**BAB II**

**KAJIAN PUSTAKA**

1. **Landasan Teoritis**
2. **Relevansi Nilai**
3. **Pengertian Relevansi Nilai**

Relevansi merupakan salah satu dari dua syarat kualitas fundamental yang membuat informasi akuntansi bermanfaat dalam pengambilan keputusan. Informasi akuntansi dikatakan relevan apabila informasi tersebut mampu membuat perbedaan dalam pengambilan keputusan. Terdapat tiga unsur pembentuk kualitas relevansi. Pertama adalah nilai prediksi (*predictive value*), yakni kemampuan laporan keuangan sebagai input untuk memproses prediksi bagi para investor mengenai ekspektasi mereka di masa mendatang. Kedua adalah nilai konfirmasi (*confirmatory value*), yakni informasi yang dapat membantu para pengguna informasi dalam mengkonfirmasi prediksi yang telah diharapkan sebelumnya. Ketiga adalah materialitas (*materiality*), materialitas adalah suatu aspek relevansi spesifik perusahaan. Informasi memiliki materialitas apabila hilang atau salah saji yang dapat mempengaruhi keputusan pengguna atas dasar melaporkan informasi keuangan (Kieso *et al*., 2018).

Dalam kerangka konseptual pelaporan keuangan dinyatakan bahwa agar informasi keuangan menjadi berguna, informasi tersebut harus relevan (*relevance*) dan representasi tepat (*faithful representation*). Informasi keuangan yang relevan mampu membuat perbedaan dalam keputusan yang diambil oleh pengguna jika memiliki nilai prediktif, nilai konfirmatori, atau keduanya (IASB, 2018). Selanjutnya, Hendriksen and Van Breda, (2001) mengartikan relevansi ke dalam tiga aspek yaitu

1. Keberpautan tujuan (*goal congruence*), yaitu kemampuan informasi dalam membantu para pemakai untuk mencapai tujuannya
2. Keberpautan semantik (*semantic relevance*), yaitu kemampuan informasi untuk dipahami maknanya oleh para pemakai sesuai dengan makna yang ingin disampaikan
3. Keberpautan keputusan (*decision relevance*), yaitu kemampuan informasi untuk memfasilitasi proses pengambilan keputusan oleh para pemakai

Keberpautan atau kerelevanan (*relevance*) merupakan kemampuan informasi untuk membantu pemakai dalam membedakan beberapa alternatif keputusan sehingga pemakai dapat dengan mudah menentukan pilihan. Bila dihubungkan dengan tujuan pelaporan keuangan, keberpautan adalah kemampuan informasi untuk membantu investor, kreditor, dan pemakai lain dalam menyusun prediksi-prediksi tentang beberapa munculan (*outcomes*) dari kejadian masa lalu, sekarang, dan masa datang atau mengkonfirmasi atau mengoreksi harapan-harapannya. Informasi bermanfaat bagi para pengguna, artinya informasi tersebut memiliki nilai (Suwardjono, 2013). Informasi dikatakan memiliki nilai (kebermanfaatan keputusan) apabila informasi tersebut:

1. Menambah pengetahuan pembuat keputusan tentang keputusannya di masa lalu, sekarang, atau masa depan
2. Menambah keyakinan para pemakai mengenai profitabilitas terealisasinya suatu harapan dalam kondisi ketidakpastian
3. Mengubah keputusan atau perilaku para pemakai

Relevansi nilai diartikan sebagai kemampuan informasi laporan keuangan untuk menangkap dan meringkas informasi yang menentukan nilai perusahaan (Beisland, 2009). Selanjutnya, Subramanyam (2014) mendefinisikan relevansi nilai sebagai kapasitas informasi yang dapat mempengaruhi suatu keputusan ekonomi. Konsep relevansi nilai informasi akuntansi pada umumnya menjelaskan tentang bagaimana investor bereaksi terhadap pengumuman informasi akuntansi. Informasi akuntansi ini juga berguna bagi investor dalam membantu mereka mengestimasi nilai yang diharapkan dan risiko dari *return* saham (Scott, 2015). Definisi lainnya diungkapkan oleh Suadiye (2012) sebagai berikut

“*Value relevance is defined as the ability of financial statement information to capture and summarize firm value. Value relevance is measured as the statistical association between financial statement information and stock market values or returns”.*

Barth *et al*., (2001) mengemukakan bahwa suatu informasi akuntansi dikatakan memiliki relevansi nilai dalam pengambilan keputusan jika informasi tersebut berkaitan secara statistik dengan nilai perusahaan. Selanjutnya Barth *et al*., (2001) menjelaskan tiga kriteria relevansi nilai, yaitu suatu angka akuntansi dikatakan memiliki nilai relevan apabila:

