



SKRIPSI

**PENGARUH KINERJA LINGKUNGAN DAN PENGUNGKAPAN
LAPORAN KEBERLANJUTAN TERHADAP AKSES KEUANGAN
PERUSAHAAN SEKTOR UTAMA DAN MANUFAKTUR**

MAYDAWATI FIDELLIA GUNAWAN

NRP. 09111640000077

DOSEN PEMBIMBING

AANG KUNAIFI, S.E., MSA., Ak.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020



SKRIPSI

**PENGARUH KINERJA LINGKUNGAN DAN PENGUNGKAPAN
LAPORAN KEBERLANJUTAN TERHADAP AKSES KEUANGAN
PERUSAHAAN SEKTOR UTAMA DAN MANUFAKTUR**

MAYDAWATI FIDELLIA GUNAWAN

NRP. 09111640000077

DOSEN PEMBIMBING

AANG KUNAIFI, S.E., MSA., Ak.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)



UNDERGRADUATE THESIS

**EFFECT OF ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND
DISCLOSURE OF SUSTAINABILITY REPORT ON FINANCIAL
ACCESS TO MAIN SECTOR AND MANUFACTURING
COMPANIES**

MAYDAWATI FIDELLIA GUNAWAN

NRP. 09111640000077

SUPERVISOR

AANG KUNAIFI, S.E., MSA., Ak.

DEPARTMENT OF BUSINESS MANAGEMENT

FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH KINERJA LINGKUNGAN DAN PENGUNGKAPAN LAPORAN KEBERLANJUTAN TERHADAP AKSES KEUANGAN PERUSAHAAN SEKTOR UTAMA DAN MANUFAKTUR

Oleh:

MAYDAWATI FIDELLIA GUNAWAN
NRP 0911164000077

Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen Bisnis

Pada

Program Studi Sarjana Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital
Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Tanggal Ujian: 16 Januari 2020

Disetujui Oleh:

Dosen Pembimbing Skripsi

Pembimbing



Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apa pun tanpa izin penulis.

**PENGARUH KINERJA LINGKUNGAN DAN PENGUNGKAPAN
LAPORAN KEBERLANJUTAN TERHADAP AKSES KEUANGAN
PERUSAHAAN SEKTOR UTAMA DAN MANUFAKTUR**

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini, pengungkapan laporan keberlanjutan oleh perusahaan diukur dari empat komponen sebagai berikut: 1) jumlah item pengungkapan sesuai dengan pedoman GRI G4 (kuantitas); 2) kualitas pengungkapan yang mengacu pada indeks García-Sánchez et al. (2019); 3) ada tidaknya validasi penjamin eksternal; dan 4) kualitas validasi eksternal oleh penjamin yang mengacu pada standar *assurance statement* (AA1000AS dan ISAE3000). Penelitian ini menggunakan keberadaan validasi penjamin eksternal dan kualitas validasi eksternal sebagai variabel moderasi hubungan kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan PROPER selama periode 2013-2018. Berdasarkan kriteria *purposive sampling*, diperoleh 75 perusahaan sampel dengan 397 jumlah pengamatan. Metode analisis yang digunakan adalah panel data dinamis *two-step system Generalized Method of Moments* (GMM) dengan menggunakan STATA. Penelitian ini menemukan adanya pengaruh positif signifikan antara kinerja lingkungan dan kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan, serta pengaruh negatif signifikan antara kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan PROPER selama periode 2013-2018.

Kata kunci: Kinerja Lingkungan, Pengungkapan Laporan Keberlanjutan, Akses Keuangan

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

EFFECT OF ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND DISCLOSURE OF SUSTAINABILITY REPORT ON FINANCIAL ACCESS TO MAIN SECTOR AND MANUFACTURING COMPANIES

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of environmental performance and disclosure of sustainability reports on corporate financial access. In this study, the disclosure of sustainability reports is measured by four components as follows: 1) the number of disclosure items in accordance with GRI G4 guidelines (quantity); 2) the quality of disclosure that refers to the García-Sánchez et al. (2019) index; 3) whether there is external validation concerning assurance; and 4) the quality of external validation which refers to the assurance statement standards (AA1000AS and ISAE3000). This study uses the existence of external validation and quality of external validation as moderating variable in the relationship of disclosure quality to corporate financial access. The population in this study is the main sector and manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange and PROPER during the 2013-2018 period. Based on the purposive sampling criteria, 75 sample companies were obtained with 397 observations. The analytical method used is dynamic panel data two-step system Generalized Method of Moments (GMM) using STATA. This study found a significant positive effect between environmental performance and the quantity of disclosure of sustainability reports on corporate financial access, as well as a significant negative effect between the quality of disclosure on sustainability reports on financial access of key sectors and manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange and PROPER during the 2013-2018 period .

Keywords: Environmental Performance, Disclosure of Sustainability Report, Financial Access

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis haturkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, atas berkah dan rahmat-Nya, penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul “ Pengaruh Kinerja Lingkungan dan Pengungkapan Laporan Keberlanjutan terhadap Akses Keuangan Perusahaan Sektor Utama dan Manufaktur” ini dengan baik dan sesuai dengan prosedur yang ada.

Laporan skripsi ini disusun dengan tujuan untuk menyelesaikan Strata-1 dan memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis dan Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya. Penulis menyampaikan terimakasih kepada pihak-pihak terkait yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan penelitian ini, yaitu:

1. Orang tua, adik, dan keluarga besar penulis yang selalu mendoakan, memberikan nasihat, dan terus memberikan dukungan, serta menjadi motivasi kuat bagi penulis untuk semangat menjalani perkuliahan selama di Manajemen Bisnis ITS.
2. Bapak Imam Baihaqi, S.T., M.Sc., PhD selaku Dekan Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital ITS.
3. Ibu Dr. oec HSG. Syarifa Hanoum, M.T selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS.
4. Bapak Aang Kunaifi, SE., MSA., Ak. Selaku dosen pembimbing sekaligus dosen wali yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
5. Ibu Geodita Woro Bramanti, S.T., M.Eng.Sc. selaku dosen ko-pembimbing yang dengan sabar telah memberikan bimbingan, arahan, dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
6. Bapak dan Ibu dosen pengajar Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah memberikan banyak ilmu dan pengalaman sehingga memotivasi penulis dalam menjalani perkuliahan.
7. Staf dan karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah berjasa dalam membantu penulis selama masa perkuliahan.

8. Ria Cintya Monica yang selalu ada, selalu memberikan semangat dan dukungan, serta setia dalam mendengar keluh kesah penulis selama perkuliahan hingga penelitian ini selesai dikerjakan.
9. Ni Putu Cista, Robica Wildan, Ribka Anintha yang selalu ada, selalu memberikan semangat dan dukungan, selalu memacu penulis untuk tidak bersantai ria dan melakukan yang terbaik dalam menjalani perkuliahan hingga penelitian ini selesai dikerjakan.
10. Prof. Ir. Moses L. Singgih M.Sc Ph.D beserta istri yang telah memberikan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
11. Ko Stephen Leo, Alfani Pradana, dan seluruh keluarga besar GBT Immanuel Madiun yang selalu mendoakan, memotivasi, dan memberikan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
12. Teman-teman seperbimbingan (Angga, Adit, Ulul, Ibay, Ica, Dila, dan Bunga), teman berproses bersama selama pengerjaan skripsi, yang saling memotivasi dan mengingatkan.
13. Teman-teman seperjuangan dan keluarga Umbra yang menemani penulis selama menjalani kehidupan perkuliahan di Manajemen Bisnis ITS, yang telah memotivasi dan mendoakan penulis.
14. Teman-teman Keluarga Mahasiswa Manajemen Bisnis (KMMB) ITS yang telah memberikan doa serta dukungan kepada penulis.
15. Pihak lain yang telah mendukung terciptanya skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis sangat terbuka terhadap kritik dan saran apabila terdapat ketidaksempurnaan dalam skripsi ini. Semoga hasil skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak, baik bagi perusahaan, maupun pengembangan keilmuan manajemen selanjutnya.

Surabaya, Januari 2020

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	i
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR TABEL	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Kontribusi Penelitian.....	6
1.4.1 Kontribusi Teoritis	6
1.4.2 Kontribusi Praktik	6
1.4.3 Kontribusi Kebijakan	6
1.5 Batasan Penelitian	7
BAB II KAJIAN PUSTAKA	9
2.1 Teori Stakeholder	9
2.1 Teori Asimetri Informasi.....	10
2.2 Kinerja Lingkungan	11
2.3 Laporan Keberlanjutan.....	12
2.4.1 Pengungkapan Laporan Keberlanjutan	12
2.4.2 Kualitas Pengungkapan Laporan Keberlanjutan	13
2.4.3 Penjamin Eksternal Laporan Keberlanjutan.....	13
2.5 Akses Keuangan.....	14
2.6 Perumusan Hipotesis	15
2.6.1 Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan ...	15
2.6.2 Pengaruh Pengungkapan Laporan Keberlanjutan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan.....	17
2.7 Penelitian Terdahulu	18

2.8 <i>Research Gap</i>	23
BAB III METODE PENELITIAN.....	25
3.1 Data Penelitian.....	25
3.1.1 Populasi dan Desain <i>Sampling</i>	25
3.1.2 Jenis dan Sumber Data Penelitian	26
3.2 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	26
3.2.1 Variabel Independen.....	27
3.2.2 Variabel Dependen	28
3.2.3 Variabel Moderasi	29
3.2.4 Variabel Kontrol.....	30
3.3 Model Penelitian.....	30
3.4 Teknik Analisis Data	31
3.4.1 Analisis Deskriptif.....	31
3.4.2 Metode Panel Dinamis GMM (<i>Generalized Method of Moments</i>)	32
3.4.3 Uji Ketidakbiasan GMM (<i>Generalized Method of Moments</i>).....	34
3.4.4 Uji Validitas GMM (<i>Generalized Method of Moments</i>)	34
3.4.5 Uji Konsistensi GMM (<i>Generalized Method of Moments</i>)	34
3.5 Pengujian Hipotesis	35
3.5.1 Uji F (Simultan).....	35
3.5.2 Uji t (Uji Parsial)	35
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	37
4.1 Analisis Deskriptif.....	37
4.2 Analisis Model.....	41
4.2.1 Identifikasi Hasil Regresi Panel Dinamis <i>Generalized Method of Moment</i> (GMM)	42
4.2.2 Uji Ketidakbiasan GMM	43
4.2.3 Uji Validitas GMM.....	44
4.2.4 Uji Konsistensi GMM	45
4.3 Pengujian Hipotesis	46
4.3.1 Uji F (Simultan).....	46
4.3.2 Uji t (Parsial)	46
4.4 Pembahasan	53

4.5 Implikasi Manajerial	59
BAB V.....	63
5.1 Kesimpulan	63
5.2 Saran.....	64
5.2.1 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya	64
5.2.2 Saran Bagi Regulator	64
5.3 Keterbatasan.....	65
DAFTAR PUSTAKA	67
LAMPIRAN.....	75

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Emisi GRK Tahun 2013-2017	2
Gambar 1. 2 Peringkat PROPER Tahun 2013-2018.....	2
Gambar 3. 1 Model Penelitian	30

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Peringkat PROPER	11
Tabel 2. 2 Penelitian Terdahulu	21
Tabel 3. 1 Populasi dan Sampel Penelitian	26
Tabel 3. 2 Skor Peringkat PROPER.....	27
Tabel 3. 3 Penilaian Kualitas Laporan Keberlanjutan	28
Tabel 3. 4 Pengukuran Variabel Kontrol	30
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.....	37
Tabel 4. 2 Hasil Regresi Panel Dinamis GMM.....	42
Tabel 4. 3 Hasil Uji Ketidakbiasan GMM	43
Tabel 4. 4 Hasil Uji Validitas GMM.....	44
Tabel 4. 5 Hasil Uji Konsistensi GMM	45
Tabel 4. 6 Hasil Uji F (Simultan).....	46
Tabel 4. 7 Hasil Uji-t Model 1	47
Tabel 4. 8 Hasil Uji-t Model 2	49
Tabel 4. 9 Hasil Uji-t Model 3	51
Tabel 4. 10 Implikasi Manajerial	61

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB I

PENDAHULUAN

Bab ini akan menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, kontribusi penelitian, dan batasan penelitian.

1.1 Latar Belakang

Akses keuangan menunjukkan kemampuan dalam mendapatkan sumber daya keuangan. Akses keuangan yang baik dapat menurunkan kendala keuangan yang dihadapi oleh perusahaan. Akses keuangan menjadi penting bagi perusahaan untuk melakukan perluasan operasional, inovasi, investasi dalam fasilitas produksi ataupun investasi staf baru (OECD, 2006). Pertumbuhan perusahaan dan efisiensi teknis perusahaan menjadi dipengaruhi oleh akses keuangan perusahaan. Perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih rendah mengalami pertumbuhan lebih cepat dibandingkan perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih tinggi.

Kerusakan lingkungan, pemanasan global, polusi, dan ancaman kepunahan ekosistem merupakan isu keberlanjutan yang sedang dihadapi dan telah menjadi perhatian publik. Permasalahan lingkungan dan sosial tersebut disebabkan oleh berbagai sektor, salah satunya adalah sektor industri. Adanya pertumbuhan industri telah menimbulkan masalah penurunan lingkungan yang parah (Patnaik, 2018). Di Indonesia, terdapat berbagai kasus pencemaran lingkungan oleh industri yang memberi dampak pada lingkungan sosial, salah satunya kasus pencemaran lingkungan oleh PT Chevron Pacific Indonesia. Sejak 2011, perusahaan ini telah menyebabkan berbagai permasalahan lingkungan di Riau. Bahkan, hingga 2018, limbah B3 yang dihasilkan tercatat mencapai 27,27 ton (Arvirianty, 2019). Kasus ini menjadi bukti bahwa masih banyak perusahaan lebih berfokus dalam menghasilkan *revenue* dan keuntungan, tetapi kurang memberikan perhatian terhadap dampak sosial dan dampak lingkungan yang timbul dari aktivitas ekonominya.

Sektor pertanian, pertambangan, dan manufaktur merupakan ketiga sektor industri penyumbang Produk Domestik Bruto (PDB) cukup besar di Indonesia (BPS, 2018). Tahun 2017, sektor manufaktur merupakan sektor kontributor terbesar, yakni berkontribusi sebesar 31,42% terhadap nilai PDB. Sektor pertanian

menyusul dengan kontribusi sebesar 20,37% dan sektor pertambangan dengan kontribusi sebesar 11,82%. Namun, tingkat kontribusi ini telah mengakibatkan peningkatan permasalahan lingkungan. Berdasarkan Gambar 1.1, dalam kurun waktu 2013-2017, angka emisi sektor pertanian, pertambangan, dan manufaktur cenderung mengalami kenaikan (Ditjen PPI, 2019). Sepanjang tahun 2018, angka emisi ini mengalami peningkatan sebesar 2%.

Gambar 1. 1 Emisi GRK Tahun 2013-2017

Sektor	Angka Emisi/Tahun (Gg CO2e)				
	2013	2014	2015	2016	2017
Sektor Pertanian	106,814	107,319	111,830	116,690	121,686
Sektor Pertambangan	34,504	35,950	35,612	37,381	36,313
Sektor Manufaktur	39,109	47,489	49,297	55,307	55,395

Sumber: Ditjen PPI (2019), diolah peneliti

Untuk mendorong peningkatan pengelolaan lingkungan oleh perusahaan, Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan telah mengembangkan Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan (PROPER). Program ini didesain untuk evaluasi ketaatan dan kinerja pengelolaan lingkungan melalui instrumen insentif dan disinsentif. Berdasarkan Gambar 1.2, terlihat bahwa masih banyak perusahaan yang belum memenuhi standar biru yang berlaku dan kurang dari 10% telah melakukan pengelolaan lingkungan lebih dari yang dipersyaratkan. Masih terdapat perusahaan peringkat hitam dan merah menunjukkan bahwa perusahaan belum melakukan pengelolaan lingkungan sesuai perundang-undangan, bahkan secara sengaja tidak melakukan upaya pengelolaan lingkungan. Ironisnya, lebih dari 60% perusahaan pada peringkat hitam dan merah merupakan perusahaan sektor pertanian, pertambangan, dan manufaktur.

Peringkat/ Tahun	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hitam	17	21	21	5	1	2
Merah	611	516	529	284	130	241
Biru	1039	1224	1406	1422	1486	1454
Hijau	113	121	108	172	150	155
Emas	12	9	12	12	19	20

Gambar 1. 2 Peringkat PROPER Tahun 2013-2018

Sumber: Surat Keputusan MENLHK, diolah peneliti

Kinerja lingkungan berperan penting dalam keberlangsungan operasional perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pengelolaan lingkungan yang baik akan terkait negatif dengan kendala keuangan perusahaan (Banerjee et al., 2019). Perusahaan akan dengan mudah menjangkau sumber-sumber keuangan, baik dari perusahaan perbankan ataupun investor. Dalam Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/15/PBI/2012 dan Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 15/28/DPNP 2013, upaya pengelolaan lingkungan hidup oleh perusahaan menjadi salah satu indikator penilaian pemberian fasilitas kredit oleh perbankan. Dengan demikian, perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik akan lebih mudah mendapatkan fasilitas kredit oleh perbankan. Sementara, di sisi lain, investor juga semakin menunjukkan kepedulian terhadap isu lingkungan dan *sustainability*. Investor cenderung melihat hubungan kinerja keberlanjutan perusahaan dengan kinerja keuangan ketika akan melakukan investasi (Unruh et al., 2016).

Laporan keberlanjutan (*sustainability report*) merupakan laporan publik yang disusun oleh perusahaan guna memberikan gambaran posisi dan aktivitas perusahaan dalam dimensi ekonomi, lingkungan, dan sosial (Heemskerk et al., 2002). Pelaporan informasi keberlanjutan telah menjadi kewajiban perusahaan *go public* yang tercantum dalam UU Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Akan tetapi, undang-undang tersebut hanya mewajibkan pelaporan informasi tersebut dalam laporan tahunan, bukan laporan secara terpisah. Dengan demikian, hingga saat ini, pengungkapan laporan keberlanjutan secara terpisah di Indonesia masih sebatas bersifat sukarela (*voluntary*). Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mencatat sampai dengan akhir tahun 2016, sebanyak 49 perusahaan *listing* BEI telah menerbitkan laporan keberlanjutan, 22 di antaranya merupakan perusahaan sektor pertanian, pertambangan, dan manufaktur (OJK, 2017).

Adanya tekanan dari para *stakeholder* memaksa perusahaan untuk membuktikan efektivitas tata kelola, akuntabilitas, dan transparansi melalui pengungkapan keberlanjutan (Amran & Keat, 2014). Pengungkapan laporan keberlanjutan menjadi penting dalam keberlangsungan operasional perusahaan. Pengungkapan laporan keberlanjutan dapat mengurangi kesenjangan antara *stakeholder* dengan perusahaan dan membantu dalam meningkatkan simetri

informasi (Martinez-Ferrero et al., 2016), dimana simetri informasi ini dapat memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Martinez-Ferrero et al., 2016). Beberapa berpendapat bahwa pengungkapan laporan keberlanjutan membuat keputusan investasi menjadi lebih terinformasi (Bernow et al., 2019; Ioannou & Serafeim, 2015). Melalui pengungkapan, kinerja perusahaan dan perhatiannya terhadap lingkungan dan keberlanjutan dapat dinilai secara langsung. Dengan demikian, semakin banyak informasi dalam pengungkapan laporan keberlanjutan sangat erat kaitannya dengan akses keuangan perusahaan (Dhaliwal et al., 2012).

Pengungkapan laporan keberlanjutan harus memiliki kualitas. Sebab, pengungkapan saja tidak menambah kualitas informasi yang dilaporkan. Penelitian oleh Michelon, et al. (2015) menemukan perusahaan telah melakukan pelaporan tanggung jawab sosial perusahaan, tetapi laporan tidak memberikan kualitas informasi. Hal ini mengakibatkan investor dan pihak eksternal lain tidak dapat menangkap informasi pelaporan. Laporan tidak menginformasikan saran keputusan investasi secara akurat (Bernow et al., 2019). Kualitas laporan keberlanjutan tergantung pada bagaimana informasi tanggung jawab sosial diungkapkan (Leitoniene & Sapkauskiene, 2015). Kualitas pengungkapan dapat diukur berdasarkan konten informasi dan bagaimana informasi diungkapkan, serta pendekatan manajemen terhadap pengungkapan keberlanjutan. Penelitian oleh García-Sánchez et al. (2019) menilai laporan keberlanjutan berkualitas apabila memenuhi pedoman penyusunan dan penyajian informasi secara spesifik, keberadaan penjamin eksternal laporan, dan kualitas penjamin memperkuat kualitas laporan. Sementara, penelitian lain menilai laporan keberlanjutan berkualitas apabila memiliki penjamin laporan (Al-Shaer & Zaman, 2016; Simnett et al., 2009) dan memenuhi *scoring model* indeks pengukuran lingkungan maupun sosial (Bachoo et al., 2013). Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan telah memberikan banyak manfaat ekonomi bagi perusahaan. Salah satunya adalah, perusahaan berada pada posisi yang lebih baik dalam memperoleh pembiayaan (Cheng et al., 2014).

Penelitian mengenai pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan telah dilakukan oleh beberapa peneliti.

Penelitian oleh Banarjee et al. (2019) menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik memiliki lebih sedikit kendala dalam perolehan keuangan. Kinerja lingkungan perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan (Akhsan & Muharam, 2016). Penelitian oleh Anwar et al. (2019), Cheng et al. (2014), Dewati (2014), dan García-Sánchez et al. (2019) menemukan bahwa pengungkapan informasi keberlanjutan oleh perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kemudahan akses keuangan. Perusahaan dengan tingkat pengungkapan yang lebih tinggi akan menghadapi lebih sedikit dalam kendala keuangan, sehingga menghasilkan akses keuangan yang lebih baik.

Penelitian ini menguji pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan. Penilaian PROPER digunakan dalam penelitian untuk mengukur kinerja lingkungan perusahaan. Sementara, pengungkapan laporan keberlanjutan dalam penelitian ini diukur dari jumlah item informasi yang diungkapkan, kualitas informasi pengungkapan mengacu pada *scoring index* García-Sánchez et al. (2019), ada tidaknya validasi eksternal oleh penjamin, dan kualitas validasi eksternal oleh penjamin. Dalam penelitian ini, akses keuangan diukur melalui indeks KZ (Kaplan & Zingales, 1997). Berbeda dengan penelitian sebelumnya, perusahaan yang dipilih menjadi objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor utama, yakni sektor pertanian dan pertambangan, dan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan PROPER pada tahun 2013-2018.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang permasalahan yang telah dibahas sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh kinerja lingkungan dan pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur.

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan permasalahan yang telah disebutkan sebelumnya, tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui pengaruh kinerja lingkungan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur.

2. Mengetahui pengaruh pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur.
3. Mengetahui pengaruh pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur yang dimoderasi dengan penjamin eksternal laporan keberlanjutan.
4. Mengetahui pengaruh pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur yang dimoderasi dengan kualitas penjamin eksternal laporan keberlanjutan.

1.4 Kontribusi Penelitian

Kontribusi dari penelitian ini terbagi menjadi kontribusi teoritis dan kontribusi praktik sebagai berikut.

1.4.1 Kontribusi Teoritis

Kontribusi teoritis dari penelitian ini adalah memberikan kontribusi pemikiran guna mendukung pengembangan teori yang sudah ada. Penelitian ini dapat digunakan untuk mengembangkan penelitian mengenai kinerja lingkungan, laporan keberlanjutan (*sustainability report*) dan akses keuangan.

1.4.2 Kontribusi Praktik

Kontribusi praktik dari penelitian ini bagi perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Memberikan gambaran umum kepada perusahaan terkait pentingnya kinerja lingkungan dan pengungkapan laporan keberlanjutan yang dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap kemudahan akses keuangan.
2. Memberikan pengetahuan terkait peran pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan yang dapat digunakan untuk pertimbangan investor dalam melakukan investasi dengan prinsip keberlanjutan.

1.4.3 Kontribusi Kebijakan

Kontribusi kebijakan dari penelitian ini adalah memberikan gambaran posisi sekaligus pertumbuhan implementasi kegiatan berkelanjutan oleh perusahaan sektor utama dan manufaktur. Hal ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan dan Kehutanan (KLHK) dalam mengatur regulasi terkait implementasi *sustainable finance*.

1.5 Batasan Penelitian

Adapun batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian menggunakan data laporan tahunan dan laporan keberlanjutan perusahaan sektor utama dan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan merupakan peserta PROPER.
2. Tahun amatan dalam penelitian memiliki jangka waktu 6 tahun, yaitu tahun 2013-2018.
3. Kinerja lingkungan dalam penelitian ini diukur menggunakan peringkat PROPER.
4. Indikator pengungkapan laporan keberlanjutan perusahaan yang digunakan dalam penelitian sesuai dengan standar khusus GRI G4.
5. Indeks pengukuran kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan perusahaan mengacu pada *scoring index* García-Sánchez *et al.* (2019).
6. Indeks pengukuran kualitas *assurance* laporan keberlanjutan perusahaan mengacu pada *scoring index* berdasarkan standar AA1000AS dan ISAE3000.
7. Indeks pengukuran akses keuangan perusahaan yang digunakan dalam penelitian adalah KZ Index.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

Bab ini akan menjelaskan teori – teori yang digunakan dalam menyelesaikan rumusan masalah pada penelitian ini, perumusan hipotesis, dan penelitian sejenis yang telah dilakukan sebelumnya.

