

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek/Subyek Penelitian

Obyek penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu penelitian yakni dari tahun 2013-2016. Dari populasi tersebut, diambil perusahaan yang memenuhi kriteria penyampelan melalui teknik *purposive sampling*. Berdasarkan hasil *purposive sampling* diperoleh jumlah sampel yang sama disetiap variabel penelitian.

Sumber data yang digunakan dalam pengambilan sampel yaitu laporan keuangan dan tahunan yang telah dipublikasikan di website resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), serta laporan *sustainability report* yang diunduh melalui website masing-masing perusahaan. Penelitian ini menggunakan informasi harga saham penutupan 31 maret atau tiga bulan dari tutup buku laporan keuangan yang diperoleh melalui www.yahoofinance.com untuk mengukur variabel kinerja pasar sebagai variabel dependen penelitian. Laporan keuangan perusahaan digunakan untuk memperoleh data dari variabel moderasi yakni profitabilitas serta variabel kontrol dari penelitian ini seperti ukuran perusahaan dan *leverage*. Data yang digunakan untuk mengukur variabel komisaris independen diperoleh dari laporan tahunan perusahaan. Serta sebagai salah satu komponen dari variabel kinerja pasar, jumlah saham yang beredar juga diambil dari www.sahamok.com. Sedangkan laporan *sustainability report* digunakan untuk memperoleh data variabel pengungkapan *sustainability report*

melalui analisis konten. Berikut merupakan hasil pemilihan sampel dengan teknik *purposive sampling*:

Tabel 4.1
Hasil Purposive Sampling

Keterangan	Periode penelitian					Total
	2012	2013	2014	2015	2016	
Seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	463	486	509	525	539	
Perusahaan yang tidak menyajikan dan menerbitkan <i>sustainability report</i> secara terpisah, laporan keuangan dan laporan tahunan	(443)	(461)	(485)	(499)	(519)	
Data tidak tersedia untuk mengukur variabel	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	
Jumlah sampel penelitian	20	25	24	26	20	115
Jumlah sampel yang di <i>outlier</i>						(4)
Jumlah sampel yang digunakan untuk olah data						111

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

B. Uji Kualitas Data

1. Uji Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan kondisi data yang menjadi obyek dalam penelitian. Pengujian atas statistik deskriptif merupakan bentuk data numerik dari data penelitian yang menyajikan ringkasan pengukuran sehingga data tersebut dapat diinterpretasi

(Kahareningtyas, 2017). Uji statistik dalam penelitian ini meliputi nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata dan standar deviasi.

Tabel 4.2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Standar Deviasi
SRDI	111	0,16779	0,83221	0,48981	0,13713
PROF	111	-0,14244	0,22858	0,05731	0,06575
KI	111	0,20000	0,71429	0,41534	0,09761
KP	111	0,67391	3,47025	1,4999	0,64466
SIZE*	111	2.621.275	1.003.644.426	133.815.441,7	193.900.000
LEV	111	0,00015	11,3958	3,07648	3,23442

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017), *size dalam jutaan rupiah.

Pengujian data statistik di atas menunjukkan jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 111 perusahaan pada masing-masing variabel. Berdasarkan pengujian statistik deskriptif pada variabel independen pengungkapan *sustainability report* yang dilakukan oleh perusahaan ditemukan nilai rata-rata sebesar 0,48981 dengan standar deviasi 0,13713. Apabila suatu data memiliki nilai rata-rata lebih besar dari standar deviasi maka data tersebut bersifat homogen atau relatif berkelompok (Pratama dkk., 2016). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa data dari variabel pengungkapan *sustainability report* relatif berkelompok atau homogen. Nilai rata-rata indeks pengungkapan *sustainability report* (SRDI) sebesar 0,4898 menunjukkan bahwa luas pengungkapan yang dilakukan perusahaan berkisar 0,4898. Dari hasil tersebut dapat diperoleh informasi

bahwa rata-rata jumlah item yang diungkap adalah 74 dari 149 item yang seharusnya diungkapkan. Pengungkapan *sustainability report* berkisar pada indeks terendah 0,16779 oleh Bank BCA pada tahun penelitian 2015 dan indeks pengungkapan tertinggi sebesar 0,83221 dilakukan oleh perusahaan Tambang Baru Bukit Asam Tbk.

Penelitian ini menggunakan dua variabel moderasi yaitu profitabilitas dan komisaris independen. Variabel profitabilitas yang diukur dengan *Return On Asset (ROA)* memiliki nilai rata-rata 5,73% dengan standar deviasi lebih tinggi yaitu 6,58%. Artinya data dari variabel profitabilitas bersifat heterogen atau bervariasi. Dengan nilai rata-rata tersebut diperoleh informasi bahwa tingkat pengembalian aset perusahaan masih rendah hanya berkisar 5,73%. Nilai profitabilitas terendah yaitu negatif 14,24% yang dimiliki oleh perusahaan Bakrie Sumatra Plantation Tbk. pada tahun 2013, dan nilai profitabilitas tertinggi diperoleh dari perusahaan Tambang Baru Bukit Asam Tbk. sebesar 22,86%.

