

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

DR. Amor Marundha , SE, M.AK, AK, CA

DR. Arna Suryani, SE, M.AK, AK, CA

DR. Eva Herianti, SE, M.AK, AK, CA



eureka
media aksara

PENERBIT CV.EUREKA MEDIA AKSARA

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

Penulis : DR. Amor Marundha , SE, M.AK, AK, CA
DR. Arna Suryani, SE, M.AK, AK, CA
DR. Eva Herianti, SE, M.AK, AK, CA

Editor : Dwi Winarni, S.E., M.Sc.

Desain Sampul : Eri Setiawan

Tata Letak : Siwi Rimayani Oktora

ISBN :

Diterbitkan oleh : **EUREKA MEDIA AKSARA, MARET 2022**
ANGGOTA IKAPI JAWA TENGAH
NO. 225/JTE/2021

Redaksi:

Jalan Banjaran, Desa Banjaran RT 20 RW 10 Kecamatan Bojongsari
Kabupaten Purbalingga Telp. 0858-5343-1992

Surel : eurekamediaaksara@gmail.com

Cetakan Pertama : 2022

All right reserved

Hak Cipta dilindungi undang-undang

Dilarang memperbanyak atau memindahkan sebagian atau seluruh isi buku ini dalam bentuk apapun dan dengan cara apapun, termasuk memfotokopi, merekam, atau dengan teknik perekaman lainnya tanpa seizin tertulis dari penerbit.

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr.Wb

Alhamdulillah penulis panjatkan puji dan syukur kehadirat Allah SWT yang telah menganugerahkan rahmat dan karuniaNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan buku referensi ini yang berjudul “Determinan Sensitivitas Laba dan implikasinya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia).

Buku ini merupakan hasil kajian penulis yang dibukukan dengan tujuan dapat menjadi buku referensi bagi penulis di bidang akuntansi dan keuangan. Buku ini memberikan informasi kepada para pembaca 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.

Pada buku ini juga menjelaskan bagaimana kinerja lingkungan, pengungkapan informasi lingkungan, kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, proporsi komite audit, dan strategi biaya rendah (*low cost strategy*) berpengaruh terhadap sensitivitas laba. 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 menunjukkan bahwa upaya perusahaan dalam pengendalian pencemaran atau kerusakan lingkungan hidup masih pada tingkat persyaratan minimum sebagaimana diatur dalam peraturan Kementrian 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.

Dengan demikian, pemegang saham cenderung berfokus untuk memaksimalkan kemakmurannya, sehingga risiko kontigensi dalam jangka panjang menjadi terabaikan. Untuk lebih jelasnya tentang apa dan bagaimana pengaruh Determinan Sensitivitas Laba serta implikasinya terhadap nilai perusahaan buku ini dapat menjadi salah satu referensi untuk menjawab pertanyaan tersebut.

Penulis menyadari masih dalam penulisan buku ini belum sempurna masih banyak kekurangannya, untuk itu saran yang membangun sangat diharapkan. Penulis menyadari bahwa penyusunan buku ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak, pada kesempatan ini penulis menyampaikan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada semua pihak yang telah membantu penulis dalam penelitian dan penyelesaian penulisan buku ini, semoga Allah SWT membalas semua kebaikannya.

Jakarta, Februari 2021

Penulis

ACKNOWLEDGMENT

Pertama-tama penulis panjatkan Puji dan syukur ke hadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat, nikmat dan karuniaNya, sehingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan buku referensi ini sebagai sumbangsih pada pengembangan ilmu akuntansi dan keuangan. Kajian ini merupakan hasil kajian penulis yang dilakukan secara bersama-sama dengan pembagian tugas dan tanggungjawab yang jelas. Penulis pertama sekaligus sebagai author berkontribusi dalam menganalisis data dan menyusun hasil kajian. Penulis kedua berkontribusi dalam pengolahan dan interpretasi data membantu penulis pertama dan penulis ke tiga berkontribusi dalam pengumpulan data dan referensi yang menjadi rujukan penulis serta membantu tugas penulis pertama dan kedua.