2.1 Teori Stakeholder

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan bukan merupakan entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri, tetapi juga harus mampu dalam memberikan manfaat bagi para *stakeholder*-nya. Dengan demikian, keberadaan perusahaan menjadi sangat dipengaruhi oleh adanya dukungan *stakeholder* terhadap perusahaan (Ghozali, I., & Chariri, 2007). Dukungan diperoleh apabila manajemen perusahaan mampu dan berhasil dalam menjalin hubungan baik dengan para *stakeholder*. Jika perusahaan mengadopsi teori *stakeholder* sebagai unit analisis hubungan antara bisnis, kelompok, dan individu yang dapat memengaruhi atau dipengaruhi olehnya, maka perusahaan memiliki peluang lebih baik dalam menangani ketiga masalah tersebut (Donaldson, T., & Preston, 1995).

Secara umum, teori *stakeholder* mendasarkan diri pada asumsi sebagai berikut: (1) perusahaan mempunyai hubungan dengan kelompok *stakeholder* yang memengaruhi dan dipengaruhi oleh keputusan perusahaan, (2) menekankan sifat alami hubungan baik dari segi proses maupun hasil untuk perusahaan dan para *stakeholder*, (3) kebutuhan semua legitimasi *stakeholders* memiliki nilai secara pokok dan tidak ada kepentingan diasumsikan mendominasi satu sama lain, dan (4) berfokus pada pengambilan keputusan manajerial (Jones & Wicks, 1999). Teori *stakeholder* memiliki hubungan yang sangat erat dengan tanggung jawab sosial (Sternberg, 1999). Tanggung jawab sosial merupakan tanggung jawab *stakeholder*. Perusahaan tidak dapat melepaskan diri dari lingkungan sosial dan perlu menjaga legitimasi *stakeholder*, serta mendudukkannya dalam kerangka kebijakan dan pengambilan keputusan, sehingga dapat mendukung pencapaian tujuan perusahaan.

2.1 Teori Asimetri Informasi

Asimetri informasi merupakan suatu kondisi ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi dengan pihak pemegang saham dan *stakeholder* eksternal sebagai pengguna informasi. Salah satu pihak yang terlibat dalam transaksi memiliki keunggulan dan kelebihan informasi mengenai aset yang diperdagangkan dibanding dengan pihak lain (Scott, 2009). Manajer memiliki informasi yang berbeda dan lebih baik mengenai kondisi atau prospek perusahaan. Umumnya, asimetri informasi dapat terjadi di antara dua kondisi ekstrim, yaitu: (1) perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau (2) perbedaan informasi yang sangat signifikan sehingga berpengaruh terhadap manajemen dan harga saham. Asimetri informasi merupakan sumber utama kegagalan pasar. Hal ini dikarenakan asimetri informasi mempengaruhi bagaimana individu menilai kualitas barang dan jasa yang tersedia di pasar. Asimetri informasi memicu perbedaan dalam penilaian oleh internal dan eksternal. Selain itu, asimetri informasi juga dapat mempengaruhi bagaimana individu mengantisipasi niat orang lain. Ketika individu tidak mampu dalam mengevaluasi kualitas barang dan jasa dan/atau tidak dapat mengamati informasi pribadi individu lain, maka pasar gagal menghasilkan harga keseimbangan dan mengoordinasikan transaksi secara efisien.

Scott (2009) membagi asimetri informasi menjadi 2 jenis, yaitu *adverse selection* dan *moral hazard*. *Adverse selection* merupakan jenis asimetri informasi dimana satu atau lebih pihak dalam suatu transaksi bisnis, atau transaksi potensial memiliki keunggulan informasi atas pihak-pihak lain. *Adverse selection* terjadi sebagai akibat investor tidak mengetahui profil usaha dan risiko dengan pasti. Hanya manajer perusahaan dan para pihak dalam (*insiders*) lainnya yang lebih mengetahui kondisi terkini dan prospek ke depan suatu perusahaan. Sedangkan *moral hazard* merupakan jenis asimetri informasi dimana satu atau lebih pihak dalam suatu transaksi bisnis dapat mengamati tindakan mereka dalam penyelesaian suatu transaksi. Akan tetapi, pihak-pihak lainnya tidak dapat mengamati tindakan tersebut. *Moral hazard* dapat terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian yang merupakan karakteristik kebanyakan perusahaan besar.

2.2 Kinerja Lingkungan

Kinerja lingkungan merupakan suatu bentuk kinerja perusahaan yang menunjukkan kepedulian perusahaan terhadap lingkungan. Kinerja lingkungan mengintegrasikan perhatian perusahaan terhadap lingkungan ke dalam aktivitas operasional bisnis dan interaksi dengan para *stakeholder* secara sukarela (Suratno et al., 2007). Di Indonesia, terdapat beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja lingkungan perusahaan, salah satunya adalah PROPER.

PROPER merupakan bentuk program pemeringkatan kinerja lingkungan oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan sebagai bentuk upaya mendorong partisipasi perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup. Menurut Permen LH No. 3 Tahun 2014 pasal 1 ayat (1), PROPER didefinisikan sebagai evaluasi ketaatan dan kinerja penanggung jawab usaha dan/atau kegiatan di bidang pengendalian pencemaran dan/atau kerusakan lingkungan hidup, serta pengelolaan limbah bahan berbahaya dan beracun. Hasil peringkat penilaian kinerja perusahaan diumumkan dan dipublikasikan secara rutin kepada masyarakat. Hasil peringkat dapat meningkatkan atau merusak reputasi perusahaan. PROPER mendefinisikan peringkat kinerja lingkungan perusahaan terbagi menjadi 5 peringkat warna, meliputi warna emas, hijau, biru, merah, dan hitam. Informasi mengenai kinerja lingkungan perusahaan dikomunikasikan dengan menggunakan warna sebagai upaya untuk memudahkan penyerapan informasi oleh masyarakat (Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan, 2018).

Tabel 2. 1 Peringkat PROPER

Peringkat	Keterangan
Emas	Secara konsisten kegiatan perusahaan menunjukkan keunggulan lingkungan dalam proses produksi atau jasa, melaksanakan bisnis beretika dan bertanggungjawab terhadap masyarakat.
Hijau	Upaya pengelolaan lingkungan lebih dari yang dipersyaratkan dalam peraturan melalui pelaksanaan sistem pengelolaan lingkungan, pemanfaatan sumber daya secara efisien, dan pelaksanaan upaya tanggung jawab sosial dengan baik.
Biru	Upaya pengelolaan lingkungan sesuai ketentuan atau perundang-undangan yang berlaku.

Peringkat	Keterangan
Merah	Pengelolaan lingkungan belum sesuai dengan persyaratan yang diatur dalam peraturan perundang-undangan.
Hitam	Melakukan kegiatan yang mengakibatkan pencemaran atau kerusakan lingkungan, serta pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku baik disengaja ataupun tidak.

Sumber: Keputusan Menlhk No. 127 Tahun 2002

2.3 Laporan Keberlanjutan

Menurut Heemskerk et al. (2002), laporan keberlanjutan (*sustainability report*) didefinisikan sebagai laporan publik yang disusun oleh perusahaan guna memberikan gambaran posisi dan aktivitas perusahaan dalam dimensi ekonomi, lingkungan, dan sosial. Pernyataan mengenai kebijakan, tujuan, dan perkembangan pencapaian perusahaan terkait lingkungan terdapat dalam laporan keberlanjutan. Laporan keberlanjutan merupakan salah satu bentuk pertanggungjawaban perusahaan terhadap para *stakeholder*. Laporan keberlanjutan memberikan informasi kontribusi perusahaan terhadap pembangunan keberlanjutan kepada *stakeholder* perusahaan, baik internal maupun eksternal.

2.4.1 Pengungkapan Laporan Keberlanjutan

Pengungkapan laporan keberlanjutan merupakan salah satu pengungkapan laporan yang masih bersifat sukarela (*voluntary*) di Indonesia. Dalam menyusun laporan keberlanjutan, pedoman pengungkapan laporan keberlanjutan digunakan. *Global Reporting Initiatives* (GRI) merupakan salah satu pedoman yang digunakan oleh mayoritas perusahaan atau organisasi dalam penyusunan laporan keberlanjutan. Dalam pedoman pengungkapan laporan keberlanjutan GRI terdapat prinsip-prinsip pelaporan, pengungkapan standar pelaporan, dan panduan dalam penyusunan laporan keberlanjutan oleh perusahaan sehingga dapat memberikan informasi andal, relevan, dan terstandardisasi. Prinsip pelaporan memiliki peran penting dalam mencapai transparansi pelaporan keberlanjutan.

Global Reporting Initiatives (GRI) mengemukakan pengungkapan laporan keberlanjutan terdiri atas dua standar, yaitu standar umum dan standar khusus. Dalam GRI G4 *guideline* standar umum meliputi pengungkapan informasi strategi dan analisis, profil organisasi, aspek material dan *boundary* teridentifikasi,

hubungan dengan *stakeholder*, profil laporan, tata kelola, serta etika dan integritas. Sedangkan, standar khusus meliputi pengungkapan pendekatan manajemen dan pengungkapan informasi indikator kategori ekonomi (9 item), lingkungan (34 item), dan sosial (48 item).

2.4.2 Kualitas Pengungkapan Laporan Keberlanjutan

Penelitian oleh Michelin, et al. (2015) menemukan perusahaan telah melakukan pelaporan tanggung jawab sosial perusahaan, tetapi laporan tidak memberikan kualitas informasi. Padahal, kualitas pelaporan penting bagi *stakeholder* perusahaan dalam pengambilan keputusan dan tindakan yang tepat. Semakin tinggi kualitas dalam pelaporan akan menurunkan perbedaan informasi (Amrullah, Z., & Fatima, 2015). Pelaporan tanpa kualitas mengakibatkan investor dan pihak eksternal lain tidak dapat menangkap informasi pelaporan. Dalam G4 *guidelines*, GRI mendefinisikan laporan keberlanjutan memiliki kualitas apabila memenuhi enam prinsip-prinsip yaitu prinsip *balance*, *comparability*, *accuracy*, *timeliness*, *clarity*, dan *reliability*.

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menguji mengenai kualitas laporan keberlanjutan perusahaan. Penelitian oleh García-Sánchez et al. (2019) menilai laporan keberlanjutan berkualitas apabila memenuhi pedoman penyusunan, yakni GRI *guidelines*, dan penyajian informasi secara spesifik. Penelitian Bachoo et al. (2013) menilai laporan keberlanjutan berkualitas apabila memenuhi *scoring model* indeks pengukuran lingkungan maupun sosial. Sedangkan, penelitian Al-Shaer & Zaman (Al-Shaer, H., & Zaman, 2016) dan Simnett et al. (2009) menilai kualitas laporan keberlanjutan berdasarkan ada tidaknya eksternal penjamin laporan. Penggunaan *external sustainability assurance* diyakini mampu meningkatkan akurasi kualitas informasi dan mengurangi risiko ketidaksesuaian informasi.

2.4.3 Penjamin Eksternal Laporan Keberlanjutan

Salah satu cara dalam meningkatkan keandalan dan kredibilitas informasi dalam laporan keberlanjutan adalah dengan menggunakan penjamin eksternal laporan keberlanjutan. Penjamin eksternal memberikan pandangan baru, juga opini lebih objektif dan tidak memihak sehingga penggunaan penjamin eksternal dapat meningkatkan kepercayaan pengguna laporan dan membantu dalam pengambilan

keputusan. Hingga saat ini, penggunaan penjamin dalam laporan keberlanjutan masih bersifat sukarela. Penggunaan penjamin eksternal dipengaruhi oleh adanya pengungkapan laporan dan jenis industri perusahaan (Cho et al., 2014).

Kualitas penjamin dapat diukur dengan kualitas pernyataan jaminan (*assurance statement*). Terdapat standar-standar yang dapat digunakan oleh penjamin eksternal dalam memberikan pernyataan jaminan (*assurance statement*). Dalam penelitian ini, standar yang akan digunakan adalah standar AA1000AS dan ISAE3000. Standar AA1000AS dikembangkan oleh *AccountAbility*, sedangkan standar ISAE3000 dikembangkan oleh *International Federation of Accountants* (IFAC).

Standar AA1000AS mendefinisikan pernyataan *assurance* terbaik jika mencakup informasi sebagai berikut (AccountAbility, 2008): judul, pengguna yang dituju dari *assurance statement*, catatan peran dan tanggung jawab penyedia jaminan dan perusahaan pelapor, deskripsi ruang lingkup *assurance engagement* dan jenisnya (tipe 1 atau tipe 2), standar jaminan yang digunakan, deskripsi pengungkapan yang tercakup, kriteria yang digunakan, keterbatasan, deskripsi metodologi, pernyataan tingkat jaminan, temuan dan kesimpulan tentang kepatuhan terhadap prinsip AA1000 (inklusivitas, materialitas, dan ketanggapan), temuan dan kesimpulan tentang keandalan informasi yang ditentukan (untuk *assurance* tipe 2), observasi atau rekomendasi, catatan kompetensi dan independensi penyedia jaminan, tempat dan tanggal, serta nama penyedia jaminan,.

Sedangkan, untuk standar ISAE3000, pernyataan jaminan dikatakan terbaik jika mencakup informasi sebagai berikut (IFAS, 2003): judul, pihak penerima yang dituju, informasi materi pokok dan materi pokok yang mendasari, identifikasi kriteria, batasan inheren, *relative responsibilities*, tujuan spesifik, pokok subjek ISAE khusus, ringkasan pekerjaan yang dilakukan, kesimpulan oleh penjamin laporan, tandatangan penjamin laporan, tanggal dari laporan jaminan, dan lokasi yuridiksi praktik.

2.5 Akses Keuangan

Akses keuangan merupakan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan sumber daya keuangan (García-Sánchez et al., 2019). Penelitian oleh Banerjee et al. (2019) menyatakan bahwa kemudahan akses keuangan ditandai dengan

rendahnya kendala keuangan. Sejalan dengan penelitian Banerjee et al. (2019), penelitian oleh Cheng et al. (2014) juga mendefinisikan akses keuangan lebih baik dapat menurunkan kendala keuangan yang dihadapi oleh perusahaan, dimana kendala ini merujuk pada friksi pasar yang dapat mencegah pendanaan perusahaan. Akses keuangan yang lebih baik dikaitkan dengan peningkatan keterlibatan *stakeholders* dan berkurangnya asimetri informasi.

Akses keuangan sangat penting bagi perusahaan untuk menjalankan aktivitasnya. Beberapa penelitian sebelumnya telah menemukan pentingnya kemudahan akses keuangan bagi perusahaan. Akses keuangan mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih rendah mengalami pertumbuhan lebih cepat dibandingkan perusahaan dengan kendala keuangan yang lebih tinggi. Akses keuangan mempengaruhi berbagai keputusan perusahaan seperti keputusan investasi atau divestasi perusahaan, pilihan struktur modal perusahaan, kebijakan *cash management*, perilaku ekspor perusahaan, dan intensitas R&D perusahaan (Li, 2011).

Terdapat beberapa indeks umum yang dapat digunakan untuk mengukur akses keuangan perusahaan, diantaranya indeks KZ oleh Kaplan & Zingales (1997), indeks WW oleh Whited & Wu (2006) dan indeks SA oleh Hadlock & Pierce (2010). Sejalan dengan penelitian oleh García-Sánchez et al. (2019), penelitian ini menggunakan indeks KZ oleh Kaplan & Zingales (1997) untuk mengukur akses keuangan perusahaan.

2.6 Perumusan Hipotesis

Penelitian ini akan melakukan pengujian terkait pengaruh kinerja lingkungan perusahaan terhadap akses keuangan. Selain itu, penelitian ini juga menguji pengaruh pengungkapan laporan keberlanjutan, baik dari segi kuantitas item pengungkapan, kualitas pengungkapan, ada tidaknya penjamin eksternal, dan kualitas penjamin eksternal terhadap akses keuangan perusahaan.

2.6.1 Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Hingga saat ini, isu lingkungan hidup dan keberlanjutan merupakan dua isu yang sedang dihadapi dan telah menjadi perhatian publik. Kedua isu tersebut telah dibahas selama bertahun-tahun dan semakin berkembang. Seiring berjalannya waktu, beberapa perusahaan mulai semakin merespon perkembangan isu tersebut

dengan bertanggung jawab terhadap dampak sosial dan dampak lingkungan yang timbul dari aktivitas ekonominya. Beberapa penelitian telah menemukan penerapan tanggung jawab ini tidak terlepas dari tekanan *stakeholder* perusahaan. Tekanan *stakeholder* memotivasi dan mendorong penerapan praktik proaktif lingkungan oleh perusahaan (González-Benito, J., & González-Benito, 2006). Teori *stakeholder* menekankan keberhasilan perusahaan bergantung pada keberhasilan manajemen semua hubungan yang dimiliki perusahaan dengan para *stakeholder*.

Kinerja lingkungan merupakan suatu bentuk kinerja perusahaan yang menunjukkan kepedulian perusahaan terhadap lingkungan. Beberapa penelitian menemukan kinerja lingkungan secara positif memengaruhi kinerja perusahaan (Akhsan & Muharam, 2016). Kinerja perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya adalah akses keuangan perusahaan. Kemudahan akses keuangan ditandai dengan rendahnya kendala keuangan perusahaan.

Banyak penelitian terdahulu telah membahas hubungan kinerja lingkungan terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi, masih sedikit penelitian yang membahas hubungan kinerja lingkungan terhadap akses keuangan perusahaan. Kinerja tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) yang unggul, termasuk kinerja lingkungan di dalamnya, mengarah pada risiko perusahaan lebih rendah, pembiayaan ekuitas lebih rendah, dan biaya pinjaman bank lebih rendah. Pihak eksternal lebih memilih untuk membiayai ataupun berinvestasi pada perusahaan yang memiliki praktik tanggung jawab sosial (Unruh et al., 2016; Zeidan et al., 2015). Banerjee et al. (2019) telah meneliti hubungan praktik lingkungan berkelanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Penelitian ini menemukan kinerja lingkungan yang lebih tinggi cenderung menghadapi sedikit kendala keuangan. Temuan-temuan di atas menjadi bukti yang menunjukkan adanya hubungan potensial antara kinerja lingkungan perusahaan dan akses keuangan perusahaan. Berdasarkan temuan-temuan di atas, hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini:

H₁ : Kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

2.6.2 Pengaruh Pengungkapan Laporan Keberlanjutan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Pengungkapan laporan keberlanjutan merupakan bentuk pengungkapan bersifat sukarela (*voluntary*) untuk meningkatkan transparansi perusahaan. Meningkatnya transparansi mengakibatkan informasi akan disampaikan kepada publik sehingga *stakeholder* eksternal perusahaan mengetahui lebih banyak informasi (Martinez-Ferrero et al., 2016; Sanjaya & Juniarti, 2017). Hal ini mengindikasikan bahwa asimetri informasi dapat dikurangi dengan cara transparansi. Beberapa penelitian terdahulu telah menemukan pentingnya pengungkapan laporan keberlanjutan oleh perusahaan. Pengungkapan laporan keberlanjutan membuat keputusan investasi oleh investor menjadi lebih terinformasi (Bernow et al., 2019; Ioannou & Serafeim, 2015).

Asimetri informasi mempersulit pendanaan eksternal dan memperbesar gap internal dan eksternal. Penelitian Gelos & Wei (2002) menemukan investor cenderung lebih lazim melakukan investasi apabila perusahaan memiliki tingkat transparansi yang tinggi. Semakin banyak informasi yang diungkapkan oleh perusahaan semakin mudah bagi investor untuk melakukan pengambilan keputusan investasi (Bonilla-Priego et al., 2014; Mustikawati & Cahyonowati, 2015). Dengan demikian, akses keuangan lebih mudah didapatkan oleh perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan yang lebih tinggi (Dhaliwal et al., 2012). Berbeda dengan penelitian lainnya, Orlitzky (2013) menemukan bahwa tingkat pengungkapan laporan keberlanjutan justru menjadi pemicu asimetri informasi yang memiliki dampak terhadap kendala keuangan perusahaan.

Pengungkapan laporan keberlanjutan seringkali tidak memberikan kualitas informasi, sehingga investor dan pihak eksternal tidak dapat menangkap informasi pelaporan. Pengungkapan tidak menginformasikan saran keputusan investasi secara akurat (Bernow et al., 2019). Sejalan dengan penelitian oleh Orlitzky (2013), distorsi informasi ini dapat menjadi pemicu asimetri informasi dalam pasar. Amrullah & Fatima (2015) menemukan semakin tinggi kualitas pelaporan semakin menurunkan perbedaan informasi. Penyajian informasi secara spesifik dan sesuai pedoman penyusunan (Bachoo et al., 2013; García-Sánchez et al., 2019), serta keputusan manajemen dalam melibatkan pihak eksternal sebagai penjamin laporan

dapat menambah kualitas pengungkapan (Al-Shaer & Zaman, 2016; García-Sánchez et al., 2019; Simnett et al., 2009). Dalam penelitian ini, kualitas pengungkapan diukur berdasarkan apakah informasi diungkapkan secara spesifik dan sesuai pedoman. Sejalan dengan penelitian García-Sánchez et al. (2019), penelitian ini juga menguji hubungan keterlibatan penjamin eksternal laporan keberlanjutan dan kualitasnya sebagai moderasi hubungan kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan.

Beberapa penelitian telah menemukan perusahaan berada pada posisi yang lebih baik dalam memperoleh pembiayaan apabila memiliki laporan keberlanjutan yang berkualitas (Cheng et al., 2014; García-Sánchez et al., 2019). Berdasarkan temuan-temuan di atas, hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian terkait kualitas dalam pengungkapan laporan keberlanjutan adalah:

H_{2a} : Jumlah pengungkapan informasi yang lebih tinggi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2b} : Kualitas pengungkapan yang lebih tinggi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2c} : Jaminan eksternal terhadap laporan keberlanjutan semakin memperkuat pengaruh positif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2d} : Kualitas jaminan yang lebih tinggi pada laporan keberlanjutan semakin memperkuat pengaruh positif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan.

2.7 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai kinerja lingkungan dan pengungkapan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan telah dilakukan pada beberapa penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan beberapa penelitian sebelumnya sebagai acuan dalam penyusunan.

Pertama, penelitian yang dilakukan oleh García-Sánchez et al. (2019) terhadap perusahaan sektor jasa dan manufaktur di 24 negara, dengan rentang tahun pengamatan 2007 hingga 2016. Pada penelitian ini meneliti pengaruh kuantitas pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, kualitas, dan jaminan eksternal terhadap akses keuangan perusahaan. Pengungkapan laporan keberlanjutan menjadi *proxy* pengukuran tanggung jawab sosial perusahaan. Variabel yang digunakan

dalam penelitian ini adalah pengungkapan dan kualitas pengungkapan keberlanjutan sebagai variabel independen. Sementara, variabel dependen dalam penelitian adalah akses keuangan yang diukur dengan KZ Index. Selain itu, dalam penelitian ini menggunakan variabel moderasi yaitu ada tidaknya validasi eksternal dan kualitas validasi eksternal. Beberapa variabel kontrol digunakan dalam penelitian yaitu ukuran perusahaan, proporsi utang terhadap ekuitas, kapitalisasi pasar, posisi laba/rugi, jumlah analis, dan biaya pengeluaran modal. Penelitian ini juga mengontrol penelitian secara spesifik berdasarkan negara, industri, dan tahun pengamatan. Dengan menggunakan regresi data panel dinamis, ditemukan hasil bahwa pengungkapan berpengaruh positif terhadap akses keuangan dan validasi eksternal serta kualitas validasi memperkuat pengaruh pengungkapan terhadap akses keuangan.

Kedua, penelitian yang dilakukan oleh Banerjee et al. (2019) terhadap perusahaan sektor jasa dan manufaktur di 44 negara (termasuk Indonesia), dengan rentang tahun pengamatan 2002 hingga 2013. Pada penelitian ini menguji pengaruh kinerja lingkungan terhadap kendala keuangan perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah praktik lingkungan sebagai variabel independen. Sementara, variabel dependen adalah kendala keuangan yang diukur dengan WW Indeks. Selain itu, penelitian ini menggunakan variabel kontrol level perusahaan (ukuran perusahaan, *leverage* pasar, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, dan likuiditas), kontrol level negara (*GDP per capita*, tingkat pertumbuhan GDP, *common law*, *corruption control*, emisi CO₂, dan penggunaan energi), serta mengontrol industry dan tahun. Dengan menggunakan regresi panel data tetap (*fixed effect*), ditemukan hasil bahwa perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik memiliki kendala keuangan yang lebih rendah. Dalam hal ini, kendala keuangan yang lebih rendah berarti memiliki akses keuangan yang baik.

Ketiga, penelitian yang dilakukan oleh Cheng et al. (2014) terhadap perusahaan di 49 negara (termasuk Indonesia), dengan rentang tahun pengamatan 2002-2009. Pada penelitian ini menguji pengaruh praktik tanggung jawab sosial perusahaan terhadap akses keuangan. Penelitian ini menggunakan regresi simultan metode *Three-stage Least Squares* (3SLS). Sejalan dengan hasil penelitian oleh Garcia-Sánchez et al. (2019), ditemukan bahwa perusahaan dengan kinerja

tanggung jawab sosial perusahaan yang lebih baik akan menghadapi kendala modal yang lebih rendah dan akses keuangan yang lebih baik.

