustainability: are we there yet? *Organization & Environment*, 27(2). Hal.113– 139.
- Morck, R., A. Shleifer, & R. Vishny (1988), "Management ownership and market valuation." *Journal of Financial Economics*, Vol.20. Hal. 293-315.
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. 2013. The Effect of Equity Ownership Structure, Financial Leverage and Proprietary Costs on Share Price Anticipation of Future Earnings: Evidence from Mena Emerging Markets. *Corporate Ownership and Control*. Vol. 11. Hal. 518-533.
- Muchti, N. U. C., & Widyaningsih, A. 2014. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Reaksi Investor Melalui Pengungkapan Sustainability Report Pada

Perusahaan Manufaktur dan Pertambangan yang Terdaftar di BEI. Fokus Ekonomi. Vol.9. Hal. 81-95.

- Muhammad, B. C., & Pamudji, S. 2014. Pengaruh Ukuran Kantor Akuntan Publik dan Independensi Komite Audit terhadap Koefisien Respon Laba. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 3. Hal. 1-7.
- Muryati, N. N. T. S., & Suardika, I. M. S. 2014. Pengaruh Corporate Governance pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 9. Hal. 411-429.
- Nachrowi, D. N., & Usman, H. 2006. Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan, LPFEUI, Jakarta.
- Nadirsyah, & Muharram, F. N. 2015. Struktur Modal, Good Corporate Governance dan Kualitas Laba. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 2. Hal. 184-198.
- Nahda, K., & Harjito, D. A. 2012. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 15. Hal. 1-12.
- Nair, A. & L. Filer 2003. "Cointegration of Firm Strategies Within Groups: A Long-Run Analysis of Firm Behavior In The Japanese Steel Industry." *Strategic Management Journal*. Vol. 24. Hal. 145-159.
- Nasution, Y. S. J. 2015. Hypothesis Pasar Efisien/Efficient Market Hypothesis: Pasar Modal Menurut Teori Fama dan Pandangan Islam. *Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam*. Vo.1. Hal. 25-43.
- Nossa, V., Cezar, J. F., Junior, A. D. S., Baptista, E. C. S., & Nossa, S. N. 2009. The Relationship Between Abnormal Return and Social and Environmental Responsibility: An Empirical Study of Companies Traded on the Bovespa from 1999-2006. *Brazilian Business Review*. Vol. 6. Hal. 117-131.
- Nuraina, E. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan: Studi pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 19. Hal. 110-125.
- Nurlela, R., & Islahuddin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase kepemilikan Menejerial sebagai Variabel Moderating. Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak.
- O'Donovan, G. 2002. "Environmental Disclosures in the Annual Report: Extending the Applicability and Predictive Power of Legitimacy Theory". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. Vol. 15(3). Hal. 344-71.
- Omran, M.A., & El-Galfy, A.M., 2014. Theoretical perspectives on corporate disclosure: a critical evaluation and literature survey. *Asian Review of Accounting* Vol. 22(3). Hal. 257-286.

- Paramita, R. W. D. 2012. Pengaruh Leverage, Firm Size, dan Voluntary Disclosure terhadap Earnings Response Coefficient (ERC): Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal WIGA*. Vol.2. Hal. 103-118.
- Paramita, R. W. D., & Hidayanti, E. Pengaruh Earnings Response Coefficient (ERC) terhadap Harga Saham: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal WIGA*. Vol. 3. Hal. 12-20.
- Perdana, R. S., & Raharja. 2014. Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol.3. Hal. 1-13.
- Phillips, R.A. 2003. "Stakeholder Legitimacy." *Business Ethics Quarterly*. Vol. 13(1).
- Porter, M. E. 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press.
- Porter, M. 1985. *Competitive Advantage*. New York: Three Free Press.
- Pranowo, E. B., & Pasaribu, H. 2013. Corporate Social Responsibility Disclosure, karakteristik Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Earnings Response Coefficient. *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi*. Vol. 6. Hal. 175-185.
- Pratiwi, M. W., & Setyoningsih, S. 2014. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility Disclosure sebagai Variabel Intervening. *Media Riset Akuntansi*. Vol.4(2). Hal. 24-46.
- Pratiwi, R., & Yulianto, A. 2016. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komisaris Independen terhadap Biaya Keagenan Perusahaan yang Masuk dalam Indonesia Most Trusted Companies. *Management Analysis Journal*. Vol. 5(3). Hal. 215-228.
- Putri, A. K., Sudarma, M., & Purnomosidhi, B. 2016. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan dan Jumlah Dewan Komisaris sebagai Variabel Pemoderasi: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol. 14. Hal.344-358.
- Putro, V. P. S. U., & Mildawati, T. 2017. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 6, Hal. 1-17.
- Qasim, A. M. J. 2014. The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from the UAE. *European Journal of Business and Management*. Vol. 6. Hal. 118-124.
- Rackhiemah, N.M., & Agustia, D. 2009. Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure dan Kinerja Finansial

Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Symposium Nasional Akuntansi XII.

- Rawi, M. 2010. Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Leverage dan Corporate Social Responsibility. Symposium Nasional Akuntansi III Purwokerto.
- Restuningdiah, N. 2010. Mekanisme GCG dan Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial terhadap Koefisien Respon Laba. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 14. Hal. 377-390.
- Restuti, M. M. D., & Nathaniel, C. 2012. Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Earnings Response Coefficient. *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 3. Hal. 40-48.
- Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure: The Incentive Signaling Structure. *Bell Journal of Economics*. Vol. 8. Hal. 23-40
- Salvatore, D. 2005. Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global. Salemba Empat: Jakarta
- Santoso, E. B., & Tan, M. 2011. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Pengungkapan Sosial, dan Peringkat CGPI terhadap Kualitas Laba." *Jurnal Riset Akuntansi Keuangan*. Vol.7. Hal. 1-18.
- Scott, W.R. 2003. Financial Accounting Theory. Third Edition. University of Waterloo. Prentice-Hall.
- Scott, W. R. 2009. Financial Accounting Theory. Fifth Edition. Canada Prentice Hall.
- Sekaran, U. 2006. Metodologi Penelitian Untuk Bisnis, Jakarta: Salemba Empat.
- Shetty, S., & Kumar, S. 2017. Are Voluntary Environment Programs Effective In Improving the Environmental Performance: Evidence From Polluting Indian Industries. *Environmental Economics and Policy Studies*. Springer. *Society For Environmental Economics and Policy Studies*. Vol. 19(4). Hal. 659-676.
- Silalahi, S. P. 2014. "Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure, Beta, dan Price to Book Value (PBV) terhadap Earnings Response Coefficient (ERC): Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI." *Jurnal Ekonomi*. Vol.22. Hal. 1-14.
- Sinarmayarani, A., & Suwitho. 2016. "Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen." *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*. Vol.5, Hal. 1-18.
- Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*. Vol.87. Hal. 355-374

- Subagya, Y. H. 2017. "Keterkaitan Kepemilikan Manajerial, Institusional, dan Komite Audit pada Nilai Perusahaan dimediasi oleh Kualitas Laba." *Jurnal Perilaku dan Strategi Bisnis*. Vol.5. Hal. 117-132.
- Suchman, M. C. 1995, 'Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches'. *Academy of Management Review*. Hal. 571–610.
- Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta.
- Sukamulja, S. 2004. Good Corporate Governance Di Sektor Keuangan: Dampak GCG Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta). *Benefit*. Vol. 8. No.1
- Sukirman, F., & Meiden, C. 2012. "Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earnings Response Coefficient Perusahaan yang terdaftar di BEI Periode 2007-2009." *Auditing*. Vol.1. Hal. 1-13.
- Smithers, A., & Wright., S. 2007. *Valuing Wall Street*, McGraw Hill.
- Sundari, N. M. S. S., & Setiawan, P. E. 2015. "Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris, Struktur Kepemilikan, dan Agresivitas Pajak pada Reaksi Pasar." *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udaya*. Vol.12. Hal.705-722.
- Suratno., Bondan, I., Darsono., & Mutmainah, S. 2006. Pengaruh Environmental Performance terhadap Environmental Disclosure dan Economic Performance. Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Suryani, A., & Herianti, E. 2015. "Pengaruh pengungkapan tanggung jawab Sosial perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba dan Manajemen Laba: Studi Empiris pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI." *SNA XVI Lampung*.
- Suwarti, T., & Sunarto. 2014. "Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Lingkungan sebagai Variabel Moderasi." *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udaya*. Vol.13. Hal. 19-31.
- Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi: Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Syafitri, T., Nuzula, N. F., & Nurlaily, F. 2018. "Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan Industri Sub Sektor Logam dan Sejenisnya yang terdaftar di BEI Periode 2012-2016." *Jurnal Administrasi Bisnis*. Vol.56. Hal. 118-126.
- Syakhroza, A. 2003. Best Practices Corporate Governance dalam Konteks Lokal Perbankan Indonesia. *Majalah Usahawan*. (Online), No. 06 Th. XXII, 8 halaman.
- Thorne, L., Mahoney, L., Manetti, G., 2014. Motivations for issuing standalone CSR reports: A survey of Canadian Firms. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. Vol.27(4). Hal. 686 – 714

- Tjahjono, M. E. S, & Tirtayasa. 2013. “Pengaruh Kinerja Lingkungan terhadap Nilai Perusahaan dan Kinerja Keuangan.” *Jurnal Ekonomi*. Vol.4, Hal. 38-46.
- Tjipto, E. P., & Juniarti. 2016. “Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Property and Real Estate.” *Business Accounting Review*. Vol.4. Hal. 24-36.
- Toms, J.S. 2002. Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence. *British Accounting Review*. Vol. 34(3). Hal. 257-282.
- Tricker, R. I. 1994. *International Corporate Governance*. Singapura: Prentice Hall.
- Valipour, H., Birjandi, H., & Honarbakhsh, S. 2012. The Effect of Cost Leadership Strategy and Product Differentiation Strategy on the Performance of Firms. *Journal of Asian Business Strategy*. Vol. 2(1). Hal.14-23.
- Verrecchia, R.E. 1983. Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5. Hal. 365-380
- Velte, P. 2017. “Does Board Composition have Impact on CSR Reporting?.” *Problem and Perspectives in Management*. Vol.15. Hal. 19-35.
- Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. 2018. “Institutional Investor Monitoring Motivation and the Marginal Value of Cash.” *Journal of Corporate Finance*. Vol.48. Hal.49-75.
- Wassmer, U., Cueto, D. C., & Switzer, L. N. 2014. “The Effect of Corporate Environmental Initiatives on Firm Value: Evidence from Fortune 500 Firms.” *Management*. Vol.17. Hal. 1-19.
- Williamson, O. E. 1981. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *The American Journal of Sociology*. Vol.87(3). Hal. 548-577.
- Wijaya, L.R.P., & Wibawa, B.A., 2010. “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan”. Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto.
- Winarno, W. W. 2015. *Analisis Ekonometrika dan Statistik dengan Eviews*. Yogyakarta. UPP STIM YKPN.
- Wolk, H., M. G. Tearney & J. L. Dodd. 2000. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South Western College Publishing.
- Wulandari, K. T., & Wirajaya, I. G. A. 2014. “Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Earnings Response Coefficient.” *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udaya*. Vol.6. Hal. 355-369.
- Wulandari, I. A. T., & Herkulanus, B. S. 2015. “Konservatisme Akuntansi, Good Corporate Governance dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility

pada Earnings Response Coefficient.”*E-Jurnal Akuntansi Universitas Udaya*. Vol.13. Hal. 173-190.