Dalam penulisan buku referensi ini banyak pihak yang telah membantu baik yang memberikan motivasi, nasihat, dukungan, dan menjadi teman berdiskusi serta pihak-pihak yang telah membantu dan berkontribusi dalam penyelesaian penulisan buku ini. Penulis ucapkan terima kasih kepada Prof. Dr. Ismuhadjar, SE, MM, Prof. Dr. Hamdy Hady, dan Prof. Dr. Adjie Suratman, Ak, MM, CA yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk proses bimbingan, terima kasih atas arahan, masukan, saran serta motivasinya kepada penulis dalam penyelesaian buku ini. Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada Bapak Dr. Luqman Hakim, SE, MM, bapak Dr. Ir. Juli Zein, MM yang telah banyak memberikan masukan dan saran dalam penyelesaian dan penyempurnaan buku ini.

Penulis juga mohon maaf jika sekiranya dalam penulisan buku referensi ini ada kutipan langsung dan tidak langsung dari sumber buku-buku teman penulis lain tidak ada catatan kakinya. Semoga Allah SWT selalu melimpahkan rahmat, kesehatan, karunia dan keberkahan kepada mereka semua atas budi baik yang telah diberikan kepada penulis. Penulis juga menyadari bahwa dalam penulisan dan penyuntingan buku ini, masih banyak kekurangan dan keterbatasan, sehingga segala saran dan kritik yang bersifat membangun demi penyempurnaan buku ini akan

diterima dengan senang hati. Akhirnya diharapkan buku referensi ini bermanfaat bagi pembaca.

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	iii
ACKNOWLEDGMENT	v
DAFTAR ISI	vii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
BAB 2 KINERJA PERUSAHAAN	21
A. Teori Signal	22
B. Teori Agensi	24
C. Teori <i>Stakeholder</i>	26
D. Teori Legitimasi	28
E. Kinerja Lingkungan dan Proper	29
BAB 3 STRATEGI BISNIS PERUSAHAAN	33
A. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	34
1. Pengertian Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	34
2. Implementasi Tanggung Jawab Sosial Perusahaan	35
B. <i>Good Corporate Governance</i>	36
1. Konsep <i>Good Corporate Governance</i>	36
2. Prinsip Dasar <i>Good Corporate Governance</i>	41
C. Strategi Biaya Rendah (<i>Low Cost Strategy</i>)	44
D. Sensitivitas Laba	46
E. Nilai Perusahaan	48
BAB 4 DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA	60
A. Determinan Sensitivitas Laba	69
1. Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Sensitivitas Laba	69
2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan Terhadap Sensitivitas Laba	73
3. Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Sensitivitas Laba	80
4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen Terhadap Sensitivitas Laba	82
5. Pengaruh Proporsi Komite Audit Terhadap Sensitivitas Laba	85

6. Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> Terhadap Sensitivitas Laba	87
7. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, <i>Low Cost Strategy</i> Secara Bersama-Sama Berpengaruh Terhadap Sensitivitas Laba	89
B. Implikasi Nilai Perusahaan	92
1. Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Nilai Perusahaan	92
2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan Terhadap Nilai Perusahaan	96
3. Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Nilai Perusahaan	99
4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan	101
5. Pengaruh Proporsi Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan	104
6. Pengaruh <i>Low Cost Strategy</i> Terhadap Nilai Perusahaan	106
7. Pengaruh Sensivitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan	108
BAB 5 PENUTUP	112
DAFTAR PUSTAKA	119
LAMPIRAN	138
TENTANG PENULIS	157

BAB

1

PENDAHULUAN

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. 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.

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 kajian 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.