Keempat, penelitian yang dilakukan oleh Dewati (2017) menguji hubungan antara pengungkapan lingkungan, kinerja lingkungan, kendala keuangan, tata kelola perusahaan, persepsi investor, dan nilai relevan. Penelitian ini menggunakan perusahaan non keuangan di Indonesia sebagai objek penelitian, dengan rentang tahun pengamatan 2010-2011. Dengan menggunakan regresi berganda, ditemukan hasil bahwa kinerja lingkungan dan tata kelola perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan lingkungan; tata kelola perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kendala kurang modal; dan pengungkapan lingkungan berpengaruh signifikan terhadap kendala kurang modal, relevansi nilai, dan persepsi investor.

Rangkuman dari beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan akan ditunjukkan dalam Tabel 2.2 sebagai berikut.

Tabel 2. 2 Penelitian Terdahulu

No	Referensi Penelitian	Tujuan Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan dengan Penelitian
1	García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. <i>Corporate Social Responsibility and Environmental Management</i> , 1-17.	Menyelidiki efek kuantitas pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan, kualitas, dan jaminan eksternal terhadap akses keuangan perusahaan.	Pengungkapan CSR, kualitas pengungkapan CSR, <i>external assurance</i> (ada tidaknya penjamin eksternal laporan), kualitas penjamin. Kendala modal (indeks KZ). Variabel kontrol (<i>size, leverage, kapitalisasi pasar, LTD_CE, negative earnings</i> , jumlah analisis, biaya pengeluaran modal)	Regresi data panel dinamis	(1) Pengungkapan memudahkan akses keuangan perusahaan pelapor. (2) Kualitas pengungkapan dan jaminan eksternal memperkuat hubungan pengungkapan dan akses keuangan. (3) Kualitas jaminan meningkatkan kepercayaan investor terhadap informasi.	Meneliti hubungan pengungkapan CSR melalui pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Penggunaan variabel pengukuran pengungkapan laporan CSR dan akses keuangan yang sama.
2	Banerjee, R., Gupta, K., & Mudalige, P. (2019). Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? <i>International evidence. International Review of Financial Analysis</i> .	Menguji hubungan kinerja lingkungan keberlanjutan terhadap kendala keuangan perusahaan.	Praktik lingkungan berkelanjutan (ESP indeks), kendala keuangan (WW indeks). Variabel kontrol (GDP per <i>capita</i> , tingkat pertumbuhan GDP, <i>common law, corruption control</i> , emisi CO2, penggunaan energi, <i>leverage pasar</i> , pertumbuhan penjualan, profitabilitas, likuiditas, ESP, <i>deflated log total aset</i>)	Regresi data panel model efek tetap	Perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik memiliki kendala keuangan yang lebih rendah	Meneliti hubungan kinerja lingkungan terhadap akses keuangan perusahaan. Penggunaan variabel kontrol profitabilitas (menggunakan ROA) dan <i>price to book value</i> .

No	Referensi Penelitian	Tujuan Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan dengan Penelitian
3	Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. <i>Strategic management journal</i> , 35(1), 1-23.	Menguji pengaruh praktik tanggung jawab sosial perusahaan terhadap akses keuangan.	CSR (CSR indeks, <i>stakeholder engagement</i> , & pengungkapan CSR), akses keuangan (KZ indeks). Variabel kontrol (<i>size</i>)	Regresi simultan metode <i>Three-stage Least Squares</i> (3SLS)	Perusahaan dengan kinerja CSR yang lebih baik akan menghadapi kendala modal yang lebih rendah	Penggunaan variabel praktik tanggung jawab sosial perusahaan (CSR indeks, pengungkapan CSR), pengukuran akses keuangan (KZ indeks), dan variabel kontrol (<i>size</i>)
4	Dewati, S., A. (2014). Kualitas Pengungkapan Lingkungan: Perspektif dari Kinerja Lingkungan, <i>Corporate Governance</i> , dan Relevansi Nilai. <i>Skripsi</i> .	Menguji hubungan antara pengungkapan lingkungan, kinerja lingkungan, kendala keuangan, tata kelola perusahaan, persepsi investor, dan nilai relevan	Variabel dependen (pengungkapan lingkungan, kendala modal, relevansi nilai, dan persepsi investor), Variabel independen (pengungkapan lingkungan, kinerja lingkungan, dan tata kelola perusahaan)	Regresi Berganda	Kinerja lingkungan dan tata kelola perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan lingkungan; tata kelola perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kendala kurang modal; dan pengungkapan lingkungan berpengaruh signifikan terhadap kendala kurang modal, relevansi nilai, dan persepsi investor	Penggunaan variabel pengukuran kendala modal/ akses keuangan (KZ Index)

2.8 *Research Gap*

Penelitian ini mengadaptasi model penelitian García-Sánchez et al. (2019) dan Banerjee et al. (2019) dengan menggunakan beberapa variabel yang sama yaitu kinerja lingkungan, pengungkapan keberlanjutan, validitas/penjamin eksternal, kualitas validitas/penjamin eksternal, akses keuangan, ukuran perusahaan, rasio utang terhadap ekuitas, rasio harga terhadap nilai buku, dan profitabilitas untuk mengonfirmasi hasil dari penelitian pada objek yang berbeda. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, kinerja lingkungan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan proksi peringkat PROPER. Sedangkan, untuk pengungkapan keberlanjutan secara kuantitas diukur dengan menggunakan proksi *Sustainability Report Disclosure Index*. Kualitas validitas/penjamin eksternal diukur dengan menggunakan proksi kualitas *assurance statement* berdasarkan standar AA1000AS dan ISAE3000.

Penelitian ini berbeda dengan objek yang dikhususkan pada perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan PROPER dan menggunakan model berbeda dari penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia. Perbedaan lain ada pada tahun amatan penelitian, dimana penelitian ini tahun amatan yang digunakan adalah tahun 2013 hingga tahun 2018. Metode penelitian yang digunakan juga berbeda dengan penelitian sebelumnya, yaitu menggunakan regresi data panel dinamis *two-step system* GMM. Penelitian ini menggunakan regresi data panel karena mempertimbangkan jenis data yang digunakan yaitu data *cross section* dan *time series*. Sementara, *two-step system* GMM digunakan karena penelitian ini menggunakan *lagged* dependen sebagai ciri dinamis, juga memiliki jumlah pengamatan dan tahun pengamatan yang terbatas.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB III

METODE PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan prosedur yang akan dilakukan dalam melakukan penelitian yang berisi diagram dan desain penelitian, pengukuran dan variabel penelitian, kerangka dan hipotesis penelitian, serta teknik analisis data yang digunakan.

3.1 Data Penelitian

3.1.1 Populasi dan Desain *Sampling*

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor utama dan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2013-2018. Alasan pemilihan periode sampel tahun 2013-2018 didasarkan atas beberapa hal yaitu:

1. Tahun 2013 mulai meningkatnya perhatian dan kesadaran dunia terhadap lingkungan, seperti peluncuran GRI G4 pada bulan Mei 2013 untuk mengukur pencapaian tujuan keberlanjutan perusahaan.
2. Pada tahun 2013-2018, tingkat kontribusi sektor yang dipilih terhadap pertumbuhan PDB menunjukkan sifat fluktuatif dan tidak sebanding dengan laju pertumbuhan kualitas lingkungan hidup.

Sampel dalam penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling*, mengambil sampel dengan kriteria tertentu (Nuryaman & Veronica, 2015). Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini antara lain:

1. Perusahaan merupakan perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2018.
2. Perusahaan terdaftar dalam PROPER selama periode 2013-2018.
3. Perusahaan memiliki kelengkapan data sesuai dengan penelitian dan tidak mengalami status *delisting* dari Bursa Efek Indonesia atau beralih sektor selama periode 2013-2018.
4. Perusahaan terdaftar dalam PROPER minimal dua kali berturut-turut dalam periode 2013-2018.

Tabel 3. 1 Populasi dan Sampel Penelitian

Uraian	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2018	183	183	183	183	183	183
Dikurangi:						
Perusahaan tidak terdaftar dalam PROPER selama periode 2013-2018	117	112	114	110	110	124
Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan tahunan per 31 Desember selama periode 2013-2018 dan tidak tersedia untuk diakses	1	2	2	1	1	1
Perusahaan tidak terdaftar dalam PROPER periode sebelum/selanjutnya	5	0	0	1	1	0
Total perusahaan yang menjadi sampel penelitian	61	69	67	71	71	58

Sumber: BEI, diolah peneliti

3.1.2 Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder ini berupa laporan tahunan perusahaan, laporan keuangan tahunan, laporan keberlanjutan perusahaan, surat keputusan peringkat PROPER oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan, *website* resmi perusahaan, *website* resmi Bursa Efek Indonesia, dan data-data lainnya yang memuat informasi yang dibutuhkan. Untuk mengetahui informasi kinerja lingkungan oleh perusahaan, digunakan surat keputusan peringkat PROPER tahunan oleh Menlhk. Sedangkan, untuk mengetahui informasi terkait pengungkapan laporan keberlanjutan perusahaan, digunakan *website* resmi perusahaan dan laporan keberlanjutan perusahaan. Laporan tahunan perusahaan, laporan keuangan tahunan, dan *website* resmi Bursa Efek Indonesia digunakan untuk mengetahui informasi terkait variable dependen, yakni akses keuangan.

3.2 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Definisi variabel adalah suatu atribut atau sifat, atau nilai dari orang, obyek, atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang diterapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2012). Variabel dalam penelitian dibagi menjadi variabel independen, variabel dependen, variabel moderasi, dan variabel kontrol. Adapun pengukurannya adalah sebagai berikut:

3.2.1 Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas yang digunakan dalam penelitian meliputi:

1. Kinerja Lingkungan

Kinerja lingkungan perusahaan diukur dari prestasi perusahaan dalam PROPER oleh Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan. Dalam penilaian PROPER terdapat 5 peringkat warna yang menunjukkan kinerja pengelolaan lingkungan, yaitu emas, hijau, biru, merah, dan hitam. Emas yang menunjukkan peringkat tertinggi diberi skor 5, sedangkan hitam yang menunjukkan peringkat terendah diberi skor 1 (Sarumpaet et al., 2017).

Tabel 3. 2 Skor Peringkat PROPER

Peringkat	Skor
Emas	5
Hijau	4
Biru	3
Merah	2
Hitam	1

2. Pengungkapan Laporan Keberlanjutan

Dalam penelitian ini, pengungkapan laporan keberlanjutan diukur berdasarkan kuantitas dan kualitas informasi yang diungkapkan. GRI G4 *guidelines* digunakan sebagai pedoman untuk menghitung kuantitas pengungkapan dan menentukan kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan oleh perusahaan.

Kuantitas pengungkapan menghitung jumlah item informasi keberlanjutan yang telah diungkapkan oleh perusahaan. Berdasarkan pedoman GRI G4, skor maksimum pengungkapan keberlanjutan adalah 91 pengungkapan, terdiri dari 9 item indikator ekonomi, 34 item indikator lingkungan, dan 48 item indikator sosial. Tiap item yang diungkapkan perusahaan dalam laporan keberlanjutan akan diberi skor 1 dan jika tidak diungkapkan diberi skor 0. Selanjutnya, skor akan diakumulasi lalu dibagi dengan skor maksimum, seperti rumus sebagai berikut (GRI, 2013):

$$SRDI = \frac{\text{total skor pengungkapan}}{91}$$

Sementara, kualitas pengungkapan mengukur apakah pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan sesuai dengan standar GRI G4. Untuk menilai kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan, digunakan tabel *scoring* García-Sánchez et al. (2019), sebagai berikut:

Tabel 3. 3 Penilaian Kualitas Laporan Keberlanjutan

Nilai Kualitas Pengungkapan	Keterangan
0	Ketika perusahaan belum mengungkapkan informasi keberlanjutan.
25	Ketika perusahaan mengungkapkan beberapa informasi tetapi laporan tidak mengikuti pedoman GRI.
50	Informasi dalam pelaporan sangat mendasar, mencakup informasi minimal 10 indikator. Pengungkapan harus mencakup setidaknya satu indikator dari setiap pilar: ekonomi, sosial, dan lingkungan.
75	Informasi dalam pelaporan cukup lengkap, berisi informasi tentang: pengungkapan profil, pendekatan manajemen, indikator kinerja, indikator suplemen sektor. Minimal terdapat 20 indikator.
100	Laporan lengkap dan mengikuti semua indikator sesuai dengan pedoman GRI.

Sumber: (García-Sánchez et al., 2019)

3.2.2 Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat dalam penelitian ini adalah akses keuangan. Akses keuangan didasarkan pada besar kecilnya kendala keuangan perusahaan. Menurut Lamont et al. (2001), kendala keuangan merupakan keterbatasan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan pembiayaan untuk investasi. Keterbatasan ini dapat berupa kesulitan memperoleh pembiayaan, juga kesulitan untuk menerbitkan saham. Indeks Kaplan & Zingales (1997) digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur akses keuangan perusahaan. Rumus indeks KZ yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{KZ Index} = & -1.002 (CF_{i,t} / TA_{i,t-1}) - 39.368 (DIV_{i,t} / TA_{i,t-1}) \\ & - 1.315 (CA_{i,t} / TA_{i,t-1}) + 3.319 LEV_{i,t} + 0.283 Q_{i,t} \end{aligned}$$

dimana:

$CF_{i,t} / TA_{i,t-1}$ = arus kas dibagi dengan aset tahun sebelumnya.

$DIV_{i,t} / TA_{i,t-1}$ = dividen kas dibagi dengan aset tahun sebelumnya.

- $CA_{i,t}/TA_{i,t-1}$ = total kas dibagi dengan aset tahun sebelumnya.
 $LEV_{i,t}$ = total hutang dibagi dengan total aset akhir tahun.
 $Q_{i,t}$ = harga pasar saham dikalikan jumlah saham yang beredar dibagi dengan total aset.

3.2.3 Variabel Moderasi

Dalam penelitian ini, terdapat dua variabel moderasi yaitu keberadaan penjamin eksternal laporan berkelanjutan dan kualitas penjamin eksternal laporan.

1. Penjamin Eksternal Laporan

Mengikuti penelitian oleh García-Sánchez et al. (2019), penelitian ini mengoperasionalkan keberadaan penjamin eksternal laporan sebagai variabel *dummy*. Jika tersedia penjamin eksternal bernilai 1 dan 0 untuk sebaliknya.

2. Kualitas Penjamin Eksternal

Dalam penelitian ini kualitas penjamin laporan keberlanjutan perusahaan mengacu pada *scoring index* berdasarkan standar AA1000AS dan ISAE3000. Standar AA1000AS dan ISAE3000 merupakan dua standar yang sering digunakan oleh penjamin dalam membuat *assurance statement* mengenai laporan keberlanjutan.

Untuk menentukan kualitas penjamin eksternal, penelitian ini melakukan analisis terhadap konten dan kualitas *assurance statement*. Tabel *scoring* kualitas penjamin laporan digunakan untuk menghitung skor kualitas. Mengacu pada Dewi (2018), tabel *scoring* penelitian ini terdapat dalam Lampiran 3. Pengukuran kualitas penjamin dalam penelitian ini adalah dengan rumus sebagai berikut:

$$AQ = \frac{\text{total skor assurance}}{\text{total skor maksimal}}$$

Total skor *assurance* merupakan penjumlahan skor dalam tabel *scoring*. Sementara, total skor maksimal merupakan skor penuh berdasarkan standar yang dipakai. Skor maksimal untuk penjamin yang menggunakan standar AA1000AS adalah 28, untuk penjamin yang menggunakan standar ISAE3000 adalah 24, dan untuk penjamin yang menggunakan kedua standar ini adalah 29.

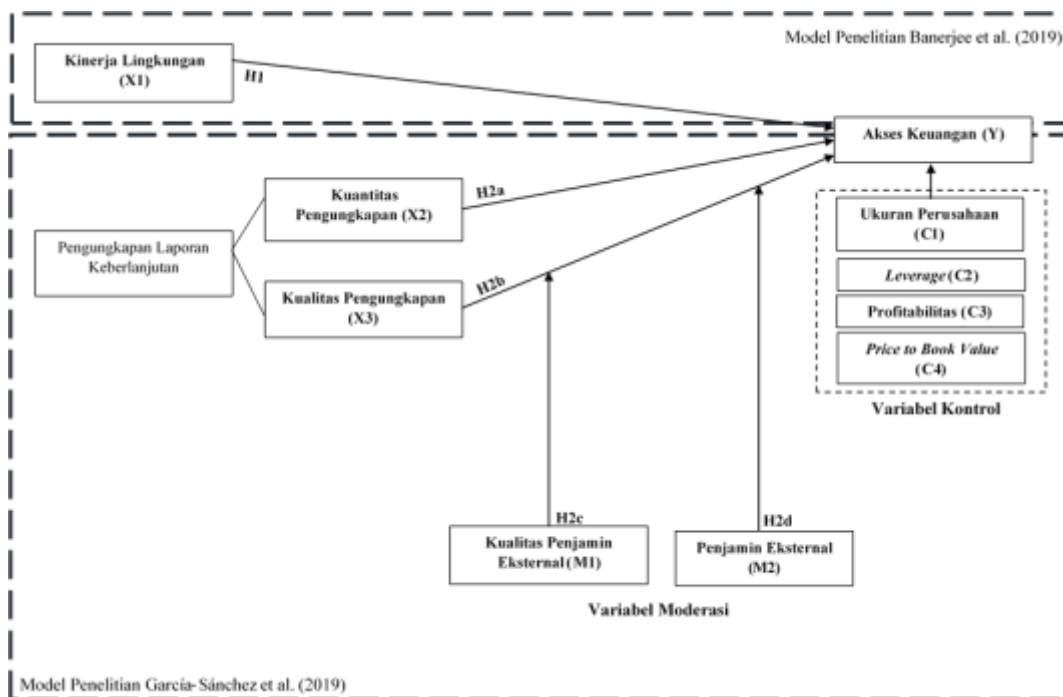
3.2.4 Variabel Kontrol

Mengacu pada penelitian Banerjee et al. (2019) dan García-Sánchez et al. (2019), beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian terdapat dalam Tabel 3.4.

Tabel 3. 4 Pengukuran Variabel Kontrol

Variabel	Elemen Pengukuran	Sumber
Ukuran Perusahaan	Ln total aset	García-Sánchez et al. (2019)
<i>Leverage</i>	Rasio total utang terhadap total ekuitas	García-Sánchez et al. (2019)
Profitabilitas	ROA	Banerjee et al. (2019)
<i>Price to Book Value</i>	Rasio harga saham terhadap <i>book value</i>	Banerjee et al. (2019)

3.3 Model Penelitian



Gambar 3. 1 Model Penelitian

Kerangka penelitian ini dikembangkan dari penelitian Banerjee et al. (2019), dan García-Sánchez et al. (2019). Penelitian Banerjee et al. (2019) meneliti hubungan antara kinerja lingkungan terhadap akses keuangan perusahaan.

Sedangkan, penelitian García-Sánchez et al. (2019) meneliti hubungan pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan.

Dari kerangka penelitian diatas, dapat dibangun 5 hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2a} : Jumlah pengungkapan informasi yang lebih tinggi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2b} : Kualitas pengungkapan yang lebih tinggi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2c} : Jaminan eksternal terhadap laporan keberlanjutan semakin memperkuat pengaruh positif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan.

H_{2d} : Kualitas jaminan yang lebih tinggi pada laporan keberlanjutan semakin memperkuat pengaruh positif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan.

3.4 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan alat analisis Stata untuk membantu pengolahan data penelitian yang berbentuk data panel dinamis tidak seimbang (*unbalanced panel data*).

3.4.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif merupakan analisis yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah dikumpulkan dalam suatu penelitian. Dalam penelitian ini, analisis deskriptif dilakukan untuk memberikan penjelasan mengenai variabel-variabel yang akan diuji dalam penelitian. Menurut Ghazali (2011), analisis statistik deskriptif yang digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data adalah nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum.

- a. *Mean* memberikan informasi terkait nilai rata-rata dari sebaran data pada variabel penelitian. *Mean* bertujuan untuk mengetahui karakteristik dari kelompok data dengan membagi keseluruhan data terhadap jumlah data.
- b. Standar deviasi merupakan suatu nilai yang menunjukkan keheterogenan data yang sedang diteliti dalam suatu penelitian. Semakin besar nilai standar deviasi, maka menunjukkan semakin besar tingkat variasi data.

- c. Nilai maksimum merupakan nilai tertinggi dalam suatu sampel yang diteliti.
- d. Nilai minimum merupakan nilai terendah dalam suatu sampel yang diteliti.

3.4.2 Metode Panel Dinamis GMM (*Generalized Method of Moments*)

Metode data panel dinamis merupakan suatu model yang terdapat hubungan dinamis, ditandai dengan adanya *lag* variabel dependen diantara variabel independen (Baltagi, 2005). Model dalam penelitian ini menunjukkan adanya *lag* variabel dependen diantara variabel independen, yaitu variabel akses keuangan satu tahun sebelumnya (L1.KZ), sehingga penelitian ini menggunakan data panel dinamis. Metode analisis yang tepat digunakan untuk data panel dinamis adalah metode *Generalized Method of Moments* (GMM). Metode GMM dapat menghilangkan bias dan mendapatkan hasil yang lebih konsisten (Arellano, M., & Bond, 1991). Metode GMM yang digunakan dalam penelitian ini adalah *two-step system* GMM. Metode *two-step system* GMM mengestimasi sistem persamaan baik pada *first-differenced* maupun pada level, dimana instrumen yang digunakan pada level adalah seri dari *lag first differenced* dan akan menghasilkan taksiran yang efisien (Blundell, R., & Bond, 1998). Metode ini menjadi tepat dipilih sebagaimana kecilnya jumlah tahun amatan dalam penelitian. Metode *two-step system* GMM dapat digunakan untuk melihat pengaruh baik secara parsial ataupun simultan antara variabel independen, moderasi, dan kontrol terhadap variabel dependen.

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh hubungan antara variabel Kinerja Lingkungan (X1), Kuantitas Pengungkapan (X2), dan Kualitas Pengungkapan (X3) terhadap Akses Keuangan (Y). Selain itu, penelitian ini juga menguji apakah Penjamin Eksternal (M1) dan Kualitas Penjamin laporan (M2) mempunyai pengaruh terhadap hubungan Kualitas Pengungkapan (X3) terhadap Akses Keuangan (Y). Berikut merupakan persamaan regresi model GMM yang digunakan dalam penelitian ini:

Persamaan Regresi Model I

$$KZ_{i,t} = \alpha + \beta_1 KZ_{i,t-1} + \beta_2 EP_{i,t} + \beta_3 SRDI_{i,t} + \beta_4 SRQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 PTBV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Persamaan Regresi Model II

$$\begin{aligned} KZ_{i,t} = & \alpha + \beta_1 KZ_{i,t-1} + \beta_2 EP_{i,t} + \beta_3 SRDI_{i,t} + \beta_4 SRQ_{i,t} + \beta_5 EA_{i,t} \\ & + \beta_6 SRQ_{i,t} * EA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} \\ & + \beta_{10} PTBV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Persamaan Regresi Model III

$$\begin{aligned} KZ_{i,t} = & \alpha + \beta_1 KZ_{i,t-1} + \beta_2 EP_{i,t} + \beta_3 SRDI_{i,t} + \beta_4 SRQ_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} \\ & + \beta_6 SRQ_{i,t} * AQ_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} \\ & + \beta_{10} PTBV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Keterangan:

α	= Konstanta
β_n	= Koefisien variabel independen/moderasi/kontrol
KZ	= Indeks KZ (Y)
EP	= Kinerja lingkungan (X1)
SRDI	= Kuantitas pengungkapan laporan (X2)
SRQ	= Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan (X3)
EA	= Penjamin eksternal laporan keberlanjutan (M1)
AO	= Kualitas <i>assurance</i> (M2)
SRQ* EA	= <i>Assurance</i> sebagai variabel moderasi
SRQ* AQ	= Kualitas <i>assurance</i> sebagai variabel moderasi
SIZE	= Ukuran perusahaan (C1)
LEV	= Total utang/total ekuitas (C2)
ROA	= <i>Return on Asset</i> (C3)
PTBV	= <i>Price to Book Value</i> (C4)
ε_t	= <i>Error term</i>

Model regresi I digunakan untuk menguji pengaruh ketiga variabel independen terhadap variabel dependen tanpa memasukkan variabel pemoderasi. Model regresi II menambahkan variabel penjamin eksternal (M1) sebagai variabel moderasi ke dalam uji penelitian. Sedangkan model regresi III menambahkan variabel kualitas penjamin (M2) sebagai variabel moderasi ke dalam uji penelitian. Uji interaksi digunakan untuk menguji pengaruh variabel pemoderasi. Regresi panel dinamis GMM tidak menggunakan uji asumsi klasik. Akan tetapi, menggunakan uji ketidakbiasan, validitas, dan konsistensi (Firdaus, 2011).

3.4.3 Uji Ketidakbiasan GMM (*Generalized Method of Moments*)

Uji ketidakbiasan merupakan uji yang digunakan untuk ada tidaknya kesalahan sistematis dalam proses pengukuran yang secara berbeda memengaruhi nilai kelompok yang diidentifikasi. Pada model estimasi GMM, uji ketidakbiasan GMM dilakukan dengan pemeriksaan kekontinuitas dimana estimasi GMM yang tidak bias harus berada di antara estimator *fixed effect model* dan *pooled least squares* (Verbeek, 2008). Estimator dari *pooled least squares* bersifat *biased upwards* dan estimator dari *fixed effect model* bersifat *biased downward*. Uji ketidakbiasan estimator GMM dilakukan dengan membandingkan hasil koefisien lag variabel dependen, yaitu akses keuangan (KZ), pada model *generalized method of moments* (GMM), *fixed effect model* (FEM), dan *pooled least squares* (PLS).

