

Peran Moderasi Kebijakan Utang pada Hubungan Pengungkapan Keberlanjutan dan Nilai Perusahaan

Nathania Davita¹

Prodi D4 Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN
Jalan Bintaro Utama Sektor 5, Tangerang Selatan
nathania@pknstan.ac.id

Winda Prajaningtyas²

Prodi D4 Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN
Jalan Bintaro Utama Sektor 5, Tangerang Selatan
winda@pknstan.ac.id

Amrie Firmansyah³

Prodi D4 Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN
Jalan Bintaro Utama Sektor 5, Tangerang Selatan
amrie@pknstan.ac.id

Abstract

Investor response can be influenced by financial and non-financial information provided by the company to the public. Information that is useful for investors can be used in making investment decisions. High company value is determined by investors' response in the capital market. This study examines the effect of sustainability disclosure on firm value, with debt policy as a moderating variable. This research data is sourced from financial reports, annual reports, sustainability reports and stock prices of manufacturing companies for the period 2018-2020 obtained from www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, and the company's official website. This study used 366 observations determined by using the purposive sampling technique. Hypothesis testing is done by using multiple linear regression analysis for panel data. The result suggests that the sustainability disclosure has no effect on firm value. Also, debt policy cannot moderate sustainability disclosure on firm value. This research indicates that the Financial Services Authority needs to monitor the sustainability implementation by listed companies on the Indonesia Stock Exchange.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Investor Response, and Capital Structure

Abstrak

Respon investor dapat dipengaruhi oleh informasi keuangan dan non keuangan yang diberikan perusahaan kepada publik. Informasi yang berguna bagi investor dapat digunakan dalam pengambilan keputusan investor. Nilai perusahaan yang tinggi ditentukan dari respon investor di pasar modal. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan, dengan kebijakan utang sebagai variabel moderasi. Data penelitian ini bersumber dari laporan keuangan, laporan tahunan, laporan keberlanjutan dan harga saham perusahaan manufaktur periode 2018-2020 yang diperoleh dari www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, dan halaman resmi perusahaan. Penelitian ini menggunakan 366 observasi yang ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis regresi linear berganda untuk data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan informasi keberlanjutan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu, kebijakan utang tidak mampu memoderasi pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mengindikasikan bahwa Otoritas Jasa Keuangan perlu melakukan monitoring atas implementasi keberlanjutan yang dilakukan oleh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci: Tanggung Jawab Sosial Perusahaan, Respon Investor, dan Struktur Modal

Pendahuluan

Dalam berinvestasi di pasar modal, investor berharap untuk memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi, baik dari pembagian dividen maupun kenaikan harga saham (Brigham & Houston, 2019). Tingkat pengembalian yang menguntungkan menjadi salah satu pertimbangan bagi investor dalam memilih investasi (Brigham & Houston, 2019). Harga saham yang terus meningkat menunjukkan bahwa *return* yang akan diterima oleh investor juga semakin meningkat. Namun demikian, harga saham dapat menjadi fluktuatif akibat adanya respon investor atas kondisi perusahaan (Firmansyah, Jadi, & Sukarno, 2021; Firmansyah, Jadi, Febrian, & Fasita, 2021; Hadi et al., 2021; Permatasari et al., 2021). Harga saham mencerminkan kondisi perusahaan yang terjadi di pasar modal (Firmansyah, Utami, et al., 2020b). Harga saham yang stabil menunjukkan adanya keyakinan investor atas kondisi perusahaan (Scott, 2015).

Respon investor atas kondisi perusahaan dapat menjadi indikasi kinerja perusahaan di pasar modal yang erat kaitannya dengan nilai perusahaan (Firmansyah, Jadi, & Sukarno, 2021). Perusahaan dapat menjaga keberlangsungannya di masa depan apabila nilai perusahaan selalu mengalami peningkatan (Hartono, 2017). Selain itu, nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kestabilan perusahaan saat ini akibat perusahaan memiliki strategi yang dapat meningkatkan keunggulan bersaing perusahaan (Firmansyah, Febrian, et al., 2021).

Di sisi lain, perusahaan yang tidak berhasil menjalankan strategi bersaingnya dapat menurunkan nilai perusahaan (Firmansyah, Febrian, et al., 2021). Selain itu, perusahaan dengan adanya kebijakan-kebijakan manajer tertentu yang tidak sejalan dengan kepentingan investor dapat menurunkan kepercayaan investor (Firmansyah, Utami, et al., 2020a). Padahal nilai perusahaan didasarkan atas keyakinan

investor atas kinerja perusahaan di dalam pasar modal.

Ketidakselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat menurunkan nilai perusahaan. Adanya masalah keagenan antara manajer selaku agent dan pemegang saham selaku *principle* dapat menurunkan keyakinan investor atas masa depan perusahaan (Scott, 2015). Di satu sisi, manajer menjalankan perusahaan atas nama pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Di sisi lain, manajer memiliki motif tertentu karena memiliki diskresi yang lebih besar dalam menentukan kebijakan tertentu dalam perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Padahal keberlangsungan perusahaan yang terdaftar di bursa sangat ditentukan dari respon pemegang saham. Perusahaan yang mendapatkan respon positif menunjukkan manajer dalam perusahaan dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham, dan begitupun sebaliknya. Perusahaan dapat memelihara nilai perusahaan apabila investor memiliki kepercayaan atas kondisi perusahaan saat ini dan di masa mendatang. Dengan demikian, topik penelitian terkait dengan nilai perusahaan perlu untuk diulas lebih lanjut.

Penelitian sebelumnya yang telah menguji nilai perusahaan dilakukan dengan karakteristik perusahaan yang meliputi profitabilitas (Apriliyanti et al., 2019; Bhimantara & Dinarjito, 2021; Hertina et al., 2019; Indriyani, 2017; Nasrun & Suyatmin, 2020; Sari & Wahidahwati, 2021), ukuran perusahaan (Indriyani, 2017; Pantow et al., 2015; Sari & Wahidahwati, 2021; Vernando & Erawati, 2020), pertumbuhan penjualan (Apriliyanti et al., 2019; Suwardika & Mustanda, 2017), likuiditas perusahaan (Nasrun & Suyatmin, 2020; Sugiyanto & Setiawan, 2019). Penelitian lainnya menguji nilai perusahaan dengan kebijakan perusahaan di antaranya kebijakan dividen (Apriliyanti et al., 2019; Bahrun et al., 2020; Salman et al., 2020), kebijakan hutang atau *leverage* atau struktur modal (Apriliyanti et al., 2019; Carolina et al., 2020; Firmansyah,

Setiawan, et al., 2020; Hertina et al., 2019; Nasrun & Suyatmin, 2020; Suropto, 2019; Wulandari et al., 2021), keputusan investasi (Bahrun et al., 2020), *cash holding* (Firmansyah, Setiawan, et al., 2020; Putra & Rahmawati, 2016; Toly et al., 2019), revaluasi aset (Salman et al., 2020), kepemilikan instrumen derivatif (Firmansyah & Purnama, 2020; Novianti & Firmansyah, 2020).