Variabel pemoderasi lain dalam penelitian ini yaitu komisaris independen (KI). Variabel komisaris independen memiliki nilai maksimum sebesar 71,43% yang berasal dari Bank BRI Tbk., dan nilai minimum oleh perusahaan Jasa Marga Persero Tbk. yakni 20%. Variabel ini memiliki nilai rata-rata sebesar 41,53% dengan standar deviasi 9,76%, artinya data dalam variabel komisaris independen ini relatif homogen atau berkumpul. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa rata-rata komisaris independen dari dewan komisaris perusahaan di Indonesia saat ini telah melebihi ketentuan

dari Bapepam-LK mengenai 30% dari dewan komisaris perusahaan merupakan dewan komisaris independen. Dengan demikian seharusnya pengawasan dapat terlaksana secara lebih efektif.

Kinerja pasar berperan sebagai variabel dependen dalam penelitian ini diukur dengan *Tobins'Q* karena mampu memperlihatkan estimasi pasar saat ini (Astiari dkk., 2014). Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan nilai *Tobins'Q* tertinggi sebesar 3,4702 yaitu perusahaan Semen Indonesia Persero Tbk. pada tahun 2013 dan nilai *Tobins'Q* terendah 0,67931 oleh perusahaan Indika Energy Tbk. pada tahun 2015. Nilai rata-rata kinerja pasar yang diukur dengan *Tobins'Q* sebesar 1,4999 lebih besar dibanding dengan standar deviasinya yaitu 0,64466, hal ini dapat mengindikasikan bahwa data bersifat homogen atau relatif berkumpul. Berdasarkan nilai rata-rata *Tobins'Q* tersebut dapat diperoleh informasi bahwa secara rata-rata investasi yang dilakukan oleh perusahaan sampel mampu menghasilkan laba yang tinggi untuk meningkatkan nilai dibanding dengan investasi yang telah dilakukan. Dengan demikian masih menarik untuk dilakukannya investasi oleh perusahaan sampel (Rustiarini, 2010).

Berdasarkan tabel 4.2 tampak bahwa variabel ukuran perusahaan (*SIZE*) menunjukkan ukuran perusahaan terbesar dengan total asset sebesar Rp1.003.644.426.000.000 oleh perusahaan Bank BRI Tbk., pada tahun 2016 dan ukuran perusahaan terkecil Rp2.621.275.000.000 oleh perusahaan Astra Agro Lestari pada tahun 2014. Variabel ini memiliki data dengan nilai rata-rata Rp 133.815.441.705.461 dengan standar deviasi

Rp193.900.000.000.000, artinya data tersebut relatif berkumpul atau homogen.

Lebih lanjut pada tabel 4.2 juga menunjukkan bahwa variabel *leverage* yang di proksikan melalui rasio *Debt Equity to Ratio* (DER) memiliki nilai tertinggi sebesar 1.139,6% pada perusahaan Bank BTN Tbk., dan nilai terendah 0,015% yang diperoleh dari perusahaan Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. Nilai rata-rata untuk variabel ini diperoleh hasil 307,65% dengan standar deviasi yang lebih tinggi yaitu 323,442%, artinya data yang digunakan untuk mengukur variabel *leverage* bersifat heterogen.

2. Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian yang menggunakan analisis regresi seperti penelitian ini harus memenuhi syarat tidak adanya masalah dengan asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa data yang diolah tidak mengalami gangguan supaya hasilnya tidak menimbulkan bias.

Penelitian ini menggunakan empat model regresi, yakni analisis regresi berganda untuk menguji hipotesis satu dan uji sensitivitas. Sedangkan untuk uji hipotesis kedua menggunakan analisis regresi sederhana dan analisis regresi moderasi (MRA) digunakan untuk menguji hipotesis ketiga Uji asumsi klasik dilakukan melalui uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas data merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui residual data penelitian terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Jarque Bera* dengan melihat hasil dari *probability*, apabila nilai lebih besar dari *probability* 0,05 maka residual data dapat dikatakan terdistribusi normal.

Pengujian dilakukan pada model pertama dalam penelitian ini. Pengujian yang pertama ini diperoleh hasil *probability* dari uji *Jarque Bera* lebih dari 0,05, sehingga residual data tidak terdistribusi secara normal. Kemudian dilakukan upaya untuk memperbaikinya dengan melakukan uji deteksi *outlier*. Data *outlier* merupakan data yang sangat jauh berbeda dari data yang lain atau dapat dikatakan data yang ekstrim. Dari uji *casewise* diperoleh satu data yang harus di *outlier*, yang kemudian dilakukan pengujian normalitas kembali. Pengujian normalitas selanjutnya dilakukan pada ketiga model selanjutnya dalam penelitian ini. Uji normalitas pada ketiga model penelitian dilakukan dengan data yang telah melalui deteksi *outlier*. Berdasarkan uji *Jarque Bera* pada keseluruhan model penelitian ini diperoleh hasil seperti pada tabel 4.3:

Tabel 4.3
Hasil Uji Jarque Bera

Model	Nilai <i>Jarque Bera</i>	Probability	Kesimpulan
Model 1	3,5861	0,166542	Terdistribusi normal
Model 2	13.26217	0,001319	Tidak terdistribusi normal
Model 3	3,599708	0,165323	Terdistribusi normal

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Tabel 4.3 menunjukkan hasil uji normalitas melalui uji *Jarque Bera*. Dari hasil tersebut tampak bahwa nilai *probability* pada model 1 dan model 3 memiliki nilai lebih dari 0,05. Sedangkan residual data pada model kedua tidak terdistribusi normal, akan tetapi hal ini dapat diabaikan. Gujarati (2010) menyatakan bahwa model regresi yang memiliki sampel lebih dari 100 maka asumsi kenormalan residual data dapat diabaikan. Artinya, meskipun terdapat model yang residual datanya tidak normal namun data-data dalam penelitian dapat di uji statistik lebih lanjut.

b. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi dalam model regresi pada periode sekarang dengan yang sebelumnya. Untuk mendeteksi terjadinya autokorelasi digunakanlah uji *Durbin-Watson*. Apabila hasil nilai *Durbin-Watson* tersebut memenuhi $DU < DW < 4 - DU$, maka model tersebut terbebas dari autokorelasi.