3.4.4 Uji Validitas GMM (*Generalized Method of Moments*)

Uji validitas merupakan uji yang digunakan untuk menunjukkan sejauh mana alat ukur yang digunakan dalam suatu mengukur apa yang diukur. Uji validitas menguji kevalidan instrumen pengujian tambahan yang diestimasi (kondisi *overidentifying restrictions*). Dalam penelitian ini digunakan uji Sargan/Hansen untuk menguji validitas GMM. Hipotesis untuk uji Sargan/Hansen adalah sebagai berikut:

H_0 : Jumlah variabel instrumen yang melebihi jumlah parameter diduga dalam model adalah valid.

H_1 : Jumlah variabel instrumen yang melebihi jumlah parameter diduga dalam model adalah tidak valid.

Apabila nilai probabilitas *chi-square* dibawah tingkat signifikansi, yakni 0,05, maka H_0 ditolak dan sebaliknya.

3.4.5 Uji Konsistensi GMM (*Generalized Method of Moments*)

Uji konsistensi GMM dapat dilakukan dengan dengan melakukan uji signifikansi statistik m_1 dan m_2 . Sifat konsistensi dari estimator yang diperoleh dapat diperiksa dari statistik Arellano-Bond m_1 dan m_2 . Estimator akan konsisten apabila nilai probabilitas statistic (*p-value*) m_1 menunjukkan hipotesis nol ditolak (nilai *p-value* dibawah tingkat signifikansi 0,05) dan m_2 menunjukkan hipotesis nol tidak ditolak (nilai *p-value* diatas tingkat signifikansi 0,05).

3.5 Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan pengaruh moderasi terhadap hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

3.5.1 Uji F (Simultan)

Dalam penelitian ini, uji F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen, moderasi, interaksi, dan kontrol yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Kriteria pengujian yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. Bila probabilitas (*p-value*) $< 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Artinya, variabel-variabel tersebut secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.
2. Bila probabilitas (*p-value*) $> 0,05$, maka H_1 ditolak dan H_0 diterima. Artinya, variabel-variabel tersebut secara simultan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.2 Uji t (Uji Parsial)

Dalam penelitian ini, uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen, yaitu pengaruh masing-masing variabel independen yang terdiri atas Kinerja Lingkungan (X1), Kuantitas Pengungkapan (X2), dan Kualitas Pengungkapan (X3) terhadap Akses Keuangan (Y). Kriteria pengujian yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. Bila probabilitas (*p-value*) $< 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Artinya, variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.
2. Bila probabilitas (*p-value*) $> 0,05$, maka H_1 ditolak dan H_0 diterima. Artinya, variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai analisis dan pembahasan hasil olah data yang telah dilakukan dalam penelitian. Pembahasan didasarkan pada landasan teori yang digunakan dalam penelitian dan berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

4.1 Analisis Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data berupa data panel, yakni gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Data yang digunakan adalah data perusahaan sektor utama (pertanian dan pertambangan) dan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2018 dan memenuhi kriteria sampel, serta menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode 2013-2018. Tabel 4.1 menunjukkan deskripsi data yang digunakan dalam penelitian. Data diolah dengan menggunakan *software* Stata.

Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Frekuensi	Persentase (%)
EP	1	0
	2	9,32
	3	73,30
	4	13,85
	5	3,53
EA	0	95,97
	1	4,03

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SRDI	397	0,066	0,169	0	0,912
SRQ	397	9,382	21,943	0	75
AQ	397	0,035	0,174	0	0,928
SRQ*EA	397	2,581	12,981	0	75
SRQ*AQ	397	2,290	11,557	0	69,642
SIZE	397	29,405	1,423	26,637	32,473
LEV	397	1,369	4,317	-30,638	70,831
ROA	397	0,117	0,912	-0,243	17,966

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PTBV	397	3,354	8,285	-1,398	82,444
KZ	397	0,158	3,323	-22,504	6,046

Sumber: Hasil Output Stata

Berdasarkan Tabel 4.1, nilai frekuensi terbesar kinerja lingkungan perusahaan sampel (EP) sebagai variabel independen berskala ordinal adalah 3. Nilai kinerja lingkungan yang diukur dengan peringkat PROPER menunjukkan bahwa 73,30% perusahaan sampel telah melakukan upaya pengelolaan lingkungan sesuai ketentuan atau perundang-undangan yang berlaku. Dalam penelitian ini, kinerja lingkungan memiliki nilai terendah 2 dan nilai tertinggi 5. Nilai kinerja lingkungan terendah dalam pengamatan adalah nilai merah yang menunjukkan pengelolaan lingkungan belum dilakukan oleh perusahaan. Nilai terendah dimiliki oleh PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk (CEKA), PT Goodyear Indonesia Tbk (GDYR), PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN), PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk (JPFA), PT Kalbe Farma Tbk (KLBF), PT Malindo Feedmill Tbk (MAIN), Prasidha Aneka Niaga Tbk (PSDN), Merck Sharp Dohme Pharma Tbk (SCPI), Siantar Top Tbk (STTP), HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Timah Tbk (TINS), Tirta Mahakam Resources Tbk (TIRT), Surya Toto Indonesia Tbk (TOTO), Bakrie Sumatera Plantation (UNSP), PT Akasha Wira International Tbk (ADES), PT Chitose Internasional Tbk (CINT), PT Lotte Chemical Titan Tbk (FPNI), Gunawan Dianjaya Steel Tbk (GDST), Pania Asia Indo Resources Tbk (HDTX), Indal Aluminium Industry Tbk (INAI), KMI Wire and Cable Tbk (KBLI), Kabelindo Murni Tbk (KBLM), Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI), Martina Berto Tbk (MBTO), Mustika Ratu Tbk (MRAT), Mayora Indah Tbk (MYOR), PT Sri Rejeki Isman Tbk (SRIL), Tifico Fiber Indonesia Tbk (TFCO), dan Unggul Indah Cahaya Tbk (UNIC). Sedangkan, PT Bukit Asam Tbk (PTBA) secara konsisten memiliki nilai kinerja lingkungan tertinggi selama periode 2013-2017, PT Medco Energi Internasional Tbk (MEDC) memiliki nilai kinerja lingkungan tertinggi pada periode 2014-2018, PT Solusi Bangun Indonesia Tbk (SMCB) pada periode 2014-2015, dan PT Semen Indonesia Tbk (SMGR) pada tahun 2013.

Kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRDI) sebagai variabel independen memiliki rata-rata 0,066 dan nilai standar deviasi 0,169. Nilai standar

deviasi menunjukkan nilai lebih besar dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Kuantitas pengungkapan laporan memiliki nilai tertinggi 0,912 dan nilai terendah 0. Nilai terendah dalam kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan (nilai nol) menunjukkan bahwa perusahaan sampel dalam pengamatan belum melaporkan laporan keberlanjutan secara terpisah. Lebih dari 83% jumlah pengamatan memiliki nilai terendah. Nilai ini menunjukkan masih banyak perusahaan yang belum melaporkan laporan keberlanjutan secara terpisah dan berkala (*annually*). Sedangkan nilai tertinggi dimiliki oleh PT Adaro Energi Tbk (ADRO) pada tahun 2013.

Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRQ) sebagai variabel independen memiliki rata-rata 9,382 dan nilai standar deviasi 21,943. Nilai standar deviasi ini lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan data memiliki persebaran yang kurang baik. Nilai rata-rata dalam kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan tidak representatif terhadap keseluruhan data. Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan memiliki nilai tertinggi 75 dan nilai terendah nol. Nilai terendah menunjukkan perusahaan belum mengungkapkan laporan keberlanjutan. Lebih dari 83% perusahaan belum mengungkapkan laporan keberlanjutan secara terpisah. Sedangkan nilai tertinggi selama periode 2013-2018 secara konsisten dimiliki oleh PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) dan Vale Indonesia Tbk (INCO). Sementara, PT Adaro Energi Tbk (ADRO) dan PT Bukit Asam Tbk (PTBA) memiliki nilai kualitas tertinggi pada tahun 2013, Indocement Tunggal Prakarsa Tbk (INTP) pada tahun 2014, Unilever Indonesia Tbk (UNVR) dan JAPFA Comfeed Indonesia Tbk (JPFA) memiliki nilai kualitas tertinggi pada tahun 2018, PP London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP), Salim Ivomas Pratama Tbk (SIMP), dan PT Timah Tbk (TINS) pada tahun 2017-2018, dan Semen Indonesia Tbk (SMGR) pada tahun 2013-2014.

Penjamin eksternal laporan sebagai variabel *dummy* moderasi memiliki nilai tertinggi 1 dan nilai terendah 0. Nilai terendah (nilai nol) menunjukkan perusahaan tidak menggunakan penjamin eksternal laporan keberlanjutan dan sebaliknya. Berdasarkan Tabel 4.1, sebesar 95,97% dari perusahaan sampel tidak menggunakan penjamin eksternal laporan keberlanjutan. Perusahaan sampel yang telah mengungkapkan laporan keberlanjutan dan telah menggunakan penjamin eksternal

laporan keberlanjutan diantaranya adalah PT Aneka Tambang Tbk (ANTM), Vale Indonesia Tbk (INCO), PT Bukit Asam Tbk (PTBA), PT Solusi Bangun Indonesia Tbk (SMCB) dan Unilever Indonesia Tbk (UNVR).

Kualitas penjamin eksternal sebagai variabel moderasi memiliki rata-rata 0,035 dan standar deviasi 0,174. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Nilai rata-rata dalam kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan tidak representatif terhadap keseluruhan data. Kualitas penjamin eksternal memiliki nilai tertinggi 0,928 dan nilai terendah 0. Nilai terendah (nilai nol) menunjukkan perusahaan tidak menggunakan penjamin eksternal laporan keberlanjutan. Sementara, nilai tertinggi menunjukkan perusahaan menggunakan penjamin eksternal dengan kualitas penjamin eksternal yang baik. Nilai tertinggi dimiliki oleh Vale Indonesia Tbk (INCO) pada tahun 2016 hingga 2017.

Interaksi kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dan penjamin eksternal laporan memiliki nilai rata-rata 2,581 dan standar deviasi 12,981, dengan nilai terendah 0 dan nilai tertinggi 75. Sementara, interaksi kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dan kualitas penjamin eksternal laporan memiliki rata-rata 2,290 dan standar deviasi 11,557, dengan nilai terendah 0 dan nilai tertinggi 69,642. Nilai standar deviasi jauh lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa nilai rata-rata tidak representatif terhadap keseluruhan data.

Ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol memiliki nilai rata-rata sebesar 29,405 dan standar deviasi 1,423. Nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang baik. Ukuran perusahaan memiliki nilai terendah 26,637 dan nilai tertinggi 32,473. Nilai terendah dimiliki oleh PT Chitose Internasional Tbk (CINT). Sementara, nilai tertinggi dimiliki oleh Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (INKP).

Rasio total utang terhadap total ekuitas (LEV) sebagai variabel kontrol memiliki nilai rata-rata sebesar 1,369 dan standar deviasi 4,317. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Rasio total utang terhadap total ekuitas memiliki nilai terendah -30,638 dan nilai tertinggi 70,831. Nilai terendah bernilai negatif menunjukkan nilai utang perusahaan lebih besar daripada nilai asetnya. Nilai

terendah dimiliki oleh Bakrie Sumatera Plantation (UNSP) pada tahun 2017. Sementara, nilai tertinggi dimiliki oleh Merck Sharp Dohme Pharma Tbk (SCPI) pada tahun 2013.

Profitabilitas (ROA) sebagai variabel kontrol memiliki nilai rata-rata sebesar 0,117 dan standar deviasi 0,912. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Profitabilitas memiliki nilai terendah -0,243 dan nilai tertinggi 17,966. Nilai terendah bernilai negatif menunjukkan perusahaan mengalami kerugian. Nilai terendah dimiliki Mustika Ratu Tbk (MRAT) oleh pada tahun 2018. Sementara, nilai tertinggi dimiliki oleh Delta Djakarta Tbk (DLTA) pada tahun 2018.

Rasio harga terhadap nilai buku sebagai variabel kontrol (PTBV) memiliki rata-rata 3,354 dan standar deviasi 8,285. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Rasio harga terhadap nilai buku memiliki nilai terendah -1,398 dan nilai tertinggi 82,444. Nilai terendah bernilai negatif sebagai akibat nilai ekuitas yang negatif (cenderung mengalami kerugian). Nilai terendah dimiliki oleh Argo Pantes Tbk (ARGO) pada tahun 2014. Sementara, nilai tertinggi dimiliki oleh Unilever Indonesia Tbk (UNVR) pada tahun 2017. Semakin tinggi nilai rasio harga terhadap nilai buku menunjukkan semakin mahal saham dinilai oleh pasar.

Akses keuangan (KZ) sebagai variabel dependen memiliki rata-rata 0,158 dan standar deviasi sebesar 3,323. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata, sehingga mengindikasikan bahwa data memiliki persebaran yang kurang baik. Nilai rata-rata tidak representatif terhadap keseluruhan data. Akses keuangan memiliki nilai terendah -22,504 dan nilai tertinggi 6,046. Semakin rendah nilai menunjukkan akses keuangan perusahaan yang lebih baik. Nilai terendah dimiliki oleh Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) pada tahun 2014. Sementara, nilai tertinggi dimiliki oleh Argo Pantes Tbk (ARGO) pada tahun 2017.

4.2 Analisis Model

Pada sub bab ini akan membahas mengenai model dan uji model yang akan digunakan dalam penelitian.

4.2.1 Identifikasi Hasil Regresi Panel Dinamis *Generalized Method of Moment* (GMM)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh hubungan antara variabel kinerja lingkungan (X1), kuantitas pengungkapan (X2), dan kualitas pengungkapan (X3) terhadap akses keuangan (Y). Selain itu, penelitian ini juga menguji apakah penjamin eksternal (M1) dan kualitas penjamin laporan (M2) mempunyai pengaruh terhadap hubungan kualitas pengungkapan (X3) terhadap akses keuangan (Y). Penelitian ini menggunakan tiga model penelitian dengan metode *Generalized Method of Moment* (GMM) sebagai alat ukur dinamis. Model 1 menguji pengaruh kinerja lingkungan (X1), kuantitas pengungkapan (X2), dan kualitas pengungkapan (X3) terhadap akses keuangan (Y). Sedangkan, model 2 dan model 3 menguji pengaruh penjamin eksternal (M1) dan kualitas penjamin laporan (M2) sebagai variabel moderasi pengaruh kualitas pengungkapan (X3) terhadap akses keuangan (Y). Tabel 4.2 menunjukkan hasil regresi panel dinamis *Generalized Method of Moment* (GMM) menggunakan *software* Stata.

Tabel 4. 2 Hasil Regresi Panel Dinamis GMM

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3
Konstanta	2,292	2,601***	1,670
L1.KZ	0,178***	0,591***	0,324***
EP	-0,337***	-0,030	-0,190***
SRDI	-4,883***	-3,853***	-4,437***
SRQ	0,017***	0,014***	0,012***
EA		0,214	
AQ			-1,086
SRQEA		0,013*	
SRQAQ			0,042***
SIZE	-0,010	-0,066**	-0,011
LEV	0,071***	0,033***	0,063***
ROA	-0,178***	-0,169***	-0,149***
PTBV	-0,187***	-0,093***	-0,145***
Prob > F	0,000	0,000	0,000

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

4.2.2 Uji Ketidakbiasan GMM

Model GMM terbaik jika memenuhi beberapa kriteria, salah satunya adalah estimator tidak bias. Uji ketidakbiasan estimator GMM dilakukan dengan membandingkan hasil koefisien *lag* variabel dependen, yaitu akses keuangan, metode *generalized method of moments* (GMM), *fixed effect model* (FEM), dan *pooled least squares* (PLS). Estimasi GMM dikatakan tidak bias apabila nilai koefisien GMM berada di antara koefisien estimator *fixed effect model* dan *pooled least squares*. Tabel dibawah ini merupakan hasil uji ketidakbiasan model dinamis penelitian.

Tabel 4. 3 Hasil Uji Ketidakbiasan GMM

	Model 1	Model 2	Model 3
GMM L1. KZ	0,178***	0,591***	0,324***
PLS L1.KZ	0,797***	0,789***	0,789***
FEM L1.KZ	0,080	0,079	0,079

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Berdasarkan Tabel 4.3, nilai koefisien *lag* variabel akses keuangan model 1 dengan metode *generalized method of moments* (GMM) adalah 0,178. Sementara, nilai koefisien dengan metode *fixed effect model* (FEM) adalah 0,080 dan nilai koefisien dengan metode *pooled least squares* (PLS) adalah 0,797. Nilai koefisien *lag* variabel dependen dengan metode *generalized method of moments* (GMM) berada di antara koefisien estimator FEM dan PLS yang menandakan bahwa model 1 tidak bias.

Nilai koefisien *lag* variabel akses keuangan model 2 dengan metode *generalized method of moments* (GMM) adalah 0,591. Sementara, nilai koefisien dengan metode *fixed effect model* (FEM) adalah 0,079 dan nilai koefisien dengan metode *pooled least squares* (PLS) adalah 0,789. Nilai koefisien *lag* variabel dependen dengan metode *generalized method of moments* (GMM) berada di antara koefisien estimator FEM dan PLS yang menandakan bahwa model 2 tidak bias.

Nilai koefisien *lag* variabel akses keuangan model 3 dengan metode *generalized method of moments* (GMM) adalah 0,324. Sementara, nilai koefisien

dengan metode *fixed effect model* (FEM) adalah 0,079 dan nilai koefisien dengan metode *pooled least squares* (PLS) adalah 0,789. Nilai koefisien *lag* variabel dependen dengan metode *generalized method of moments* (GMM) berada di antara koefisien estimator FEM dan PLS yang menandakan bahwa model 3 tidak bias.

4.2.3 Uji Validitas GMM

Uji Sargan-Hansen dilakukan untuk mengetahui validitas penggunaan variabel instrumen yang jumlahnya melebihi jumlah parameter yang diestimasi (*overidentifying restriction*). Tabel dibawah ini merupakan hasil uji validitas model dinamis penelitian. Instrumen akan valid apabila pada uji Sargan-Hansen gagal menolak hipotesis nol (H_0).

Tabel 4. 4 Hasil Uji Validitas GMM

Prob > chi2	Model 1	Model 2	Model 3
Sargan-Hansen	0,352	0,790	0,842

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Model 1 menguji pengaruh kinerja lingkungan, kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan, dan kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Berdasarkan Tabel 4.4, dapat diketahui bahwa hasil uji Sargan-Hansen yang telah dilakukan terhadap model 1 memiliki nilai probabilitas ($\text{Prob} > \chi^2$) 0,352, dimana nilai ini lebih dari tingkat signifikansi (0,05) sehingga gagal menolak H_0 . Nilai probabilitas ini menandakan bahwa jumlah variabel instrumen yang melebihi jumlah parameter diduga dalam model adalah valid.

Model 2 menambahkan penjamin eksternal laporan keberlanjutan sebagai variabel moderasi terhadap kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dan akses keuangan perusahaan. Berdasarkan Tabel 4.4, dapat diketahui bahwa hasil uji Sargan-Hansen yang telah dilakukan terhadap model 2 memiliki nilai probabilitas ($\text{Prob} > \chi^2$) 0,790, dimana nilai ini lebih dari tingkat signifikansi (0,05) sehingga gagal menolak H_0 . Nilai probabilitas ini menandakan bahwa jumlah variabel instrumen yang melebihi jumlah parameter diduga dalam model adalah valid.

Model 3 menambahkan kualitas penjamin eksternal laporan keberlanjutan sebagai variabel moderasi terhadap kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dan akses keuangan perusahaan. Berdasarkan Tabel 4.4, dapat diketahui bahwa

hasil uji Sargan-Hansen yang telah dilakukan terhadap model 3 memiliki nilai probabilitas ($\text{Prob} > \chi^2$) 0,842, dimana nilai ini lebih dari tingkat signifikansi (0,05) sehingga gagal menolak H_0 . Nilai probabilitas ini menandakan bahwa jumlah variabel instrumen yang melebihi jumlah parameter diduga dalam model adalah valid.

4.2.4 Uji Konsistensi GMM

Uji konsistensi GMM dapat dilakukan dengan dengan melakukan uji signifikansi statistik m_1 dan m_2 . Penelitian ini menggunakan uji Arellano-Bond untuk menguji konsistensi estimasi. Estimator dinyatakan konsisten apabila nilai probabilitas statistik (*p-value*) m_1 menunjukkan nilai *p-value* dibawah tingkat signifikansi 5% dan m_2 menunjukkan nilai *p-value* diatas tingkat signifikansi 5%. Tabel dibawah ini merupakan hasil uji konsistensi model dinamis penelitian.

Tabel 4. 5 Hasil Uji Konsistensi GMM

	Model 1	Model 2	Model 3
AR1	-2,10**	-2,02**	-2,16**
AR2	0,24	1,58	0,85

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Berdasarkan Tabel 4.5, statistik Arellano-Bond m_1 yang dihasilkan pada model 1 adalah sebesar -2,10 yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan statistik Arellano-Bond m_2 yang dihasilkan adalah sebesar 0,24 yang tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, estimator dalam model 1 dinyatakan konsisten.

Statistik Arellano-Bond m_1 yang dihasilkan pada model 2 adalah -2,02 yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan statistik Arellano-Bond m_2 yang dihasilkan adalah sebesar 1,58 yang tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, estimator dalam model 2 dinyatakan konsisten.

Statistik Arellano-Bond m_1 yang dihasilkan pada model 3 adalah -2,16 yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan statistik Arellano-Bond m_2 yang dihasilkan adalah sebesar 0,85 yang tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, estimator dalam model 3 dinyatakan konsisten.

4.3 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil uji ketidakbiasan, validitas, dan konsistensi pada ketiga model dalam penelitian, ditemukan bahwa model tidak bias, valid, dan memiliki konsistensi dengan taraf signifikansi 5%. Hasil uji tersebut menunjukkan model regresi panel dinamis GMM merupakan model yang tepat dan terbaik. Selanjutnya, dilakukan pengujian hipotesis berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan pengaruh moderasi terhadap hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian ini menggunakan uji hipotesis simulta dan uji parsial.

4.3.1 Uji F (Simultan)

Uji statistik F merupakan suatu uji guna mengetahui pengaruh variabel independen, moderasi, dan kontrol secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Berdasarkan Tabel 4.6, nilai dari probabilitas F pada ketiga model penelitian adalah sebesar 0,000. F statistik memiliki nilai probabilitas lebih kecil dari nilai alpha (0,05), artinya ketiga model ini signifikan. Dengan demikian, secara bersama-sama variabel independen, moderasi, dan kontrol dalam model dapat digunakan untuk memprediksi akses keuangan perusahaan.

Tabel 4. 6 Hasil Uji F (Simultan)

	Model 1	Model 2	Model 3
Prob > F	0,000	0,000	0,000

Sumber: Hasil Output Stata

4.3.2 Uji t (Parsial)

Uji t merupakan suatu uji guna mengetahui hubungan variabel variabel independen, moderasi, dan kontrol terhadap variabel dependen. Tabel 4.7, 4.8, dan 4,9 menunjukkan hasil pengujian uji t terhadap ketiga model dalam penelitian. Tabel 4.7 merupakan hasil regresi data panel dinamis GMM guna menguji pengaruh kinerja lingkungan, kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan, kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur periode 2013-2018.

Tabel 4. 7 Hasil Uji-t Model 1

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas
L.1 KZ	0,178	0,010	17,79	0,000***
EP	-0,337	0,076	-4,41	0,000***
SRDI	-4,883	0,326	-14,96	0,000***
SRQ	0,017	0,002	6,21	0,000***
SIZE	-0,010	0,042	-0,24	0,813
LEV	0,071	0,019	3,61	0,001***
ROA	-0,178	0,008	-21,02	0,000***
PTBV	-0,187	0,011	-17,00	0,000***
Konstanta	2,292	1,164	1,97	0,053**

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.7 dapat ditarik kesimpulan terkait dengan signifikansi dari variabel independen dan kontrol yang digunakan dalam model 1, sebagai berikut:

1. Variabel *lag* akses keuangan (L.1 KZ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel *lag* dependen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,000 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.
2. Variabel kinerja lingkungan (EP) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kinerja lingkungan ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,000 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.
3. Variabel kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRDI) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

4. Variabel kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRQ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
5. Ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Akan tetapi, variabel ini tidak memiliki signifikansi. Hal tersebut didasarkan pada nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,813, sehingga variabel kontrol ini tidak signifikan terhadap variabel dependen.
6. Variabel rasio utang terhadap ekuitas (LEV) sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,001 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.
7. Profitabilitas (ROA) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
8. Rasio harga terhadap nilai buku (PTBV) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

Tabel 4. 8 Hasil Uji-t Model 2

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas
L.1 KZ	0,591	0,009	60,81	0,000***
EP	-0,030	0,058	-0,51	0,609
SRDI	-3,853	0,526	-7,32	0,000***
SRQ	0,014	0,002	6,05	0,000***
EA	0,214	0,444	0,48	0,630
SRQ*EA	0,013	0,007	1,70	0,093*
SIZE	-0,066	0,030	-2,14	0,036**
LEV	0,033	0,012	2,65	0,010**
ROA	-0,169	0,032	-5,25	0,000***
PTBV	-0,093	0,003	-27,02	0,000***
Konstanta	2,601	0,812	3,20	0,002***

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.8 dapat ditarik kesimpulan terkait dengan signifikansi dari variabel independen, moderasi, interaksi, dan kontrol yang digunakan dalam model 2, sebagai berikut:

1. Variabel *lag* akses keuangan (L.1 KZ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel *lag* dependen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,000 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.
2. Variabel kinerja lingkungan (EP) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Akan tetapi, ditinjau dari signifikansi, nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,609, sehingga variabel kinerja lingkungan tidak signifikan terhadap variabel dependen.
3. Variabel kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRDI) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen

ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

4. Variabel kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRQ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
5. Penjamin eksternal laporan keberlanjutan (EA) sebagai variabel moderasi berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Akan tetapi, penjamin eksternal sebagai variabel moderasi tidak memiliki signifikansi. Hal tersebut didasarkan pada nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,578, sehingga variabel moderasi ini tidak signifikan terhadap variabel dependen.
6. Variabel interaksi kualitas pengungkapan dan penjamin eksternal laporan (SRQ*EA) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel interaksi ini memberikan pengaruh negatif bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 10% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,1.
7. Ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 5% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,05.
8. Variabel rasio utang terhadap ekuitas (LEV) sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 5% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,010 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,05.
9. Profitabilitas (ROA) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai

negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

10. Rasio harga terhadap nilai buku (PTBV) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

Tabel 4. 9 Hasil Uji-t Model 3

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas
L.1 KZ	0,324	0,009	32,58	0,000***
EP	-0,190	0,071	-2,67	0,009***
SRDI	-4,437	0,623	-7,11	0,000***
SRQ	0,012	0,002	4,62	0,000***
AQ	-1,086	1,110	-0,98	0,331
SRQ*AQ	0,042	0,015	2,78	0,007***
SIZE	-0,011	0,049	-0,23	0,821
LEV	0,063	0,020	3,09	0,003***
ROA	-0,149	0,008	-18,68	0,000***
PTBV	-0,145	0,009	-14,94	0,000***
Konstanta	1,670	1,362	1,23	0,224

Sumber: Hasil Output Stata

Keterangan: * Taraf Signifikansi 10%, **Taraf Signifikansi 5%, ***Taraf Signifikansi 1%

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.9 dapat ditarik kesimpulan terkait dengan signifikansi dari variabel independen, moderasi, interaksi, dan kontrol yang digunakan dalam model 3, sebagai berikut:

1. Variabel *lag* akses keuangan (L.1 KZ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel *lag* dependen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,000 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.