Nilai perusahaan juga dalam penelitian sebelumnya diuji terhadap modal intelektual (Gaol et al., 2021; Josephine et al., 2019). Dalam pengujian sebelumnya nilai perusahaan diuji dengan kebijakan akrual dan perencanaan pajak perusahaan di antaranya manajemen laba (Kamil & Hapsari, 2014; Lestari & Ningrum, 2018; Utomo & Dianawati, 2017), penghindaran pajak (Adityamurti & Ghozali, 2017; Eka & Muid, 2017; Ilmiani & Sutrisno, 2014; Irawan & Turwanto, 2020; A. Kurniawan & Syafruddin, 2017; Lestari & Ningrum, 2018; Widodo & Firmansyah, 2021) dan agresivitas pajak (Diatmika & Sukartha, 2019). Selain itu, nilai perusahaan diuji dengan komponen tata kelola perusahaan seperti kepemilikan manajerial (Widyaningsih, 2018), kepemilikan institusional (Toly et al., 2019; Utomo & Dianawati, 2017; Widyaningsih, 2018), jumlah dewan direksi (Toly et al., 2019; Utomo & Dianawati, 2017), komisaris independen (Aryanto & Setyorini, 2019; Putra & Rahmawati, 2016; Widyaningsih, 2018), dan komite audit (Aryanto & Setyorini, 2019; Utomo & Dianawati, 2017; Widyaningsih, 2018).

Nilai perusahaan diuji juga dengan pengungkapan tata kelola perusahaan (Damayanti & Firmansyah, 2021; Eka & Muid, 2017; Firmansyah, Febrian, et al., 2021; Firmansyah, Husna, et al., 2021; Kristanti & Priyadi, 2016; Putri et al., 2020).

Pengungkapan tanggung jawab sosial atau keberlanjutan (Amalia et al., 2021; Erkanawati, 2018; Firmansyah, Febrian, et al., 2021; Firmansyah, Husna, et al., 2021; Gaol et al., 2021; Hadi et al., 2021;

Ihsani et al., 2021; T. Kurniawan et al., 2018; Latifah & Luhur, 2017; Loh et al., 2017; Marwa et al., 2017; Masruroh & Makaryanawati, 2020; Natalia & Soenarno, 2017; Pramita et al., 2021; Pratama et al., 2019; Putri et al., 2020; Rahman et al., 2021; Sari & Wahidahwati, 2021; Simanjuntak & Ngumar, 2019; Vira & Wirakusuma, 2019).

Seiring dengan berjalannya waktu, tren perkembangan *sustainability accounting* semakin pesat. Hal ini terlihat dari adanya peningkatan jumlah perusahaan yang menyusun *sustainability report* dari tahun 2005, yaitu sejumlah 2 perusahaan, sampai dengan tahun 2011 yang telah mencapai 34 perusahaan. Data terbaru dari *Global Reporting Initiatives* (GRI) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan bahwa per 23 April 2019, tercatat sebanyak 110 perusahaan telah merilis laporan keberlanjutan. Peningkatan tersebut menunjukkan semakin banyak perusahaan yang menyadari pentingnya *Corporate Social Responsibility* (CSR), dimana sebelumnya bagi kebanyakan perusahaan, CSR hanya dipandang sebagai “parasit” yang dapat membebani biaya “*capital maintenance*” (Surtiningsih & Wijaksana, 2015).

Meskipun kepedulian perusahaan dan masyarakat terhadap isu lingkungan banyak memberikan dampak positif terhadap citra perusahaan, di sisi lain, tren *sustainability* juga menimbulkan polemik (Chatterji et al., 2009). Tidak sedikit perusahaan yang kemudian memanfaatkan tren *sustainability* ini untuk mengambil keuntungan. Perusahaan tersebut cenderung ikut-ikutan menyusun *sustainability report* dengan tujuan agar semakin banyak investor dan konsumen yang tertarik dengan perusahaan mereka (Chatterji et al., 2009). Padahal kenyataannya, mereka belum tentu melakukan kegiatan pelestarian lingkungan. Bahkan, beberapa perusahaan terkesan melebih-lebihkan informasi yang berkaitan dengan *Sustainable Development Goals* (SDG). Kondisi ini disebut dengan *greenwashing*, yaitu bentuk strategi

pemasaran dan komunikasi perusahaan yang bertujuan untuk memberikan kesan ramah lingkungan, baik dari aspek produk, nilai, maupun tujuan organisasi, padahal organisasi tersebut tidak benar-benar melakukan kegiatan yang berdampak pada kelestarian lingkungan (Anggarwal & Kadyan, 2011). *Greenwashing* dapat menimbulkan perbedaan antara informasi yang dicantumkan di dalam laporan dengan kenyataan yang sebenarnya (Chatterji et al., 2009; Firmansyah & Triastie, 2020).

Walaupun demikian, *greenwashing* dapat dikatakan sebagai strategi marketing yang valid bagi perusahaan. Perusahaan perlu menyesuaikan diri dengan permintaan pasar agar dapat bersaing dan memperoleh keuntungan semaksimal mungkin. Di samping itu, dengan mempromosikan diri melalui label “*sustainable*” atau “ramah lingkungan”, perusahaan juga dapat meningkatkan nilai perusahaannya (*firm's value*) karena banyak investor yang tertarik untuk mendanai. Dengan pengungkapan informasi keberlanjutan, suatu perusahaan juga dapat membuktikan bahwa dirinya peduli terhadap isu lingkungan.