Tabel 4.4
Hasil Uji Durbin-Watson

Model	Nilai DW	Nilai DU	Kesimpulan
Model 1	1,9011	1,7463	Tidak terjadi autokorelasi
Model 2	1,6031	1,7086	Terjadi autokorelasi
Model 3	1,8992	1,7855	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa model 1 dan model 3 memiliki nilai $du < dw < 4-du$, sehingga dikatakan lolos autokorelasi. Sedangkan model 2 tidak memenuhi bebas asumsi autokorelasi karena memiliki nilai $du > dw > 4-du$. Permasalahan tersebut dipecahkan dengan melakukan pengoreksian melalui prosedur *HAC-Newey West* menggunakan *software Eviews9*.

HAC-Newey West merupakan teknik untuk mengoreksi *standar eror* residual dari persamaan regresi ketika terjadi autokorelasi dan heteroskedastisitas. Koreksi yang dilakukan pada *standard eror* residualnya ini akan mengakibatkan perubahan koefisien hasil regresi dan *probability*. Sehingga hasil regresi dapat memberikan kesimpulan yang tidak bias untuk dianalisis lebih lanjut.

c. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk melihat ada atau tidaknya korelasi diantara variabel independen dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Pendeteksian multikolinieritas dapat dilihat melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada tabel hasil. Suatu model regresi

tidak terjadi multikolinearitas apabila nilai VIF menunjukkan nilai yang lebih kecil dari 10.

Tabel 4.5
Hasil Uji *Collinearity Diagnostic*

Model	Variabel	VIF	Kesimpulan
Model 1	SRDI	1,4589	Tidak terjadi multikolinearitas
	SIZE	1,7822	Tidak terjadi multikolinearitas
	LEV	1,8197	Tidak terjadi multikolinearitas
Model 3	SRDI	18,9310	Terjadi multikolinearitas
	KI	14,1524	Terjadi multikolinearitas
	SRDI*KI	26,7993	Terjadi multikolinearitas
	SIZE	1,3878	Tidak terjadi multikolinearitas
	LEV	1,9479	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Berdasarkan tabel 4.5 tampak bahwa hampir semua variabel dalam model 1 memiliki VIF kurang dari 10. Hal ini berarti data dalam model regresi tersebut bebas dari asumsi multikolinearitas. Model ke 2 dalam penelitian ini tidak dilakukan uji multikolinieritas karena menggunakan analisis regresi sederhana. Pada analisis regresi sederhana hanya terdapat satu variabel independen saja, maka secara otomatis dia tidak memiliki korelasi dengan variabel independen lainnya.

Berbeda dengan model 1, pada model 3 tampak bahwa variabel SRDI, KI dan moderasi SRDI*KI memiliki nilai VIF > 10 . Adanya interaksi tersebut menyebabkan terjadi masalah multikolinearitas.

Pernyataan ini sejalan dengan Wardhana (2015) yang menyatakan bahwa uji interaksi melalui *Moderated Regression Analysis* (MRA) selalu menimbulkan permasalahan asumsi klasik yaitu terkena multikolinearitas. Jika tujuan model penelitian hanya untuk mengetahui respon variabel moderasi terhadap hubungan variabel independen dan dependen, masalah multikolinieritas bukan merupakan masalah yang serius (Nazzaruddin dan Basuki, 2016).

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui adanya kesamaan residual dari persamaan regresi. Pengujian untuk mengetahui adanya deteksi heteroskedastisitas dilakukan melalui uji *white*. Hasil dari uji *white* akan menunjukkan terjadi heteroskedastisitas apabila *probability chi-square* pada $obs \cdot R^2$ memiliki nilai kurang dari 0,05. Berikut merupakan hasil uji *white* pada *Eviews9*:

Tabel 4.6
Hasil Uji White

Model	Obs*R-squared	Prob.Chi-Square	Kesimpulan
Model 1	34,0419	0,0001	Terjadi heteroskedastisitas
Model 2	9,9929	0,0068	Terjadi heteroskedastisitas
Model 3	38,4386	0,0052	Terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Hasil olah data (2017)

Berdasarkan hasil uji *white* pada *Eviews9* tampak bahwa nilai *prob.chi-square* memiliki nilai kurang dari 0,05, dengan demikian semua

model terdeteksi terjadi heteroskedastisitas. Akan tetapi dilakukan upaya untuk mengoreksinya melalui metode HAC *Newey-West*. Melalui teknik ini koefisien hasil regresi dan probabilitas akan mengalami perubahan karena *standard error* yang mengalami heteroskedastisitas telah dikoreksi. Sehingga hasil tersebut dapat digunakan untuk mengambil kesimpulan penelitian.