Zabojnikova, G. 2016. *The Audit Committee Characteristics and Firm Performance: Evidence From the UK*. Dissertation.

Zarkasyi, M. W. 2008. *Good Corporate Governance Pada Badan Usaha Manufaktur, Perbankan dan Jasa Keuangan Lainnya*. Bandung: Alfabeta.

Perusahaan yang memenuhi kriteria *purposive sampling*

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
1	ADES	PT. Akasha Wira International Tbk	13-Jun-1994
2	ADMG	PT.Polychem Indonesia Tbk	20-Oct-1993
3	AKKU	PT. Alam Karya Unggul Tbk	01-Nov-2004
4	AKPI	PT. Argha Karya Prima Industry Tbk	18-Dec-1992
5	ALKA	PT. Alaska Industrindo Tbk	12-Jul-1990
6	ALMI	PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk	02-Jan-1997
7	AMFG	PT. Asahimas Flat Glass Tbk	08-Nov-1995
8	ARNA	PT.Arwana Citra Mulia Tbk	17-Jul-2001
9	ASII	PT. Astra International Tbk	04-Apr-1990
10	BATA	PT. Sepatu Bata Tbk	24-Mar-1982
11	BIMA	PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk	30-Aug-1994
12	BRAM	PT. Indo Kordsa Tbk (d.h Branta Mulia Tbk)	05-Sep-1990
13	BRNA	PT.Berlina Tbk	06-Nov-1989
14	BRPT	PT. Barito Pasific Tbk	01-Oct-1993
15	BUDI	PT. Budi Starch & Sweetener Tbk	08-May-1995
16	CEKA	PT. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk	09-Jul-1996
17	CNTX	PT. Century Textile Industry Tbk	22-May-1979
18	CPIN	PT. Charoen Pokphand Indonesia Tbk	18-Mar-1991
19	CTBN	PT. Citra Turbindo Tbk	28-Nov-1989
20	DPNS	PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk	08-Aug-1990
21	DVLA	PT Darya Varia Laboratoria Tbk	11-Nov-1994
22	ERTX	PT. Eratex Djaya Tbk	21-Aug-1990
23	ESTI	PT.Ever Shine Tex Tbk	13-Oct-1992
24	ETWA	PT. Eterindo Wahanatama TBK	16-May-1997
25	FASW	PT.Fajar Surya Wisesa Tbk	01-Dec-1994
26	FPNI	PT. Lotte Chemical Titan Tbk	21-Mar-2002
27	GDYR	PT. Goodyear Indonesia Tbk	01-Dec-1980
28	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk	27-Aug-1990
29	GJTL	PT.Gajah Tunggal Tbk	08-May-1990
30	HDTX	PT. Panasia Indo Resources Tbk	06-Jun-1990
31	IGAR	PT. Champion Pasific Indonesia	05-Nov-1990
32	IKAI	PT.Inti Keramik Alam Asri Industri Tbk	04-Jun-1997
33	IMAS	PT. Indomobil Sukses International Tbk	15-Sep-1993
34	INAF	PT. Indofarma (Persero) Tbk	17-Apr-2001
35	INAI	PT. Indal Aluminium Industry Tbk	05-Dec-1994
36	INCI	PT. Intan Wijaya International Tbk	24-Jul-1990

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
37	INDF	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk	14-Jul-1994
38	INDR	PT Indo Rama Synthetic Tbk	03-Aug-1990
39	INKP	PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	16-Jul-1990
40	INRU	PT.Toba Pulp Lestari Tbk	18-Jun-1990
41	INTP	PT.Indocement Tunggul Prakasa	05-Dec-1989
42	JECC	PT. Jembo Cable Company Tbk	18-Nov-1992
43	JPFA	PT. Japfa Comfeed Indonesia Tbk	23-Nov-1989
44	JPRS	PT. Jaya Pari Steel Tbk	08-Aug-1989
45	KAEF	PT.Kimia Farma (Persero) Tbk	04-Jul-2001
46	KBRI	PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk	11-Jul-2008
47	KDSI	PT. Kedawung Setia Industrial Tbk	29-Jul-1996
48	KICI	PT. Kedaung Indah Can Tbk	28-Oct-1993
49	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk	30-Jul-1991
50	LION	PT. Lion Metal Works Tbk	20-Aug-1993
51	LMPI	PT. Langgeng Malmur Industry Tbk	17-Oct-1994
52	LMSH	PT. Lionmesh Prima Tbk	04-Jun-1990
53	LPIN	PT. Multi Prima Sejahtera Tbk	05-Feb-1990
54	MAIN	PT. Malindo Feedmill Tbk	10-Feb-2006
55	MASA	PT. Multistrada Arah Sarana Tbk	09-Jun-2005
56	MERK	PT. Merck Indonesia Tbk	23-Jul-1981
57	MLBI	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk	17-Jan-1994

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
58	MLIA	PT. Mulia Industrindo Tbk	17-Jan-1994
59	MYOR	PT Mayora Indah Tbk	04-Jul-1990
60	MYTX	PT. Apac Citra Centertex Tbk	10-Oct-1989
61	NIPS	PT. Nipress Tbk	24-Jul-1991
62	PBRX	PT. Pan Brothers Tbk	16-Aug-1990
63	PICO	PT. Pelangi Indah Canindo Tbk	23-Sep-1996
64	PRAS	PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk	12-Jul-1990
65	PSDN	PT. Prashida Aneka Niaga Tbk	18-Oct-1994
66	RICY	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk	22-Jan-1998
67	RMBA	PT Bentoel Intertational Investama Tbk	05-Mar-1990
68	SCCO	PT. Supreme Cable Manufacturing And Commerce Tbk	20-Jul-1982
69	SIPD	PT.Siearad Produce Tbk	27-Dec-1996
70	SKLT	PT Sekar Laut Tbk	08-Sep-1993
71	SMCB	PT.Holcim Indonesia Tbk d.h Semen Cibinong Tbk	10-Aug-1997
72	SMGR	PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk	08-Jul-1991
73	SPMA	PT. Suparma Tbk	16-Nov-1994
74	SRSN	PT. Indo Acitama Tbk	11-Jan-1993
75	SSTM	PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk	20-Aug-1997
76	STTP	PT. Siantar Top Tbk	16-Dec-1996
77	SULI	PT. SLJ Global Tbk	21-Mar-1994
78	TBMS	PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk	30-Sep-1993
79	TFCO	PT. Tifico Fiber Indonesia Tbk	26-Feb-1980
80	TIRT	PT. Tirta Mahakam Resources Tbk	13-Dec-1999
81	TKIM	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	03-Apr-1990
82	TOTO	PT. Surya Toto Indonesia Tbk	30-Oct-1990
83	TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk	26-May-2008
84	TRST	PT. Trias Sentosa Tbk	02-Jul-1990
85	TSPC	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	17-Jan-1994
86	UNIC	PT.Unggul Indah Cayaha Tbk	06-Nov-1989
87	UNIT	PT. Nusantara Inti Corpora Tbk	18-Apr-2002
88	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk	11-Jan-1982
89	VOKS	PT. Voksel Electric Tbk	20-Dec-1990
90	YPAS	PT. Yana Prima Hasta Persada Tbk	15-Mar-2008

Perusahaan yang Melakukan IPO Setelah Tahun 2010

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
1.	SMBR	PT.Semen Baturaja (Persero)Tbk	28-Jun-2013
2.	WTON	PT.Wijaya Karya Beton Tbk	08-Apr-2014
3.	BAJA	PT. Saranacentral Bajatama Tbk	21-Dec-2011
4.	ISSP	PT. Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	22-Feb-2013
5.	IMPC	PT.Impack Pratama Industri Tbk	17-Dec-2014
6.	TALF	PT. Tunas Alfin Tbk	01-Jan-2014
7.	ALDO	PT. Alkindo Naratama Tbk	12-Jul-2011
8.	DAJK	PT. Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk	14-May-2014
9.	AMIN	PT Ateliers Mecaniques D'Indonesie Tbk	10-Dec-2015
10.	KRAH	PT. Grand Kartech Tbk	08-Nov-2013
11.	BOLT	PT. Garuda Metalindo Tbk	07-Jul-2015
12.	SRIL	PT. Sri Rejeki Isman Tbk	17-Jun-2013
13.	STAR	PT. Star Petrochem Tbk	13-Jul-2011
14.	TRIS	PT. Trisula International Tbk	28-Jun-2012
15.	ALTO	PT. Tri Banyan Tirta Tbk	10-Jul-2012
16.	SKBM	PT. Sekar Bumi Tbk	05-Jan-1993
17.	WIIM	PT. Wismilak Inti Makmur Tbk	18-Dec-2012
18.	SIDO	Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk	18-Dec-2013
19.	KINO	PT.Kino Indonesia Tbk	11-Dec-2015
20.	MBTO	PT. Martina Berto Tbk	13-Jan-2011
21.	CINT	PT. Chitose International Tbk	27-Jun-2014

Perusahaan yang tidak memiliki data laporan keuangan tahunan dan tanggal publikasi secara lengkap

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN
1.	ARGO	PT. Argo Pantes Tbk
2.	CNTB	PT. Century Textile Industry Tbk (saham seri B)
3.	GDST	PT. Gunawan Dianjaya Steel Tbk
4.	ICBP	PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
5.	IKBI	PT. Sumi Indo Kabel Tbk
6.	IPOL	PT.Indopoly Swakarsa Industry Tbk
7.	KRAS	PT.Krakatau Steel (Persero) Tbk
8.	NIKL	PT. Pelat Timah Nusantara Tbk
9.	ROTI	PT.Nippon Indosari Corporindo Tbk
10.	SCPI	PT.Merk Sharp Dohme Pharma Tbk
11.	SIAP	PT. Sekawan Intipratama Tbk
12.	SIMA	PT. Siwani Makmur Tbk
13.	SMSM	PT. Selamat Sempurna Tbk
14.	SOBI	PT.Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
15.	SQBB	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk (saham biasa)