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa peningkatan nilai perusahaan diakibatkan adanya pengungkapan keberlanjutan (Gaol et al., 2021; T. Kurniawan et al., 2018; Latifah & Luhur, 2017; Loh et al., 2017; Masruroh & Makaryanawati, 2020; Natalia & Soenarno, 2017; Rahman et al., 2021). Sementara itu, Pramita et al. (2021) menemukan bahwa pengungkapan keberlanjutan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lainnya menyimpulkan bahwa pengungkapan keberlanjutan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Amalia et al., 2021; Erkanawati, 2018; Firmansyah, Febrian, et al., 2021; Gunawan & Mayangsari, 2015; Hadi et al., 2021; Ihsani et al., 2021; Kusuma & Priantinah, 2018; Marwa et al., 2017; Sari & Wahidahwati, 2021). Firmansyah, Husna, & Putri (2021) menemukan bahwa pengungkapan lingkungan secara positif

mempengaruhi nilai perusahaan, sedangkan pengungkapan ekonomi dan sosial tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Adanya inkonsistensi dalam hasil penelitian sebelumnya, maka perlu dilakukan pengujian kembali pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Gunawan & Mayangsari (2015), Latifah & Luhur (2017) menggunakan GRI G3 sebagai proksi dalam mengukur pengungkapan keberlanjutan, sedangkan Erkanawati (2018), Firmansyah, Febrian, Jadi, et al. (2021), Firmansyah, Husna, & Putri (2021), Gaol et al. (2021), Ihsani et al. (2021), T. Kurniawan et al. (2018), Marwa et al. (2017), Natalia & Soenarno (2017), Putri et al. (2020), Sari & Wahidahwati (2021), dan Vira & Wirakusuma (2019) menggunakan GRI G4 sebagai proksi dalam mengukur pengungkapan keberlanjutan. Loh et al (2017) menggunakan ASEAN CSR Network and Centre for Governance, Institutions and Organisations sebagai proksi dalam mengukur pengungkapan keberlanjutan. Masruroh & Makaryanawati (2020) menggunakan *Corporate Sosial Responsibility Index* (CSRI) yang mengadopsi ISO 26000 *Guidance Standard on Social Responsibility* sebagai proksi pengungkapan keberlanjutan. Pramita et al. (2021) menggunakan *dummy* untuk perusahaan yang mengeluarkan laporan keberlanjutan. Sementara itu, Amalia et al. (2021), Marwa et al. (2017), Pratama et al. (2019), dan Simanjuntak & Ngumar (2019) tidak menjelaskan proksi pengungkapan keberlanjutan yang digunakan. Proksi pengungkapan keberlanjutan dalam penelitian ini mengikuti Hadi et al. (2021) dan Rahman et al. (2021) yaitu berdasarkan *GRI Standards*. Penelitian Rahman et al. (2021) tidak menggunakan variabel moderasi dalam pengujian pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, (Hadi et al., 2021)

menggunakan variabel moderasi ukuran perusahaan dalam pengujian pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan.

GRI Standards ini membawa perubahan signifikan dalam hal penggunaan bahasa dan struktur dokumen (Rahman et al., 2021). Skema dokumen yang digunakan dalam *GRI Standards* adalah skema modular dengan total modul sebanyak 36, yang mana masing-masing modul dapat diubah kapan saja sesuai dengan dinamika aspek keberlanjutan (Pusaka, 2017). *GRI Standards* juga menyediakan pengungkapan sektoral yang menjadi panduan khusus bagi sektor industri tertentu sehingga *sustainability report* antar perusahaan dalam sektor industri yang sama dapat diperbandingkan, sehingga *GRI Standards* telah memanasifestasikan konsep keberlanjutan terbaik (Pusaka, 2017).

Penelitian ini juga memasukkan kebijakan utang sebagai variabel moderasi dalam hubungan pengungkapan keberlanjutan dan nilai perusahaan, yang masih jarang digunakan dalam penelitian sebelumnya. Perusahaan menggunakan pendanaan dengan menggunakan utang dengan harapan adanya penurunan *monitoring* yang dilakukan oleh investor (Firmansyah, Fauzi, et al., 2020). Pendanaan menggunakan utang diduga memiliki keuntungan bagi manajer dalam mendapatkan sumber pendanaan yang lebih mudah dibandingkan dengan pemegang saham. Di sisi lain, pendanaan utang memiliki konsekuensi kesulitan keuangan ataupun kebangkrutan perusahaan di masa depan (Salman et al., 2020).

Manajer memanfaatkan diskresi dalam memilih kebijakan utang untuk menjalankan motif tertentu. Apabila perusahaan lebih besar pendanaan dari utang akan meningkatkan informasi asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Perusahaan dianggap lebih transparan dalam memberikan informasi keuangan perusahaan kepada kreditor dibandingkan kepada pemegang saham (Firmansyah, Fauzi, et al., 2020).

Hertina et al. (2019) dan Suario (2019) menyimpulkan bahwa kebijakan manajer dalam memilih pendanaan dengan menggunakan utang dapat menurunkan nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa pendanaan dengan utang lebih besar dibandingkan dengan ekuitas mengakibatkan respon negatif dari pemegang saham. Perusahaan dengan menggunakan struktur pendanaan lebih besar dengan utang mengakibatkan keyakinan investor atas kondisi perusahaan di masa depan.

Penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari operasi yang dilakukannya (Brigham & Houston, 2019). Hertina et al. (2019) dan Indriyani (2017) menyimpulkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, ukuran perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam kepemilikan aset (Firmansyah, Jadi, Febrian, & Sismanyudi, 2021). Sari & Wahidahwati (2021) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam melengkapi dan menambah literatur di bidang akuntansi, khususnya terkait pengungkapan keberlanjutan bagi perusahaan. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam penyusunan dan perbaikan kebijakan terkait keberlanjutan, khususnya untuk perusahaan yang terdaftar di BEI.

Kerangka Teoritis dan Hipotesis

Adanya masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham mengakibatkan adanya informasi-informasi asimetri (Jensen & Meckling, 1976; Scott, 2015). Akibatnya, isu transparansi informasi keuangan menjadi

isu yang terus terjadi sampai dengan saat ini. Di sisi lain, berdasarkan teori *stakeholder*, perusahaan perlu membina hubungan dan memenuhi kebutuhan informasi stakeholder. Pengungkapan keberlanjutan merupakan salah satu cara untuk mereduksi informasi asimetris dan dapat meningkatkan transparansi dan manajemen risiko perusahaan serta mendorong keterlibatan pemangku kepentingan dan meningkatkan komunikasi dengan pemangku kepentingan (Firmansyah & Estutik, 2020). Pengungkapan keberlanjutan juga merupakan respon yang diberikan oleh perusahaan atas keinginan stakeholders terkait dengan kondisi perusahaan.

Pengungkapan informasi keberlanjutan yang baik dapat menjadi tolak ukur untuk menilai seberapa tinggi komitmen perusahaan terhadap tujuan pembangunan berkelanjutan. Perusahaan yang memiliki komitmen tinggi terhadap keberlanjutan akan memperoleh respons positif baik dari masyarakat maupun stakeholder, termasuk investor (Surtiningsih & Wijaksana, 2015). Respons yang baik dari investor akan berdampak terhadap peningkatan harga saham, yang tentunya berdampak atas nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan yang mengungkapkan informasi keberlanjutan juga akan lebih dipertimbangkan oleh investor untuk berinvestasi.