C. Hasil Penelitian

1. Hasil Pengujian Hipotesis 1

Pengujian untuk menguji hipotesis pertama ini dilakukan dengan analisis regresi berganda, yang mana koefisien regresi sudah disesuaikan melalui teknik HAC *Newey-West*. Hipotesis pertama akan diterima apabila nilai *probability* kurang dari 0,05 dan arah koefisien hasil regresi searah dengan hipotesis yang diajukan.

Tabel 4.7
Hasil Uji Hipotesis 1
(Model 1)

Variabel	N	Coefficient	t-statistik	Probability	Keterangan
Konstanta		-0,641106	-0,8229	0,4124	
SRDI	111	1,04315	2,60729	0,0104	Diterima
SIZE	111	0,06115	2,79110	0,0062	
LEV	111	-0,09682	6,89501	0,0000	
Adjusted R ²	0,26346				

Lanjutan tabel 4.7

F-statistik	14,1162
(Probability)	0,00000

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Berdasarkan tabel 5.7 tampak bahwa nilai adjusted R^2 sebesar 0,26346. Nilai tersebut memiliki makna variabel kinerja pasar mampu dijelaskan oleh variabel pengungkapan *sustainability report*, ukuran perusahaan dan *leverage* sebesar 26,35%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lainnya.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa pengungkapan *sustainability report* berpengaruh positif terhadap kinerja pasar diterima. Dibuktikan dengan nilai *probability* yang signifikan yaitu 0,0104, dan *coefficient* positif 1,04315 searah dengan hipotesis.

Pengujian di atas juga memberikan informasi tambahan mengenai variabel kontrol ukuran perusahaan yang disimbolkan dalam *SIZE* dan *leverage* yang ternyata signifikan secara statistik. Hal ini dapat dilihat dari nilai *sign* ukuran perusahaan terhadap kinerja pasar pada tabel 4.7 lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0062 dengan koefisien hasil regresi sebesar 0,06115. Lebih lanjut variabel kontrol *leverage* juga memberikan nilai *probability* yang dapat dikatakan sangat signifikan yaitu 0,0000, lebih kecil dari 0,05 dan koefisien hasil regresi negatif 0,09682.

Signifikansi dari masing-masing variabel kontrol terhadap kinerja pasar menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* mampu

mengendalikan pengaruh yang tidak terobservasi dari ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap kinerja pasar dalam model yang diteliti. Penggunaan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol yang diduga mempengaruhi luas pengungkapan ini sejalan dengan hasil dari beberapa penelitian. Kuzey dan Uyar (2016) menyatakan bahwa perusahaan yang besar cenderung memiliki skala ekonomi, modal keuangan maupun non keuangan lebih tinggi sehingga pengungkapan informasinya dapat lebih luas. Perusahaan yang besar juga lebih memberikan dampak yang besar terhadap lingkungan dan sosial mereka serta lebih banyak memiliki investor yang tertarik dengan aktivitas perusahaan (Simbolon dan Sueb, 2014).

Leverage sebagai variabel kontrol yang diduga dapat mempengaruhi pengungkapan *sustainability report* dan kinerja pasar perusahaan dalam penelitian ini juga terbukti signifikan. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka akan direspon negatif oleh pasar sehingga harga saham dapat menurun yang mengakibatkan kinerja pasar menurun (Dahlia dan Siregar, 2008). Lebih lanjut semakin tinggi *leverage*, perusahaan cenderung menganggap bahwa pengungkapan *sustainability report* bukanlah sebagai penghasil nilai jangka panjang. Karena mereka berfokus pada jangka pendek sehingga pengungkapannya akan lebih berhati-hati atau lebih sempit (Kuzey dan Uyar, 2016; Simbolon dan Sueb, 2014).

2. Hasil Pengujian Hipotesis 2

Pengujian yang dilakukan untuk membuktikan hipotesis kedua dalam penelitian ini menggunakan analisis sub-sampel. Dimana analisis

tersebut dilakukan melalui analisis regresi sederhana yang dipecah menjadi dua kelompok sampel berdasarkan *mean* (rata-rata per tahun) untuk mengetahui apakah profitabilitas mampu memoderasi atau dalam istilah lain dikenal dengan uji *chow*.

Hipotesis kedua akan terdukung apabila F-hitung memberikan hasil yang lebih besar dari F-tabel dengan nilai *probability* yang signifikan pada taraf 5% di salah satu sub-sampel. Tabel 4.8 akan memperlihatkan hasil uji *chow* terhadap model 2.