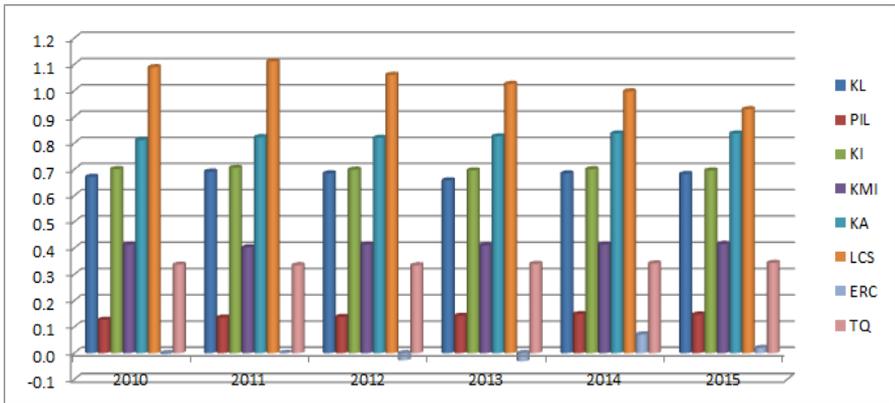
Nilai rata-rata *low cost strategy* (LCS) menunjukkan kisaran 0.929-1.111 satuan. Batasan nilai satuan untuk optimalisasi penjualan agar laba perusahaan meningkat yaitu, jika dibawah 0.50 artinya kurang baik dan jika diantara 0.50 – 0.66 menunjukkan cukup baik serta jika lebih besar dari 0.66 menunjukkan 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 kajian ini akan digunakan untuk melihat kecenderungan masing-masing variabel penelitian. Oleh karena itu, untuk mempermudah interpretasi data di atas, maka penulis 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.

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 (2017), 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, 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.

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

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan 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. Berdasarkan uraian tersebut maka yang menjadi masalah penelitian ini adalah apakah determinan sensitivitas laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk mengestimasi dan menganalisis (1). Pengaruh kinerja lingkungan secara parsial terhadap sensitivitas laba. (2). Pengaruh pengungkapan informasi lingkungan secara parsial terhadap sensitivitas laba. (3). pengaruh kepemilikan institusi secara parsial terhadap sensitivitas laba. (4). Pengaruh proporsi komisaris independen secara parsial terhadap sensitivitas laba. (5). Pengaruh proporsi komite audit secara parsial terhadap sensitivitas laba. (6) Pengaruh *low cost strategy* secara parsial terhadap sensitivitas laba. (7). 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). Pengaruh kinerja lingkungan secara parsial terhadap nilai perusahaan. (9). Pengaruh pengungkapan informasi lingkungan secara parsial terhadap nilai perusahaan. (10). Untuk mengestimasi dan menganalisis pengaruh kepemilikan institusi secara parsial terhadap nilai perusahaan. (11). Pengaruh proporsi komisaris independen secara parsial terhadap nilai perusahaan. (12). Pengaruh proporsi komite audit secara parsial

terhadap nilai perusahaan. (13). Pengaruh *low cost satrategy* secara parsial terhadap nilai perusahaan. (15). Pengaruh sensitivitas laba secara parsial terhadap nilai perusahaan.(16). 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.

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.

BAB

2

KINERJA PERUSAHAAN

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. 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.

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.

A. 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).

Teori signal mengindikasikan bahwa pelaporan keuangan oleh emiten merupakan suatu sinyal yang dapat mempengaruhi nilai saham mereka. Dengan adanya sinyal dari perusahaan menyebabkan investor melakukan antisipasi untuk menentukan antisipasi yang tepat. Dengan demikian, apabila manajemen menyampaikan informasi ke pasar, umumnya pasar akan merespon sebagai suatu sinyal terhadap adanya suatu peristiwa tertentu yang dapat mempengaruhi perusahaan (Suryani. A, 2017); (Suryani Arna & Herianti Eva, 2021).