Gaol et al. (2021), T. Kurniawan et al. (2018), Latifah & Luhur (2017), Loh et al. (2017), Natalia & Soenarno (2017), dan Rahman et al. (2021) menemukan bahwa pengungkapan keberlanjutan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengungkapan keberlanjutan dapat meningkatkan citra perusahaan dalam perspektif investor, sehingga berdampak pada kinerja perusahaan di pasar modal. Investor lebih meyakini masa depan perusahaan yang mendukung penerapan keberlanjutan sebagai isu global saat ini.

H₁: Pengungkapan keberlanjutan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*) seringkali menimbulkan konflik akibat adanya perbedaan kepentingan atau ketidakseimbangan antara informasi yang dimiliki oleh pemegang saham dengan manajer (Jensen & Meckling, 1976). Salah satu isu yang dapat menimbulkan masalah keagenan adalah keputusan manajer atas pemilihan sumber pendanaan yang bersumber dari utang (Scott, 2015). Manajer dianggap dapat bertindak oportunistik terkait dengan tindakan tersebut.

Pendanaan dengan menggunakan sumber utang menurunkan monitoring yang dilakukan oleh pemegang saham (Firmansyah, Fauzi, et al., 2020). Padahal perusahaan dapat berpotensi mengalami kesulitan keuangan atau kebangkrutan apabila perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya di masa mendatang. Selain itu, informasi keuangan yang disajikan oleh perusahaan lebih transparan kepada kreditor dibandingkan kepada pemegang saham.

Hertina et al. (2019) dan Suroptono (2019) menyimpulkan bahwa kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pemegang saham selaku pemilik perusahaan dapat menurunkan keyakinannya atas kondisi perusahaan di masa mendatang akibat manajer lebih banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya. Padahal nilai perusahaan akan meningkat apabila terdapat dukungan pemegang saham secara positif.

Isu keberlanjutan yang direspon oleh perusahaan merupakan isu yang dapat memenuhi keinginan berbagai pemangku kepentingan. Penerapan keberlanjutan dalam perusahaan di satu sisi mengakibatkan perusahaan lebih transparan dalam memberikan informasi perusahaan kepada pemangku kepentingan. Namun, adanya pendanaan yang bersumber dari utang, mengakibatkan transparansi informasi kepada pemangku kepentingan menjadi berkurang.

H₂: Kebijakan utang memperlemah pengaruh positif pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Data yang digunakan adalah data laporan keuangan, laporan tahunan, laporan keberlanjutan, dan harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018 sampai dengan 2020. Data diperoleh dari laman resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan laman resmi dari tiap-tiap perusahaan. Periode sampel dipilih karena GRI Standards baru diterbitkan pada tahun 2017 dan efektif berlaku pada tahun 2018. Penentuan sampel dilakukan berdasarkan teknik *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria	Jumlah
Perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI minimal sebelum 1 Januari 2018.	136
Perusahaan manufaktur yang tidak mengungkapkan aspek keberlanjutan	(9)
Perusahaan manufaktur yang tidak tersedia laporan keuangannya di laman BEI dan halaman perusahaan	(5)
Jumlah perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel	122
Periode penelitian	3
Total sampel	366

Sumber: data diolah

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yang diukur dengan menggunakan rasio Tobin's Q. Proksi Tobin's Q mengikuti (Firmansyah & Purnama, 2020; Hadi et al., 2021; Permatasari et al., 2021).

$$\text{Tobins Q} = \frac{(\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{Total utang})}{\text{Total Aset}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah pengungkapan keberlanjutan. Proksi variabel ini menggunakan indeks sesuai GRI Standards sebagaimana Hadi et al. (2021).

$$\text{Sust} = \frac{n_j}{X_{ij}}$$

Di mana:

Sust: pengungkapan keberlanjutan

n_j: jumlah item untuk perusahaan j, n_i= 77.

X_{ij}: 1 = jika item i diungkapkan; 0 = jika item i tidak diungkapkan.

Selanjutnya, variabel moderasi dalam penelitian ini adalah kebijakan utang, dengan proksi *Debt-to-Equity Ratio* (DER), sebagaimana Febriyanti (2021), Sari & Wahidahwati (2021), dan Wulandari et al. (2021)

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan. Proksi profitabilitas dalam penelitian ini adalah *Return on Assets*

sebagaimana Latifah & Luhur (2017), Suffah & Riduwan (2016)

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Rugi}}{\text{Total Aset}}$$

Dalam penelitian ini, proksi ukuran perusahaan adalah logaritma natural dari total aset perusahaan, sebagaimana Hadi et al. (2021) dan Suffah & Riduwan (2016)

$$\text{SIZE} = \text{Logaritma Natural Total Aset}$$

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis linier berganda untuk data panel. Penelitian ini menggunakan 2 model persamaan yaitu model 1 untuk menguji pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan.

$$\text{Tobin'sQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{SUST}_{it} + \beta_2\text{ROA}_{it} + \beta_3\text{SIZE}_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2 digunakan untuk menguji peran moderasi kebijakan utang dalam pengujian pengaruh pengungkapan keberlanjutan terhadap nilai perusahaan.

$$\text{Tobin'sQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{SUST}_{it} + \beta_2\text{DER}_{it} + \beta_3\text{SUST}_{it}*\text{DER}_{it} + \beta_4\text{ROA}_{it} + \beta_5\text{SIZE}_{it} + \epsilon_{it}$$

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini terdapat dalam Tabel 2 berikut:

Tabel 2
Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Max	Min	Std. Dev.
Tobin's Q	366	1.770	27.132	0.225	2.468
SUST	366	0.225	0.896	0.0259	0.135
DER	366	3.840	786.931	-6.301	41.500
ROA	366	0.034	0.921	-1.049	0.122
SIZE	366	28.659	33.495	25.310	1.602