Tabel 4.8
Hasil Uji Hipotesis 2
(Model 2)

Kelompok	Variabel	N	Residual Sum of Square	Coefficient	Probability
Sampel keseluruhan	SRDI	111	40,7476	1,5496	0,0001
Sampel Profitabilitas Tinggi	SRDI	43	18,0517	0,74889	0,2820
Sampel Profitabilitas Rendah	SRDI	68	6,3009	0,64150	0,0570
F-tabel	3,93				

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Hasil regresi tersebut digunakan untuk menghitung nilai F-statistik melalui rumus yang telah disebutkan pada bab sebelumnya. Dengan demikian F-statistik atau F-hitung diperoleh sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 F_{hitung} &= \frac{RSSr - \frac{RSS1 - RSS2}{K}}{\frac{RSSUr}{N1 + N2 - 2K}} \\
 &= \frac{40,748 - \frac{18,052 - 6,301}{1}}{\frac{24,353}{43 + 68 - 2}} \\
 &= 65,304
 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan nilai F di atas diperoleh informasi bahwa profitabilitas tidak dapat memoderasi pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar. Hal ini karena kedua sampel profitabilitas baik tinggi maupun rendah tidak mampu membuat signifikan secara statistik yaitu 0,282 dan 0,057 meskipun nilai F statistik atau F hitung sangat lebih besar yaitu 65,304 dibanding nilai F-tabelnya 3,93. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas bukanlah variabel moderasi dari pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar, sehingga hipotesis kedua tidak terdukung.

3. Hasil Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga diuji dengan interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi atau lebih dikenal dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Model ini hanya digunakan untuk mengetahui hasil signifikansi dari interaksi kedua variabel tersebut, sehingga hasil dari variabel selain interaksi tersebut tidak dapat dibaca (Widiastuti, 2004).

Hipotesis ketiga ini akan terdukung apabila nilai *probability* dari variabel interaksi SRDI*KI signifikan pada taraf 5% atau lebih kecil dari 0,05 dan koefisien hasil regresi bernilai positif. Berikut merupakan hasil dari analisis regresi moderasi:

Tabel 4.9
Hasil Uji Hipotesis 3
(Model 3)

Variabel	N	Coefficient	t-statistik	Probability	Keterangan
Konstanta		-0,6982	-0,6379	0,5249	
SRDI	111	1,1625	0,8438	0,4007	Ditolak
KI	111	0,1219	0,0911	0,9276	
SRDI*KI	111	-0,28701	-0,1040	0,9174	
SIZE	111	0,0613	2,5713	0,0115	
LEV	111	-0,0965	-7,0142	0,0000	
Adjusted R ²	0,28359				
F-statistik	8,31306				
(Probability)	0,00001				

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Tabel 4.9 menunjukkan hasil dari model interaksi dengan nilai adjusted R² sebesar 0,28359. Artinya model interaksi dengan variabel pengungkapan *sustainability report*, komisaris independen, interaksi antara pengungkapan *sustainability report* dengan komisaris independen, serta ukuran perusahaan dan *leverage* mampu menerangkan kinerja pasar sebanyak 28,36% sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

Hasil pengujian terhadap variabel interaksi memberikan informasi bahwa komisaris independen tidak dapat memoderasi pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar, baik meningkatkan atau menurunkan pengaruh tersebut. Karena nilai *probability* dari variabel interaksi tersebut menunjukkan hasil yang tidak signifikan atau lebih dari 0,05 yaitu 0,917, dengan *coefficient* regresi yang tidak searah dengan hipotesis yakni negatif 0,287. Sehingga dapat ditarik kesimpulan hipotesis ketiga dalam penelitian ini tidak terdukung.

D. Pembahasan

1. Pengaruh Pengungkapan *Sustainability Report* terhadap Kinerja

Pasar

Setiap perusahaan memiliki tujuan utama yang mayoritas adalah mempertahankan atau meningkatkan kinerja pasar perusahaan. Hal ini dikarenakan kinerja pasar perusahaan merupakan hal yang penting guna melihat bagaimana pasar menilai kinerja perusahaan. Elkington (1997) menyatakan bahwa keberlanjutan perusahaan akan terjamin manakala perusahaan memperhatikan bukan hanya aspek keuangan saja melainkan aspek non keuangan yang terwujud dalam konsep *corporate sustainability*.

Hasil pengujian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa pengungkapan *sustainability report* berpengaruh positif terhadap kinerja pasar berhasil membuktikan hipotesis alternatif pertama dalam penelitian. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *stakeholder*, legitimasi, sinyal dan teori efisiensi pasar. Artinya perusahaan yang menjaga harmonisasi

hubungan mereka dengan para *stakeholder* melalui kebijakan *sustainability* mampu menarik perhatian dan dukungan dari *stakeholder* termasuk investor atau *shareholder* sehingga kinerja pasar perusahaan dapat meningkat.

Alasan yang logis mendasari hal ini yaitu bahwa kebijakan *sustainability* yang kemudian diungkapkan dalam bentuk *sustainability report* ini menjadi informasi bagi pasar. Dimana informasi tersebut dapat dianggap sebagai nilai tambah yang diberikan perusahaan sehingga berubah menjadi sinyal baik. Sinyal baik akan direspon oleh pasar yang memungkinkan terbentuknya harga keseimbangan baru dengan meningkatnya harga saham (Hartono, 2013). Peningkatan harga saham ini dapat mengindikasikan bahwa investor menilai baik kinerja perusahaan.