1. Memiliki hubungan yang signifikan dengan harga saham;
2. Mencerminkan informasi yang relevan bagi investor dalam menilai perusahaan;
3. Membuat perbedaan dalam pengambilan keputusan pihak pengguna laporan keuangan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) merupakan penelitian pertama yang memberikan bukti empiris bahwa kandungan informasi yang terdapat dalam laporan keuangan direspon oleh nilai pasar berupa *return* saham perusahaan, menandakan bahwa laporan keuangan tersebut memiliki relevansi nilai. Sejak saat itu, banyak studi empiris yang memberikan aspek tambahan mengenai relevansi nilai (Scott, 2015). Penelitian-penelitian mengenai relevansi nilai memang diarahkan untuk menginvestigasi hubungan empiris antara nilai pasar saham (*stock market values*) dengan berbagai angka akuntansi yang dimaksudkan untuk menilai manfaat angka-angka akuntansi tersebut dalam penilaian fundamental perusahaan. Selanjutnya,

Scott (2015) menyatakan pendekatan relevansi nilai mengambil pandangan bahwa investor ingin membuat prediksi sendiri mengenai *return* saham di masa depan dan mampu untuk meraup seluruh informasi yang berguna dalam hal ini. Terdapat empat pertimbangan prediksi mengenai perilaku investor dalam menanggapi informasi laporan keuangan:

1. Investor mempunyai keyakinan sebelumnya mengenai kinerja perusahaan di masa depan, yaitu dividen, arus kas, dan / atau penghasilan, yang mempengaruhi pengembalian dan risiko yang diharapkan dari sekuritas perusahaan. Keyakinan ini didasarkan pada semua informasi yang tersedia, termasuk harga pasar hingga sesaat sebelum laba bersih perusahaan saat ini dirilis.
2. Setelah merilis laba bersih periode saat ini, beberapa investor akan cepat memutuskan untuk menjadi lebih memiliki banyak informasi dengan menganalisis angka penghasilan perusahaan. Sebagai contoh, jika laba bersih tinggi atau lebih tinggi dari yang diharapkan, ini dapat menjadi berita baik. Investor akan merevisi keyakinan mereka tentang kinerja perusahaan di masa depan. Investor lain, yang mungkin memiliki harapan yang terlalu tinggi pada laba bersih saat ini kemungkinan harus menafsirkan jumlah laba bersih seperti berita buruk.
3. Investor yang telah merevisi keyakinan mereka ke atas mengenai kinerja perusahaan di masa depan akan cenderung untuk membeli saham perusahaan pada harga pasar saat ini, dan sebaliknya bagi investor yang merevisi keyakinan mereka ke bawah. Evaluasi investor dari kerisikoan saham ini juga dapat direvisi.
4. Mengamati volume saham yang diperdagangkan untuk meningkatkan laba bersih ketika perusahaan melaporkan labanya. Jika investor membuat penafsiran laba bersih sebagai berita baik lebih besar daripada investor yang menafsirkannya sebagai kabar buruk, kita akan mengharapkan untuk mengamati peningkatan harga pasar saham perusahaan, dan sebaliknya.

Francis dan Schipper (1999) memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dengan menyebutkan empat kemungkinan interpretasi konstruk relevansi nilai. Pertama, informasi laporan keuangan mempengaruhi harga saham karena mengandung nilai intrinsik saham sehingga berpengaruh pada harga saham. Kedua, informasi laporan keuangan merupakan nilai yang relevan bila mengandung variabel yang dapat digunakan dalam model penilaian atau memprediksi variabel-variabel tersebut. Ketiga, hubungan statistik digunakan untuk mengukur apakah investor benar-benar menggunakan informasi tersebut dalam penetapan harga, sehingga nilai relevan diukur dengan kemampuan informasi laporan keuangan untuk mengubah keseluruhan perpaduan informasi di pasar saham. Terakhir, relevansi nilai diukur dengan kemampuan informasi laporan keuangan untuk menangkap berbagai macam informasi yang mempengaruhi nilai saham.

Studi relevansi nilai digolongkan ke dalam tiga kategori oleh Holthausen dan Watts (2001), yaitu

1. *Relative Association Studies*

Studi ini membandingkan hubungan antara nilai pasar saham atau perubahan nilai dan langkah-langkah alternatif *bottom-line*. Pengujian pada studi ini menggunakan regresi R2 (koefisien determinasi) untuk menilai relevansi nilai informasi akuntansi, di mana nilai R2 yang lebih besar menggambarkan semakin besar pula tingkat relevansi nilai informasi akuntansi tersebut.

1. *Incremental Association Studies*

Studi ini menguji apakah informasi akuntansi yang menarik dapat membantu menjelaskan harga saham atau *return* saham yang diberikan variabel lainnya. Angka akuntansi umumnya dianggap relevan jika koefisien regresi diperkirakan secara signifikan berbeda dari nol.

1. *Marginal Information Content Studies*

Studi ini menguji apakah sejumlah informasi tertentu dapat menambah relevansi informasi keuangan bagi investor. Penelitian ini melihat suatu peristiwa (*event studies*) dalam periode waktu jendela yang pendek (*short window*) untuk menentukan apakah informasi akuntansi yang dikeluarkan berhubungan dengan perubahan nilai. Reaksi atas harga saham dianggap sebagai bukti relevansi nilai.