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif, rata-rata nilai perusahaan yang dihitung dengan Tobin's Q adalah sebesar 1,77 dengan nilai maksimum sebesar 27,13 yang dimiliki oleh IIKP tahun 2018 dan nilai

minimum sebesar 0,22 dimiliki oleh STTP tahun 2020. Nilai pengungkapan keberlanjutan memiliki nilai rata-rata 0,22 atau rata-rata perusahaan manufaktur di BEI memenuhi 17 kriteria dari 77 kriteria dalam GRI Standards 2016. Nilai pengungkapan

kerbelanjutan tertinggi dimiliki oleh INKP pada tahun 2018, yaitu sebesar 0,89, sedangkan nilai pengungkapan keberlanjutan terendah dimiliki oleh JKSW periode 2018-2020, IKBI periode 2018-2020 dan LPIN periode 2018. Dari 366 sampel, hanya 15 sampel yang memiliki SUST diatas 0,50 dan hanya 3 sampel yang memiliki nilai SUST antara 0,68-0.89. Dari hasil tersebut dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan kurang memberikan perhatian pada pengungkapan keberlanjutan. DER memiliki rata-rata sebesar 3,84 dengan nilai tertinggi 786,93 dimiliki oleh ALMI periode tahun 2019, sedangkan nilai terendah -6.30 dimiliki oleh ALMI periode tahun 2020. Hal ini terjadi karena perdagangan saham ALMI sedang dalam masa *suspend* saat penelitian dilakukan. Perubahan signifikan pada rasio DER perusahaan dan jumlah ekuitas negatif akibat penurunan kinerja entitas, namun laporan keuangan tahun 2020 tetap disusun

dengan berdasarkan pada asumsi bahwa perusahaan akan terus beroperasi secara berkelanjutan. Pada saat penelitian ini dilakukan, terdapat sebanyak 15 sampel yang memiliki jumlah ekuitas negatif. Apabila melihat dari nilai rata-rata dapat diketahui bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur memiliki nilai utang yang lebih besar daripada nilai ekuitas. Nilai tertinggi ROA dimiliki oleh MERK periode 2018 dengan besaran 0.92, sedangkan nilai terendah -1,05 dimiliki oleh TIRT periode tahun 2020. Nilai ukuran perusahaan tertinggi dimiliki oleh ASII periode tahun 2019 sebesar 33,49 dan terendah di 25,31 yang dimiliki oleh BIMA 2018.

Selanjutnya informasi ringkasan hasil pengujian hipotesis untuk model 1 dan model 2 terdapat pada Tabel 3. Setelah melakukan uji Chow, uji LM dan uji Hausman, model yang terpilih untuk kedua model adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 3
Ringkasan Hasil uji Hipotesis

Variabel	Model 1			Model 2		
	Coeff	t-Stat	Prob.	Coeff	t-Stat	Prob.
Constant	36.616	2.028	0.022	36.561	2.015	0.022
SUST	-0.733	-0.769	0.221	-0.720	-0.749	0.227
ROA	-0.010	-0.009	0.496	-0.001	-0.001	0.499
SIZE	-1.210	-1.918	0.028	-1.208	-1.905	0.029
DER				0.004	0.167	0.433
SUST*DER				-0.026	-0.175	0.430
R ²		0.788			0.789	
Adj. R2		0.679			0.677	
F-Stat.		7.245			7.072	
Prob (F-stat.)		0.000			0.000	

Sumber: data diolah

Pengaruh Pengungkapan Keberlanjutan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan berkelanjutan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dalam penelitian ini mengkonfirmasi temuan Amalia et al. (2021), Erkanawati (2018), Firmansyah,

Febrian, et al. (2021), Gunawan & Mayangsari (2015), Hadi et al. (2021), Ihsani et al. (2021), Kusuma & Priantinah (2018), Marwa et al. (2017), dan Sari & Wahidahwati (2021). Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Gaol et al. (2021), T. Kurniawan et al. (2018), Latifah & Luhur (2017), Loh et al.

(2017), Masruroh & Makaryanawati (2020), Natalia & Soenarno (2017), Rahman et al. (2021).

Penerapan keberlanjutan yang diungkapkan oleh perusahaan berdasarkan GRI Standards bukan merupakan informasi yang digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan. Hasil pengujian ini tidak mengkonfirmasi teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa perusahaan dapat membangun hubungan baik dengan *stakeholder* melalui pengungkapan kegiatan operasional secara komprehensif, sehingga nilai perusahaan dapat meningkat sejalan dengan peningkatan citra perusahaan dimata *stakeholder*. Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan keberlanjutan belum dapat meningkatkan citra perusahaan dan belum menjadi ukuran bagi investor dalam merespon positif atas informasi tersebut di pasar modal.

Berdasarkan data dalam penelitian ini, perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI rata-rata hanya melaporkan 22% dari kriteria keberlanjutan yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa bagi perusahaan manufaktur, pengungkapan keberlanjutan belum menjadi strategi prioritas untuk meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, kriteria keberlanjutan yang dilaporkan oleh perusahaan baik di dalam laporan tahunan maupun laporan keberlanjutan masih merupakan klaim sepihak dari perusahaan. Dengan demikian, informasi yang disajikan tersebut belum menggambarkan kualitas yang sesungguhnya karena masih belum adanya penilaian dari pihak eksternal yang kompeten dan independen. Klaim sepihak ini membuat kualitas pengungkapan keberlanjutan tidak dapat dipastikan. Selain itu, menurut POJK Nomor 51 Tahun 2017, kewajiban untuk menyampaikan laporan keberlanjutan secara terpisah bagi perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI baru dimulai untuk periode laporan 1 Januari s.d. 31 Desember 2020, sehingga perusahaan tidak merasa wajib untuk mengungkapkan aspek keberlanjutannya. Rendahnya tingkat pengungkapan

keberlanjutan juga disebabkan belum adanya sanksi bagi perusahaan yang tidak melaksanakan kewajiban pelaporan keberlanjutan.

Pengaruh Moderasi Kebijakan Utang Atas Hubungan Pengungkapan Keberlanjutan Dan Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berhasil memperlemah hubungan positif pengungkapan keberlanjutan dan nilai perusahaan. Tingkat pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang tidak mempengaruhi respon investor untuk memanfaatkan pengungkapan keberlanjutan dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata rasio *debt-to-equity* adalah 3,84. Hal ini berarti sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki pendanaan yang lebih banyak berasal dari utang. Peningkatan nilai perusahaan seiring dengan peningkatan DER karena adanya pengaruh dari *corporate tax rate shield* (Modigliani & Miller, 1958). Kondisi tersebut terjadi karena bunga yang dibayarkan akibat pendanaan dari utang akan mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan. Apabila terdapat 2 perusahaan dengan laba operasi yang sama, namun salah satu perusahaan menggunakan utang dalam pendanaannya sehingga memiliki kewajiban membayar bunga sedangkan perusahaan lainnya tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan lebih sedikit sehingga nilai perusahaan yang membayar pajak penghasilan lebih sedikit akan menjadi lebih tinggi.