2. Variabel kinerja lingkungan (EP) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,009, sehingga variabel kinerja lingkungan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
3. Variabel kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRDI) berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
4. Variabel kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan (SRQ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel independen ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
5. Kualitas penjamin eksternal laporan keberlanjutan (AQ) sebagai variabel moderasi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Akan tetapi, kualitas penjamin eksternal sebagai variabel moderasi tidak memiliki signifikansi. Hal tersebut didasarkan pada nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,331, sehingga variabel moderasi ini tidak signifikan terhadap variabel dependen.
6. Variabel interaksi kualitas pengungkapan dan kualitas penjamin eksternal laporan (SRQ*AQ) berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel interaksi ini memberikan pengaruh negatif bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
7. Ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Akan tetapi, variabel ini tidak memiliki signifikansi.

Hal tersebut didasarkan pada nilai probabilitas yang dimiliki adalah 0,821, sehingga variabel kontrol ini tidak signifikan terhadap variabel dependen.

8. Variabel rasio utang terhadap ekuitas (LEV) sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai positif. Meninjau dari signifikansi, variabel ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas adalah 0,003 dimana nilai yang dihasilkan dibawah 0,01.
9. Profitabilitas (ROA) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.
10. Rasio harga terhadap nilai buku (PTBV) sebagai variabel kontrol berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan, dibuktikan dengan koefisien hasil regresi bernilai negatif. Meninjau dari signifikansi, variabel kontrol ini memberikan pengaruh bagi akses keuangan pada taraf signifikansi 1% dilihat dari nilai probabilitas yang dihasilkan dibawah 0,01.

4.4 Pembahasan

Pada sub bab ini akan membahas mengenai analisis dan interpretasi hasil penelitian. Analisis didasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang telah dibahas.

4.4.1 Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Hasil uji regresi pada Tabel 4.7 menunjukkan variabel kinerja lingkungan dengan *proxy* peringkat PROPER berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan yang diukur dengan indeks KZ. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi peringkat kinerja lingkungan oleh perusahaan, maka semakin tinggi pula akses keuangan perusahaan. Melalui hasil ini, hipotesis pertama (H_1) diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Banerjee et al. (2019) dan Nguyen (2018). Penelitian oleh Banerjee et al. (2019) meneliti pengaruh kinerja lingkungan dengan indeks ESG sebagai variabel *proxy* terhadap akses keuangan perusahaan. Hasil penelitian oleh Banerjee et al. (2019)

menemukan bahwa kinerja lingkungan berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan. Kinerja lingkungan dapat meningkatkan hubungan dengan *stakeholder* dan profitabilitas jangka panjang. Sementara, penelitian oleh Nguyen (2018) meneliti pengaruh tingkat risiko karbon terhadap akses keuangan perusahaan menemukan bahwa kinerja lingkungan yang diukur dengan tingkat karbon menunjukkan hubungan positif terhadap akses keuangan perusahaan.

Penelitian lain oleh Yadav et. al. (2016) juga menemukan bahwa kinerja lingkungan yang diukur melalui “*green rankings*” dan dipublikasikan sebagai informasi publik berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan. Pihak eksternal, terutama investor, menangkap informasi ini sebagai informasi positif yang mengarahkan hasil positif kinerja pasar yang diukur dengan *standardized cumulative abnormal returns* (SCAR). Perusahaan dengan tingkat kinerja lingkungan yang tinggi akan direspon positif oleh investor melalui fluktuasi harga saham. Selain itu, kinerja lingkungan yang baik juga akan direspon positif oleh perbankan. Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/15/PBI/2012 dan Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 15/28/DPNP 2013 mencatat upaya pengelolaan lingkungan hidup oleh perusahaan menjadi salah satu indikator penilaian pemberian fasilitas kredit oleh perbankan. Dengan demikian, berdasarkan teori *stakeholder*, perusahaan dengan kinerja lingkungan yang baik akan lebih mudah mendapatkan fasilitas kredit oleh perbankan.

Kinerja lingkungan yang buruk menyebabkan adanya tuntutan hukum atas perusahaan. Adanya tuntutan ini dapat meningkatkan biaya hutang dan mengurangi kemampuan perusahaan dalam meningkatkan modal dan pinjaman baru (Barth, M. E., & McNichols, 1994). Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2009 mengatur tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup. Dalam undang-undang ini, mencatat Menteri, gubernur, atau bupati/walikota dapat menerapkan sanksi administratif kepada penanggung jawab usaha dan/atau kegiatan jika dalam pengawasan ditemukan pelanggaran lingkungan. Sanksi administratif dapat berupa teguran tertulis, paksaan pemerintah, pembekuan usaha, hingga pencabutan izin usaha.

Dalam kondisi adanya penjamin eksternal laporan keberlanjutan, kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Hal

ini dikarenakan adanya penjamin eksternal laporan keberlanjutan memberikan jaminan kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan. Dengan demikian, laporan keberlanjutan menjadi informasi yang dipercayai dalam melaporkan kondisi kinerja lingkungan perusahaan secara aktual. Nazari et. al. (2017) menemukan adanya korelasi positif antara tingkat pelaporan lingkungan dan kinerja lingkungan aktual oleh perusahaan.

Beberapa penelitian di Indonesia meneliti pengaruh kinerja lingkungan dengan *proxy* peringkat PROPER terhadap kinerja keuangan perusahaan. Akan tetapi, belum terdapat penelitian di Indonesia yang meneliti pengaruh kinerja lingkungan dengan *proxy* peringkat PROPER terhadap akses keuangan perusahaan yang diukur dengan indeks KZ.

4.4.2 Pengaruh Pengungkapan Laporan Keberlanjutan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa variabel kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan dan kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan berpengaruh signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Kuantitas pengungkapan berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Sebaliknya, kualitas pengungkapan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Melalui hasil ini, dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{2a} diterima, sedangkan H_{2b} ditolak.

1. Pengaruh Kuantitas Pengungkapan Laporan Keberlanjutan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Hingga saat ini, pengungkapan laporan keberlanjutan di Indonesia masih bersifat sukarela. Berdasarkan teori *stakeholder*, pengungkapan informasi keberlanjutan merupakan bagian dari dialog antara perusahaan dan para *stakeholder* (Adams, C. A., & McNicholas, 2007). Pihak *stakeholder* menginginkan adanya transparansi dan keterbukaan informasi oleh perusahaan guna mengurangi asimetri informasi. Laporan keberlanjutan menjadi media untuk berkomunikasi dengan para *stakeholder* dalam mencapai manfaat perusahaan jangka panjang. Gelos & Wei (2002) menemukan investor cenderung melakukan investasi apabila perusahaan memiliki tingkat transparansi yang tinggi. Dengan demikian, semakin banyak informasi yang diungkapkan oleh perusahaan semakin mudah bagi investor untuk

melakukan pengambilan keputusan investasi, baik informasi terkait aspek ekonomi, sosial, ataupun lingkungan (Bonilla-Priego et al., 2014; Mustikawati & Cahyonowati, 2015).

Kuantitas pengungkapan berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Anwar et. al. (2019), Cheng et.al. (2014), dan García-Sánchez et al. (2019). Penelitian oleh Anwar et. al. (2019), Cheng et.al. (2014), dan García-Sánchez et al. (2019) menguji pengaruh pengungkapan informasi keberlanjutan terhadap akses keuangan dengan memperkirakan tingkat kendala keuangan yang dihadapi oleh perusahaan diukur dengan indeks KZ. Ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa pengungkapan informasi dalam laporan keberlanjutan menarik perhatian *stakeholder* perusahaan dan perusahaan dengan informasi pengungkapan yang lebih tinggi berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Lima Crisóstomo et. al. (2011) yang menemukan bahwa pengungkapan informasi terkait informasi keberlanjutan memiliki korelasi negatif terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan profitabilitas.

2. Pengaruh Kualitas Pengungkapan Laporan Keberlanjutan Terhadap Akses Keuangan Perusahaan

Kualitas pengungkapan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian García-Sánchez et al. (2019) dan Bacho et. al. (2013). Penelitian García-Sánchez et al. (2019) menemukan pengaruh positif dan signifikan kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Sedangkan penelitian Bacho et. al. (2013) pengungkapan keberlanjutan berkualitas tinggi menunjukkan harga ekuitas yang lebih tinggi secara sistematis, baik melalui biaya modal atau efek kinerja masa depan yang diharapkan. Hasil penelitian Bacho et. al. (2013) mengindikasikan pengungkapan berkualitas tinggi berpengaruh positif terhadap akses keuangan perusahaan yang lebih baik.

Dalam penelitian ini, kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dinilai dengan menggunakan indeks pengukuran García-Sánchez et al. (2019). Indeks tersebut mengukur kualitas pengungkapan berdasarkan jumlah informasi pengungkapan tiap dimensi sesuai dengan indeks GRI G4, kelengkapan informasi

umum sesuai dengan indeks GRI G4 yang meliputi pendekatan manajemen dan terkait tata kelola perusahaan, serta ketersediaan pengungkapan informasi suplemen sektor. Dengan demikian, definisi perusahaan dengan kualitas pengungkapan yang tinggi berarti perusahaan tersebut telah mengungkapkan laporan keberlanjutan sesuai dengan prosedur GRI G4 dan memiliki kelengkapan *item* informasi. Pengukuran kualitas sebatas ada tidaknya informasi dalam laporan keberlanjutan, pengungkapan secara *partially* ataupun *fully* tidak dipertimbangkan dalam penilaian kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dalam indeks pengukuran García-Sánchez et al. (2019).

Dalam mengungkapkan informasi, terdapat dua saluran informasi, yaitu *hard information* dan *soft information* (Bertomeu, J., & Marinovic, 2015). *Hard information* berkaitan dengan informasi yang telah diverifikasi dan dapat dibuktikan kebenarannya. *Hard information* meliputi informasi mengenai tata kelola dan sistem manajemen, material, etika dan integritas, dan indikator kinerja (Ahmad & Mohamad 2013; Coulmont et. al., 2013). Sementara, *soft information* berkaitan dengan informasi perkiraan, pernyataan tidak diaudit, dan siaran pers. *Soft information* meliputi informasi mengenai visi dan strategi perusahaan, profil perusahaan, dan informasi *stakeholder engagement* (Ahmad & Mohamad 2013; Coulmont et. al., 2013). Perusahaan perlu menyeimbangkan penggunaan informasi *hard* dan *soft* dalam pengungkapan untuk memberikan pandangan risiko pengguna informasi, dalam hal ini investor dan kreditor, menjadi lebih jelas. Ong et. al. (2016) menemukan bahwa perusahaan melaporkan lebih banyak item pengungkapan *soft* daripada *hard*. Selain itu, juga perusahaan cenderung lebih memilih untuk melaporkan sebagian besar informasi keberlanjutan dalam aspek ekonomi daripada aspek sosial dan lingkungan dari keberlanjutan.

Adanya pengaruh negatif dan signifikan kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan dalam penelitian ini disebabkan oleh sektor perusahaan yang digunakan dalam penelitian. Sektor utama dan manufaktur merupakan sektor yang seringkali terkait langsung dengan lingkungan. Grougiou et. al. (2016) mengklasifikasikan kedua sektor tersebut sebagai sektor “*sin*”. Sektor “*sin*” didefinisikan sebagai sektor yang distigmatisasi karena persepsi yang kuat bahwa kegiatan operasional inti menyimpang dari standar perilaku organisasi yang

didukung luas. Untuk meminimalkan stigma negatif ini, pengungkapan secara objektif dilakukan oleh perusahaan dalam kedua sektor tersebut baik pengungkapan informasi *soft* ataupun informasi *hard*. Clarkson (2011) menemukan fakta bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat pencemaran yang lebih tinggi atau kinerja lingkungan yang lebih buruk membuat pengungkapan lingkungan menjadi lebih objektif dan dapat diverifikasi kebenarannya, juga dapat memberikan dorongan untuk peningkatan standar. Dengan demikian, kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan dapat berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan.

Salah satu cara untuk meningkatkan keandalan dan kredibilitas informasi dalam laporan keberlanjutan adalah dengan menggunakan penjamin eksternal laporan keberlanjutan. Berdasarkan Tabel 4.8, penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Sebagai variabel moderasi, penjamin eksternal melemahkan pengaruh negatif kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Penggunaan penjamin eksternal laporan menjadikan pengaruh kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan terarah positif dan interaksi ini signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Melalui hasil ini, dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{2c} ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian García-Sánchez et al. (2019) yang menemukan bahwa penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan dapat memoderasi hubungan semakin positif antara kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Penelitian oleh Simnett et. al. (2009) juga menemukan bahwa penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan meningkatkan kredibilitas laporan dan membangun reputasi perusahaan. Penjamin eksternal laporan keberlanjutan menjadi penting untuk mengurangi asimetri informasi, baik dengan investor ataupun dengan kreditor. Oleh karena penggunaan penjamin eksternal dipengaruhi oleh adanya pengungkapan laporan dan jenis industri perusahaan (Cho et al., 2014), penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan penting untuk perusahaan dalam sektor “*sin*” yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan.

Berdasarkan Tabel 4.9, kualitas penjamin eksternal laporan keberlanjutan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap akses keuangan perusahaan.

Sebagai variabel moderasi, secara signifikan, kualitas penjamin eksternal memperkuat pengaruh negatif kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Melalui hasil ini, dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{2d} ditolak. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil penelitian García-Sánchez et al. (2019) yang menemukan bahwa kualitas penjamin eksternal memperkuat pengaruh kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Penjamin eksternal yang berkualitas menyediakan laporan keberlanjutan dengan kualitas yang tinggi. Kualitas laporan ini menunjukkan reaksi pasar yang jauh lebih positif. Dalam penelitian ini, kualitas laporan keberlanjutan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan, dengan demikian kualitas penjamin eksternal laporan semakin memperkuat pengaruh ini. Pengguna laporan, dalam hal ini investor dan kreditor, mempercayai informasi dalam laporan ketika tingkat jaminan yang diberikan masuk akal dan diberikan oleh perusahaan akuntansi tingkat atas, yakni perusahaan akuntansi *Big 4*, dibandingkan dengan jaminan yang hanya diberikan oleh konsultan spesialis (Clarkson et.al., 2019; Hodge et. al., 2009). Dalam penelitian ini, kualitas penjamin laporan keberlanjutan diukur melalui rasio dengan pendekatan analisis konten terhadap *checklist item* yang terkait dengan format pelaporan, prosedur jaminan, rekomendasi dan pendapat.

4.5 Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian, ada beberapa temuan yang dapat dijadikan referensi bagi perusahaan dan Pemerintah terkait dengan kinerja lingkungan, pengungkapan laporan keberlanjutan, dan akses keuangan perusahaan sektor utama dan manufaktur, yaitu:

1. Kinerja lingkungan yang diukur dengan peringkat PROPER berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Temuan ini dapat digunakan sebagai acuan perusahaan, baik yang pernah dan telah terdaftar dalam PROPER ataupun perusahaan yang belum pernah terdaftar dalam PROPER.
 - Bagi perusahaan yang telah terdaftar sebagai peserta PROPER secara rutin, perusahaan perlu meningkatkan upaya pengelolaan lingkungan. Upaya pengelolaan lingkungan yang melebihi upaya pengelolaan wajib

sesuai perundang-undangan dapat meningkatkan akses keuangan perusahaan, terlebih perusahaan sektor utama dan manufaktur. Lebih dari 57% perusahaan dengan peringkat PROPER warna hijau dan emas memiliki nilai indeks KZ yang negatif.

- Bagi perusahaan yang belum pernah terdaftar dalam PROPER /terdaftar tetapi tidak rutin, perusahaan perlu mempertimbangkan PROPER sebagai program yang memfasilitasi keterbukaan informasi terkait pengelolaan lingkungan hidup oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan hasil peringkat PROPER dipercaya memberikan kualitas informasi, terlihat dari adanya pengaruh tingkat peringkat PROPER yang semakin tinggi menunjukkan akses keuangan yang semakin baik. Selain itu, PROPER merupakan standar pengukuran pengelolaan lingkungan hidup yang digunakan oleh perbankan sebagai kreditor.

Masih terdapat banyak perusahaan belum tercatat sebagai peserta PROPER, temuan ini dapat digunakan sebagai acuan Pemerintah untuk lebih mengencangkan pentingnya penerapan PROPER kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki usaha dan/ atau kegiatan yang kinerjanya dinilai melalui PROPER.

2. Kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Meskipun pengungkapan laporan keberlanjutan masih bersifat *voluntary*, temuan ini menunjukkan bahwa saat ini *stakeholder* perusahaan di Indonesia melihat elemen yang dilaporkan dalam laporan keberlanjutan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Hasil temuan ini dapat dijadikan acuan bagi perusahaan mengenai pentingnya menerbitkan laporan keberlanjutan secara terpisah. Pengungkapan secara terpisah dapat memberikan informasi lebih lengkap terkait pelaksanaan praktik-praktik keberlanjutan oleh perusahaan.
3. Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan. Hal ini dikarenakan sektor utama dan manufaktur merupakan sektor distigmatisasi. Temuan ini dapat menjadi acuan bagi perusahaan yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan untuk menyeimbangkan penggunaan informasi *hard* dan *soft* dalam

mengungkapkan informasi keberlanjutan tidak sekadar menyajikan informasi yang bersifat objektif dan dapat diverifikasi kebenarannya. Informasi *hard* meliputi Dengan demikian, pengungkapan laporan keberlanjutan memberikan pandangan yang lebih baik kepada pengguna informasi, terutama investor dan kreditor.

4. Penggunaan jaminan eksternal laporan keberlanjutan memoderasi pengaruh positif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan. Temuan ini dapat menjadi acuan bagi perusahaan yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan secara terpisah untuk mempertimbangkan penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan. Penjamin eksternal laporan keberlanjutan memberikan jaminan informasi yang dapat dipercaya oleh investor dan kreditor. Selain itu, temuan ini juga dapat menjadi acuan bagi investor/kreditor dalam mempercayakan modal/pinjaman kepada perusahaan sektor utama dan manufaktur.
5. Kualitas penjamin eksternal laporan memoderasi pengaruh negatif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan. Temuan ini dapat menjadi acuan bagi perusahaan untuk mempertimbangkan efek dan manfaat penggunaan penjamin eksternal laporan yang berkualitas. Penggunaan penjamin eksternal laporan yang berkualitas (perusahaan akuntansi *Big 4*) dapat memberikan manfaat sekaligus efek buruk terhadap akses keuangan perusahaan apabila informasi buruk terlapor dalam laporan keberlanjutan.

Tabel 4. 10 Implikasi Manajerial

Hasil Temuan	No	Implikasi	Sasaran
Kinerja lingkungan berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan	1	Perusahaan perlu meningkatkan upaya pengelolaan lingkungan melebihi standar wajib yang diatur dalam perundang-undangan, seperti memiliki sistem manajemen lingkungan yang baik, upaya konservasi penurunan emisi dan efisiensi energi, serta melakukan upaya pengembangan masyarakat secara berkesinambungan.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang terdaftar sebagai peserta PROPER secara rutin
	2	PROPER memiliki indikator-indikator terukur dalam melaporkan kinerja pengelolaan lingkungan hidup. Perusahaan perlu mempertimbangkan penggunaan PROPER sebagai program yang memfasilitasi keterbukaan informasi terkait pengelolaan lingkungan hidup oleh perusahaan.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang tidak terdaftar sebagai peserta PROPER/ terdaftar tetapi tidak secara rutin

Hasil Temuan	No	Implikasi	Sasaran
	3	Pemerintah perlu mengencangkan pentingnya penerapan PROPER kepada perusahaan-perusahaan target PROPER melalui berbagai gerakan sosialisasi, baik secara terpusat ataupun menurut daerah.	Pemerintah Indonesia
Kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan berpengaruh positif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan	4	Perusahaan perlu menerbitkan laporan keberlanjutan secara terpisah dan mengungkapkan semakin banyak informasi keberlanjutan, baik informasi menyangkut dimensi ekonomi, sosial, ataupun lingkungan.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur
Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap akses keuangan perusahaan	5	Perusahaan perlu menyeimbangkan penggunaan informasi <i>hard</i> dan <i>soft</i> dalam mengungkapkan informasi keberlanjutan tidak sekadar menyajikan informasi yang bersifat objektif dan dapat diverifikasi kebenarannya. Perusahaan perlu menyusun strategi tentang informasi-informasi yang perlu diungkapkan dalam laporan keberlanjutan.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan
Jaminan eksternal terhadap laporan keberlanjutan semakin memperlemah pengaruh negatif kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan, tetapi tidak signifikan	6	Perusahaan perlu mempertimbangkan penggunaan penjamin eksternal laporan keberlanjutan.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan
	7	Investor dan kreditor dapat mempercayakan modal/pinjaman terhadap perusahaan sektor utama dan manufaktur.	Investor/kreditor
Kualitas penjamin eksternal laporan yang lebih tinggi semakin memperkuat pengaruh negatif signifikan kualitas pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan	8	Perusahaan perlu mempertimbangkan efek dan manfaat penggunaan penjamin eksternal laporan yang berkualitas.	Perusahaan sektor utama dan manufaktur yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini menjelaskan mengenai kesimpulan hasil penelitian secara menyeluruh dan saran yang ditujukan untuk regulator, perusahaan, dan penelitian di masa mendatang. Hasil dari penelitian ini dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan oleh perusahaan sektor utama dan manufaktur.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini meneliti pengaruh kinerja lingkungan, kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan, dan kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga meneliti pengaruh moderasi penjamin eksternal laporan dan kualitas penjamin eksternal laporan terhadap pengaruh kualitas laporan keberlanjutan dan akses keuangan perusahaan. Berdasarkan hasil analisis regresi panel dinamis GMM yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, penelitian dengan perusahaan sektor utama dan manufaktur tahun 2013-2018 sebagai objek penelitian menunjukkan hasil sebagai berikut:

1. Akses keuangan perusahaan di tahun sebelumnya ($t-1$) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan saat ini (t).
2. Kinerja lingkungan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan.
3. Kuantitas pengungkapan laporan keberlanjutan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan.
4. Kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan.
5. Pada tingkat signifikansi 10%, jaminan eksternal terhadap laporan keberlanjutan semakin memperlemah pengaruh negatif pengungkapan terhadap akses keuangan perusahaan.
6. Secara signifikan, kualitas penjamin eksternal memperkuat pengaruh negatif kualitas laporan keberlanjutan terhadap akses keuangan perusahaan.
7. Rasio utang terhadap ekuitas sebagai variabel kontrol memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan, ketika dalam kondisi tanpa atau adanya jaminan eksternal dan kualitas penjamin eksternal.

8. Profitabilitas dan rasio harga saham terhadap nilai buku memiliki pengaruh positif signifikan terhadap akses keuangan perusahaan, ketika dalam kondisi tanpa atau adanya jaminan eksternal dan kualitas penjamin eksternal.

5.2 Saran

Saran yang diberikan berdasarkan hasil penelitian ditujukan sebagai bentuk rekomendasi bagi regulator dan bagi penelitian selanjutnya.