DATA TABULASI 2010 -2015

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
ADES	2010	0.40983	0.01196	0.80000	0.12088	0.93853	0.33333	0.33333	0.67412
ADES	2011	0.37714	0.37171	0.80000	0.13187	0.93853	0.33333	1.00000	0.94735
ADES	2012	0.31777	(0.02274)	0.80000	0.13187	0.91939	0.33333	1.00000	1.22499
ADES	2013	0.28568	(0.08290)	0.80000	0.12088	0.91939	0.33333	1.00000	1.13934
ADES	2014	0.29313	(0.00394)	0.80000	0.12088	0.91939	0.33333	1.00000	1.14641
ADES	2015	0.33215	0.25452	0.80000	0.09890	0.91939	0.33333	1.00000	1.02526
ADMG	2010	0.46807	0.33162	0.60000	0.08791	0.89922	0.40000	1.00000	0.96310
ADMG	2011	0.42141	0.00697	0.60000	0.06593	0.79659	0.40000	1.00000	0.92649
ADMG	2012	0.41900	(0.08672)	0.60000	0.08791	0.85492	0.40000	1.00000	0.81469
ADMG	2013	0.30877	0.05652	0.60000	0.09890	0.75069	0.40000	1.00000	0.90117
ADMG	2014	0.29519	0.00782	0.60000	0.13187	0.75069	0.40000	1.00000	0.96356
ADMG	2015	0.26799	0.84740	0.60000	0.13187	0.75069	0.25000	1.00000	0.74016
AKKU	2010	0.32780	(0.10034)	0.80000	0.12088	0.95067	0.50000	0.33333	0.10391
AKKU	2011	0.37542	(0.00150)	0.80000	0.12088	0.95067	0.50000	0.33333	0.21824
AKKU	2012	0.40198	0.52446	0.80000	0.10989	0.95067	0.50000	0.33333	0.15147
AKKU	2013	0.48894	(0.01856)	0.80000	0.08791	0.84908	0.50000	0.50000	0.13978
AKKU	2014	0.49053	0.06245	0.80000	0.05495	0.86280	0.50000	1.00000	0.04699
AKKU	2015	0.40271	(0.51076)	0.80000	0.02198	0.94908	0.50000	1.00000	0.55714
AKPI	2010	0.41953	(0.04521)	0.60000	0.02198	0.68761	0.40000	1.00000	0.84705
AKPI	2011	0.35287	0.06351	0.60000	0.03297	0.58639	0.40000	1.00000	0.98806
AKPI	2012	0.33853	(0.01459)	0.60000	0.13187	0.58639	0.40000	1.00000	0.88008
AKPI	2013	0.33815	0.01106	0.60000	0.13187	0.58639	0.40000	1.00000	0.79795
AKPI	2014	0.34955	(0.00071)	0.60000	0.13187	0.58639	0.33333	1.00000	0.87353
AKPI	2015	0.38131	(0.00750)	0.60000	0.13187	0.58639	0.33333	1.00000	0.69975
ALKA	2010	0.43735	0.03201	0.60000	0.02198	0.94913	0.25000	1.00000	0.91127
ALKA	2011	0.45404	(0.12475)	0.60000	0.02198	0.94913	0.25000	1.00000	0.66938
ALKA	2012	0.39193	0.08579	0.60000	0.05495	0.94913	0.25000	1.00000	0.92565
ALKA	2013	0.43321	0.09040	0.60000	0.07692	0.94913	0.25000	1.00000	0.82518
ALKA	2014	0.42875	0.26194	0.60000	0.09890	0.94913	0.25000	1.00000	0.93912
ALKA	2015	0.36835	(0.00139)	0.60000	0.08791	0.94913	0.25000	1.00000	0.54724
ALMI	2010	0.39961	0.09678	0.60000	0.06593	0.83843	0.40000	1.00000	2.00715
ALMI	2011	0.43268	(0.50447)	0.60000	0.06593	0.83843	0.40000	1.00000	2.01497
ALMI	2012	0.40802	0.32263	0.60000	0.07692	0.83843	0.40000	1.00000	1.71221
ALMI	2013	0.43801	(0.01090)	0.60000	0.12088	0.75978	0.50000	1.00000	1.04333
ALMI	2014	0.44816	(0.00745)	0.60000	0.12088	0.79334	0.50000	1.00000	1.03698
ALMI	2015	0.42595	(0.00798)	0.60000	0.12088	0.76484	0.50000	1.00000	1.52274
AMFG	2010	0.27114	(0.02676)	0.60000	0.10989	0.84665	0.33333	1.00000	1.02254
AMFG	2011	0.38411	1.62944	0.60000	0.25275	0.84674	0.33333	1.00000	0.96494
AMFG	2012	0.25693	(0.45459)	0.60000	0.08791	0.84704	0.33333	1.00000	0.91715
AMFG	2013	0.22329	1.06263	0.60000	0.26374	0.84704	0.33333	1.00000	0.90877
AMFG	2014	0.17770	(0.07856)	0.60000	0.26374	0.84728	0.33333	1.00000	0.93717
AMFG	2015	0.17113	(0.10546)	0.60000	0.25275	0.84820	0.33333	1.00000	0.85849

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
ARNA	2010	0.34435	(0.07372)	0.80000	0.24176	0.74268	1.00000	1.00000	0.95079
ARNA	2011	0.29649	0.12747	0.80000	0.20879	0.74268	1.00000	1.00000	1.10965
ARNA	2012	0.26709	(0.06031)	0.80000	0.24176	0.64102	1.00000	1.00000	1.18809
ARNA	2013	0.24788	(0.02500)	0.60000	0.25275	0.50465	1.00000	1.00000	1.24875
ARNA	2014	0.22266	(0.05347)	0.60000	0.30769	0.54830	1.00000	1.00000	1.27765
ARNA	2015	0.27434	(0.02415)	0.60000	0.24176	0.48088	1.00000	1.00000	0.90295
ASII	2010	0.33757	(0.01309)	0.80000	0.51648	0.50115	0.36364	1.00000	1.14338
ASII	2011	0.33841	(0.05152)	0.80000	0.60440	0.50115	0.36364	1.00000	1.05890
ASII	2012	0.33747	(0.01446)	0.80000	0.57143	0.50115	0.36364	1.00000	1.03171
ASII	2013	0.33581	0.57551	0.80000	0.54945	0.50115	0.36364	1.00000	0.90601
ASII	2014	0.32946	1.96174	0.80000	0.54945	0.50115	0.36364	1.00000	0.85460
ASII	2015	0.32658	0.03711	0.80000	0.43956	0.50115	0.36364	1.00000	0.75049
BATA	2010	0.39897	(0.05423)	0.60000	0.03297	0.84031	0.40000	1.00000	1.33027
BATA	2011	0.34018	(0.02091)	0.60000	0.12088	0.87785	0.40000	1.00000	1.31345
BATA	2012	0.63968	0.09284	0.60000	0.09890	0.87789	0.40000	1.00000	1.30890
BATA	2013	0.29482	0.00944	0.60000	0.10989	0.87054	0.40000	1.00000	1.32581
BATA	2014	0.30881	(0.03169)	0.60000	0.08791	0.87109	0.40000	1.00000	1.30177
BATA	2015	0.23805	0.01047	0.60000	0.08791	0.87150	0.40000	1.00000	1.29373
BIMA	2010	0.76737	(0.02249)	0.60000	0.07692	0.88963	0.33333	1.00000	0.93328
BIMA	2011	0.75977	(0.00683)	0.60000	0.08791	0.88963	0.33333	1.00000	2.01459
BIMA	2012	0.74666	(0.13039)	0.60000	0.08791	0.88963	0.33333	1.00000	1.43386
BIMA	2013	0.73588	(0.00307)	0.60000	0.10989	0.88963	0.66667	1.00000	1.51813
BIMA	2014	0.74465	(0.00321)	0.60000	0.21978	0.88963	0.66667	1.00000	1.79406
BIMA	2015	0.79369	(0.00609)	0.60000	0.21978	0.88963	0.66667	1.00000	1.22906
BRAM	2010	0.16045	0.00203	0.60000	0.13187	0.65812	0.42857	1.00000	1.20944
BRAM	2011	0.21790	(0.07394)	0.60000	0.17582	0.65812	0.42857	1.00000	1.14462
BRAM	2012	0.15904	0.01453	0.60000	0.21978	0.65812	0.42857	1.00000	0.75622
BRAM	2013	0.19810	(0.08169)	0.60000	0.18681	0.65812	0.42857	1.00000	0.83742
BRAM	2014	0.29819	0.03888	0.60000	0.19780	0.65812	0.40000	1.00000	0.67371
BRAM	2015	0.27234	0.09635	0.60000	0.20879	0.65812	0.40000	1.00000	0.71228
BRNA	2010	0.38301	(0.00501)	0.80000	0.12088	0.51424	0.50000	1.00000	1.03162
BRNA	2011	0.38465	(0.00550)	0.80000	0.12088	0.60737	0.50000	1.00000	1.05493
BRNA	2012	0.38145	0.05415	0.80000	0.13187	0.51424	0.50000	1.00000	1.08645
BRNA	2013	0.42187	0.02598	0.80000	0.16484	0.51424	0.33333	1.00000	0.85412
BRNA	2014	0.42106	(0.00713)	0.80000	0.14286	0.51424	0.33333	1.00000	0.94360
BRNA	2015	0.35340	(0.00269)	0.80000	0.17582	0.68789	0.33333	1.00000	0.70209
BRPT	2010	0.33740	(0.01722)	0.60000	0.19780	0.72197	0.40000	1.00000	1.05932
BRPT	2011	0.33719	0.18448	0.60000	0.19780	0.72197	0.40000	1.00000	0.58408
BRPT	2012	0.35189	(0.00051)	0.60000	0.16484	0.72216	0.40000	1.00000	1.08232
BRPT	2013	0.35221	(0.06054)	0.60000	0.18681	0.67425	0.33333	1.00000	1.08527
BRPT	2014	0.35398	(0.09179)	0.60000	0.16484	0.67425	0.33333	1.00000	1.06515
BRPT	2015	0.31938	(0.03400)	0.60000	0.16484	0.68601	0.33333	1.00000	0.62410