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.

B. 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).

C. 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).

D. 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.

E. 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.

BAB 3

STRATEGI BISNIS PERUSAHAAN

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.

A. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan

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 kajian 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. 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.

B. Good Corporate Governance

1. Konsep 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 kreditor, 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. 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.

C. 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.

D. 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 penulis 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).

E. 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 kajian 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 kajian 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.

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 uangnya 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 pertimbangan 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. 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 penggantinya (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 proxi 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 aset 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 kajian 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.

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,
- (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 penulis 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 aset 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;
- (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 merevisi kebijakan harganya 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 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 kajiannya 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 buku ininya menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi antara harga saham saat ini dengan harga saham sebelumnya pada periode 2013-2014. Selain itu, hasil kajiannya 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.

BAB 4

DETERMINAN SENSITIVITAS LABA DAN IMPLIKASINYA

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.

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, perusahaan manufaktur memiliki karakteristik industri lebih berorientasi terhadap dampak lingkungan hidup, dan 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). Pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dan 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.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2015. Sampel dipilih berdasarkan *purposive sampling* dengan kriteria pertimbangan atau ciri-ciri tertentu yaitu Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode pengamatan 2010-2015, Perusahaan manufaktur telah mengikuti program penilaian peringkat kinerja keuangan dalam pengelolaan lingkungan hidup (PROPER) selama periode pengamatan, Perusahaan manufaktur memiliki kelengkapan data seperti, laporan keuangan tahunan, harga saham, tanggal publikasi laporan tahunan, dan nilai PROPER selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan tersebut di atas maka sampel penelitian ini terpilih sebanyak 90 perusahaan manufaktur dengan tahun pengamatan enam tahun sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 540.

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.

Operasional masing-masing variabel adalah sebagai berikut.

1. Kinerja Lingkungan

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

$$\frac{\square\square\square\square\square}{5} \dots\dots\dots (4.1)$$

Keterangan:

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

2. Pengungkapan Informasi Lingkungan

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.

$$CSRI_j = \frac{\sum \square\square}{\square\square} \dots\dots\dots (4.2)$$

Keterangan

- CSRI_j : *Corporate Social Responsibility Disclosure Index* untuk perusahaan j.
- ∑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.

3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan persamaan berikut.

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

4. Proporsi Komisaris Independen

Pengukuran komisaris independen adalah sebagai berikut.

$$\text{Proporsi Komisaris Independen} = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Komisaris}} \times 100$$

... (4.4)

5. Proporsi Komite Audit

Pengukuran komite audit menggunakan skala rasio melalui persentase anggota komite audit yang berasal dari luar komite audit terhadap seluruh anggota komite audit.

$$\text{Proporsi Komite Audit} = \frac{\text{Jumlah Anggota Komite Audit dari Luar}}{\text{Jumlah Seluruh Anggota Komite Audit}} \times 100$$

... (4.5)

6. Low Cost Strategy

Pengukuran strategi biaya rendah (*low cost*) mengadaptasi dari penelitian Gani & Jerimias (2006).

$$\text{Low Cost Strategy} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

... (4.6)

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.

$$\text{CAR}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{UE}_{it} + \beta_2 \text{R}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots (4.7)$$

Berdasarkan persamaan 4.7, maka peneliti dapat memformulasikan perhitungan koefisien respon laba sebagai berikut.

$$\text{ERC}_{it} = \frac{(\text{CAR}_{it} - \alpha - \beta_2 \text{R}_{it})}{\text{UE}_{it}} \quad \dots\dots\dots (4.8)$$

Keterangan:

- ERC = *Earning Response Coeficient*
- CAR = *Cumulative Abnormal Return* α
= Konstanta
- UE = *Unexpectet Earnings*
- β₂RT = *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.