Namun, pendapat Modigliani & Miller (1958) tersebut mengasumsikan kondisi pasar modal yang sempurna. Ketidaksempurnaan dalam pasar modal menyebabkan para pemegang saham tidak menginginkan pendanaan dari utang yang terlalu ekstrim. Pendanaan dari utang dalam jangka panjang dapat membebani perusahaan terutama pada saat

pelunasannya. Jumlah utang dan DER yang tinggi juga dapat memberikan sinyal negatif kepada investor karena mengindikasikan bahwa terdapat permasalahan pengelolaan utang. DER yang tinggi juga dapat diinterpretasikan bahwa perusahaan rentan terhadap kebangkrutan karena terindikasi mengalami gagal bayar atas utang yang dimiliki.

Dalam penelitian ini, nilai terendah DER sampel adalah -6,30 dan nilai tertinggi adalah 789,93. Nilai DER negatif menunjukkan bahwa terdapat perusahaan dalam sampel yang memiliki nilai ekuitas negatif. Hal ini disebabkan perusahaan mengalami kerugian secara terus menerus sehingga mengikis jumlah ekuitas yang dimiliki. Nilai DER yang terlalu tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tidak dalam kondisi sehat karena sebagian besar pendanaannya berasal dari utang dan perusahaan memiliki potensi gagal bayar karena jumlah ekuitas yang dimiliki sangat kecil jika dibandingkan dengan jumlah utang yang harus dilunasi.

Informasi pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang tidak mempengaruhi perspektif investor dalam menerima informasi implementasi keberlanjutan yang dilakukan oleh perusahaan. Pilihan pendanaan yang dilakukan oleh manajer tidak mengakibatkan investor mengubah perspektifnya atas informasi keberlanjutan yang masih belum digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Simpulan dan Saran

Simpulan

Pengungkapan keberlanjutan bukan merupakan informasi yang mempengaruhi keputusan investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Selain tingkat pengungkapan keberlanjutan perusahaan masih relatif rendah, investor menganggap bahwa informasi keberlanjutan

bukan merupakan informasi yang berguna. Selanjutnya, kebijakan utang yang mencerminkan pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang juga tidak mampu memoderasi hubungan pengungkapan informasi keberlanjutan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa informasi atas perbandingan utang dan modal bukan informasi yang mempengaruhi keyakinan investor atas manfaat pengungkapan keberlanjutan dalam pengambilan keputusan.

Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu data yang digunakan merupakan data yang berasal dari perusahaan manufaktur dengan periode sampel hanya tiga tahun. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan data yang banyak dan periode penelitian yang lebih panjang untuk mendapatkan hasil pengujian yang lebih baik. Penelitian ini dapat dijadikan masukan bagi Otoritas Jasa Keuangan dalam menyusun regulasi terkait pengungkapan berkelanjutan terutama terkait konsekuensi bagi perusahaan yang tidak melakukan kewajiban pengungkapan keberlanjutan.

Daftar Pustaka

- Adityamurti, E., & Ghozali, I. (2017). Pengaruh penghindaran pajak dan biaya agensi terhadap nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3), 124–135. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/18228>
- Amalia, A. R., Rahmawati, F., Amalia, S. L. R., & Sugiyanto, S. (2021). Pengaruh sustainability reporting terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel moderating. *Humanities, Management, and Science Proceeding*, 1(2), 130–140. <http://openjournal.unpam.ac.id/index>

- .php/SNH/article/view/11212
- Apriliyanti, V., Hermi, H., & Herawaty, V. (2019). Pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 6(2), 201. <https://doi.org/10.25105/jmat.v6i2.558>
- Aryanto, A., & Setyorini, C. T. (2019). Pengaruh tata kelola perusahaan dan tanggung jawab sosial terhadap nilai perusahaan sektor pertambangan. *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik*, 14(2), 181. <https://doi.org/10.25105/jipak.v14i2.5020>
- Bahrin, M. F., Tifah, T., & Firmansyah, A. (2020). Pengaruh keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(3), 263–276. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v8i3.358>
- Bhimantara, G. R., & Dinarjito, A. (2021). Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan moderasi pengungkapan elemen-elemen integrated reporting. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(4), 996–1009. <https://doi.org/10.24843/EJA.2021.v31.i04.p16>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Carolina, C., Vernnita, V., & Christiawan, Y. J. (2020). Pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. *Business Accounting Review*, 8(2), 30–44. <https://publication.petra.ac.id/index.php/akuntansi-bisnis/article/view/11797>
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125–169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>
- Damayanti, N., & Firmansyah, A. (2021). Peran tata kelola perusahaan dalam kinerja operasional dan kinerja pasar di Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 26(2), 196–212. <https://doi.org/10.24912/je.v26i2.746>
- Diatmika, M. D., & Sukartha, I. M. (2019). Pengaruh manajemen laba pada agresivitas pajak dan implikasinya terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 26(1), 591–621. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i01.p22>
- Eka, B. I., & Muid, D. (2017). Analisis pengaruh tata kelola perusahaan dan penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3), 1–15. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/19273>
- Erkanawati, S. C. (2018). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada Periode 2011 – 2015. *Parsimonia*, 5(1), 83–96. <https://jurnal.machung.ac.id/index.php/parsimonia/article/view/173>
- Febriyanti, G. A. (2021). Pengaruh sustainability reporting terhadap nilai perusahaan dengan leverage sebagai variabel moderating. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 22(1), 1–13. <https://doi.org/10.29040/jap.v22i1.2598>
- Firmansyah, A., & Estutik, R. S. (2020). Environmental responsibility performance, corporate social