5.2.1 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya

Saran bagi penelitian selanjutnya yaitu:

1. Menambahkan pengukuran kinerja lingkungan lain untuk memperjelas kondisi secara aktual kinerja lingkungan oleh perusahaan, seperti ada tidaknya penerapan ISO14001. Selain itu, menambahkan pengukuran kualitas pengungkapan laporan keberlanjutan lain seperti peringkat *sustainability report award* (ISRA).
2. Menggunakan validasi eksternal (perspektif auditor) terkait hasil analisis konten *assurance statement* untuk mendapatkan hasil analisis yang lebih akurat.
3. Menjabarkan penilaian pengungkapan laporan keberlanjutan berdasarkan indikator aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan untuk mendapatkan informasi terkait aspek yang paling diperhatikan.
4. Memperluas sektor perusahaan yang diteliti dan melihat pengaruh sektor untuk mendapatkan informasi dan hasil yang lebih representatif.
5. Menggunakan metode analisis yang lain sehingga dapat dilihat adanya keselarasan hasil untuk mengkonfirmasi penemuan dalam penelitian ini atau perbedaan hasil sebagai perbandingan.

5.2.2 Saran Bagi Regulator

Saran bagi regulator, yaitu:

1. Mengoptimalkan pelaksanaan PROPER, baik mulai tahap persiapan hingga tahap tindak lanjut hasil pengumuman peringkat PROPER.
2. Mengoptimalkan pelaksanaan perundang-undangan yang mendukung praktik *sustainability* atau keberlanjutan dari perusahaan dari publik.

5.3 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan terkait dengan jumlah sampel penelitian. Dari 183 perusahaan sektor utama dan manufaktur yang digunakan dalam penelitian ini, hanya 75 perusahaan yang terdaftar sebagai peserta PROPER minimal selama dua tahun berturut-turut. Selain itu, terkait pengukuran variabel, penelitian ini tidak mengukur pengungkapan keberlanjutan yang dilakukan oleh perusahaan sampel secara *fully* atau *partially*. Dalam penelitian ini, pengungkapan secara *fully* atau *partially* diasumsikan memberikan informasi yang sama kepada pengguna informasi.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR PUSTAKA

- AccountAbility. (2008). *AA1000 Assurance Standard 2008*.
- Adams, C. A., & McNicholas, P. (2007). Making a difference: Sustainability reporting, accountability and organisational change. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 20(3), 382–402.
- Ahmad, N. N. N., & Mohamad, N. A. (2013). Environmental disclosures by the Malaysian construction sector: Exploring extent and quality. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(4), 240–252.
- Akhsan, A.A. N & Muharam, H. (2016). Pengaruh Kinerja Lingkungan Terhadap Kinerja Keuangan: Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Kementerian Lingkungan Hidup dan Listing di BEI (Periode 2008-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 344–354.
- Al-Shaer, H., & Zaman, M. (2016). Board gender diversity and sustainability reporting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 210–222.
- Amran, A., & Keat Ooi., S. (2014). Sustainability reporting: meeting stakeholder demands. *Strategic Direction*, 30(7), 38–41.
- Amrullah, Z., & Fatima, E. (2015). *Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan dan Debt Maturity Terhadap Efisiensi Investasi Perusahaan di Indonesia*. Universitas Indonesia.
- Anwar, Z., Abbas, K., Khan, M.& Razak, D. A. (2019). CSR Disclosure and Financial Access: A Case Study of Pakistan. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 27(1), 167–186.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Arvirianty, A. (2019, January 21). Chevron Raja Sumbang Limbah B3 di RI, Capai 27 Ribu Ton. *CNBC Indonesia*.
- Bachoo, K., Tan, R., & Wilson, M. (2013). Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(1), 67–87.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). England: John

Wiley & Sons Ltd.

- Banerjee, R., Gupta, K., & Mudalige, P. (2019). Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? International evidence. *International Review of Financial Analysis*.
- Bank Indonesia. (2013). *Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 15/28/DPNP 2013 Perihal Penilaian Kualitas Aset Bank Umum*.
- Bank Indonesia. (2012). *Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/15/PBI/2012 tentang Penilaian Kualitas Aset Bank Umum*.
- Barth, M. E., & McNichols, M. F. (1994). Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites. *Journal of Accounting Research*, 32, 177–209.
- Bernow, S., Godsall, J., Klempner, B., & Merten, C. (2019). *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*. p. McKinsey & Company.
- Bertomeu, J., & Marinovic, I. (2015). A Theory of Hard and Soft Information. *The Accounting Review*, 91(1), 1–20.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.
- Bonilla-Priego, M. J., Font, X., & Pacheco-Olivares, M. del R. (2014). Corporate sustainability reporting index and baseline data for the cruise industry. *Tourism Management*, 44, 149–160.
- BPS. (2018). *Statistik Lingkungan Hidup Indonesia 2018*.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G., & Tsang, A. (2019). Causes and Consequences of Voluntary Assurance of CSR Reports : International evidence involving Dow Jones Sustainability Index Inclusion and Firm Valuation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2451–2474.
- Clarkson, P. M. (2011). Environmental Reporting and its Relation to Corporate Environmental Performance. *Abacus*, 47(1), 27–60.
- Coulmont, M., Berthelot, S., & Thibault, K. (2013). Sustainability content on oil and gas company websites. *Business and Management Research*, 2(1), 94–

103.

- Dewati, S. A. (2014). *Kualitas Pengungkapan Lingkungan: Perspektif dari Kinerja Lingkungan, Corporate Governance, dan Relevansi Nilai*. Universitas Diponegoro.
- Dewi, N. P. R. C. (2018). *Kualitas Assurance Statement atas Sustainability Reports Studi Empiris di Indonesia*. Universitas Sanata Dharma.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723–759.
- Direktorat Jenderal Pengendalian Perubahan Iklim. (2019). *Statistik Tahun 2018*. Jakarta.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.
- Firdaus, M. (2011). *Aplikasi Ekonometrika untuk Data Panel dan Time Series*. Bogor.
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1–17.
- Gelos, R. G., & Wei, S. J. (2002). *Transparency and international investor behavior* (No. No. w9260).
- Ghozali, I., & Chariri, A. (2007). *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- González-Benito, J., & González-Benito, Ó. (2006). A review of determinant factors of environmental proactivity. *Business Strategy and the Environment*, 15(2), 87–102.
- GRI. (2013). *G4 Sustainability Reporting Guidelines*.
- Grougiou, V., Dedoulis, E., & Leventis, S. (2016). Corporate Social Responsibility Reporting and Organizational Stigma: The Case of “Sin” Industries. *Journal*

- of Business Research*, 69(2), 905–914.
- H. Cho, C., Michelon, G., M. Patten, D., & W. Roberts, R. (2014). CSR report assurance in the USA: an empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(2), 130–148.
- Heemskerk, B., Pistorio, P., & Scicluna, M. (2002). *Sustainable development reporting: Striking the balance*.
- Hodge, K., Subramaniam, N., & Stewart, J. (2009). Assurance of Sustainability Reports: Impact on Report Users' Confidence and Perceptions of Information Credibility. *Australian Accounting Review*, 19(3), 178–194.
- International Federation of Accountants, I. (2003). *International Standard on Assurance Engagements*.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081.
- Jones, T. M., & Wicks, A. C. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 206–221.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554.
- Leitoniene, S., & Sapkauskiene, A. (2015). Quality of corporate social responsibility information. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 213, 334–339.
- Lima Crisóstomo, V., de Souza Freire, F., & Cortes de Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295–309.
- Martinez-Ferrero, J., Banerjee, S., & García-Sánchez, I. M. (2016). Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices. *Journal of Business Ethics*, 133(2), 305–324.

- Menteri Lingkungan Hidup. (2002). *Keputusan Menteri Negara Lingkungan Hidup Nomor 127 Tahun 2002 Tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup.*
- Menteri Lingkungan Hidup. (2013). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup Republik Indonesia Nomor 349 Tahun 2013 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2012-2013.*
- Menteri Lingkungan Hidup. (2014). *Peraturan Menteri Lingkungan Hidup Nomor 03 Tahun 2014 Tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan Dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup.*
- Menteri Lingkungan Hidup. (2014). *Peraturan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor 3 Tahun 2014 Tentang Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun.*
- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2018). *Program Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan Dalam Pengelolaan Lingkungan.* Retrieved from <http://www.menlhk.go.id/site/post/119>
- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2018). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor SK.6133/Menlhk/Setjen/KUM.1/12/2018 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2017-2018.*
- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2017). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor SK.596/Menlhk/Setjen/KUM.1/12/2017 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2016-2017.*
- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2016). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor SK.892/Menlhk/Setjen/STD.0/12/2016 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2015-2016.*

- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2015). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor SK.557/Menlhk-Setjen/2015 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2014-2015*.
- Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan. (2014). *Keputusan Menteri Lingkungan Hidup dan Kehutanan Republik Indonesia Nomor 180 Tahun 2014 Tentang Hasil Penilaian Peringkat Kinerja Perusahaan dalam Pengelolaan Lingkungan Hidup Tahun 2013-2014*.
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33, 59–78.
- Mustikawati, A., & Cahyonowati, N. (2015). Pengaruh Asimetri Informasi Terhadap Manajemen Laba dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Pemoderasi. *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(4), 500–507.
- Nazari, J. A., Hrazdil, K., & Mahmoudian, F. (2017). Assessing Social and Environmental Performance Through Narrative Complexity in CSR Reports. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 166–178.
- Nguyen, J. H. (2018). Carbon Risk and Firm Performance: Evidence from a Quasi-natural Experiment. *Australian Journal of Management*, 43(1), 65–90.
- Nuryaman & Veronica Christina. (2015). *Metodologi Penelitian Akuntansi dan Bisnis*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- OJK. (2017). Infografis Lembaga Jasa Keuangan dan Emiten Penerbit Sustainability Report. *Publikasi Riset Dan Statistik*.
- Ong, T., Trireksani, T., & Djajadikerta, H. G. (2016). Hard and Soft Sustainability Disclosures: Australia's Resources Industry. *Accounting Research Journal*, 29(2), 198–217.
- Orlitzky, M. (2013). Corporate Social Responsibility, Noise, and Stock Market Volatility. *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 238–254.
- Patnaik, R. (2018). Impact of Industrialization on Environment and Sustainable Solutions—Reflections from a South Indian Region. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 120(1).

- Pemerintah Indonesia. (2009). *Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup*.
- Pemerintah Indonesia. (2007). *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*.
- Sanjaya, F., & Juniarti, J. J. (2017). Pengungkapan CSR terhadap Asimetri Informasi. *Business Accounting Review*, 5(1), 49–60.
- Sarumpaet, S., Nelwan, M. L., & Dewi, D. N. (2017). The value relevance of environmental performance: evidence from Indonesia. *Social Responsibility Journal*, 13(4), 817–827.
- Scott, W. R. (2009). *Financial Accounting Theory* (5th ed.). Canada: Prentice Hall.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937–967.
- Sternberg, E. (1999). The stakeholder concept: a mistaken doctrine. In *Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper*.
- Sugiyono. (2012). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suratno, I. B., Darsono, D., & Mutmainah, S. (2007). Pengaruh Environmental Performance Terhadap Environmental Disclosure dan Economic Performance (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ Periode 2001-2004). *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 10(2).
- Unruh, G., Kiron, D., Kruchwitz, N., Reeves, M., Rubel, H., & Zum Felde, A. M. (2016). Investing for a sustainable future: Investors care more about sustainability than many executives believe. *MIT Sloan Management Review*, 57(4).
- Verbeek, M. (2008). *A guide to modern econometrics*. England: John Wiley & Sons.
- Yadav, P. L., Han, S. H., & Rho, J. J. (2016). Impact of environmental performance on firm value for sustainable investment: Evidence from large US firms. *Business Strategy and the Environment*, 25(6), 402–420.
- Zeidan, R., Boechat, C., & Fleury, A. (2015). Developing a sustainability credit score system. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 283–296.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Perusahaan Sampel Penelitian








No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	Sektor
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Agriculture
2	ADES	Akasha Wira International Tbk	Consumer Good Industry
3	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
4	ADRO	Adaro Energy Tbk	Mining
5	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk	Basic Industry and Chemical
6	ANJT	PT Austindo Nusantara Jaya Tbk.	Agriculture
7	ANTM	Aneka Tambang Tbk.	Mining
8	ARGO	Argo Pantes Tbk	Miscellaneous Industry
9	BUDI	PT Budi Starch & Sweetener Tbk.	Consumer Good Industry
10	BWPT	Eagle High Plantations Tbk	Agriculture
11	CEKA	PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk.	Consumer Good Industry
12	CINT	PT Chitose Internasional Tbk	Consumer Good Industry
13	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
14	CTBN	Citra Tubindo Tbk	Basic Industry and Chemical
15	DLTA	Delta Djakarta Tbk	Mining
16	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk	Mining
17	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	Basic Industry and Chemical
18	FPNI	PT Lotte Chemical Titan Tbk.	Basic Industry and Chemical
19	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	Basic Industry and Chemical
20	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk	Miscellaneous Industry
21	GGRM	Gudang Garam Tbk	Consumer Good Industry
22	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk	Miscellaneous Industry
23	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Consumer Good Industry
24	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	Consumer Good Industry
25	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk	Basic Industry and Chemical
26	INCO	Vale Indonesia Tbk	Mining
27	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Consumer Good Industry
28	INDR	Indorama Synthetics Tbk	Miscellaneous Industry
29	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	Basic Industry and Chemical
30	INRU	Toba Pulp Lestari Tbk	Basic Industry and Chemical
31	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	Basic Industry and Chemical
32	ISSP	PT Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
33	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
34	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk	Consumer Good Industry
35	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk	Basic Industry and Chemical
36	KBLM	Kabelindo Murni Tbk	Miscellaneous Industry
37	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
38	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Consumer Good Industry
39	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk	Basic Industry and Chemical

40	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	Agriculture
41	MAIN	Malindo Feedmill Tbk	Basic Industry and Chemical
42	MBTO	Martina Berto Tbk	Consumer Good Industry
43	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining
44	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk	Consumer Good Industry
45	MRAT	Mustika Ratu Tbk	Consumer Good Industry
46	MYOR	Mayora Indah Tbk	Consumer Good Industry
47	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk	Basic Industry and Chemical
48	PSAB	J Resources Asia Pasifik Tbk	Mining
49	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	Consumer Good Industry
50	PTBA	Bukit Asam Tbk	Mining
51	PTSN	Sat Nusapersada Tbk	Miscellaneous Industry
52	SCPI	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk	Miscellaneous Industry
53	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	Agriculture
54	SIDO	Sido Muncul Tbk	Consumer Good Industry
55	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk	Agriculture
56	SMAR	SMART Tbk	Agriculture
57	SMBR	PT Semen Baturaja (Persero) Tbk	Basic Industry and Chemical
58	SMCB	PT Solusi Bangun Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
59	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	Basic Industry and Chemical
60	SPMA	Suparma Tbk	Agriculture
61	SRIL	PT Sri Rejeki Isman Tbk	Miscellaneous Industry
62	SRSN	Indo Acidatama Tbk	Basic Industry and Chemical
63	SSMS	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk.	Agriculture
64	STTP	Siantar Top Tbk	Consumer Good Industry
65	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	Agriculture
66	TFCO	Tifico Fiber Indonesia Tbk	Miscellaneous Industry
67	TINS	PT Timah Tbk.	Mining
68	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk	Agriculture
69	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk	Basic Industry and Chemical
70	TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk	Basic Industry and Chemical
71	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk	Consumer Good Industry
72	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	Basic Industry and Chemical
73	UNSP	Bakrie Sumatera Plantation	Agriculture
74	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Good Industry
75	VOKS	Voksel Electric Tbk	Miscellaneous Industry

Lampiran 2 Perbandingan Indikator Umum dan Spesifik GRI

Indikator Umum GRI Standard terhadap GRI G4

GRI G4	GRI Standard	GRI G4	GRI Standard
DMA	103-1,2,3	31	102-53
1	102-14	32	102-54,55,56
2	102-15	33	102-56
3	102-1	34	102-18
4	102-2	35	102-19
5	102-3	36	102-20
6	102-4	37	102-21
7	102-5	38	102-22
8	102-6	39	102-23
9	102-7	40	102-24
10	102-8	41	102-25
11	102-41	42	102-26
12	102-9	43	102-27
13	102-10	44	102-28
14	102-11	45	102-29
15	102-12	46	102-30
16	102-13	47	102-31
17	102-45	48	102-32
18	102-46	49	102-33
19	102-47	50	102-34
20	103-1	51	102-35
21	103-1	52	102-36
22	102-48	53	102-37
23	102-49	54	102-38
24	102-40	55	102-39
25	102-42	56	102-16
26	102-43	57	102-17
27	102-44	58	102-17
28	102-50		
29	102-51		
30	102-52		

	Informasi Analisis dan Strategi		Informasi Profil Laporan
	Informasi Profil Perusahaan		Informasi Tata Kelola
	Informasi Material		Informasi Etika dan Integritas
	Informasi <i>Stakeholder Engagement</i>		

Indikator Spesifik GRI Standard terhadap GRI G4

GRI G4	GRI Standard	GRI G4	GRI Standard	GRI G4	GRI Standard
EC1	201-1	EN23	306-2	HR4	407-1
EC2	201-2	EN24	306-3	HR5	408-1
EC3	201-3	EN25	306-4	HR6	409-1
EC4	201-4	EN26	306-5	HR7	410-1
EC5	202-1	EN27		HR8	411-1
EC6	202-2	EN28	301-3	HR9	412-1
EC7	203-1	EN29	307-1	HR10	414-1
EC8	203-2	EN30		HR11	414-2
EC9	204-1	EN31		HR12	103-2
EN1	301-1	EN32	308-1	SO1	413-1
EN2	301-2	EN33	308-2	SO2	413-2
EN3	302-1	EN34	103-2	SO3	205-1
EN4	302-2	LA1	401-1	SO4	205-2
EN5	302-3	LA2	401-2	SO5	205-3
EN6	302-4	LA3	401-3	SO6	415-1
EN7	302-5	LA4	402-1	SO7	206-1
EN8	303-1	LA5	403-1	SO8	415-1
EN9	303-2	LA6	403-2	SO9	414-1
EN10	303-3	LA7	403-3	SO10	414-2
EN11	304-1	LA8	403-4	SO11	103-2
EN12	304-2	LA9	404-1	PR1	416-1
EN13	304-3	LA10	404-2	PR2	416-2
EN14	304-4	LA11	404-3	PR3	417-1
EN15	305-1	LA12	405-1	PR4	417-2
EN16	305-2	LA13	405-2	PR5	102-43,44
EN17	305-3	LA14	414-1	PR6	102-2
EN18	305-4	LA15	414-2	PR7	417-3
EN19	305-5	LA16	103-2	PR8	418-1
EN20	305-6	HR1	412-3	PR9	419-1
EN21	305-7	HR2	412-2		
EN22	306-1	HR3	406-1		

- Indikator Aspek Ekonomi
- Indikator Aspek Lingkungan
- Indikator Aspek Sosial

Lampiran 3 Checklist Penilaian Kualitas Penjamin Eksternal

Konten dari Assurance Statement		Deskripsi	Standar		Score
			AA1000AS	ISAE3000	
A. Karakteristik Praktisi Assurance					
1	Independensi <i>assurance provider</i> dari perusahaan pelapor	Pernyataan menyatakan independensi dari kedua pihak yang terlibat	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
2	Ketidakberpihakan <i>assuror</i> terhadap <i>stakeholder</i>	Deklarasi ketidakberpihakan <i>assuror</i> sehubungan dengan kepentingan <i>stakeholder</i>	v	-	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
3	Kompetensi dari <i>assuror</i>	Deskripsi ketrampilan profesional yang memungkinkan keterlibatan tim untuk melakukan praktik <i>assurance</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Pernyataan mengklaim kompetensi (tidak ada catatan penjelasan)
					2: Pernyataan penjelasan kompetensi berdasarkan pengalaman/keterlibatan sebelumnya
B. Representasi Pihak yang Bertanggungjawab					
4	Tanggungjawab dari pelapor	Pernyataan eksplisit bahwa pelapor bertanggungjawab untuk persiapan laporan	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
5	Tanggungjawab dari <i>assurance provider</i>	Pernyataan eksplisit bahwa <i>assurance provider</i> bertanggungjawab untuk persiapan laporan	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
C. Tipe dari Perusahaan dan Tingkat Proses Perencanaan					
6	Deskripsi dan ruang lingkup	Termasuk jenis dari <i>assurance provider</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
7	Standar <i>assurance</i> yang digunakan	Standar yang digunakan untuk mengatur kerja <i>assurance provider</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Referensi kriteria yang tidak tersedia untuk umum
					2: Referensi kriteria yang tersedia untuk umum
8	Referensi dari kriteria yang digunakan	Pernyataan yang merujuk pada kriteria tertentu yang menjadi dasar penyusunan <i>sustainability report</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Referensi kriteria yang tidak tersedia untuk umum
					2: Referensi kriteria yang tersedia untuk umum

9	Tujuan dari perikatan <i>assurance</i>	Tujuan yang ingin dicapai melalui perikatan	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Terdapat kata-kata seperti <i>review, limited assurance, independent opinion, independent assurance, external verification, external assurance or validation</i>
10	Ringkasan pekerjaan yang dilakukan	Pernyataan yang menjelaskan tindakan yang diambil untuk sampai pada sebuah kesimpulan	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
11	Deskripsi dari metodologi	Persyaratan pengumpulan bukti, metode pengambilan <i>sample</i> dan risiko terkait	v	-	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
12	Pernyataan tingkat dari <i>assurance</i>	Pernyataan tingkat dari <i>assurance</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
13	Keterbatasan	Keterbatasan dari <i>assurance statement</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
14	Inklusivitas	Komitmen untuk bertanggungjawab kepada mereka yang berdampak pada organisasi dan yang berdampak padanya, serta memungkinkan partisipasi dalam mengidentifikasi masalah dan mencari solusi	v	-	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
15	Materialitas	Tingkat penyediaan informasi terkait tingkat materialitas.	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
16	Ketanggapan terhadap <i>stakeholder</i>	Pernyataan mengacu pada prosedur organisasi untuk mengidentifikasi kepentingan dan kepedulian <i>stakeholder</i>	v	-	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
D. Persyaratan Formal					
17	Judul	Judul tepat membantu mengidentifikasi sifat dari <i>assurance report</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: Ada referensi
18	Pihak penerima yang dituju	Pihak penerima mengidentifikasi pihak yang ditunjukkan langsung untuk <i>assurance report</i>	v	v	0: Tidak ada referensi
					1: <i>Addressee</i> kepada internal
					2: <i>Stakeholder</i> disebutkan dalam <i>addressee</i>

19	Nama dari <i>assuror</i>	Nama perusahaan yang melakukan perikatan <i>assurance</i>	v	v	0: Tidak ada referensi 1: Ada referensi
20	Tanggal dari laporan	Referensi tanggal dimana praktik <i>assurance</i> diselesaikan	v	v	0: Tidak ada referensi 1: Ada referensi
21	Lokasi dari <i>assuror</i>	Lokasi yuridiksi tempat praktisi praktik	v	v	0: Tidak ada referensi 1: Ada referensi
22	Tanda tangan dari <i>assuror</i>	Tanda tangan dari praktisi	v	v	0: Tidak ada referensi 1: Ada referensi
E. Kesimpulan Umum					
23	<i>Type 1- Accountability Principles</i>	Temuan dan kesimpulan berkenaan dengan kepatuhan terhadap Prinsip-Prinsip Akuntabilitas tentang <i>Inclusivity, Materiality & Responsiveness</i>	v	-	0: Tidak ada referensi
	<i>Type 2- Accountability Principles and Performance Informatin</i>	Temuan dan kesimpulan tentang keandalan informasi kinerja yang spesifik			1: Ada referensi
24	Kesimpulan Praktisi- ISAE3000	Kesimpulan praktisi untuk yang menggunakan standar ISAE3000	-	v	0: Tidak ada referensi 1: Ada referensi

Lampiran 4 Rekap Assurance Statement Laporan Keberlanjutan

Tahun	Kode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	AA1000AS	ISAE 3000	Total
2013	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
	PTBA	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓	✓
2014	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
	PTBA	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓	✓	26
	UNVR	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓	✓	26
2015	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
	INCO	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
2016	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
	INCO	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	✓		26
	UNVR	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓	✓	26
2017	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	0	✓		25
	INCO	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	✓		26
2018	ANTM	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓		26
	MEDC	1	0	0	1	1	1	2	2	1	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	0	1		✓	18
	SMGR	1	1	1	0	1	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	✓		23
	UNVR	1	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	✓	✓	26

Lampiran 5 Rekap Data Penelitian

Tahun	Kode	EP	SRDI	SRQ	EA	AQ	SIZE	LEV	ROA	PTBV	KZ
2013	AALI	3	0.000	0	0.00	0.00	30.34	0.46	0.13	3.85	-1.66
2014	AALI	3	0.000	0	0.00	0.00	30.55	0.57	0.14	3.07	-1.23
2015	AALI	3	0.681	50	0.00	0.00	30.70	0.84	0.03	2.13	-0.06
2016	AALI	4	0.703	50	0.00	0.00	30.83	0.37	0.09	1.81	0.71
2017	AALI	4	0.670	50	0.00	0.00	30.85	0.34	0.08	1.35	-0.65
2013	ADES	3	0.000	0	0.00	0.00	26.81	0.67	0.13	4.46	1.98
2014	ADES	3	0.000	0	0.00	0.00	26.94	0.72	0.06	2.78	1.67
2015	ADES	3	0.000	0	0.00	0.00	27.21	0.99	0.05	1.82	1.77
2016	ADES	2	0.000	0	0.00	0.00	27.37	1.00	0.07	1.53	1.70
2017	ADES	3	0.000	0	0.00	0.00	27.46	0.99	0.05	1.23	1.70
2018	ADES	3	0.000	0	0.00	0.00	27.50	0.83	-0.01	1.13	1.35
2013	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.55	0.76	0.00	0.22	1.32
2014	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.39	0.60	-0.05	0.18	1.14
2015	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.39	0.57	0.06	0.09	1.05
2016	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.26	0.55	-0.05	0.15	1.11
2017	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.25	0.56	-0.02	0.29	1.07
2018	ADMG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.03	0.15	-0.11	0.35	0.48
2013	ADRO	4	0.912	75	0.00	0.00	32.03	1.11	0.03	0.90	1.00
2014	ADRO	4	0.000	0	0.00	0.00	32.01	0.97	0.03	0.82	1.05
2015	ADRO	4	0.000	0	0.00	0.00	32.04	0.78	0.03	0.36	0.75
2016	ADRO	4	0.000	0	0.00	0.00	32.10	0.72	0.05	1.07	0.71
2017	ADRO	4	0.000	0	0.00	0.00	32.16	0.67	0.08	1.07	0.04
2018	ADRO	4	0.000	0	0.00	0.00	32.26	0.64	0.00	0.62	-0.68
2013	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	28.89	0.28	0.10	1.10	0.06
2014	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.00	0.27	0.12	1.13	0.06
2015	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.08	0.26	0.08	0.84	0.22
2016	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.34	0.53	0.44	0.81	0.96
2017	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.47	0.77	0.01	0.74	1.14