Safitri (2013) yang menyatakan bahwa melalui *pengungkapan sustainability report* diharapkan dapat memenuhi informasi tambahan yang dibutuhkan oleh *user*. Lebih lanjut pengungkapan tersebut dapat digunakan sebagai sarana mengelola *stakeholder* sehingga perusahaan mendapatkan dukungan dari para *stakeholder*. Dimana dukungan tersebut akan berpengaruh terhadap kelangsungan hidup perusahaan di masa depan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Caesaria dan Basuki (2017) yang menemukan bahwa pengungkapan aspek *sustainability report* mampu meningkatkan kinerja pasar perusahaan. Karena pengungkapan tersebut dapat memberikan bukti bahwa perusahaan telah berkontribusi terhadap perekonomian global dan sosial, serta kepedulian atas kondisi lingkungan. Bukti tersebut dapat meningkatkan reputasi baik

dan citra perusahaan di mata *stakeholder* dan investor, sehingga investor akan tertarik untuk berinvestasi yang kemudian harga saham dapat meningkat yang berarti kinerja pasar juga naik.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh hasil penelitian Guidry dan Patten (2010) serta Nurdin dan Cahyandito (2006). Guidry dan Patten (2010) memperoleh hasil bahwa kualitas *sustainability report* yang diukur melalui luas pengungkapannya berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar. Ia juga merekomendasikan untuk mengungkapkan *sustainability report* secara luas, karena pasar menikmati informasi ini sebagai bentuk dukungan publik terhadap perusahaan. Serupa dengan hal tersebut, Nurdin dan Cahyandito (2006) menemukan harga saham dan volume perdagangan saham berubah secara signifikan diseperti tanggal pengungkapan. Dengan demikian ia menyimpulkan bahwa pengungkapan laporan perusahaan dengan tema lingkungan-sosial telah dimanfaatkan oleh para investor untuk pengambilan keputusan investasi mereka.

2. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Pengaruh Pengungkapan *Sustainability Report* Terhadap Kinerja Pasar

Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua dalam penelitian ini tidak dapat membuktikan hipotesis alternatifnya. Artinya pengungkapan *sustainability report* tidak dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan pada saat memiliki profitabilitas tinggi, begitu juga sebaliknya. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil yang telah dipaparkan oleh Che-Ahmad (2016), Panjaitan (2015), Rahmawati (2017) dan Rosiana dkk.,

(2013) yang menemukan bahwa profitabilitas mampu memoderasi pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas bukan variabel moderasi pada pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar. Terdapat beberapa penjelasan atas hasil tersebut yang dapat dilihat dari sisi investor dan manajemen. *Pertama*, profitabilitas tinggi maupun rendah tidak mempengaruhi fleksibilitas pihak manajemen untuk mengungkapkan informasi kebijakan *sustainability* mereka. Hal ini didasari pada pemikiran bahwa terdapat kemungkinan ketika perusahaan memiliki profitabilitas tinggi, perusahaan lebih fokus mengalokasikan biaya mereka kepada hal-hal yang mampu menciptakan nilai secara lebih cepat dan mudah dipahami oleh investor. Sedangkan pengungkapan kebijakan *sustainability* akan membutuhkan waktu bagi investor untuk memahami dan memberikan nilai dalam jangka panjang (Astiari dkk., 2014). *Kedua*, perusahaan tidak selalu mempertimbangkan biaya untuk mengungkapkan kebijakan *sustainability*nya ketika profitabilitasnya tinggi. Dengan demikian tidak akan memperkuat hubungan antara pengungkapan *sustainability report* dengan kinerja pasar perusahaan (Susanti dkk., 2012).

Kusumadilaga (2010) dan Pratama dan Muslih (2016) dalam penelitiannya juga mengungkapkan bahwa profitabilitas tidak dapat memoderasi hubungan *corporate social responsibility* terhadap nilai perusahaan. Karena perusahaan yang menjadi sampel termasuk dalam golongan perusahaan yang ekonomis, artinya meskipun memiliki profit

yang tinggi namun anggaran untuk program *corporate social responsibility* mereka rendah sehingga pengungkapan *corporate social responsibility* cenderung sempit. Dimana yang menjadikan pengaruh pengungkapan *sustainability report* semakin kuat atau lemah terhadap kinerja pasar terletak pada luas pengungkapannya.

Berdasarkan hasil analisis sub sampel dapat dianalisis lebih lanjut mengenai signifikansi dari variabel moderasi profitabilitas rendah. Pada taraf 10%, hasil penelitian menunjukkan profitabilitas rendah mampu memperkuat pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap kinerja pasar.

Sebuah teori *framing* menyatakan bahwa sesuatu hal dapat disajikan realitasnya dengan membingkai sebuah peristiwa tersebut sedemikian rupa, namun kebenaran tidak diingkari secara total (Eriyanto, 2002). Apabila teori tersebut dikaitkan dengan hasil penelitian diatas maka dapat dikatakan terdapat kemungkinan bahwa pengungkapan *sustainability report* digunakan perusahaan untuk membingkai kinerja mereka supaya tetap baik di mata investor meskipun kemampuan menghasilkan laba mereka sedang rendah. Pengungkapan *sustainability report* ketika profitabilitas rendah akan memperkuat nilai dari informasi tersebut, karena meskipun kemampuan menghasilkan laba semakin rendah, perusahaan tetap berusaha meyakinkan masyarakat bahwa aktivitas operasi mereka tidak melanggar norma, nilai dan etika yang ada. Sehingga perusahaan tetap mendapat dukungan dari publik, melalui dukungan ini kinerja perusahaan dipandang

baik. Ketika pembingkaiannya ini dilakukan maka *image* perusahaan akan tetap kuat. Sehingga pengaruh dari pengungkapan kebijakan *sustainability* mereka semakin kuat terhadap kinerja pasar.