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

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}).

$$\boxed{R_{it} = \frac{P_{it} - (P_{it-1})}{P_{it-1}}} \quad \dots (4.10)$$

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

$$\boxed{R_{mt} = \frac{IHSG_t - (IHSG_t - 1)}{IHSG_t - 1}} \quad \dots (4.11)$$

Keterangan:

R_{mt} = 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.

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

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.

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

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 (dividen) kuartalan, harga dalam penelitian ini

diaplikasikan dalam *return* tahunan karena data penelitian ini menggunakan data tahunan. Berikut ini adalah persamaan perhitungan *return* tahunan (RT).

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

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

8. Nilai Perusahaan

Penelitian ini menggunakan Tobin's q untuk mengukur nilai perusahaan. 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 berbedar)
- DEBT = Nilai buku total hutang
- EBV = Nilai buku total aset

Model regresi data panel dalam penelitian ini dapat diformulasikan sebagai berikut.

Model Sensitivitas Laba:

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

Model Nilai Perusahaan:

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

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

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

Pada penelitian ini dilakukan uji hipotesis F untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama, dan uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial dan juga koefisien determinan.

A. Determinan Sensitivitas Laba

1. Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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 kinerjanya, 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 kinerjanya 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 Kementrian 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 kontijensi 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 kajian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Muchti dan Widyaningsih (2014) menunjukkan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh dan tidak signifikan terhadap reaksi investor (sensitivitas laba). Buku ininya 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.

2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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 kajian 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 kajian 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 kajian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Wulandari & Herkulanus (2015) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earnings response coefficient*

(sensitivitas laba). Buku ininya 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 kajian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Wassmer dkk. (2014) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cumulative abnormal average return* (sensitivitas laba). Buku ininya 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 kajian 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 kajian 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 pegungkapan informasi lingkungan (CSR) sudah menjadi salah satu sumber pengambilan keputusan investasi bagi investor.

Hasil kajian 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, kajian 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.

3. Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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 kajian ini memiliki konsistensi dengan penelitian Subagya (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kualitas laba (sensitivitas laba). Buku ininya membuktikan bahwa keberadaan kepemilikan institusional tidak dapat memberikan respon dari pemegang saham terhadap kinerja perusahaan.

Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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.

4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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. Pengaruh Proporsi Komite Audit Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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.

6. Pengaruh *Low Cost Strategy* Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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 asset 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 asset 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*”. Kajian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil kajiannya 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).

7. Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Informasi Lingkungan, Kepemilikan Institusi, Proporsi Komisaris Independen, Proporsi Komite Audit, *Low Cost Strategy* Secara Bersama-Sama Berpengaruh Terhadap Sensitivitas Laba

Hasil Kajian 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*”. Kajian ini menggunakan indikator reaksi pasar terhadap laba diantaranya, (a) *absolute abnormal return*, (b) *cumulative abnormal return*, dan (c) *abnormal trading volume*. Hasil kajiannya 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).

B. Implikasi Nilai Perusahaan

1. Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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. Kajian 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 kementerian

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.

Kajian 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.

Kajian 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.

2. Pengaruh Pengungkapan Informasi Lingkungan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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.

Kajian 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.

3. Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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.

4. Pengaruh Proporsi Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil kajian 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.

Kajian 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.

Kajian 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. Pengaruh Proporsi Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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.

Kajian 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.

6. Pengaruh *Low Cost Strategy* Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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.

Kajian ini konsisten dengan Bhattarai (2017) mengestimasi tentang “*Capital Market Perception and Generic Strategy of Nepalese Enterprsis*”. Pengukuran untuk persepsi pasar menggunakan Tobin’s q. Hasil kajiannya 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 kajian 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.

7. Pengaruh Sensivitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil Kajian 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.

Kajian ini konsisten dengan Kartina & Nikmah (2011) menunjukkan bahwa pasar efisiensi bentuk lemah kurang mengangap 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.

BAB

5

PENUTUP

Berdasarkan penjabaran pada bab di atas, 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 kontingensi 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 ini 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 ini 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 kontingensi 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 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.