2018	AMFG	3	0.000	0	0.00	0.00	29.76	1.34	0.01	0.45	1.72
2014	ANJT	3	0.000	0	0.00	0.00	29.34	0.18	0.04	0.95	-0.34
2015	ANJT	3	0.000	0	0.00	0.00	29.50	0.38	-0.02	1.14	0.24
2016	ANJT	3	0.110	50	0.00	0.00	29.58	0.48	0.02	1.40	0.55
2017	ANJT	3	0.286	50	0.00	0.00	29.67	0.44	0.08	0.76	0.61
2013	ANTM	3	0.516	75	1.00	0.89	30.72	0.71	0.02	0.81	0.41
2014	ANTM	4	0.505	75	1.00	0.89	30.72	0.85	-0.03	0.72	1.23
2015	ANTM	4	0.846	75	1.00	0.89	31.04	0.66	-0.05	0.41	0.58
2016	ANTM	4	0.341	75	1.00	0.89	31.03	0.63	0.00	1.17	1.10
2017	ANTM	4	0.495	75	1.00	0.89	31.03	0.62	0.00	0.81	1.17
2018	ANTM	4	0.484	75	1.00	0.90	31.14	0.69	0.02	0.93	1.23
2013	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.40	19.47	0.00	4.06	2.99
2014	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.23	-7.57	-0.21	-1.40	3.66
2015	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.22	-5.12	-0.08	-0.69	3.94
2016	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.08	-3.04	-0.22	-0.39	4.68
2017	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	27.92	-2.36	-0.15	-0.28	5.52
2018	ARGO	3	0.000	0	0.00	0.00	27.88	-2.10	0.07	-0.24	6.05
2014	BUDI	3	0.000	0	0.00	0.00	29.96	0.18	0.00	0.05	2.03
2015	BUDI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.81	1.95	0.01	0.26	2.09
2016	BUDI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.71	1.52	0.01	0.34	1.81
2017	BUDI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.71	1.46	0.02	0.35	1.76
2016	BWPT	3	0.000	0	0.00	0.00	30.42	1.60	-0.02	1.38	2.13
2017	BWPT	3	0.000	0	0.00	0.00	30.40	1.64	-0.01	0.95	2.00
2018	BWPT	3	0.374	50	0.00	0.00	30.41	1.79	0.05	0.89	2.11
2014	CEKA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.88	1.39	0.03	0.83	0.80
2015	CEKA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.03	1.32	0.07	0.63	1.87
2016	CEKA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.99	0.61	0.18	0.90	1.32
2017	CEKA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.96	0.54	0.08	0.85	-1.21
2018	CEKA	2	0.000	0	0.00	0.00	27.79	0.20	0.75	0.84	-0.03
2014	CINT	2	0.000	0	0.00	0.00	26.64	0.26	0.07	1.23	-1.02
2015	CINT	2	0.000	0	0.00	0.00	26.67	0.21	0.08	1.07	-0.02

2013	CPIN	2	0.000	0	0.00	0.00	30.39	0.58	0.16	5.56	-0.39
2014	CPIN	3	0.000	0	0.00	0.00	30.67	0.89	0.08	5.63	0.38
2015	CPIN	3	0.000	0	0.00	0.00	30.85	0.95	0.07	3.33	1.31
2016	CPIN	3	0.000	0	0.00	0.00	30.82	0.71	0.09	3.58	0.98
2017	CPIN	3	0.000	0	0.00	0.00	30.83	0.56	0.10	3.13	0.14
2018	CPIN	3	0.000	0	0.00	0.00	30.95	0.43	0.03	6.11	0.48
2013	CTBN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.84	0.83	0.14	1.97	-4.14
2014	CTBN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.78	0.83	0.10	2.45	-2.78
2016	CTBN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.40	0.35	-0.01	2.61	-0.11
2017	CTBN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.34	0.42	-0.08	2.72	1.07
2018	CTBN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.44	0.58	0.24	2.41	1.63
2013	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.49	0.28	0.31	8.99	-8.42
2014	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.63	0.31	0.29	8.21	-4.62
2015	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.67	0.22	0.18	4.90	-5.22
2016	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.81	0.18	0.21	3.95	-3.20
2017	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	27.92	0.17	0.21	3.21	-4.58
2018	DLTA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.05	0.19	17.97	3.43	-5.82
2015	ESSA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.97	0.52	0.02	0.72	1.09
2016	ESSA	3	0.000	0	0.00	0.00	29.83	2.15	0.00	0.62	1.50
2017	ESSA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.04	2.88	0.00	0.74	2.38
2013	FASW	3	0.000	0	0.00	0.00	29.37	2.71	-0.04	3.27	2.52
2014	FASW	3	0.000	0	0.00	0.00	29.35	2.45	0.02	2.53	2.43
2015	FASW	3	0.000	0	0.00	0.00	29.58	1.86	-0.04	1.05	1.87
2016	FASW	3	0.000	0	0.00	0.00	29.78	1.72	0.09	3.22	1.92
2014	FPNI	2	0.000	0	0.00	0.00	28.79	1.76	-0.03	0.44	2.04
2015	FPNI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.80	1.43	0.01	0.39	1.88
2016	FPNI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.64	1.09	0.01	0.55	1.68
2017	FPNI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.59	1.00	-0.01	0.81	1.67
2018	FPNI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.67	0.91	0.03	0.60	1.57
2013	GDST	3	0.000	0	0.00	0.00	27.81	0.35	0.08	0.80	0.54
2014	GDST	3	0.000	0	0.00	0.00	27.94	0.58	-0.01	0.98	0.83

2015	GDST	2	0.000	0	0.00	0.00	27.80	0.47	-0.05	0.60	1.04
2016	GDST	3	0.000	0	0.00	0.00	27.86	0.51	0.03	1.11	1.03
2017	GDST	3	0.000	0	0.00	0.00	27.95	0.35	0.00	0.66	0.89
2018	GDST	3	0.000	0	0.00	0.00	27.93	0.51	-0.06	0.97	1.24
2015	GDYR	3	0.000	0	0.00	0.00	28.13	1.15	0.00	1.46	1.47
2016	GDYR	3	0.000	0	0.00	0.00	28.05	1.01	0.01	1.04	1.57
2017	GDYR	2	0.000	0	0.00	0.00	28.17	1.26	-0.01	0.92	1.44
2018	GDYR	3	0.000	0	0.00	0.00	28.23	1.32	0.06	1.01	1.82
2013	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.56	0.73	0.09	2.75	0.22
2014	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.70	0.76	0.09	3.52	-10.78
2015	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.78	0.67	0.10	2.78	0.47
2016	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.77	0.59	0.11	3.11	-1.42
2017	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.83	0.58	0.12	3.82	-1.39
2018	GGRM	3	0.000	0	0.00	0.00	31.87	0.53	0.00	3.57	-1.24
2013	HDTX	3	0.000	0	0.00	0.00	28.50	2.30	-0.09	0.88	2.17
2014	HDTX	3	0.000	0	0.00	0.00	29.07	5.87	-0.02	0.97	2.71
2015	HDTX	3	0.000	0	0.00	0.00	29.22	2.49	-0.07	2.28	2.40
2016	HDTX	2	0.000	0	0.00	0.00	29.19	3.03	-0.08	1.77	2.43
2017	HDTX	3	0.000	0	0.00	0.00	29.03	11.13	-0.21	5.37	3.03
2013	HMSP	3	0.000	0	0.00	0.00	30.94	0.94	0.39	19.32	-10.62
2014	HMSP	3	0.000	0	0.00	0.00	30.98	1.10	0.36	22.29	-10.27
2015	HMSP	3	0.000	0	0.00	0.00	31.27	0.19	0.27	13.66	-13.38
2016	HMSP	3	0.000	0	0.00	0.00	31.38	0.24	0.30	13.04	-7.40
2017	HMSP	4	0.000	0	0.00	0.00	31.40	0.26	0.29	16.13	-7.63
2018	HMSP	2	0.000	0	0.00	0.00	31.47	0.32	0.03	12.20	-8.67
2013	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	30.69	0.60	0.11	4.48	-0.89
2014	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	30.85	0.72	0.10	5.24	-0.44
2015	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	30.91	0.62	0.11	4.79	-0.45
2016	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	30.99	0.56	0.13	5.41	-0.55
2017	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	31.08	0.56	0.11	5.11	-1.01
2018	ICBP	4	0.000	0	0.00	0.00	31.17	0.51	0.00	5.37	-1.35

2013	INAI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.36	5.06	0.01	0.75	2.09
2014	INAI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.52	6.34	0.03	0.91	2.58
2015	INAI	2	0.000	0	0.00	0.00	27.92	4.55	0.02	0.53	1.87
2016	INAI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.92	4.19	0.03	0.79	2.19
2017	INAI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.82	3.38	0.03	0.86	1.93
2018	INAI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.97	3.61	0.17	0.85	1.73
2013	INCO	3	0.319	75	0.00	0.00	30.96	0.33	0.02	1.26	-0.16
2014	INCO	3	0.374	75	0.00	0.00	31.00	0.31	0.07	1.62	-0.89
2015	INCO	3	0.495	75	1.00	0.89	31.08	0.25	0.02	0.64	0.70
2016	INCO	3	0.088	25	1.00	0.93	31.03	0.21	0.00	1.14	0.72
2017	INCO	3	0.242	75	1.00	0.93	31.02	0.20	-0.01	1.17	0.65
2013	INDF	3	0.000	0	0.00	0.00	31.98	1.05	0.04	1.53	0.44
2014	INDF	4	0.000	0	0.00	0.00	32.09	1.14	0.06	1.47	0.37
2015	INDF	4	0.000	0	0.00	0.00	32.15	1.13	0.04	1.05	0.47
2016	INDF	3	0.000	0	0.00	0.00	32.05	0.87	0.06	1.57	0.66
2017	INDF	3	0.000	0	0.00	0.00	32.11	0.88	0.06	1.42	0.16
2018	INDF	3	0.000	0	0.00	0.00	32.20	0.93	0.00	1.31	-10.43
2013	INDR	3	0.000	0	0.00	0.00	29.82	1.48	0.00	0.18	1.84
2014	INDR	3	0.000	0	0.00	0.00	29.90	1.50	0.00	0.13	1.88
2016	INDR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.07	1.93	0.00	0.14	2.04
2017	INDR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.02	1.77	0.00	0.21	2.00
2018	INDR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.09	1.31	0.01	0.77	1.79
2013	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.05	1.95	0.03	0.27	2.10
2014	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.03	1.72	0.02	0.19	1.91
2015	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.21	1.68	0.03	0.14	1.87
2016	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.16	1.44	0.03	0.14	1.78
2017	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.27	1.37	0.05	0.68	1.65
2018	INKP	3	0.000	0	0.00	0.00	32.47	1.32	0.00	1.16	1.56
2013	INRU	4	0.000	0	0.00	0.00	29.00	1.54	0.01	0.98	1.98
2014	INRU	3	0.000	0	0.00	0.00	29.04	1.59	0.00	1.01	2.01
2016	INRU	3	0.000	0	0.00	0.00	29.15	1.09	-0.01	0.19	1.67

2017	INRU	3	0.000	0	0.00	0.00	29.16	1.06	0.08	0.18	1.64
2013	INTP	4	0.000	0	0.00	0.00	30.91	0.16	0.19	3.20	-2.48
2014	INTP	3	0.516	75	0.00	0.00	30.99	0.17	0.18	3.71	-4.06
2015	INTP	4	0.429	50	0.00	0.00	30.95	0.16	0.16	3.44	-5.81
2016	INTP	4	0.110	50	0.00	0.00	31.04	0.15	0.13	2.17	-1.72
2017	INTP	3	0.253	50	0.00	0.00	30.99	0.18	0.06	3.29	-2.43
2018	INTP	4	0.253	50	0.00	0.00	30.96	0.20	0.11	2.92	-3.74
2013	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.11	1.27	0.05	0.53	1.74
2014	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.33	1.36	0.07	0.74	1.69
2015	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.33	1.13	0.03	0.05	1.70
2016	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.43	1.28	0.02	0.57	1.57
2017	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.47	1.21	0.00	0.29	1.62
2018	ISSP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.50	1.23	-0.01	0.21	1.70
2013	JPFA	2	0.000	0	0.00	0.00	30.33	1.84	0.04	2.48	1.23
2014	JPFA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.39	2.04	0.02	1.95	2.01
2015	JPFA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.47	1.81	0.03	1.11	2.05
2016	JPFA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.54	1.18	0.12	1.98	1.10
2017	JPFA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.62	1.30	0.05	1.71	0.77
2018	JPFA	3	0.440	75	0.00	0.00	30.77	1.26	0.00	2.47	-0.26
2013	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	28.54	0.52	0.09	2.02	0.58
2014	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	28.73	0.75	0.09	4.73	0.90
2015	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	28.87	0.67	0.08	2.35	0.92
2016	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	29.16	1.03	0.06	6.72	1.66
2017	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	29.44	1.37	0.05	5.83	1.70
2018	KAEF	3	0.000	0	0.00	0.00	29.88	1.82	-0.01	4.30	1.24
2013	KBLI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.92	0.51	0.05	0.64	0.03
2014	KBLI	2	0.000	0	0.00	0.00	27.92	0.42	0.05	0.59	0.58
2015	KBLI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.07	0.51	0.07	0.46	0.66
2016	KBLI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.26	0.42	0.18	0.84	0.23
2017	KBLI	2	0.000	0	0.00	0.00	28.73	0.67	0.12	0.95	0.53
2018	KBLI	2	0.000	0	0.00	0.00	28.81	0.61	0.01	0.60	0.87

2014	KBLM	2	0.000	0	0.00	0.00	27.20	1.23	0.03	0.60	1.71
2015	KBLM	3	0.000	0	0.00	0.00	27.21	1.21	0.02	0.50	1.49
2016	KBLM	3	0.000	0	0.00	0.00	27.18	0.99	0.03	0.84	1.26
2017	KBLM	3	0.000	0	0.00	0.00	27.84	0.56	0.04	0.40	0.54
2018	KBLM	2	0.000	0	0.00	0.00	27.89	0.58	0.04	0.34	0.91
2013	KBRI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.39	0.14	-0.03	0.63	0.55
2014	KBRI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.89	0.92	-0.01	0.64	1.55
2015	KBRI	2	0.000	0	0.00	0.00	28.01	1.79	-0.11	0.83	2.10
2013	KLBF	2	0.000	0	0.00	0.00	30.06	0.33	0.17	6.89	-1.67
2014	KLBF	3	0.000	0	0.00	0.00	30.15	0.27	0.17	8.79	-0.45
2015	KLBF	3	0.000	0	0.00	0.00	30.25	0.25	0.15	5.66	-1.31
2016	KLBF	3	0.000	0	0.00	0.00	30.35	0.22	0.15	5.70	-1.00
2017	KLBF	3	0.000	0	0.00	0.00	30.44	0.20	0.15	5.70	-1.08
2018	KLBF	4	0.231	50	0.00	0.00	30.53	0.19	0.00	4.66	-1.49
2016	KRAS	3	0.000	0	0.00	0.00	31.60	1.14	-0.05	0.60	1.63
2017	KRAS	3	0.000	0	0.00	0.00	31.66	1.20	-0.02	0.32	1.66
2013	LSIP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.71	0.21	0.10	1.99	-1.54
2014	LSIP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.79	0.20	0.11	1.79	-0.82
2015	LSIP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.81	0.21	0.07	1.23	-0.85
2016	LSIP	3	0.000	0	0.00	0.00	29.88	0.24	0.06	1.55	-0.38
2017	LSIP	3	0.418	75	0.00	0.00	29.91	0.20	0.08	1.19	-0.47
2018	LSIP	3	0.407	75	0.00	0.00	29.94	0.20	0.22	1.02	-0.68
2013	MAIN	2	0.000	0	0.00	0.00	28.43	1.57	0.11	6.24	1.21
2014	MAIN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.89	2.27	-0.02	3.53	1.56
2015	MAIN	3	0.000	0	0.00	0.00	29.01	1.56	-0.02	2.20	-0.41
2016	MAIN	3	0.000	0	0.00	0.00	28.96	1.23	0.08	1.73	2.00
2017	MAIN	3	0.000	0	0.00	0.00	29.02	1.45	0.01	1.01	1.00
2018	MAIN	3	0.000	0	0.00	0.00	29.10	1.24	0.07	1.65	1.49
2013	MBTO	3	0.000	0	0.00	0.00	27.14	0.36	0.03	0.72	0.99
2014	MBTO	3	0.000	0	0.00	0.00	27.16	0.41	0.01	0.48	0.93
2015	MBTO	3	0.000	0	0.00	0.00	27.20	0.49	-0.02	0.34	1.06

2016	MBTO	2	0.000	0	0.00	0.00	27.29	0.61	0.01	0.45	1.29
2017	MBTO	2	0.000	0	0.00	0.00	27.38	0.89	-0.03	0.35	1.52
2018	MBTO	2	0.000	0	0.00	0.00	27.20	1.16	0.08	0.45	1.74
2013	MEDC	4	0.374	50	0.00	0.00	31.06	1.82	0.01	0.64	1.99
2014	MEDC	5	0.330	50	0.00	0.00	31.15	1.94	0.00	1.11	1.92
2015	MEDC	5	0.000	0	0.00	0.00	31.32	3.15	-0.06	0.27	1.98
2016	MEDC	5	0.000	0	0.00	0.00	31.51	3.04	0.05	0.37	2.34
2017	MEDC	5	0.000	0	0.00	0.00	31.88	2.68	0.03	0.83	2.00
2018	MEDC	5	0.341	50	0.00	0.75	31.96	2.79	0.00	0.60	2.20
2013	MLBI	4	0.000	0	0.00	0.00	28.21	0.80	0.66	0.26	-16.04
2014	MLBI	4	0.352	50	0.00	0.00	28.43	3.03	0.36	45.47	-21.50
2015	MLBI	4	0.308	50	0.00	0.00	28.43	3.03	0.22	31.20	-22.50
2016	MLBI	4	0.000	25	0.00	0.00	28.45	1.77	0.43	30.17	-11.46
2017	MLBI	4	0.000	25	0.00	0.00	28.55	1.36	0.53	27.06	-13.57
2018	MLBI	4	0.000	0	0.00	0.00	28.69	1.47	0.02	28.87	-12.62
2013	MRAT	3	0.000	0	0.00	0.00	26.81	0.16	-0.02	0.53	-0.19
2014	MRAT	3	0.000	0	0.00	0.00	26.94	0.32	0.01	0.40	0.78
2015	MRAT	3	0.000	0	0.00	0.00	26.93	0.32	0.00	0.24	0.71
2016	MRAT	3	0.000	0	0.00	0.00	26.90	0.31	-0.01	0.24	0.75
2017	MRAT	2	0.000	0	0.00	0.00	26.93	0.36	0.00	0.24	0.82
2018	MRAT	2	0.000	0	0.00	0.00	26.96	0.39	-0.24	0.21	0.90
2014	MYOR	3	0.000	0	0.00	0.00	29.96	1.53	0.04	4.58	1.60
2015	MYOR	2	0.000	0	0.00	0.00	30.06	1.18	0.11	5.25	2.07
2016	MYOR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.19	1.06	0.11	5.87	1.30
2017	MYOR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.33	1.03	0.11	6.14	0.71
2018	MYOR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.50	1.06	0.00	6.86	0.69
2013	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.05	1.90	0.00	0.79	2.00
2014	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.05	2.57	0.56	0.80	2.26
2015	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.08	2.04	-0.04	0.24	1.99
2016	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.11	1.99	0.02	10.56	2.74
2017	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.17	2.03	0.01	22.14	4.07

2018	NIKL	3	0.000	0	0.00	0.00	28.39	2.43	0.04	14.57	3.33
2016	PSAB	3	0.000	0	0.00	0.00	30.07	1.49	0.03	1.40	2.01
2017	PSAB	3	0.000	0	0.00	0.00	30.16	1.63	0.02	1.00	1.98
2013	PSDN	2	0.000	0	0.00	0.00	27.25	0.65	0.03	0.52	0.39
2014	PSDN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.16	0.67	-0.04	0.55	0.75
2015	PSDN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.15	0.91	-0.07	0.54	1.26
2016	PSDN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.21	1.33	-0.06	0.69	1.37
2017	PSDN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.26	1.31	0.05	1.23	1.47
2013	PTBA	5	0.516	75	1.00	0.90	30.09	0.55	0.16	3.11	-3.41
2014	PTBA	5	0.154	50	1.00	0.90	30.33	0.71	0.13	0.66	-2.51
2015	PTBA	5	0.154	50	0.00	0.00	30.46	0.82	0.12	1.12	-0.49
2016	PTBA	5	0.549	50	0.00	0.00	30.55	0.76	0.11	2.73	0.05
2017	PTBA	5	0.187	50	0.00	0.00	30.72	0.59	0.21	2.05	-0.01
2018	PTBA	5	0.758	50	0.00	0.00	30.82	0.49	0.19	3.04	-4.97
2013	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.59	0.53	0.02	0.23	1.10
2014	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.42	0.34	-0.04	0.25	0.86
2015	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.50	0.29	0.00	0.20	0.71
2016	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.51	0.31	0.02	0.16	0.74
2017	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.54	0.33	0.01	0.48	0.75
2018	PTSN	3	0.000	0	0.00	0.00	29.06	3.13	1.19	3.50	2.45
2013	SCPI	2	0.000	0	0.00	0.00	27.34	70.83	-0.02	10.05	3.08
2014	SCPI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.35	1.97	-0.03	0.15	2.01
2015	SCPI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.04	13.98	0.09	1.03	2.97
2016	SCPI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.96	4.95	0.10	0.45	2.52
2017	SCPI	3	0.000	0	0.00	0.00	27.93	2.79	0.09	0.29	2.35
2018	SCPI	3	0.000	0	0.00	0.00	28.12	2.26	1.08	0.21	2.17
2013	SGRO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.14	0.67	0.03	1.40	0.62
2014	SGRO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.33	0.81	0.06	1.32	1.32
2015	SGRO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.62	1.13	0.04	0.94	1.00
2016	SGRO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.75	1.22	0.06	0.96	1.50
2017	SGRO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.75	1.07	0.03	1.21	1.52

2013	SIDO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.71	0.12	0.14	4.00	-2.66
2014	SIDO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.70	0.07	0.14	3.36	-4.52
2015	SIDO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.66	0.08	0.16	3.18	-4.35
2016	SIDO	4	0.000	0	0.00	0.00	28.73	0.08	0.16	2.83	-4.73
2017	SIDO	4	0.000	0	0.00	0.00	28.78	0.09	0.17	2.82	-4.47
2018	SIDO	4	0.000	0	0.00	0.00	28.84	0.15	0.04	4.34	-6.99
2013	SIMP	3	0.000	0	0.00	0.00	30.97	0.74	0.02	0.77	0.60
2014	SIMP	3	0.385	25	0.00	0.00	31.06	0.84	0.04	0.66	0.98
2015	SIMP	3	0.385	25	0.00	0.00	31.09	0.84	0.01	0.30	0.95
2016	SIMP	3	0.363	25	0.00	0.00	31.11	0.85	0.02	0.44	1.19
2017	SIMP	3	0.451	75	0.00	0.00	31.14	0.84	0.02	0.40	1.06
2018	SIMP	3	0.451	75	0.00	0.00	31.18	0.90	0.00	0.40	1.32
2013	SMAR	4	0.000	0	0.00	0.00	30.54	1.83	0.05	0.35	-6.27
2014	SMAR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.69	1.68	0.07	2.93	2.06
2015	SMAR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.81	2.14	-0.02	1.58	2.14
2016	SMAR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.89	1.56	0.10	1.22	2.08
2017	SMAR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.93	1.40	0.04	0.87	1.78
2018	SMAR	3	0.000	0	0.00	0.00	31.01	1.39	0.00	0.95	1.78
2013	SMBR	3	0.000	0	0.00	0.00	28.63	0.10	0.12	1.32	-4.57
2014	SMBR	4	0.000	0	0.00	0.00	28.70	0.08	0.11	1.38	-1.60
2015	SMBR	3	0.000	0	0.00	0.00	28.82	0.11	0.11	0.97	-1.01
2017	SMBR	3	0.000	0	0.00	0.00	29.25	0.48	0.03	11.05	2.37
2018	SMBR	4	0.000	0	0.00	0.00	29.34	0.59	1.64	5.00	1.65
2013	SMCB	4	0.857	50	0.00	0.00	30.33	0.70	0.06	1.99	-0.51
2014	SMCB	5	0.813	50	0.00	0.00	30.48	0.96	0.04	1.91	0.05
2015	SMCB	5	0.516	50	0.00	0.00	30.49	1.06	0.01	0.90	1.12
2016	SMCB	4	0.363	50	0.00	0.00	30.61	1.45	-0.01	0.86	1.72
2017	SMCB	4	0.473	50	1.00	0.00	30.61	1.73	-0.04	0.89	2.03
2018	SMCB	4	0.484	50	0.00	0.00	30.56	1.91	0.42	2.25	2.27
2013	SMGR	5	0.549	75	0.00	0.00	31.06	0.41	0.17	3.85	-1.83
2014	SMGR	4	0.527	75	0.00	0.00	31.17	0.37	0.16	3.84	-1.69