- responsibility disclosure, tax aggressiveness: Does corporate governance have a role? *Journal of Governance and Regulation*, 9(4), 8–24.
<https://doi.org/10.22495/jgrv9i4art1>
- Firmansyah, A., Fauzi, I., & Rizal Yuniar, M. (2020). Biaya utang dari sudut pandang kebijakan dividen, volatilitas laba, dan kualitas akrual. *Akurasi : Jurnal Studi Akuntansi Dan Keuangan*, 3(2), 109–129.
<https://doi.org/10.29303/akurasi.v3i2.54>
- Firmansyah, A., Febrian, W., Jadi, P. H., Husna, M. K., & Putri, M. A. (2021). Respon investor atas tanggung jawab sosial tata kelola perusahaan di Indonesia: perspektif resource based view. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(8), 1918–1935.
<https://doi.org/10.24843/EJA.2021.v31.i08.p04>
- Firmansyah, A., Husna, M. C., & Putri, M. A. (2021). Corporate social responsibility disclosure, corporate governance disclosures, and firm value in Indonesia chemical, plastic, and packaging sub-sector companies. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 9–17.
<https://doi.org/10.15294/aaj.v10i1.42102>
- Firmansyah, A., Jadi, P. H., Febrian, W., & Fasita, E. (2021). Respon pasar atas pengungkapan emisi karbon di Indonesia: bagaimana peran tata kelola perusahaan? *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 8(2), 151–170.
<https://trijurnal.lemlit.trisakti.ac.id/jmat/article/view/9789>
- Firmansyah, A., Jadi, P. H., Febrian, W., & Sismanyudi, D. (2021). Pengaruh tata kelola perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap pengungkapan emisi karbon di Indonesia. 16(2), 303–320.
<https://doi.org/10.25105/jipak.v16i2.9420>
- Firmansyah, A., Jadi, P. H., & Sukarno, R. S. (2021). Bagaimana respon investor terhadap kepemilikan saham oleh CEO? *Jurnal Online Insan Akuntan*, 4(1), 15–28.
<https://ejournal-binainsani.ac.id/index.php/JOIA/article/view/1476>
- Firmansyah, A., & Purnama, E. B. D. (2020). Do derivatives instruments ownership decrease firm value in Indonesia? *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 5(1), 1–9.
<https://doi.org/10.23917/reaksi.v5i1.9817>
- Firmansyah, A., Setiawan, T. A., & Fathurahman, F. (2020). Nilai perusahaan: kebijakan utang, good corporate governance, cash holding. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 20(2), 237.
<https://doi.org/10.20961/jab.v20i2.568>
- Firmansyah, A., & Triastie, G. A. (2020). The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. *Journal of Governance and Regulation*, 9(3), 8–26.
<https://doi.org/10.22495/jgrv9i3art1>
- Firmansyah, A., Utami, W., Umar, H., & Mulyani, S. D. (2020a). Do derivative instruments increase firm risk for Indonesia non-financial companies? *International Journal of Business, Economics and Management*, 7(2), 81–95.
<https://doi.org/10.18488/journal.62.2020.72.81.95>
- Firmansyah, A., Utami, W., Umar, H., & Mulyani, S. D. (2020b). The role of derivative instruments on risk relevance from emerging market non-financial companies. *Journal of Governance and Regulation*, 9(3), 45–63.
- Gaol, G. A. L., Firmansyah, A., & Irawati, A. D. (2021). Intellectual capital,

- corporate social responsibility, and firm value in Indonesia's banking industries. *Jurnal Riset Akuntansi Terpadu*, 14(1), 76–87. <https://doi.org/110.35448/jrat.v14i1.10229>
- Gunawan, Y., & Mayangsari, S. (2015). Pengaruh sustainability reporting terhadap nilai perusahaan dengan investment opportunity set sebagai variabel moderating. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 2(1), 1–12. <https://doi.org/10.25105/jat.v2i1.4828>
- Hadi, N., Sheila, S., Firmansyah, A., & Trisnawati, E. (2021). Respon pasar atas pengungkapan keberlanjutan pada perusahaan perbankan di Indonesia: peran ukuran perusahaan. *Bina Ekonomi*, 25(2), 97–111. <https://doi.org/10.26593/be.v25i2.5339.97-111>
- Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi (edisi kesebelas)*. BPFPE.
- Hertina, D., Hidayat, M. B. H., & Mustika, D. (2019). Ukuran perusahaan, kebijakan hutang dan profitabilitas pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ecodemica*, 3(1), 1–10. <https://doi.org/10.31294/jeco.v3i1.5456>
- Ihsani, M. A., Firmansyah, A., & Estutik, R. S. (2021). Market response to companies sustainability disclosure and environmental performance in Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 8(2), 197–214. <https://doi.org/10.24815/jdab.v8i2.21630>
- Ilmiani, A., & Sutrisno, C. R. (2014). Pengaruh tax avoidance terhadap nilai perusahaan dengan transparansi perusahaan sebagai variabel moderating. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 14(1), 30–39. <https://doi.org/10.31941/jebi.v14i1.194>
- Indriyani, E. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Akuntabilitas*, 10(2), 333–348. <https://doi.org/10.15408/akt.v10i2.4649>
- Irawan, F., & Turwanto, T. (2020). The effect of tax avoidance on firm value with tax risk as moderating variable. *Test Engineering and Management*, 83(March-April), 9696–9707. <https://www.testmagazine.biz/index.php/testmagazine/article/view/5365/4340>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Josephine, K., Trisnawati, E., & Setijaningsih, H. T. (2019). Pengaruh modal intelektual dan tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan (studi empiris pada perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017). *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 3(1), 59–70. <https://doi.org/10.24912/jmieb.v3i1.2474>
- Kamil, F., & Hapsari, D. W. (2014). *Pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan dengan mekanisme corporate governance sebagai variabel pemoderasi*. <https://openlibrarypublications.telkomuniversity.ac.id/index.php/management/article/view/3266>
- Kristanti, E. W., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh good corporate governance sebagai pemoderasi hubungan manajemen laba terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(3), 1–16. <http://jurnal.mahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/276>
- Kurniawan, A., & Syafruddin, M. (2017).

- Pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan dengan variabel moderasi transparansi. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(4), 94–103. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/18199>
- Kurniawan, T., Sofyani, H., & Rahmawati, E. (2018). Pengungkapan sustainability report dan nilai perusahaan: studi empiris di Indonesia dan Singapura. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 16(1), 1–20. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v16i1.2100>
- Kusuma, A. W., & Priantinah, D. (2018). Pengaruh pengungkapan sustainability report dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan yang bergabung di ISSI dan Konvensional periode 2014-2016. *Jurnal Nominal*, 7(2), 91–105. <https://doi.org/10.21831/nominal.v7i2.21352>
- Latifah, S. W., & Luhur, M. B. (2017). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai pemoderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 17(1), 13–18. <https://doi.org/10.20961/jab.v17i1.219>
- Lestari, N., & Ningrum, S. A. (2018). Pengaruh manajemen laba dan tax avoidance terhadap nilai perusahaan dengan kualitas audit sebagai variabel moderasi. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 3(1), 99–109. <https://doi.org/10.5281/zenodo.1305187>
- Loh, L., Thomas, T., & Wang, Y. (2017). Sustainability reporting and firm value: Evidence from Singapore-listed companies. *Sustainability*, 9(11), 1–12. <https://doi.org/10.3390/su9112112>
- Marwa, A., Isyuardhana, D., & Nurbaiti, A. (2017). Intangible asset, profitabilitas, dan sustainability report terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer (JRAK)*, 9(2), 80–88. <https://doi.org/10.23969/jrak.v9i2.582>
- Masrurroh, A., & Makaryanawati, M. (2020). Pengaruh pengungkapan tanggung jawab sosial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di bursa efek. *Jurnal Akuntansi Aktual*, 7(1), 57–66. <https://doi.org/10.17977/um004v7i12020p67>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Nasrun, N. R., & Suyatmin, S. (2020). Pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, terhadap nilai perusahaan (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia Tahun 2014-2017). In *Proceeding of The URECOL*. <http://repository.urecol.org/index.php/proceeding/article/view/1145>
- Natalia, I. A., & Soenarno, Y. N. (2017). Analisis pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) Periode 2017. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Akuntansi Pemerintah*, 3(1), 1–13. <https://journal.upp.ac.id/index.php/akpem/article/view/857>
- Novianti, T., & Firmansyah, A. (2020). The effect of tax risk, hedging, income smoothing, and cash flows volatility on firm value. *Test Engineering and Management*, 83(April), 9675–9686. <https://www.testmagazine.biz/index.p>