3. Komisaris Independen Sebagai Pemoderasi Pengaruh Pengungkapan *Sustainability Report* Terhadap Kinerja Pasar

Keberadaan komisaris independen yang proporsional dalam dewan komisaris diharapkan mampu menciptakan suasana tata kelola yang baik melalui fungsi pengawasannya karena bersifat independen. Pengawasan tersebut dapat meningkatkan laporan keuangan maupun non keuangan seperti *sustainability report* sehingga dapat semakin relevan bagi *user*. Namun hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga dalam penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa komisaris independen mampu memoderasi pengaruh *sustainability report* terhadap kinerja pasar.

Terdapat alasan yang mendasari komisaris independen tidak mampu memoderasi pada kedua variabel tersebut. *Pertama*, hal ini mungkin terjadi karena komisaris independen tidak mampu memenuhi perannya sebagai fungsi pengawasan, meskipun perusahaan sudah memiliki komisaris independen yang proporsional atau bahkan lebih. Karena adanya komisaris independen tersebut mungkin hanya memenuhi peraturan pemerintah saja yakni proporsi komisaris independen minimal 30% (Natalia dkk., 2016). *Kedua*, pengawasan yang dilakukan komisaris independen mungkin tidak berfokus meningkatkan kualitas informasi tambahan seperti *sustainability report*. Sehingga pengaruh pengungkapan *sustainability report* terhadap

kinerja pasar tidak menjadi semakin kuat karena kualitas pengungkapannya tidak meningkat (Guidry dan Patten, 2010).

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil yang telah diungkapkan oleh Natalia dkk., (2016) yaitu efektivitas dan independensi komisaris independen tidak mampu memoderasi pengaruh pengungkapan *corporate social responsibility* terhadap kinerja pasar. Ia menyatakan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan hanya sebatas pemenuhan peraturan dari pemerintah saja. Natalia dkk., (2016) juga merekomendasikan bahwa perusahaan seharusnya juga membentuk komite yang khusus menangani tanggung jawab sosial sehingga informasi ini dapat dikelola dengan lebih baik.

4. Uji Sensitivitas

Sustainability report merupakan perwujudan dari konsep *triple bottom lines* yaitu *people*, *planet*, dan *profit*. Konsep tersebut dikembangkan dalam *corporate sustainability* menjadi enam aspek khusus yaitu terkait dengan ekonomi, lingkungan, ketenaga kerja dan keselamatan kerja, hak asasi manusia, sosial dan tanggung jawab produk. Berikut akan ditunjukkan mengenai statistik deskriptif pada model keempat ini:

Tabel 4.10
Statistik Deskriptif

Komponen <i>Sustainability Report</i>	Total Item	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata- rata
EcoDI	9	0,111	1,000	0,5776

Lanjutan tabel 4.10

EnvDI	34	0	1	0,3667
LaDI	16	0	1	0,5006
HRDI	12	0	0,9167	0,2192
SocDI	11	0	1	0,3382
PRDI	9	0	1	0,3894

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Pengungkapan aspek ekonomi (EcoDI) memiliki indeks pengungkapan tertinggi senilai 1 oleh Indocement Tungal Prakarsa dan Perusahaan Tambang Bukit Asam dan indeks pengungkapan terendah senilai 0,111 oleh perusahaan Vale Indonesia Tbk., pada tahun 2016. Pada aspek ini terlihat bahwa rata-rata perusahaan telah mengungkapkan item dari aspek ekonomi 5 item dari 9 item yang seharusnya diungkap terlihat dari nilai rata-ratanya sebesar 0,5776. Pengungkapan yang 50% lebih ini memberikan gambaran bahwa informasi mengenai aspek ekonomi merupakan hal yang penting. Karena semua perusahaan pasti mengungkapkan item pada aspek ini. Lebih lanjut aspek ini juga berkaitan dengan kebijakan dan kontribusi perusahaan terkait dengan perekonomian perusahaan itu sendiri maupun secara global.

Aspek khusus selanjutnya adalah pengungkapan aspek lingkungan yang menghasilkan indeks pengungkapan tertinggi yaitu 1 oleh Perusahaan Tambang Bukit Asam Tbk., dan indeks pengungkapan terendah atas aspek ini sebesar 0 oleh perusahaan ADHI. Aspek ini diungkapkan oleh perusahaan rata-rata 0,3667 atau hanya 12 item dari 34 item yang

seharusnya diungkapkan. Hal ini dikarenakan bahwa sektor-sektor tertentu tidak terlalu memberikan dampak terhadap lingkungan dan aktivitas operasinya tidak berhubungan langsung dengan lingkungan seperti halnya perbankan.

Aspek praktik ketenagakerjaan dan keselamatan kerja menjadi aspek khusus selanjutnya dalam konsep *sustainability report*. Indeks pengungkapan tertinggi pada aspek khusus ini diperoleh perusahaan Tambang Bukit Asam Tbk. sebesar 1, dan indeks pengungkapan terendah yaitu 0 oleh perusahaan Bank BCA Tbk. Aspek ini diungkapkan oleh perusahaan rata-rata 0,5006 atau 8 item dari 16 item yang seharusnya diungkap.