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
BUDI	2010	0.37230	0.04401	0.60000	0.19780	0.51205	0.40000	1.00000	1.07966
BUDI	2011	0.38269	0.10898	0.60000	0.19780	0.51400	0.33333	1.00000	1.17930
BUDI	2012	0.38861	(0.00953)	0.60000	0.20879	0.57077	0.33333	1.00000	0.99813
BUDI	2013	0.38758	0.00188	0.60000	0.18681	0.52682	0.33333	1.00000	1.07809
BUDI	2014	0.38734	0.07448	0.60000	0.20879	0.52682	0.33333	1.00000	0.92218
BUDI	2015	0.39844	0.00085	0.60000	0.19780	0.54954	0.33333	1.00000	0.72836
CEKA	2010	0.39164	(0.49259)	0.80000	0.05495	0.92012	0.33333	1.00000	0.84448
CEKA	2011	0.33765	(0.18230)	0.80000	0.05495	0.92012	0.33333	1.00000	1.50380
CEKA	2012	0.36095	0.11620	0.60000	0.05495	0.92012	0.33333	1.00000	1.09324
CEKA	2013	0.33935	(0.40397)	0.60000	0.08791	0.92012	0.33333	1.00000	1.43216
CEKA	2014	0.36932	0.03036	0.80000	0.08791	0.92012	0.33333	1.00000	1.32529
CEKA	2015	0.36425	(0.02895)	0.80000	0.09890	0.92012	0.33333	1.00000	1.67296
CNTX	2010	0.49243	(0.03284)	0.80000	0.16484	0.91000	0.33333	1.00000	0.79098
CNTX	2011	0.46922	0.04799	0.80000	0.14286	0.91000	0.33333	1.00000	1.11428
CNTX	2012	0.50429	(0.00327)	0.60000	0.14286	0.91000	0.33333	1.00000	0.91378
CNTX	2013	0.51415	(0.06485)	0.60000	0.13187	0.91000	0.33333	1.00000	1.00475
CNTX	2014	0.48423	0.01200	0.80000	0.13187	0.91000	0.33333	1.00000	1.11801
CNTX	2015	0.48248	0.00276	0.80000	0.13187	0.91000	0.33333	1.00000	1.03111
CPIN	2010	0.23921	(0.07088)	0.80000	0.12088	0.55530	0.40000	0.20000	0.76724
CPIN	2011	0.23345	(0.13577)	0.80000	0.13187	0.55530	0.40000	0.20000	0.89939
CPIN	2012	0.25363	0.03538	0.80000	0.12088	0.55530	0.40000	0.20000	1.72577
CPIN	2013	0.27014	0.05788	0.60000	0.13187	0.55530	0.40000	0.20000	1.63228
CPIN	2014	0.32196	(0.08055)	0.60000	0.12088	0.55530	0.40000	0.20000	1.39865
CPIN	2015	0.32973	(0.16008)	0.60000	0.12088	0.55530	0.40000	0.20000	1.21968
CTBN	2010	0.37146	(0.01373)	0.60000	0.14286	0.80920	0.40000	0.66667	0.78173
CTBN	2011	0.29313	0.01554	0.60000	0.14286	0.80920	0.40000	0.66667	0.82199
CTBN	2012	0.32030	0.01055	0.60000	0.16484	0.80920	0.40000	0.66667	0.74824
CTBN	2013	0.31107	0.06150	0.60000	0.20879	0.82450	0.33333	0.66667	0.89064
CTBN	2014	0.29145	0.02635	0.60000	0.23077	0.82450	0.33333	0.66667	0.74034
CTBN	2015	0.30030	0.02539	0.60000	0.23077	0.88690	0.33333	0.66667	0.49270
DPNS	2010	0.21800	(0.01828)	0.80000	0.06593	0.68089	0.33333	0.66667	0.55375
DPNS	2011	0.19810	0.00852	0.80000	0.06593	0.68089	0.33333	0.66667	0.70314
DPNS	2012	0.13730	0.01255	0.60000	0.08791	0.66481	0.33333	0.66667	0.79449
DPNS	2013	0.11468	(0.00376)	0.60000	0.07692	0.66416	0.33333	0.66667	0.51227
DPNS	2014	0.11213	(0.05403)	0.80000	0.09890	0.59640	0.33333	0.66667	0.49382
DPNS	2015	0.11121	(0.06887)	0.60000	0.09890	0.59867	0.33333	0.66667	0.43163
DVLA	2010	0.21040	(0.02361)	0.40000	0.04396	0.92660	0.50000	1.00000	1.08791
DVLA	2011	0.25160	0.24752	0.60000	0.05495	0.92660	0.50000	1.00000	0.97474
DVLA	2012	0.18667	(0.01514)	0.60000	0.06593	0.92660	0.50000	1.00000	1.01181
DVLA	2013	0.20291	(0.21906)	0.40000	0.07692	0.92660	0.50000	1.00000	0.92574
DVLA	2014	0.18953	0.07388	0.60000	0.08791	0.93000	0.50000	1.00000	0.89288
DVLA	2015	0.23336	(0.07824)	0.60000	0.08791	0.93000	0.50000	1.00000	0.94901

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
ERTX	2010	0.73710	(0.00406)	0.80000	0.10989	0.60689	0.33333	1.00000	2.02130
ERTX	2011	0.62881	0.10357	0.80000	0.12088	0.76338	0.33333	1.00000	1.50911
ERTX	2012	0.44761	(0.14200)	0.60000	0.15385	0.85547	0.50000	1.00000	1.07873
ERTX	2013	0.43646	0.09609	0.60000	0.20879	0.86851	0.50000	1.00000	1.25073
ERTX	2014	0.45109	0.10512	0.80000	0.18681	0.88378	0.50000	1.00000	1.02721
ERTX	2015	0.44643	(0.00910)	0.60000	0.18681	0.92381	0.50000	1.00000	1.30555
ESTI	2010	0.35984	0.01523	0.60000	0.15385	0.72576	0.33333	0.66667	1.05455
ESTI	2011	0.37816	0.00782	0.60000	0.16484	0.72576	0.33333	0.66667	1.12056
ESTI	2012	0.35363	(0.00246)	0.60000	0.18681	0.72576	0.33333	0.66667	0.93743
ESTI	2013	0.37366	0.02543	0.60000	0.21978	0.72576	0.33333	0.66667	0.66898
ESTI	2014	0.39861	0.66201	0.60000	0.20879	0.72580	0.33333	0.66667	0.67794
ESTI	2015	0.43544	(0.01188)	0.60000	0.21978	0.72580	0.33333	0.66667	0.65064
ETWA	2010	0.27226	0.07219	0.40000	0.21978	0.55631	0.66667	0.33333	0.94194
ETWA	2011	0.34367	(0.00234)	0.60000	0.19780	0.55631	0.25000	0.33333	1.52023
ETWA	2012	0.35545	0.13690	0.60000	0.26374	0.55631	0.25000	0.33333	0.62622
ETWA	2013	0.39614	(0.09756)	0.40000	0.28571	0.55631	0.25000	0.33333	0.93370
ETWA	2014	0.43609	(0.00364)	0.60000	0.23077	0.55631	0.25000	0.33333	0.75135
ETWA	2015	0.48543	0.00523	0.60000	0.19780	0.55816	0.25000	0.33333	0.29698
FASW	2010	0.37504	(0.05866)	0.60000	0.36264	0.75742	0.33333	1.00000	0.75327
FASW	2011	0.39651	0.19225	0.60000	0.36264	0.75742	0.33333	1.00000	0.83542
FASW	2012	0.40593	(0.06240)	0.60000	0.35165	0.75742	0.33333	1.00000	0.71487
FASW	2013	0.42497	(0.00079)	0.60000	0.32967	0.75742	0.33333	1.00000	0.87153
FASW	2014	0.41578	(0.01406)	0.60000	0.32967	0.74736	0.20000	1.00000	0.97777
FASW	2015	0.39522	0.00185	0.60000	0.31868	0.74912	0.20000	1.00000	0.70922
FPNI	2010	0.36100	0.01131	0.40000	0.15385	0.95312	0.50000	0.66667	1.31176
FPNI	2011	0.38738	0.23758	0.60000	0.13187	0.95312	0.50000	1.00000	1.62173
FPNI	2012	0.40078	0.13411	0.60000	0.07692	0.95312	0.50000	1.00000	1.79139
FPNI	2013	0.39634	0.02175	0.40000	0.07692	0.95152	0.50000	1.00000	2.02318
FPNI	2014	0.38929	0.16220	0.60000	0.10989	0.95152	0.50000	1.00000	1.74973
FPNI	2015	0.37021	0.01874	0.60000	0.10989	0.95152	0.50000	0.66667	1.96170
GDYR	2010	0.41276	0.17907	0.80000	0.17582	0.93924	0.33333	0.33333	1.51444
GDYR	2011	0.39774	(0.11327)	0.80000	0.13187	0.94343	0.33333	0.33333	1.58734
GDYR	2012	0.38442	0.01209	0.80000	0.14286	0.94071	0.33333	0.33333	1.64146
GDYR	2013	0.36810	(0.26939)	0.80000	0.13187	0.94020	0.33333	0.33333	1.66036
GDYR	2014	0.36230	0.03523	0.80000	0.13187	0.94020	0.33333	0.33333	1.27659
GDYR	2015	0.35546	0.05229	0.80000	0.14286	0.41714	0.33333	0.33333	1.29404
GGRM	2010	0.23497	0.57596	0.60000	0.15385	0.75547	0.75000	1.00000	1.22609
GGRM	2011	0.27250	(0.14969)	0.60000	0.14286	0.75547	0.66667	1.00000	1.07152
GGRM	2012	0.26502	0.11121	0.60000	0.12088	0.75547	0.66667	1.00000	1.18115
GGRM	2013	0.29677	(0.07916)	0.60000	0.12088	0.75547	0.66667	1.00000	1.09192
GGRM	2014	0.30143	0.00037	0.60000	0.14286	0.75547	0.66667	1.00000	1.11964
GGRM	2015	0.28750	0.17143	0.60000	0.12088	0.75547	0.66667	1.00000	1.10802