2015	SMGR	4	0.352	50	0.00	0.00	31.27	0.39	0.12	2.46	-1.31
2016	SMGR	4	0.209	50	0.00	0.00	31.42	0.45	0.10	1.78	-0.63
2017	SMGR	4	0.187	50	0.00	0.00	31.52	0.63	0.03	1.95	-0.19
2018	SMGR	4	0.231	50	1.00	0.82	31.57	0.56	-0.01	2.08	0.67
2013	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.20	1.35	-0.01	0.42	1.85
2014	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.37	1.63	0.02	0.37	1.93
2015	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.41	1.85	-0.02	0.20	1.99
2016	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.40	0.97	0.04	0.38	1.44
2017	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.41	0.84	0.04	0.38	1.41
2018	SPMA	3	0.000	0	0.00	0.00	28.46	0.81	0.18	0.42	1.26
2013	SRIL	3	0.000	0	0.00	0.00	29.35	1.41	0.06	1.96	2.05
2014	SRIL	3	0.000	0	0.00	0.00	29.79	2.02	0.07	1.05	1.53
2015	SRIL	3	0.000	0	0.00	0.00	30.01	1.83	0.07	1.89	1.60
2016	SRIL	3	0.000	0	0.00	0.00	30.17	1.86	0.06	0.96	1.86
2017	SRIL	2	0.000	0	0.00	0.00	30.41	1.70	0.06	1.30	1.69
2018	SRIL	3	0.000	0	0.00	0.00	30.61	1.64	0.06	0.98	1.48
2013	SRSN	3	0.000	0	0.00	0.00	26.77	0.34	0.04	0.96	1.00
2014	SRSN	3	0.000	0	0.00	0.00	26.87	0.43	0.03	0.93	1.03
2016	SRSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.30	0.78	0.02	0.75	1.51
2017	SRSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.20	0.57	0.03	0.72	1.25
2018	SRSN	3	0.000	0	0.00	0.00	27.26	0.44	0.19	0.79	1.09
2013	SSMS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.94	0.60	0.17	3.37	-1.66
2014	SSMS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.03	0.34	0.16	5.28	1.54
2015	SSMS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.57	1.31	0.08	6.16	1.17
2016	SSMS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.60	1.07	0.08	3.86	1.45
2017	SSMS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.90	1.37	0.08	3.53	0.57
2018	SSMS	3	0.516	50	0.00	0.00	30.06	1.78	0.06	2.93	1.03
2015	STTP	2	0.000	0	0.00	0.00	28.28	0.90	0.10	3.92	2.06
2016	STTP	3	0.000	0	0.00	0.00	28.48	1.00	0.07	3.58	2.05
2017	STTP	3	0.000	0	0.00	0.00	28.48	0.69	0.09	4.12	1.91
2013	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	29.46	2.46	0.01	1.29	1.78

2014	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	29.62	1.97	0.06	1.64	1.77
2015	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	29.86	2.23	0.02	0.95	1.57
2016	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.16	2.68	0.05	1.55	-0.39
2017	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.27	2.51	0.07	1.64	1.86
2018	TBLA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.42	2.42	0.83	0.97	1.17
2013	TFCO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.11	0.24	-0.03	0.68	0.77
2014	TFCO	2	0.000	0	0.00	0.00	29.07	0.19	-0.01	1.22	0.78
2015	TFCO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.10	0.10	-0.01	1.10	0.55
2016	TFCO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.10	0.11	0.02	1.26	0.49
2017	TFCO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.13	0.12	0.01	0.95	0.40
2018	TFCO	3	0.000	0	0.00	0.00	29.17	0.09	-0.01	0.75	0.44
2013	TINS	2	0.000	0	0.00	0.00	29.74	0.57	0.07	1.53	1.29
2014	TINS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.91	0.74	0.07	1.63	1.58
2015	TINS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.86	0.73	0.01	0.70	1.36
2016	TINS	3	0.000	0	0.00	0.00	29.89	0.69	0.03	1.42	1.43
2017	TINS	3	0.505	75	0.00	0.00	30.11	0.96	0.04	0.95	1.40
2018	TINS	3	0.560	75	0.00	0.00	30.35	1.32	0.01	0.86	1.75
2013	TIRT	2	0.000	0	0.00	0.00	27.31	11.25	-0.19	0.89	2.83
2014	TIRT	2	0.000	0	0.00	0.00	27.30	8.71	0.03	10.43	3.09
2015	TIRT	3	0.000	0	0.00	0.00	27.36	7.37	0.00	0.55	2.76
2016	TIRT	3	0.000	0	0.00	0.00	27.43	5.43	0.04	1.00	2.67
2017	TIRT	3	0.000	0	0.00	0.00	27.48	5.94	0.00	0.73	2.63
2018	TIRT	3	0.000	0	0.00	0.00	27.55	9.55	0.28	0.72	2.83
2013	TOTO	2	0.000	0	0.00	0.00	28.19	0.69	0.14	3.68	-0.88
2014	TOTO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.35	0.83	0.14	3.50	-1.31
2015	TOTO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.52	0.64	0.12	4.81	-0.29
2016	TOTO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.58	0.69	0.07	3.37	-0.12
2017	TOTO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.67	0.67	0.10	2.49	0.41
2018	TOTO	3	0.000	0	0.00	0.00	28.69	0.50	0.03	1.86	-1.14
2013	TPIA	4	0.000	0	0.00	0.00	30.78	1.23	0.01	0.94	1.48
2014	TPIA	3	0.000	0	0.00	0.00	30.81	1.22	0.01	0.92	1.62

2013	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	28.66	0.40	0.12	6.45	1.75
2014	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	28.70	0.28	0.10	4.73	2.24
2015	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	28.90	0.27	0.15	4.07	1.06
2016	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	29.07	0.22	0.17	3.80	0.60
2017	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	29.28	0.23	0.14	3.56	0.15
2018	ULTJ	3	0.000	0	0.00	0.00	29.35	0.16	-0.02	3.27	-0.21
2014	UNIC	2	0.000	0	0.00	0.00	28.71	0.64	0.01	0.34	0.73
2015	UNIC	3	0.000	0	0.00	0.00	28.75	0.58	0.00	0.29	0.73
2016	UNIC	3	0.000	0	0.00	0.00	28.75	0.41	0.09	0.42	0.95
2017	UNIC	3	0.000	0	0.00	0.00	28.74	0.41	0.05	0.61	-1.98
2018	UNIC	3	0.000	0	0.00	0.00	28.86	0.42	0.01	0.62	-1.36
2013	UNSP	2	0.352	50	0.00	0.00	30.52	2.70	-0.17	0.14	1.75
2014	UNSP	3	0.264	50	0.00	0.00	30.49	3.20	-0.04	1.65	2.50
2015	UNSP	3	0.264	50	0.00	0.00	30.36	8.18	-0.03	0.41	2.81
2016	UNSP	3	0.000	0	0.00	0.00	30.32	11.27	-0.03	0.57	2.89
2017	UNSP	3	0.000	0	0.00	0.00	30.26	-30.64	-0.12	-0.48	3.25
2013	UNVR	4	0.000	0	0.00	0.00	30.17	1.99	0.42	46.63	-10.14
2014	UNVR	4	0.385	50	1.00	0.90	30.29	2.01	0.42	51.92	-9.04
2015	UNVR	4	0.000	0	0.00	0.00	30.39	2.27	0.37	58.70	-8.20
2016	UNVR	4	0.176	50	1.00	0.90	30.45	2.56	0.38	62.93	-7.38
2017	UNVR	3	0.000	0	0.00	0.00	30.57	2.65	0.37	82.44	-6.64
2018	UNVR	3	0.319	75	1.00	0.90	30.60	1.58	0.05	45.71	-7.50
2013	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.30	2.25	0.02	1.02	1.25
2014	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.07	2.01	-0.05	1.28	2.23
2015	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.06	2.01	0.00	1.60	2.15
2016	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.14	1.49	0.10	1.82	2.02
2017	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.38	3.77	0.08	2.93	2.10
2018	VOKS	3	0.000	0	0.00	0.00	28.54	1.69	0.11	1.35	1.95

Lampiran 6 Analisis Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SRDI	397	.0666261	.1695225	0	.9120879
SRQ	397	9.382872	21.9431	0	75
AQ	397	.0356802	.1745291	0	.9285714
SRQEA	397	2.581864	12.98101	0	75
SRQAQ	397	2.290733	11.5576	0	69.64286
SIZE	397	29.40553	1.423522	26.63727	32.47303
LEV	397	1.369844	4.317772	-30.63853	70.83149
ROA	397	.1179308	.9123323	-.2437407	17.96632
PTBV	397	3.354322	8.285341	-1.398096	82.44443
KZ	397	.1583467	3.323526	-22.50457	6.046251

EP	Freq.	Percent	Cum.
2	37	9.32	9.32
3	291	73.30	82.62
4	55	13.85	96.47
5	14	3.53	100.00
Total	397	100.00	

EA	Freq.	Percent	Cum.
0	381	95.97	95.97
1	16	4.03	100.00
Total	397	100.00	

Lampiran 7 Output GMM Model 1

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```

Group variable: id                Number of obs   =    317
Time variable : tahun            Number of groups =    75
Number of instruments = 41       Obs per group: min =    1
F(8, 74)      =    2143.82       avg =    4.23
Prob > F      =    0.000        max =    5
  
```

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.1789974	.0100642	17.79	0.000	.1589441	.1990507
EP	-.3372021	.0764288	-4.41	0.000	-.4894897	-.1849145
SRDI	-4.8832	.3264213	-14.96	0.000	-5.533609	-4.232791
SRQ	.0171203	.0027585	6.21	0.000	.0116239	.0226168
SIZE	-.0101512	.0426635	-0.24	0.813	-.09516	.0748576
LEV	.0711107	.0196745	3.61	0.001	.0319084	.110313
ROA	-.1788934	.0085107	-21.02	0.000	-.1958514	-.1619355
PTBV	-.1872404	.0110136	-17.00	0.000	-.2091854	-.1652954
_cons	2.292425	1.164351	1.97	0.053	-.0275946	4.612444

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(SIZE LEV ROA PTBV)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(KZ EP SRDI SRQ)

Instruments for levels equation

Standard

SIZE LEV ROA PTBV

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(KZ EP SRDI SRQ)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.10 Pr > z = 0.036

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.24 Pr > z = 0.807

Sargan test of overid. restrictions: chi2(32) = 148.52 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(32) = 34.44 Prob > chi2 = 0.352

(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(12) = 14.24 Prob > chi2 = 0.286

Difference (null H = exogenous): chi2(20) = 20.20 Prob > chi2 = 0.446

iv(SIZE LEV ROA PTBV)

Hansen test excluding group: chi2(28) = 34.00 Prob > chi2 = 0.201

Difference (null H = exogenous): chi2(4) = 0.44 Prob > chi2 = 0.979

Lampiran 8 Output PLS Model 1

Source	SS	df	MS	Number of obs =	317
Model	2809.5779	8	351.197238	F(8, 308) =	144.59
Residual	748.122172	308	2.42896809	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.7897
				Adj R-squared =	0.7843
Total	3557.70007	316	11.2585445	Root MSE =	1.5585

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.7972258	.0351786	22.66	0.000	.7280051	.8664466
EP	-.0473347	.1812744	-0.26	0.794	-.4040276	.3093583
SRDI	-1.739649	1.213032	-1.43	0.153	-4.126526	.6472287
SRQ	.0098744	.0091521	1.08	0.281	-.0081341	.0278829
SIZE	-.0751038	.0706244	-1.06	0.288	-.2140711	.0638634
LEV	.020573	.0348411	0.59	0.555	-.0479837	.0891297
ROA	-.1347538	.0870624	-1.55	0.123	-.3060661	.0365584
PTBV	-.0406015	.0131237	-3.09	0.002	-.0664251	-.014778
_cons	2.616426	1.95966	1.34	0.183	-1.239589	6.47244

Lampiran 9 Output FEM Model 1

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       317
Group variable: id                         Number of groups =        75

R-sq:  within = 0.0693                     Obs per group:  min =         1
        between = 0.2060                    avg =         4.2
        overall = 0.1840                    max =         5

                                           F(8,234)       =        2.18
corr(u_i, Xb) = 0.2515                     Prob > F       =       0.0298
  
```

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.0800047	.0653397	1.22	0.222	-.0487246	.2087341
EP	.1160592	.2751685	0.42	0.674	-.4260649	.6581833
SRDI	-4.198712	1.317718	-3.19	0.002	-6.79482	-1.602605
SRQ	.0127675	.0104165	1.23	0.222	-.0077546	.0332896
SIZE	.3873687	.4237429	0.91	0.362	-.44747	1.222207
LEV	.0110632	.0361443	0.31	0.760	-.0601466	.082273
ROA	-.0750401	.0821802	-0.91	0.362	-.2369477	.0868676
PTBV	-.019389	.0332036	-0.58	0.560	-.0848053	.0460272
_cons	-11.36446	12.54017	-0.91	0.366	-36.07052	13.3416
sigma_u	2.7276796					
sigma_e	1.3088113					
rho	.81285423	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(74, 234) =      2.74      Prob > F = 0.0000
  
```

Lampiran 10 Output GMM Model 2

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: id	Number of obs	=	317
Time variable : tahun	Number of groups	=	75
Number of instruments = 57	Obs per group: min	=	1
F(10, 74) = 11666.88	avg	=	4.23
Prob > F = 0.000	max	=	5

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.5911617	.009722	60.81	0.000	.5717903	.6105331
EP	-.0300814	.0585115	-0.51	0.609	-.1466681	.0865053
SRDI	-3.85398	.5265928	-7.32	0.000	-4.903239	-2.804721
SRQ	.0145354	.0024021	6.05	0.000	.009749	.0193218
EA	.2149893	.4445498	0.48	0.630	-.6707955	1.100774
SRQEA	.0130853	.0076852	1.70	0.093	-.0022278	.0283984
SIZE	-.0660278	.0308577	-2.14	0.036	-.1275132	-.0045425
LEV	.0337946	.0127731	2.65	0.010	.0083436	.0592455
ROA	-.1692845	.0322343	-5.25	0.000	-.2335128	-.1050562
PTBV	-.0939467	.0034765	-27.02	0.000	-.1008737	-.0870196
_cons	2.60181	.8122883	3.20	0.002	.9832906	4.22033

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D. (SIZE LEV ROA PTBV)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L. (KZ EP SRDI SRQ EA SRQEA)

Instruments for levels equation

Standard

SIZE LEV ROA PTBV

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D. (KZ EP SRDI SRQ EA SRQEA)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.02 Pr > z = 0.043
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.58 Pr > z = 0.115

Sargan test of overid. restrictions: chi2(46) = 279.55 Prob > chi2 = 0.000
 (Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(46) = 38.08 Prob > chi2 = 0.790
 (Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(17) = 18.48 Prob > chi2 = 0.359

Difference (null H = exogenous): chi2(29) = 19.60 Prob > chi2 = 0.905

iv(SIZE LEV ROA PTBV)

Hansen test excluding group: chi2(42) = 33.59 Prob > chi2 = 0.819

Difference (null H = exogenous): chi2(4) = 4.49 Prob > chi2 = 0.343

Lampiran 11 Output PLS Model 2

Source	SS	df	MS			
Model	2814.36966	10	281.436966	Number of obs =	317	
Residual	743.330416	306	2.42918437	F(10, 306) =	115.86	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7911	
				Adj R-squared =	0.7842	
Total	3557.70007	316	11.2585445	Root MSE =	1.5586	

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.7896803	.0355978	22.18	0.000	.7196327	.8597278
EP	-.0586061	.1818697	-0.32	0.747	-.4164796	.2992675
SRDI	-1.459709	1.22938	-1.19	0.236	-3.878817	.9593998
SRQ	.0048848	.0098778	0.49	0.621	-.0145523	.0243219
EA	.8903479	1.745039	0.51	0.610	-2.543447	4.324142
SRQEA	-.0028045	.0272283	-0.10	0.918	-.0563829	.0507739
SIZE	-.0767104	.0706467	-1.09	0.278	-.2157252	.0623045
LEV	.0226194	.0348745	0.65	0.517	-.0460048	.0912436
ROA	-.1355295	.087068	-1.56	0.121	-.3068573	.0357982
PTBV	-.0447502	.0134666	-3.32	0.001	-.0712491	-.0182512
_cons	2.711689	1.962075	1.38	0.168	-1.149177	6.572555

Lampiran 12 Output FEM Model 2

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

R-sq:  within = 0.0701
        between = 0.1884
        overall = 0.1693

Number of obs   =      317
Number of groups =       75

Obs per group: min =      1
                avg  =     4.2
                max  =      5

corr(u_i, Xb) = 0.2330

F(10,232)      =      1.75
Prob > F       =     0.0714

```

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.0793304	.0656154	1.21	0.228	-.0499479	.2086087
EP	.1259886	.2772833	0.45	0.650	-.4203267	.6723038
SRDI	-4.16192	1.34187	-3.10	0.002	-6.805728	-1.518111
SRQ	.011854	.0108071	1.10	0.274	-.0094386	.0331467
EA	-.601672	1.678647	-0.36	0.720	-3.909013	2.705669
SRQEA	.0123241	.029619	0.42	0.678	-.0460325	.0706808
SIZE	.3887957	.4254305	0.91	0.362	-.4494054	1.226997
LEV	.011383	.0362966	0.31	0.754	-.06013	.082896
ROA	-.0745815	.0825192	-0.90	0.367	-.2371643	.0880013
PTBV	-.0168153	.0347971	-0.48	0.629	-.0853741	.0517434
_cons	-11.44786	12.59194	-0.91	0.364	-36.25704	13.36131
sigma_u	2.7433462					
sigma_e	1.3139406					
rho	.81340602	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(74, 232) =      2.68      Prob > F = 0.0000

```

Lampiran 13 Output GMM Model 3

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: id		Number of obs	=	317
Time variable : tahun		Number of groups	=	75
Number of instruments = 57		Obs per group: min	=	1
F(10, 74)	=	2306.28		avg = 4.23
Prob > F	=	0.000		max = 5

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.3244705	.0099589	32.58	0.000	.3046269	.3443141
EP	-.1903513	.0713729	-2.67	0.009	-.3325649	-.0481377
SRDI	-4.437483	.6238381	-7.11	0.000	-5.680508	-3.194459
SRQ	.0124536	.0026977	4.62	0.000	.0070782	.0178289
AQ	-1.086442	1.110752	-0.98	0.331	-3.299664	1.126779
SRQAQ	.0427144	.0153443	2.78	0.007	.0121403	.0732885
SIZE	-.011191	.0492876	-0.23	0.821	-.1093986	.0870166
LEV	.0631629	.0204096	3.09	0.003	.0224959	.10383
ROA	-.1496707	.0080122	-18.68	0.000	-.1656354	-.1337061
PTBV	-.1451945	.0097178	-14.94	0.000	-.1645577	-.1258313
_cons	1.670113	1.362634	1.23	0.224	-1.044995	4.38522

Warning: Uncorrected two-step standard errors are unreliable.

Instruments for first differences equation

Standard

D.(SIZE LEV ROA PTBV)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(KZ EP SRDI SRQ AQ SRQAQ)

Instruments for levels equation

Standard

SIZE LEV ROA PTBV

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(KZ EP SRDI SRQ AQ SRQAQ)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.16 Pr > z = 0.031

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.85 Pr > z = 0.398

Sargan test of overid. restrictions: chi2(46) = 206.85 Prob > chi2 = 0.000
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(46) = 36.45 Prob > chi2 = 0.842
(Robust, but weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(16) = 21.26 Prob > chi2 = 0.169

Difference (null H = exogenous): chi2(30) = 15.19 Prob > chi2 = 0.989

iv(SIZE LEV ROA PTBV)

Hansen test excluding group: chi2(42) = 35.02 Prob > chi2 = 0.769

Difference (null H = exogenous): chi2(4) = 1.43 Prob > chi2 = 0.839

Lampiran 14 Output PLS Model 3

Source	SS	df	MS			
Model	2814.04661	10	281.404661	Number of obs =	317	
Residual	743.653459	306	2.43024006	F(10, 306) =	115.79	
Total	3557.70007	316	11.2585445	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7910	
				Adj R-squared =	0.7841	
				Root MSE =	1.5589	

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.7894203	.0356602	22.14	0.000	.7192501	.8595905
EP	-.0652399	.1824192	-0.36	0.721	-.4241947	.2937149
SRDI	-1.395357	1.240162	-1.13	0.261	-3.835681	1.044967
SRQ	.0046008	.0099859	0.46	0.645	-.015049	.0242505
AQ	.9698072	1.958309	0.50	0.621	-2.883648	4.823263
SRQAQ	-.0028825	.0302795	-0.10	0.924	-.0624649	.0566999
SIZE	-.0774739	.0706813	-1.10	0.274	-.2165567	.061609
LEV	.0223124	.0348759	0.64	0.523	-.0463145	.0909394
ROA	-.1357659	.0870884	-1.56	0.120	-.3071338	.0356019
PTBV	-.0446669	.013482	-3.31	0.001	-.071196	-.0181378
_cons	2.754353	1.964716	1.40	0.162	-1.111711	6.620417

Lampiran 15 Output FEM Model 3

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs      =      317
Number of groups   =       75

R-sq:  within = 0.0700
       between = 0.1894
       overall = 0.1701

Obs per group: min =      1
               avg  =     4.2
               max  =      5

F(10,232)         =      1.75
Prob > F          =     0.0716

corr(u_i, Xb)    = 0.2341
  
```

KZ	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KZ						
L1.	.0793983	.0656377	1.21	0.228	-.0499238	.2087204
EP	.1252583	.2772467	0.45	0.652	-.4209849	.6715014
SRDI	-4.160968	1.337467	-3.11	0.002	-6.796102	-1.525834
SRQ	.0118526	.0108464	1.09	0.276	-.0095174	.0332226
AQ	-.6327446	1.848274	-0.34	0.732	-4.274291	3.008802
SRQAQ	.0131001	.0323442	0.41	0.686	-.0506258	.076826
SIZE	.3883917	.4256104	0.91	0.362	-.4501637	1.226947
LEV	.0113868	.0362953	0.31	0.754	-.0601236	.0828973
ROA	-.0745946	.0825206	-0.90	0.367	-.2371802	.087991
PTBV	-.0168847	.0347755	-0.49	0.628	-.0854008	.0516314
_cons	-11.43337	12.59548	-0.91	0.365	-36.24951	13.38277
sigma_u	2.7425836					
sigma_e	1.3139662					
rho	.8133157	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(74, 232) = 2.69 Prob > F = 0.0000

BIODATA PENULIS



Maydawati Fidellia Gunawan lahir di Madiun, 17 Januari 1998. Penulis menyelesaikan pendidikan formal di SDK Santa Maria 2 Madiun, SMPN 2 Madiun, dan SMAN 2 Madiun, sebelum akhirnya melanjutkan pendidikan S1 di Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya dan mengambil konsentrasi pada bidang manajemen keuangan. Selama masa perkuliahan, penulis bergabung dalam beberapa organisasi lingkup Departemen Manajemen Bisnis dan dalam lingkup Institut. Dalam lingkup Departemen, penulis pernah menjadi staf *College Welfare Division* Himpunan Mahasiswa Manajemen Bisnis (BMSA) periode 2017/2018 dan kepala divisi Penelitian dan Pengembangan Kelompok Studi Mahasiswa (KSM) periode 2018/2019. Selain itu, penulis juga merupakan bagian dari anggota laboratorium *Business Analytic and Strategy* (BAS). Dalam lingkup Institut, penulis pernah menjadi staf divisi kewirausahaan Natal dan Paskah Persekutuan Mahasiswa Kristen (NAPAS PMK) periode 2017/2018. Penulis juga mengikuti beberapa kepanitiaan acara. Penulis juga cukup aktif mengikuti berbagai kompetisi ilmiah dan sempat menjadi finalis dalam *Logistic Case Competition* 2019 bersama dengan tim Gerinimo. Pada tahun 2019, penulis berkesempatan untuk melakukan Kerja Praktik di PT Telekomunikasi Indonesia Witel Surabaya Selatan pada divisi *Enterprise Service* dengan *output* menganalisis sekaligus memberikan rancangan strategi pemasaran yang dituangkan dalam *Marketing Account Plan Summary*.

Penulis mendapat banyak pengalaman dan pembelajaran selama menempuh pendidikan dan bergabung dalam berbagai kegiatan maupun organisasi, yang semoga dapat bermanfaat untuk tahapan selanjutnya. Penulis memiliki ketertarikan pada bidang keuangan, operasional, serta strategi bisnis. Penulis berharap dapat berkarya dan memberikan manfaat bagi masyarakat sekitar. Penulis terbuka untuk berdiskusi mengenai berbagai hal dan dapat dihubungi melalui maydawati17@gmail.com.