Aspek mengenai hak asasi manusia (HRDI) juga merupakan aspek khusus selanjutnya. Indeks pengungkapan aspek tertinggi sebesar 0,9167 dan indeks pengungkapan terendah yaitu 0 oleh beberapa perusahaan dengan rata-rata pengungkapan 0,2192. Dari rata-rata tersebut dapat diketahui bahwa perusahaan rata-rata hanya mengungkapkan 3 item dari total 12 item.

Pengungkapan aspek sosial (SocDI) dalam penelitian ini memiliki indeks pengungkapan tertinggi sebesar 1 dan indeks pengungkapan terendah yaitu 0. Indeks pengungkapan 0 bermakna bahwa perusahaan tidak mengungkapkan item dari aspek ini. Pengungkapan terkait aspek ini paling banyak dilakukan oleh perusahaan Aneka Tambang Tbk pada tahun 2015

dan perusahaan Tambang Bukit Asam pada tahun 2016 dengan indeks penuh yaitu 1. Sedangkan perusahaan yang tidak mengungkapkan aspek ini atau indeks pengungkapan terendah atau 0 yaitu perusahaan Adhi, Tbk pada tahun 2016. Aspek ini diungkapkan oleh perusahaan rata-rata 0,3382 atau hanya 3 item dari 11 item yang seharusnya diungkap.

Aspek terakhir dalam *sustainability report* adalah aspek tanggung jawab produk (PRDI). Aspek ini terkait dengan produk dan jasa perusahaan yang secara langsung mempengaruhi *stakeholder* terlebih kepada pelanggan. Indeks pengungkapan tertinggi dalam aspek ini sebesar 1 atau pengungkapan penuh yang dilakukan oleh perusahaan Indika Energy Tbk. pada tahun 2012, perusahaan Holcim Indonesia Tbk. di tahun 2014 dan 2016, serta perusahaan Tambang Bukit Asam pada tahun 2015. Aspek ini telah diungkapkan dengan indeks pengungkapan rata-rata 0,3894 atau 4 item dari 9 item yang seharusnya diungkap.

Apabila dikaitkan dengan industri maka hal ini menjadi wajar karena perusahaan yang memiliki indeks pengungkapan penuh dihasilkan oleh perusahaan Tambang Bukit Asam Tbk. dan perusahaan Holcim Indonesia Tbk. Dimana perusahaan perusahaan Tambang Bukit Asam Tbk. berada di sektor pertambangan batubara dan perusahaan Holcim Indonesia Tbk. tersebut merupakan perusahaan yang berada di sektor semen. Kedua sektor tersebut merupakan sektor yang memiliki eksternalitas negatif, artinya aktivitas usaha mereka berdampak cukup banyak pada kehidupan manusia. Selain itu bahan baku dari produk mereka bersumber dari sumber daya alam

yang tidak diperbahurui. Sehingga *stakeholder* ingin melihat sebagaimana tepat sumber tersebut dikelola untuk menghasilkan produk yang kompetitif.

Gambaran data tersebut kemudian digunakan untuk melakukan pengujian tambahan atas enam aspek pembentuk *sustainability report*. Pengujian sensitivitas ini dilakukan untuk mengetahui pengungkapan dari aspek khusus mana yang paling mempengaruhi kinerja pasar, tabel berikut akan menunjukkan hasil regresi model 4 ini:

Tabel 4. 11
Hasil Uji Sensitivitas
Model 4

Variabel	N	Coefficient	t-statistik	Probability
C		-0,9825	-0,8557	0,3941
ECODI	111	0,7064	1,6745	0,0971
ENVDI	111	-0,3774	-1,1524	0,2519
LADI	111	-0,2401	-1,5376	0,1272
HRDI	111	-0,4995	-1,3624	0,1761
SOCDI	111	-0,3147	-0,5354	0,5935
PRDI	111	0,6026	2,2051	0,0297
SIZE	111	0,0801	2,2577	0,0261
LEV	111	-0,1152	-5,5601	0,0000
Adjusted R²	0,21414			
F-Statistik	4,746806			
Probability (F-Statistik)	0,000057			

Sumber: Hasil olah data sekunder (2017)

Dari tabel 4.8 tampak bahwa dari keenam aspek pembentuk *sustainability report* hanya pengungkapan mengenai tanggung jawab atas produk yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja pasar dengan *probability* 0,0297 dan koefisien hasil regresi 0,6026. Aspek ini merupakan aspek yang berhubungan dengan produk dan jasa yang secara langsung memengaruhi *stakeholder* terutama pelanggan.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan sangat fokus mengenai produk mereka karena itu produk merupakan hal yang sangat mudah dilihat oleh *stakeholder*. Sehingga jalinan hubungan yang harmonis terhadap pelanggan dapat terwujud melalui produk yang dijual oleh perusahaan baik berupa barang maupun jasa. Dalam analisis *balance scorecard* pelanggan merupakan salah satu indikator pengukuran kinerja (Ciptani, 2004). Apabila produk yang dijual dapat dipertanggungjawabkan dalam segi keamanan, pemasaran dan pelayanan yang baik maka pelanggan akan *loyal* dan percaya terhadap perusahaan. Ketika pelanggan percaya terhadap perusahaan maka kinerja perusahaan akan menjadi baik sehingga keberlangsungan perusahaan terjamin. Pasar akan lebih memberi kepercayaan kepada perusahaan yang lebih terjamin keberlangsungannya, dengan demikian pasar menilai kinerja perusahaan tersebut baik.