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
GJTL	2010	0.40013	0.08519	0.40000	0.20879	0.58888	0.37500	0.66667	0.95009
GJTL	2011	0.38103	0.60911	0.60000	0.24176	0.59698	0.33333	0.66667	1.01997
GJTL	2012	0.36544	(0.31635)	0.60000	0.17582	0.59698	0.42857	0.66667	0.97737
GJTL	2013	0.38578	(0.04806)	0.40000	0.24176	0.59698	0.42857	0.66667	0.80471
GJTL	2014	0.39416	0.03919	0.60000	0.21978	0.59500	0.50000	0.66667	0.81074
GJTL	2015	0.40904	0.02204	0.60000	0.18681	0.59500	0.50000	0.66667	0.74075
HDTX	2010	0.31703	0.06016	0.80000	0.06593	0.88635	0.50000	0.33333	0.65266
HDTX	2011	0.30681	(0.00827)	0.80000	0.07692	0.89914	0.50000	0.33333	1.00326
HDTX	2012	0.35927	(0.04424)	0.80000	0.08791	0.89914	0.50000	0.33333	0.63203
HDTX	2013	0.41190	0.00020	0.80000	0.07692	0.89914	0.33333	0.33333	0.44450
HDTX	2014	0.46077	(0.10734)	0.80000	0.08791	0.89914	0.33333	0.66667	0.27843
HDTX	2015	0.41654	(0.01169)	0.80000	0.09890	0.91042	0.33333	0.66667	0.28730
IGAR	2010	0.13881	(0.01209)	0.60000	0.04396	0.78535	0.33333	1.00000	1.54304
IGAR	2011	0.18234	0.03304	0.60000	0.08791	0.78535	0.33333	1.00000	1.44208
IGAR	2012	0.18829	(0.01247)	0.60000	0.09890	0.78535	0.33333	1.00000	1.78152
IGAR	2013	0.22190	(0.01621)	0.60000	0.07692	0.78535	0.33333	1.00000	2.04419
IGAR	2014	0.20101	(0.02298)	0.60000	0.09890	0.78535	0.33333	1.00000	1.53721
IGAR	2015	0.16339	0.11621	0.60000	0.09890	0.84819	0.50000	1.00000	1.76418
IKAI	2010	0.32163	(0.26592)	0.80000	0.14286	0.78741	0.50000	1.00000	0.35527
IKAI	2011	0.32291	0.06848	0.80000	0.13187	0.78741	0.50000	1.00000	0.38443
IKAI	2012	0.33776	0.01940	0.80000	0.07692	0.78741	0.50000	1.00000	0.39652
IKAI	2013	0.36472	(0.01276)	0.80000	0.07692	0.78741	0.50000	1.00000	0.43879
IKAI	2014	0.39645	(0.01124)	0.80000	0.10989	0.78741	0.50000	1.00000	0.50588
IKAI	2015	0.45207	0.30167	0.80000	0.10989	0.77427	0.50000	1.00000	0.36201
IMAS	2010	0.45019	0.01600	0.80000	0.01099	0.92370	0.42857	1.00000	1.38667
IMAS	2011	0.37880	0.02533	0.80000	0.01099	0.70400	0.42857	1.00000	1.23145
IMAS	2012	0.40373	0.05181	0.80000	0.01099	0.70400	0.42857	1.00000	1.12534
IMAS	2013	0.41241	0.15798	0.80000	0.03297	0.89538	0.42857	1.00000	0.90050
IMAS	2014	0.41651	0.02512	0.80000	0.03297	0.89538	0.42857	1.00000	0.82893
IMAS	2015	0.42229	0.00876	0.80000	0.03297	0.89657	0.42857	1.00000	0.72747
INAF	2010	0.35932	(0.01435)	0.60000	0.03297	0.80660	0.40000	1.00000	1.38989
INAF	2011	0.31634	(0.01133)	0.60000	0.04396	0.87629	0.40000	1.00000	1.07944
INAF	2012	0.31387	0.18985	0.60000	0.03297	0.80664	0.50000	0.75000	0.97260
INAF	2013	0.35312	(0.01698)	0.60000	0.03297	0.80664	0.50000	1.00000	1.03321
INAF	2014	0.34491	0.01477	0.60000	0.09890	0.80664	0.33333	1.00000	1.10662
INAF	2015	0.38048	0.01255	0.60000	0.23077	0.80664	0.33333	1.00000	1.05750
INAI	2010	0.44514	0.11913	0.40000	0.01099	0.65864	0.40000	0.33333	1.18615
INAI	2011	0.44712	0.00420	0.60000	0.01099	0.65864	0.40000	0.33333	1.02132
INAI	2012	0.44521	0.09171	0.60000	0.01099	0.65864	0.40000	0.33333	0.95170
INAI	2013	0.45592	0.01964	0.40000	0.01099	0.76584	0.50000	0.33333	0.83656
INAI	2014	0.45609	0.00426	0.60000	0.01099	0.77987	0.50000	0.33333	1.04032
INAI	2015	0.45068	0.00641	0.60000	0.01099	0.77987	0.50000	0.33333	1.04091

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
INCI	2010	0.04373	(0.02950)	0.80000	0.01099	0.03141	0.33333	1.00000	0.36152
INCI	2011	0.10427	0.21481	0.80000	0.01099	0.02261	0.33333	1.00000	0.40163
INCI	2012	0.12806	(0.03227)	0.80000	0.02198	0.02009	0.33333	1.00000	0.48857
INCI	2013	0.07548	0.02313	0.80000	0.02198	0.01806	0.33333	1.00000	0.59676
INCI	2014	0.06873	(0.15385)	0.80000	0.02198	0.02108	0.33333	1.00000	0.74344
INCI	2015	0.08398	(0.01279)	0.80000	0.02198	0.02122	0.33333	1.00000	0.80608
INDF	2010	0.32256	(0.09444)	0.80000	0.03297	0.50067	0.33333	1.00000	0.81232
INDF	2011	0.29142	(0.01177)	0.80000	0.03297	0.50067	0.33333	1.00000	0.84597
INDF	2012	0.29887	(0.19354)	0.80000	0.03297	0.50067	0.37500	1.00000	0.84383
INDF	2013	0.33748	0.49244	0.80000	0.06593	0.50067	0.37500	1.00000	0.73927
INDF	2014	0.34243	1.32549	0.80000	0.09890	0.50067	0.37500	1.00000	0.74000
INDF	2015	0.34679	0.11702	0.80000	0.05495	0.50067	0.37500	1.00000	0.69760
INDR	2010	0.34056	(0.03295)	0.60000	0.01099	0.61567	0.40000	1.00000	1.09064
INDR	2011	0.28266	0.00782	0.60000	0.01099	0.59181	0.40000	1.00000	1.15897
INDR	2012	0.36310	(0.11758)	0.60000	0.02198	0.59181	0.40000	1.00000	1.08286
INDR	2013	0.37377	(0.01514)	0.60000	0.03297	0.59181	0.40000	1.00000	1.03200
INDR	2014	0.37126	(0.06512)	0.60000	0.03297	0.59181	0.40000	1.00000	0.97966
INDR	2015	0.38959	(0.01316)	0.60000	0.04396	0.59181	0.40000	1.00000	0.84741
INKP	2010	0.39813	(0.01093)	0.60000	0.05495	0.52720	0.44444	1.00000	0.42356
INKP	2011	0.40471	0.02034	0.80000	0.05495	0.52720	0.44444	1.00000	0.40513
INKP	2012	0.40766	0.00801	0.80000	0.05495	0.52720	0.44444	1.00000	0.37880
INKP	2013	0.39814	0.00749	0.60000	0.05495	0.52720	0.44444	1.00000	0.39123
INKP	2014	0.38718	0.02040	0.60000	0.06593	0.52720	0.44444	1.00000	0.40419
INKP	2015	0.38550	(0.01423)	0.60000	0.06593	0.52720	0.42857	1.00000	0.40269
INRU	2010	0.36522	0.07076	0.80000	0.03297	0.90599	0.50000	1.00000	0.33715
INRU	2011	0.37782	(0.04687)	0.80000	0.03297	0.90599	0.50000	1.00000	0.28452
INRU	2012	0.37871	(0.00086)	0.80000	0.03297	0.90596	0.50000	1.00000	0.34365
INRU	2013	0.37833	(0.03900)	0.80000	0.03297	0.95979	0.50000	1.00000	0.28435
INRU	2014	0.37209	(0.04029)	0.80000	0.03297	0.94403	0.50000	1.00000	0.33065
INRU	2015	0.38470	0.03278	0.80000	0.03297	0.94382	0.50000	1.00000	0.28877
INTP	2010	0.13013	0.15971	0.60000	0.04396	0.64033	0.33333	1.00000	0.72577
INTP	2011	0.11906	(0.34739)	0.80000	0.04396	0.64033	0.33333	1.00000	0.76512
INTP	2012	0.13155	0.02026	0.80000	0.04396	0.64033	0.33333	1.00000	0.75984
INTP	2013	0.12052	0.03527	0.80000	0.04396	0.64033	0.28571	1.00000	0.70249
INTP	2014	0.13108	0.00163	0.80000	0.04396	0.64033	0.28571	1.00000	0.69228
INTP	2015	0.12148	(0.22990)	0.80000	0.04396	0.64033	0.28571	1.00000	0.64396
JECC	2010	0.45640	0.04326	0.80000	0.02198	0.90150	0.66667	1.00000	1.47816
JECC	2011	0.44368	(0.00098)	0.80000	0.02198	0.90150	0.66667	1.00000	2.02128
JECC	2012	0.45309	(0.00502)	0.80000	0.02198	0.90150	0.66667	1.00000	1.74176
JECC	2013	0.47445	(0.08999)	0.80000	0.03297	0.90150	0.66667	1.00000	1.20185
JECC	2014	0.45768	0.35952	0.80000	0.06593	0.90150	0.66667	1.00000	1.40522
JECC	2015	0.42300	(0.00022)	0.80000	0.06593	0.90150	0.66667	1.00000	1.22442