11. Proporsi Komisaris Independen secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

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.

12. Proporsi Komite Audit secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan 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.

13. *Low Cost Strategy* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

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.

14. Sensitivitas Laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Temuan 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 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.

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 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.

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 Workplace 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 Dgree of Master of Science in Finance*. Simon Fraser University.
- Basuki, A.T., & Prawoto, N. 2016. Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis : Dilengkapi Aplikasi SPSS & EIEWS. 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.
- Nadirisyah, & 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. Simposium 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.I
- 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*.
- Suryani, A. (2017). Koefisien Respon Laba dan Manajemen Laba Studi Konservatisme. *Tangga Ilmu. Yogyakarta*.
- Suryani, A., & Herianti, E. (2021). Prinsip Kehati-Hatian Laporan Keuangan & Manajemen Laba.
- 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: Perekayasa 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., & Honarbaksh, 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.

LAMPIRAN

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

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
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. Pania Asia 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
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 Tunggal 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

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
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
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. Searad 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

NO	KODE SAHAM	NAMA EMITEN	TGL IPO
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

TENTANG PENULIS



Amor Marundha, merupakan Dosen Tetap Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Bhayangkara Jakarta Raya. Lahir di Jakarta dan menyelesaikan pendidikan SD, SMP SMA di Jakarta Barat. Melanjutkan Studi S1 Akuntansi pada Universitas Muhammadiyah Jakarta dan menyelesaikan program Magister Akuntansi pada Universitas Pancasila. kemudian menyelesaikan

program Doktor pada Universitas Persada Indonesia Y.A.I

Aktif melaksanakan penelitian yang dipublikasikan di jurnal Internasional bereputasi dan jurnal nasional yang terakreditasi. Anggota IAI mulai tahun 2020 sampai dengan 2022. Aktif menjadi anggota Assosiasi Pengurus Tax Center seluruh Indonesia tahun 2020 hingga sekarang.



Arna Suryani, merupakan Staff Pengajar dan sebagai Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Batanghari Jambi. Lahir di Pangkalpinang dan menyelesaikan pendidikan SD, SMP dan SMA di Kota Sungailiat Bangka. Melanjutkan Studi S1 Akuntansi pada Universitas Sriwijaya tahun 1993, dan menyelesaikan program Magister Akuntansi pada Universitas Padjajaran

tahun 2005 dan menyelesaikan program Doktor pada Universitas Persada Indonesia tahun 2014.

Aktif melakukan penelitian dengan menghasilkan berbagai karya ilmiah yang terpublikasi pada jurnal internasional bereputasi dan

jurnal nasional terakreditasi. Aktif sebagai narasumber diberbagai seminar dibidang ekonomi dan keuangan. Aktivitas lain adalah sebagai ketua tim penasehat investasi provinsi Jambi, sebagai wakil ketua Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) wilayah Jambi, sebagai wakil ketua di Asosiasi Perguruan Tinggi Swasta (APTISI) wilayah XC dan juga aktif sebagai pengurus berbagai organisasi.



Eva Herianti, merupakan Staff Pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Jakarta. Lahir di Jakarta dan menyelesaikan pendidikan SD, SMP SMA di Kabupaten Solok Sumatra Barat. Melanjutkan Studi S1 Akuntansi pada Universitas Muhammadiyah Jakarta dan menyelesaikan program Magister Akuntansi pada Universitas Persada Indonesia Y.A.I. kemudian

menyelesaikan program Doktor pada Universitas Persada Indonesia Y.A.I

Aktif melaksanakan penelitian yang dipublikasikan di jurnal Internasional bereputasi dan jurnal nasional yang terakreditasi. Aktif sebagai anggota IAI KPD tahun 2020 sampai dengan 2022. Aktif menjadi pengurus di Kadin Training Center 2018 hingga sekarang.