- hp/testmagazine/article/view/5362
- Pantow, M. S. R., Murni, S., & Trang, I. (2015). Analisa pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, return on asset, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang tercatat di Indeks LQ 45. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 3(1), 961–971. <https://doi.org/10.35794/emba.v3i1.7801>
- Permatasari, M., Melyawati, M., Firmansyah, A., & Trisnawati, E. (2021). Peran konsentrasi kepemilikan : respon investor, penghindaran pajak, manajemen laba. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(1), 17–29. <https://doi.org/10.21632/saki.4.1.17-29>
- Pramita, M., Agussalim, M., & Desmiwera, D. (2021). Pengaruh pengungkapan sustainability reporting dan intellectual capital terhadap nilai perusahaan (studi empiris pada perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) periode Tahun 2014-2019). *Pareso Jurnal*, 3(1), 173–188. <https://ejurnal-unespadang.ac.id/index.php/PJ/article/view/292>
- Pratama, M. F. G. P., Purnamawati, I., & Sayekti, Y. (2019). Analisis pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan sustainability reporting terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 17(2), 110–122. <https://jurnal.unej.ac.id/index.php/JAUJ/article/view/12517>
- Pusaka, S. (2017). *Peluncuran GRI Standards 2018: membaca arah akuntabilitas masa depan*. <https://majalahcsr.id/peluncuran-gri-standards-2018-membaca-arah-akuntabilitas-masa-depan/>
- Putra, A. R., & Rahmawati, S. (2016). Pengaruh mekanisme corporate governance dan cash holding terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 1(1), 92–109. <http://jim.unsyiah.ac.id/EKM/article/view/62>
- Putri, M. M., Firmansyah, A., & Labadia, D. (2020). Corporate social responsibility disclosure, good corporate governance, firm value: evidence from Indonesia's food and beverage companies. *The Accounting Journal of Binaniaga*, 5(2), 113. <https://doi.org/10.33062/ajb.v5i2.398>
- Rahman, M. A. I., Domas, Z. K. S., & Firmansyah, A. (2021). Hubungan pengungkapan keberlanjutan dan nilai perusahaan : kasus perusahaan sub sektor perbankan di Indonesia. *Jurnalku*, 1(4), 390–399. <https://doi.org/10.54957/jurnalku.v1i4.105>
- Salman, I., Firmansyah, A., & Widyaningrum, M. R. (2020). Peran leverage sebagai pemoderasi: revaluasi aset tetap, kebijakan dividen, nilai perusahaan. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 7(2), 171. <https://doi.org/10.25105/jmat.v7i2.7810>
- Sari, D. K., & Wahidahwati, W. (2021). Pengaruh pengungkapan sustainability report, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan leverage terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(4), 1–19. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/3870>
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory seventh edition*. Prentice-Hall, Inc.
- Simanjuntak, N. A., & Ngumar, S. (2019). Pengaruh corporate social responsibility, struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai

- perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(7), 1–15. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2261>
- Suffah, R., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(3), 1–17.
- Sugiyanto, S., & Setiawan, T. (2019). *Pengaruh likuiditas profitabilitas dan good corporate governance terhadap firm value (studi kasus pada perusahaan jasa perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2014-2019)* (Proceeding Universitas Pamulang). <http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/Proceedings/article/view/6404>
- Suripto, S. (2019). *Transparansi perusahaan memoderasi pengaruh tax avoidance dan leverage terhadap nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia* (Proceeding Universitas Pamulang). <http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/Proceedings/article/view/7457>
- Surtiningsih, D. M. D., & Wijaksana, T. I. (2015). *Pengaruh corporate social disclosure index (csdi) terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor consumer goods industry yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2007-2013* (E-Proceeding of Management, Vol. 2, Issue 3). <https://openlibrarypublications.telkomuniversity.ac.id/index.php/management/article/view/2196>
- Suwardika, I. N. A., & Mustanda, I. K. (2017). Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(3), 1248–1277. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/27276>
- Toly, A. A., Claudya, C., Santoso, R., & Grace, F. (2019). Analisa pengaruh corporate governance, ownership structure, dan cash on hand terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Keuangan Akuntansi*, 5(2), 31–51. <https://doi.org/10.25134/jrka.v5i2.2006>
- Utomo, F. M., & Dianawati, W. (2017). Corporate governance dan leverage terhadap nilai perusahaan dengan kualitas laba sebagai variabel mediasi. *Jurnal Investasi Islam*, 2(2), 21–44. <https://journal.iainlangsa.ac.id/index.php/jii/article/view/276>
- Vernando, J., & Erawati, T. (2020). Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening: studi empiris BEI. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, 15(1), 13. <https://doi.org/10.21460/jrmb.2020.151.344>
- Vira, A. N., & Wirakusuma, M. G. (2019). Pengaruh pengungkapan corporate social responsibility pada nilai perusahaan dengan good corporate governance sebagai pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas*, 26(2), 1299–1326. <https://doi.org/10.24843/EJA.2019.v26.i02.p17>
- Widodo, T. T., & Firmansyah, A. (2021). Does investors respond to tax avoidance and tax risk? *Bina Ekonomi*, 25(1), 23–40. <https://doi.org/10.26593/be.v25i1.15123.23-40>
- Widyaningsih, D. (2018). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen, serta komite audit pada nilai perusahaan dengan pengungkapan csr sebagai variabel moderating dan firm size sebagai variabel kontrol. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 19(1), 38. <https://doi.org/10.29040/jap.v19i1.196>

Wulandari, R., Fauziah, S., & Mubarak, A. (2021). Pengaruh komite audit dan struktur modal terhadap pengungkapan sustainability report. *Accounthink : Journal of Accounting and Finance*, 6(2), 181–193.
<https://journal.unsika.ac.id/index.php/accounthink/article/view/5616>