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
JPFA	2010	0.33580	0.07989	0.80000	0.05495	0.58323	0.25000	1.00000	1.99908
JPFA	2011	0.35469	(0.11808)	0.80000	0.05495	0.58323	0.25000	1.00000	1.89115
JPFA	2012	0.36231	(0.04977)	0.80000	0.05495	0.57508	0.25000	1.00000	1.62685
JPFA	2013	0.39337	0.08787	0.80000	0.05495	0.57508	0.33333	1.00000	1.43536
JPFA	2014	0.39899	0.05385	0.80000	0.05495	0.57508	0.33333	1.00000	1.55488
JPFA	2015	0.39176	0.02190	0.80000	0.05495	0.57953	0.50000	1.00000	1.45826
JPRS	2010	0.21473	0.00122	0.80000	0.02198	0.68421	0.50000	1.00000	1.04015
JPRS	2011	0.18669	(0.10761)	0.80000	0.02198	0.68421	0.50000	1.00000	1.46483
JPRS	2012	0.11371	0.00323	0.80000	0.02198	0.68421	0.50000	1.00000	1.15684
JPRS	2013	0.03643	0.00165	0.80000	0.02198	0.68421	0.50000	1.00000	0.51853
JPRS	2014	0.03978	(0.02526)	0.80000	0.02198	0.68421	0.50000	1.00000	0.84545
JPRS	2015	0.07831	(0.00407)	0.80000	0.02198	0.68421	0.33333	1.00000	0.39455
KAEF	2010	0.24691	(0.07451)	0.60000	0.10989	0.90025	0.40000	1.00000	1.92110
KAEF	2011	0.23256	0.09603	0.60000	0.10989	0.90025	0.40000	1.00000	1.94019
KAEF	2012	0.23712	(0.54363)	0.60000	0.09890	0.90025	0.40000	1.00000	1.79847
KAEF	2013	0.25554	0.51268	0.60000	0.09890	0.90025	0.40000	1.00000	1.75897
KAEF	2014	0.30340	(0.01232)	0.60000	0.09890	0.90025	0.40000	1.00000	1.52316
KAEF	2015	0.29821	(0.39203)	0.60000	0.09890	0.90025	0.40000	1.00000	1.50186
KBRI	2010	0.15451	(0.00121)	0.80000	0.01099	0.53849	0.33333	1.00000	0.09703
KBRI	2011	0.08555	0.01742	0.80000	0.02198	0.56104	0.33333	1.00000	0.03403
KBRI	2012	0.05117	(0.00397)	0.80000	0.02198	0.50374	0.50000	1.00000	0.06026
KBRI	2013	0.10801	(0.01343)	0.80000	0.03297	0.28510	0.50000	1.00000	0.01505
KBRI	2014	0.32381	0.11540	0.80000	0.03297	0.75000	0.50000	1.00000	0.02673
KBRI	2015	0.39098	(0.00082)	0.80000	0.03297	0.75000	0.50000	1.00000	0.16567
KDSI	2010	0.35143	(0.01215)	0.80000	0.11318	0.74812	0.50000	1.00000	2.01363
KDSI	2011	0.34426	(0.03954)	0.80000	0.11318	0.49133	0.50000	0.66667	2.00915
KDSI	2012	0.30890	(0.03273)	0.80000	0.11318	0.75676	0.50000	0.66667	1.75499
KDSI	2013	0.36950	(1.64581)	0.80000	0.11318	0.75676	0.50000	0.66667	1.63051
KDSI	2014	0.37989	1.62966	0.80000	0.11318	0.75676	0.50000	0.66667	1.69341
KDSI	2015	0.40409	(0.09823)	0.80000	0.11318	0.75676	0.50000	0.66667	1.45608
KICI	2010	0.20793	(0.01835)	0.80000	0.02198	0.75020	0.33333	1.00000	0.94004
KICI	2011	0.20933	0.05965	0.80000	0.02198	0.75020	0.33333	1.00000	1.00112
KICI	2012	0.23028	0.00007	0.80000	0.02198	0.75020	0.33333	1.00000	0.99823
KICI	2013	0.23269	(0.00176)	0.80000	0.02198	0.75020	0.33333	1.00000	1.00747
KICI	2014	0.16202	(0.05561)	0.80000	0.02198	0.83061	0.33333	1.00000	1.06435
KICI	2015	0.23250	0.00318	0.80000	0.02198	0.83061	0.33333	1.00000	0.68545
KLBF	2010	0.22226	(0.18239)	0.60000	0.09890	0.52291	0.33333	1.00000	1.45422
KLBF	2011	0.17753	(0.13521)	0.60000	0.09890	0.52291	0.33333	1.00000	1.31872
KLBF	2012	0.18920	(0.18917)	0.60000	0.09890	0.10458	0.33333	1.00000	1.44792
KLBF	2013	0.20410	(0.18247)	0.40000	0.09890	0.11329	0.33333	1.00000	1.41423
KLBF	2014	0.18105	(0.27948)	0.60000	0.09890	0.11329	0.33333	1.00000	1.39787
KLBF	2015	0.17237	(0.30554)	0.60000	0.10989	0.11329	0.42857	1.00000	1.30600

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
LION	2010	0.12646	(0.00444)	0.40000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.68389
LION	2011	0.14970	(0.23052)	0.60000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.73374
LION	2012	0.12485	0.13924	0.60000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.77030
LION	2013	0.14292	0.06309	0.40000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.66926
LION	2014	0.20651	(0.11142)	0.60000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.62926
LION	2015	0.22428	0.65120	0.60000	0.01099	0.57698	0.33333	1.00000	0.60884
LMPI	2010	0.25392	(0.18176)	0.60000	0.02198	0.77533	0.50000	1.00000	0.65952
LMPI	2011	0.28900	(0.18979)	0.60000	0.02198	0.77533	0.50000	1.00000	0.73216
LMPI	2012	0.33237	(0.17063)	0.60000	0.02198	0.83275	0.50000	1.00000	0.73392
LMPI	2013	0.34066	0.00174	0.60000	0.02198	0.83275	0.50000	1.00000	0.82233
LMPI	2014	0.33813	(0.00152)	0.60000	0.02198	0.83275	0.50000	1.00000	0.63488
LMPI	2015	0.33071	0.00227	0.60000	0.02198	0.83275	0.50000	1.00000	0.57079
LMSH	2010	0.28681	0.01903	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	2.05898
LMSH	2011	0.29489	0.06351	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	2.11717
LMSH	2012	0.19474	0.01763	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	1.73538
LMSH	2013	0.18106	0.03916	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	1.80815
LMSH	2014	0.14627	(0.06742)	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	1.78015
LMSH	2015	0.13785	0.06466	0.80000	0.02198	0.32216	0.33333	0.33333	1.30509
LPIN	2010	0.22578	(0.09164)	0.60000	0.02198	0.29704	0.33333	1.00000	0.39433
LPIN	2011	0.19960	0.00180	0.60000	0.02198	0.39446	0.33333	1.00000	0.40006
LPIN	2012	0.17853	0.09232	0.60000	0.03297	0.39446	0.33333	1.00000	0.39901
LPIN	2013	0.21267	0.07963	0.60000	0.02198	0.39446	0.33333	1.00000	0.39325
LPIN	2014	0.20012	(0.05827)	0.60000	0.02198	0.44269	0.50000	1.00000	0.37800
LPIN	2015	0.39062	(0.00118)	0.60000	0.02198	0.49022	0.50000	1.00000	0.15553
MAIN	2010	0.44151	(0.03440)	0.60000	0.07692	0.59096	0.33333	0.25000	1.07265
MAIN	2011	0.40721	(0.04514)	0.60000	0.07692	0.59096	0.33333	0.25000	1.98408
MAIN	2012	0.39172	0.06730	0.60000	0.09890	0.59096	0.33333	0.25000	1.46369
MAIN	2013	0.38216	0.26480	0.60000	0.09890	0.59096	0.33333	0.25000	1.89355
MAIN	2014	0.41080	(0.07125)	0.60000	0.09890	0.55928	0.60000	0.40000	1.27494
MAIN	2015	0.37902	0.13100	0.60000	0.09890	0.57094	0.60000	0.40000	1.20518
MASA	2010	0.31763	(1.12317)	0.60000	0.07692	0.44753	0.50000	0.66667	0.66049
MASA	2011	0.38576	(0.43813)	0.60000	0.07692	0.67364	0.40000	0.66667	0.60425
MASA	2012	0.28991	0.07293	0.60000	0.10989	0.47730	0.40000	0.66667	0.51383
MASA	2013	0.28759	0.00519	0.60000	0.10989	0.47730	0.40000	0.66667	0.51488
MASA	2014	0.28630	0.01478	0.60000	0.10989	0.58899	0.40000	0.66667	0.45474
MASA	2015	0.29749	0.00013	0.60000	0.10989	0.58899	0.40000	0.66667	0.39607
MERK	2010	0.14356	(0.06231)	0.60000	0.14286	0.73992	0.50000	0.33333	1.83014
MERK	2011	0.13961	(0.04809)	0.60000	0.14286	0.73992	0.33333	0.33333	1.57178
MERK	2012	0.21355	(0.06311)	0.60000	0.14286	0.86651	0.33333	0.33333	1.63299
MERK	2013	0.21166	0.00904	0.60000	0.14286	0.86651	0.33333	0.33333	1.15611
MERK	2014	0.18559	(0.99270)	0.60000	0.14286	0.86651	0.33333	0.33333	1.20459
MERK	2015	0.20966	(0.01197)	0.60000	0.14286	0.86651	0.33333	0.33333	1.53269

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
MLBI	2010	0.43027	0.05372	0.40000	0.08791	0.82530	0.28571	1.00000	1.57435
MLBI	2011	0.39885	0.02783	0.60000	0.08791	0.82530	0.28571	1.00000	1.52255
MLBI	2012	0.43508	0.22839	0.60000	0.08791	0.82530	0.62500	1.00000	1.36017
MLBI	2013	0.40152	0.01367	0.40000	0.08791	0.82530	0.42857	1.00000	1.99871
MLBI	2014	0.42916	(0.02933)	0.40000	0.08791	0.81782	0.57143	1.00000	1.33950
MLBI	2015	0.38845	0.02632	0.60000	0.08791	0.81782	0.57143	1.00000	1.28344
MLIA	2010	0.52541	(0.13160)	0.60000	0.12088	0.67248	0.33333	0.33333	0.74593
MLIA	2011	0.46162	(0.18921)	0.60000	0.12088	0.67248	0.33333	0.33333	0.63466
MLIA	2012	0.44792	0.02395	0.60000	0.12088	0.67248	0.33333	0.33333	0.69839
MLIA	2013	0.45489	0.01856	0.60000	0.12088	0.67248	0.40000	0.33333	0.72282
MLIA	2014	0.44959	0.03732	0.60000	0.12088	0.67248	0.40000	0.33333	0.78026
MLIA	2015	0.45756	0.01962	0.60000	0.12088	0.75238	0.40000	0.33333	0.80187
MYOR	2010	0.37617	0.14012	0.80000	0.06593	0.33065	0.40000	0.33333	1.64216
MYOR	2011	0.40357	1.55091	0.80000	0.08791	0.33065	0.40000	0.33333	1.43698
MYOR	2012	0.39900	(0.13292)	0.80000	0.06593	0.33065	0.40000	0.33333	1.26596
MYOR	2013	0.37873	0.19812	0.80000	0.08791	0.33065	0.40000	0.33333	1.23765
MYOR	2014	0.38028	(0.04131)	0.80000	0.08791	0.33065	0.40000	0.33333	1.37683
MYOR	2015	0.35152	(0.02349)	0.80000	0.08791	0.33065	0.40000	0.33333	1.30645
MYTX	2010	0.47392	(0.00153)	0.60000	0.01099	0.79723	0.50000	0.25000	0.91557
MYTX	2011	0.49132	(0.00675)	0.60000	0.04396	0.79723	0.50000	0.25000	1.05878
MYTX	2012	0.50841	0.24716	0.60000	0.04396	0.79723	0.50000	0.25000	0.84237
MYTX	2013	0.51214	0.00131	0.60000	0.07692	0.79723	0.50000	0.33333	0.90686
MYTX	2014	0.53097	(0.00212)	0.60000	0.07692	0.79723	0.50000	0.33333	1.04299
MYTX	2015	0.56380	0.00243	0.60000	0.07692	0.79723	0.50000	0.33333	0.97267
NIPS	2010	0.35971	0.06377	0.60000	0.08791	0.37113	0.33333	1.00000	1.18746
NIPS	2011	0.38599	(0.02874)	0.60000	0.08791	0.37113	0.33333	1.00000	1.29671
NIPS	2012	0.37243	(0.24359)	0.60000	0.09890	0.37113	0.33333	1.00000	1.33691
NIPS	2013	0.41382	0.02930	0.60000	0.13187	0.35159	0.33333	1.00000	1.14110
NIPS	2014	0.34530	0.07577	0.60000	0.13187	0.62908	0.33333	1.00000	0.84175
NIPS	2015	0.37816	(0.13971)	0.60000	0.15385	0.62908	0.33333	1.00000	0.63827
PBRX	2010	0.48179	0.02657	0.80000	0.08791	0.49431	0.66667	0.33333	1.60951
PBRX	2011	0.35414	0.04225	0.80000	0.12088	0.54107	0.66667	0.33333	1.43277
PBRX	2012	0.37101	(0.08317)	0.80000	0.08791	0.53004	0.66667	0.33333	1.34732
PBRX	2013	0.36571	(0.00516)	0.80000	0.08791	0.52673	0.66667	0.33333	1.45279
PBRX	2014	0.30825	(0.86166)	0.80000	0.08791	0.46192	0.66667	0.33333	0.92370
PBRX	2015	0.34021	(0.29223)	0.80000	0.08791	0.46192	0.66667	0.33333	0.94520
PICO	2010	0.40906	0.63650	0.60000	0.07692	0.94012	0.33333	0.33333	0.99642
PICO	2011	0.39960	(1.79489)	0.60000	0.07692	0.94012	0.33333	0.33333	1.10571
PICO	2012	0.39945	(0.25733)	0.60000	0.07692	0.94012	0.33333	0.33333	0.99773
PICO	2013	0.39539	0.02068	0.60000	0.07692	0.94012	0.33333	0.33333	1.10146
PICO	2014	0.38696	1.75522	0.60000	0.07692	0.94012	0.33333	0.33333	1.10805
PICO	2015	0.37191	1.99046	0.60000	0.08791	0.94012	0.33333	0.33333	1.15438

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
PRAS	2010	0.41424	0.05487	0.80000	0.06593	0.45238	0.33333	0.33333	0.62167
PRAS	2011	0.41519	(0.02298)	0.80000	0.06593	0.45755	0.33333	0.33333	0.68570
PRAS	2012	0.33973	(0.00321)	0.80000	0.06593	0.45238	0.33333	0.33333	0.53732
PRAS	2013	0.32848	(1.01723)	0.80000	0.06593	0.54068	0.33333	0.33333	0.39739
PRAS	2014	0.31838	0.15896	0.80000	0.07692	0.54068	0.33333	0.33333	0.34633
PRAS	2015	0.34623	0.05067	0.80000	0.07692	0.54068	0.33333	0.33333	0.30661
PSDN	2010	0.34779	0.08688	0.80000	0.08791	0.72092	0.33333	1.00000	1.27475
PSDN	2011	0.33794	(0.43614)	0.80000	0.08791	0.72092	0.33333	1.00000	1.29647
PSDN	2012	0.28571	(0.30899)	0.80000	0.08791	0.72092	0.33333	1.00000	1.91195
PSDN	2013	0.27930	(0.43890)	0.80000	0.08791	0.72092	0.33333	1.00000	1.87664
PSDN	2014	0.36053	(0.01620)	0.80000	0.08791	0.72092	0.33333	1.00000	1.29283
PSDN	2015	0.32306	0.14036	0.80000	0.09890	0.73578	0.33333	1.00000	1.48349
RICY	2010	0.30992	0.07647	0.80000	0.08791	0.48041	0.33333	0.33333	0.94619
RICY	2011	0.31251	(0.28690)	0.80000	0.08791	0.48041	0.33333	0.33333	0.95997
RICY	2012	0.36100	0.03975	0.80000	0.08791	0.48041	0.33333	0.33333	0.89018
RICY	2013	0.39633	(0.00743)	0.80000	0.09890	0.48041	0.33333	0.33333	0.88676
RICY	2014	0.39814	0.01746	0.80000	0.09890	0.48041	0.33333	0.33333	1.01255
RICY	2015	0.39980	(0.18452)	0.80000	0.09890	0.48041	0.33333	0.33333	0.92727
RMBA	2010	0.36129	(0.01215)	0.60000	0.08791	0.99140	0.50000	1.00000	1.81630
RMBA	2011	0.39217	(0.10748)	0.60000	0.08791	0.98958	0.50000	1.00000	1.58987
RMBA	2012	0.41948	(0.02811)	0.60000	0.10989	0.98958	0.50000	1.00000	1.42021
RMBA	2013	0.47492	(0.02890)	0.60000	0.10989	0.98958	0.40000	1.00000	1.32946
RMBA	2014	0.54143	0.05831	0.60000	0.10989	0.98958	0.50000	1.00000	1.41353
RMBA	2015	0.55527	0.15691	0.60000	0.10989	0.98958	0.60000	1.00000	1.32738
SCCO	2010	0.38807	(0.01500)	0.60000	0.09890	0.67260	0.33333	0.33333	1.89908
SCCO	2011	0.39146	0.04629	0.60000	0.09890	0.67260	0.33333	0.33333	1.62386
SCCO	2012	0.35907	(0.19238)	0.60000	0.09890	0.67260	0.33333	0.33333	1.71017
SCCO	2013	0.37438	(0.05058)	0.60000	0.09890	0.67260	0.33333	0.33333	1.56129
SCCO	2014	0.33699	0.01052	0.60000	0.09890	0.67260	0.33333	0.33333	1.63240
SCCO	2015	0.32427	0.10311	0.60000	0.09890	0.71151	0.33333	0.33333	1.99255
SIPD	2010	0.28601	0.02360	0.60000	0.16484	0.41445	0.33333	0.66667	1.77187
SIPD	2011	0.34184	0.08259	0.60000	0.16484	0.41445	0.33333	1.00000	1.52526
SIPD	2012	0.38000	(0.07053)	0.60000	0.16484	0.41445	0.33333	1.00000	1.32029
SIPD	2013	0.37218	(0.13482)	0.60000	0.16484	0.41445	0.33333	1.00000	1.22138
SIPD	2014	0.35096	0.07130	0.60000	0.17582	0.41445	0.33333	1.00000	0.89456
SIPD	2015	0.40275	0.00273	0.60000	0.17582	0.57271	0.33333	1.00000	0.94053
SKLT	2010	0.28908	(0.03706)	0.60000	0.03297	0.96091	0.33333	0.33333	1.57565
SKLT	2011	0.29890	(0.01404)	0.60000	0.04396	0.96091	0.33333	0.33333	1.60773
SKLT	2012	0.32503	(0.03061)	0.60000	0.04396	0.96091	0.33333	0.33333	1.60853
SKLT	2013	0.34962	(0.01068)	0.60000	0.03297	0.96091	0.33333	0.33333	1.87771
SKLT	2014	0.34957	(0.03326)	0.60000	0.03297	0.96091	0.33333	0.33333	2.05510
SKLT	2015	0.37375	(0.11214)	0.60000	0.05495	0.38722	0.33333	0.33333	1.97583

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
SMCB	2010	0.25932	(1.23360)	1.00000	0.20879	0.80643	0.57143	1.00000	0.57109
SMCB	2011	0.24049	(0.20238)	1.00000	0.23077	0.80643	0.57143	1.00000	0.69278
SMCB	2012	0.24654	(0.12885)	1.00000	0.21978	0.80643	0.57143	1.00000	0.74052
SMCB	2013	0.29149	0.08898	1.00000	0.26374	0.80643	0.42857	1.00000	0.65030
SMCB	2014	0.32918	(0.11003)	1.00000	0.23077	0.80643	0.42857	1.00000	0.61230
SMCB	2015	0.33873	(0.11010)	1.00000	0.23077	0.80643	0.42857	1.00000	0.53338
SMGR	2010	0.18249	0.02680	0.80000	0.65934	0.05101	0.40000	1.00000	0.92169
SMGR	2011	0.20675	0.45541	0.80000	0.68132	0.05101	0.33333	1.00000	0.83303
SMGR	2012	0.24191	(0.00171)	1.00000	0.65934	0.05101	0.33333	1.00000	0.73736
SMGR	2013	0.22808	0.10828	1.00000	0.63736	0.05101	0.33333	1.00000	0.79568
SMGR	2014	0.21478	(0.03957)	1.00000	0.52747	0.05101	0.28571	1.00000	0.78607
SMGR	2015	0.22067	0.15983	1.00000	0.67033	0.05101	0.28571	1.00000	0.70631
SPMA	2010	0.34119	0.50596	0.60000	0.28571	0.85265	0.40000	1.00000	0.78026
SPMA	2011	0.34027	0.05177	0.60000	0.26374	0.85265	0.40000	1.00000	0.76655
SPMA	2012	0.34760	0.07980	0.60000	0.26374	0.85265	0.40000	1.00000	0.76594
SPMA	2013	0.36405	0.06538	0.60000	0.26374	0.80453	0.40000	1.00000	0.78990
SPMA	2014	0.38095	0.01348	0.60000	0.27473	0.74207	0.40000	1.00000	0.74132
SPMA	2015	0.27176	0.01143	0.60000	0.25275	0.78128	0.40000	1.00000	0.71228
SRSN	2010	0.27165	(0.01644)	0.80000	0.31868	0.85314	0.33333	1.00000	0.94194
SRSN	2011	0.23177	0.02644	0.80000	0.31868	0.85314	0.33333	1.00000	1.07246
SRSN	2012	0.24869	(0.08202)	0.80000	0.31868	0.77980	0.33333	1.00000	0.95533
SRSN	2013	0.20184	(0.00387)	0.80000	0.29670	0.77980	0.33333	1.00000	0.93235
SRSN	2014	0.22501	0.02694	0.80000	0.31868	0.77980	0.33333	1.00000	1.02048
SRSN	2015	0.28957	(0.14934)	0.80000	0.29670	0.77980	0.33333	1.00000	0.92597
SSTM	2010	0.38635	0.04016	0.60000	0.16484	0.89463	0.16667	0.33333	0.51192
SSTM	2011	0.39227	0.03658	0.60000	0.16484	0.88908	0.16667	0.33333	0.47801
SSTM	2012	0.39333	(0.02301)	0.60000	0.16484	0.88908	0.16667	0.33333	0.68430
SSTM	2013	0.39802	0.24339	0.60000	0.15385	0.69536	0.16667	0.33333	0.71552
SSTM	2014	0.39954	0.58550	0.60000	0.15385	0.69536	0.16667	0.33333	0.67194
SSTM	2015	0.39827	(0.02148)	0.60000	0.14286	0.69536	0.16667	0.33333	0.70119
STTP	2010	0.23727	(0.51138)	0.60000	0.12088	0.56763	0.50000	0.66667	1.17456
STTP	2011	0.32238	0.29729	0.60000	0.19780	0.56763	0.50000	0.66667	1.09940
STTP	2012	0.34904	(0.15411)	0.60000	0.12088	0.56763	0.50000	0.66667	1.02712
STTP	2013	0.34547	(0.22359)	0.60000	0.12088	0.56763	0.50000	0.66667	1.15297
STTP	2014	0.34173	(0.08079)	0.60000	0.14286	0.56763	0.50000	0.66667	1.27659
STTP	2015	0.32181	(0.06200)	0.60000	0.17582	0.56763	0.50000	0.66667	1.32544
SULI	2010	0.44873	0.10802	0.80000	0.25275	0.41589	0.40000	1.00000	0.26911
SULI	2011	0.52375	(0.00026)	0.80000	0.25275	0.41951	0.40000	1.00000	0.24113
SULI	2012	0.50828	(0.04695)	0.80000	0.24176	0.41951	0.40000	1.00000	0.21211
SULI	2013	0.58252	0.04645	0.80000	0.25275	0.58322	0.40000	1.00000	0.18881
SULI	2014	0.58681	(0.01345)	0.80000	0.25275	0.56731	0.40000	1.00000	0.61392
SULI	2015	0.55349	0.00189	0.80000	0.25275	0.61745	0.40000	1.00000	0.74735

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
TBMS	2010	0.47484	(0.00890)	0.60000	0.06593	0.86229	0.40000	1.00000	1.83653
TBMS	2011	0.47524	(0.00556)	0.60000	0.08791	0.86229	0.40000	1.00000	1.41103
TBMS	2012	0.47381	0.11046	0.60000	0.21978	0.86229	0.40000	1.00000	1.41227
TBMS	2013	0.47647	(0.00381)	0.60000	0.15385	0.86229	0.40000	1.00000	1.32253
TBMS	2014	0.47055	(0.03628)	0.60000	0.09890	0.86229	0.40000	1.00000	1.18420
TBMS	2015	0.45475	(0.10684)	0.60000	0.07692	0.86229	0.40000	1.00000	1.17933
TFCO	2010	0.34510	(0.01024)	0.60000	0.09890	0.60817	0.33333	1.00000	1.50502
TFCO	2011	0.19443	(0.00020)	0.60000	0.09890	0.99391	0.33333	1.00000	1.03830
TFCO	2012	0.17577	(0.02495)	0.60000	0.21978	0.98757	0.33333	1.00000	0.93736
TFCO	2013	0.16087	(0.00551)	0.60000	0.16484	0.98757	0.33333	1.00000	0.84269
TFCO	2014	0.13382	0.04421	0.60000	0.18681	0.98757	0.33333	1.00000	0.82693
TFCO	2015	0.08601	0.01724	0.60000	0.23077	0.98757	0.33333	1.00000	0.58614
TIRT	2010	0.43483	0.00285	0.80000	0.20879	0.79328	0.50000	1.00000	1.06906
TIRT	2011	0.44475	0.01072	0.80000	0.21978	0.79328	0.50000	1.00000	0.83300
TIRT	2012	0.45803	0.00143	0.80000	0.20879	0.79328	0.50000	1.00000	0.95906
TIRT	2013	0.47873	(0.00633)	0.80000	0.20879	0.79328	0.50000	1.00000	1.02442
TIRT	2014	0.46947	0.01042	0.80000	0.24176	0.79328	0.50000	1.00000	1.14131
TIRT	2015	0.46824	(0.03995)	0.80000	0.18681	0.79328	0.50000	1.00000	1.11742
TKIM	2010	0.41526	0.29237	0.80000	0.19780	0.59607	0.42857	1.00000	0.57464
TKIM	2011	0.41370	(0.43504)	0.80000	0.25275	0.59607	0.42857	1.00000	0.53256
TKIM	2012	0.41565	0.04380	0.80000	0.23077	0.59607	0.42857	1.00000	0.49277
TKIM	2013	0.40953	(1.64034)	0.80000	0.19780	0.59607	0.42857	1.00000	0.46924
TKIM	2014	0.39627	(0.09256)	0.80000	0.23077	0.59607	0.42857	1.00000	0.44072
TKIM	2015	0.39164	0.01858	0.80000	0.23077	0.59607	0.42857	1.00000	0.39589
TOTO	2010	0.29926	(0.25528)	0.60000	0.18681	0.94817	0.33333	1.00000	1.02741
TOTO	2011	0.31222	(0.27193)	0.60000	0.18681	0.94972	0.33333	1.00000	1.00176
TOTO	2012	0.29190	(0.03105)	0.60000	0.24176	0.96210	0.33333	1.00000	1.03553
TOTO	2013	0.28934	0.13698	0.60000	0.30769	0.96210	0.33333	1.00000	0.98003
TOTO	2014	0.28199	(0.25889)	0.60000	0.30769	0.96210	0.33333	1.00000	1.01299
TOTO	2015	0.28916	(0.30662)	0.60000	0.28571	0.92361	0.33333	1.00000	0.93402
TPIA	2010	0.24129	0.27152	0.80000	0.38462	0.78418	0.40000	0.66667	1.72365
TPIA	2011	0.33467	0.08227	0.80000	0.36264	0.94873	0.40000	0.66667	1.36922
TPIA	2012	0.36467	(0.00618)	0.80000	0.36264	0.94935	0.40000	0.66667	1.35448
TPIA	2013	0.35550	(0.05156)	0.80000	0.08791	0.95339	0.40000	0.66667	1.31402
TPIA	2014	0.35404	0.02585	0.80000	0.35165	0.55363	0.40000	0.66667	1.27894
TPIA	2015	0.34497	0.07872	0.80000	0.35165	0.55245	0.40000	1.00000	0.74367
TRST	2010	0.28060	0.13499	0.60000	0.16484	0.59454	0.33333	0.66667	0.86004
TRST	2011	0.27435	(0.38789)	0.60000	0.18681	0.59490	0.33333	0.66667	0.95002
TRST	2012	0.27691	(0.24081)	0.60000	0.20879	0.60346	0.33333	0.66667	0.89079
TRST	2013	0.32236	(0.01011)	0.60000	0.21978	0.59717	0.33333	0.66667	0.62349
TRST	2014	0.31369	0.01929	0.60000	0.21978	0.59717	0.33333	0.66667	0.76430
TRST	2015	0.29434	(0.00875)	0.60000	0.21978	0.56689	0.33333	0.66667	0.73190

Emiten	Tahun	TQ	ERC	KL	PIL	KI	KMI	KA	LCS
TSPC	2010	0.20929	(0.07521)	0.80000	0.08791	0.95031	0.50000	1.00000	1.43031
TSPC	2011	0.22119	(0.02493)	0.80000	0.18681	0.95031	0.50000	1.00000	1.36004
TSPC	2012	0.21666	0.36607	0.80000	0.18681	0.77286	0.50000	1.00000	1.43122
TSPC	2013	0.22287	(0.32375)	0.80000	0.18681	0.77337	0.50000	1.00000	1.26756
TSPC	2014	0.20759	0.08973	0.80000	0.18681	0.77525	0.50000	1.00000	1.34319
TSPC	2015	0.23661	(0.01596)	0.80000	0.18681	0.78163	0.50000	1.00000	1.30180
UNIC	2010	0.31264	0.04102	0.60000	0.25275	0.75828	0.42857	1.00000	1.41693
UNIC	2011	0.32917	0.02227	0.60000	0.28571	0.75828	0.42857	1.00000	1.64478
UNIC	2012	0.30419	(0.00357)	0.60000	0.29670	0.74804	0.42857	1.00000	1.85378
UNIC	2013	0.34232	(0.00201)	0.40000	0.31868	0.79012	0.42857	1.00000	1.63032
UNIC	2014	0.28091	0.00357	0.60000	0.30769	0.79012	0.42857	1.00000	1.20954
UNIC	2015	0.26894	(0.02194)	0.60000	0.30769	0.79012	0.42857	1.00000	1.28309
UNIT	2010	0.18661	0.08958	0.60000	0.06593	0.54789	0.50000	1.00000	0.36590
UNIT	2011	0.17519	0.02675	0.60000	0.18681	0.54789	0.50000	1.00000	0.33866
UNIT	2012	0.26855	(0.12113)	0.60000	0.18681	0.54789	0.50000	1.00000	0.23287
UNIT	2013	0.32181	0.09395	0.60000	0.20879	0.54789	0.50000	1.00000	0.22192
UNIT	2014	0.31115	0.20811	0.60000	0.19780	0.54789	0.50000	1.00000	0.23245
UNIT	2015	0.32084	(0.09468)	0.60000	0.19780	0.54789	0.50000	1.00000	0.25679
UNVR	2010	0.35000	0.48003	0.80000	0.62637	0.84992	0.75000	1.00000	1.11366
UNVR	2011	0.39656	0.15794	0.80000	0.50549	0.84992	0.75000	1.00000	1.28495
UNVR	2012	0.40369	(0.06091)	0.80000	0.53846	0.84992	0.80000	1.00000	1.44374
UNVR	2013	0.40202	(0.07313)	0.80000	0.54945	0.84992	0.80000	1.00000	1.63400
UNVR	2014	0.40648	0.18769	0.80000	0.57143	0.84992	0.80000	1.00000	1.71641
UNVR	2015	0.41256	(0.11281)	0.80000	0.46154	0.84992	0.80000	1.00000	1.68367
VOKS	2010	0.39662	0.16116	0.60000	0.18681	0.70601	0.40000	1.00000	1.16253
VOKS	2011	0.40628	(0.00410)	0.60000	0.18681	0.48654	0.40000	1.00000	1.28071
VOKS	2012	0.39204	(0.27689)	0.60000	0.18681	0.48654	0.40000	1.00000	1.46293
VOKS	2013	0.40919	(0.22776)	0.60000	0.18681	0.53467	0.40000	1.00000	1.28376
VOKS	2014	0.40051	(0.01195)	0.60000	0.18681	0.53467	0.40000	1.00000	1.28924
VOKS	2015	0.40057	(0.03267)	0.60000	0.18681	0.41418	0.40000	1.00000	1.04003
YPAS	2010	0.26468	(0.05300)	0.60000	0.20879	0.89469	0.33333	1.00000	1.73437
YPAS	2011	0.25235	(0.07445)	0.60000	0.16484	0.89469	0.33333	1.00000	1.66905
YPAS	2012	0.34601	(0.64738)	0.60000	0.15385	0.89469	0.33333	1.00000	1.18425
YPAS	2013	0.41921	0.03078	0.60000	0.21978	0.89469	0.33333	1.00000	0.71623
YPAS	2014	0.33107	0.01891	0.60000	0.21978	0.89469	0.33333	1.00000	1.31520
YPAS	2015	0.31569	(0.02816)	0.60000	0.23077	0.89469	0.33333	1.00000	0.99360