Pengujian hubungan antara informasi akuntansi dengan nilai saham memerlukan suatu model penelitian. Terdapat dua jenis model penelitian yang umumnya digunakan untuk menguji hubungan tersebut, yaitu model harga (*price model*) dan model pengembalian *(return model*). Kedua jenis model penelitian tersebut dikenal sebagai model informasi linier (*linier information model*) yang dikembangkan oleh Ohlson (1995).

1. **Pengukuran Relevansi Nilai**

Suatu informasi akuntansi dikatakan memiliki relevansi nilai dalam pengambilan keputusan jika informasi tersebut berkaitan secara statistik dengan nilai perusahaan Barth *et al*., (2001). Nilai perusahaan menjadi hal penting bagi pengguna laporan keuangan karena dapat dijadikan sebagai nilai estimasi yang andal dalam pengambilan keputusan terkait saham, keputusan kredit, penggabungan bisnis, menentukan harga saham publik, dan berbagai hal penting lainnya (Subramanyam, 2014).

Scott (2015) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai pengukuran ekonomi yang mencerminkan nilai pasar perusahaan. Menurut Horne and Wachowicz (2008:3),

“*Shareholder wealth is represented by the market price per share of the firm’s common stock, which, in turn, is a reflection of the firm’s investment, financing, and asset management decisions. The idea is that the success of a business decision should be judged by the effect that it ultimately has on share price”.*

Beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur nilai pasar perusahaan, yaitu

1. *Price to Earnings Ratio* (PER)

PER mengukur jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk setiap dollar yang dihasilkan perusahaan. Rasio ini menunjukkan tingkat kepercayaan yang dimiliki investor dalam kinerja masa depan perusahaan. PER dapat dihitung dengan membandingkan harga pasar per lembar saham dengan laba per saham (*earnings per share*) (Gitman dan Zutter, 2015). Selain itu, dapat juga dihitung dengan nilai pasar dari ekuitas dibandingkan dengan laba bersih (Subramanyam, 2014).

$$PER= \frac{Market price per share }{Earnings per share}$$

1. *Price to Book Value* (PBV)

PBV memberikan penilaian bagaimana investor memandang kinerja perusahaan. Rasio ini diukur dengan harga saham yang ada di pasar dengan cara dibandingkan dengan nilai buku saham. Perusahaan yang mengharapkan *return* yang relatif tinggi terhadap risiko, biasanya akan menjual sahamnya dengan rasio PBV yang lebih tinggi (Gitman dan Zutter, 2015; Subramanyam, 2014).

$$PBV= \frac{Market value of equity}{Book value of equity }$$

1. *Tobin’s Q*

Tobin’s Q adalah suatu rasio yang dikembangkan oleh James Tobin (1967) yang dapat digunakan sebagai proksi nilai perusahaan dari perspektif investor yang dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar aset perusahaan dengan nilai pengganti (*replacement value*) dari aset tersebut (Wolfe dan Aidar Sauaia, 2003). Rasio Q ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi incremental. Jika rasio Q diatas satu, menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi. Jika rasio Q dibawah satu, investasi dalam aktiva tidaklah menarik (Weston dan Copeland, 2008). Rasio Tobin’s Q dapat digitung dengan rumus berikut:

$$Q= \frac{(MVS+MVD)}{RVA}$$

Dimana:

Q = nilai perusahaan yang diukur menggunakan rasio q

MVS = nilai pasar dari seluruh saham yang beredar

MVD = nilai pasar dari seluruh hutang

RVA = nilai pengganti aset

Dalam model harga, Ohlson (1995) menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan laba dan nilai buku serta informasi lainnya yang kemungkinan dapat mempengaruhi relevansi nilai informasi akuntansi. Secara umum, model Ohlson (1995) dirumuskan dalam sebuah model regresi sebagai berikut:

$$P\_{t}=a\_{1}x\_{t}+a\_{2}b\_{t}+a\_{3}v\_{t}+e\_{t}$$

Di mana:

$P\_{t}$ = harga saham perusahaan pada tahun t

α1, α2, α3 = koefisien / *slope*

$x\_{t}$ = laba akuntansi pada tahun t

$b\_{t}$ = nilai buku ekuitas pada tahun t

$v\_{t}$ = informasi selain laba dan nilai buku ekuitas (dapat berupa informasi

 apapun yang diprediksi memengaruhi harga saham) pada tahun t

$e\_{t}$ = *error*

Hubungan nilai buku ekuitas dengan laba dan informasi lainnya harus bersifat hubungan surplus bersih (*clean surplus relationship*). Kelebihan dari model Ohlson (1995) adalah model tersebut dapat mendefinisikan kerangka konseptual yang berkaitan dengan nilai pasar dari perusahaan dengan menggunakan informasi keuangan perusahaan di masa lalu dan masa yang akan datang seperti laba bersih sekarang dan yang diharapkan di masa depan, nilai buku ekuitas, dan dividend (Gama *et al.*, 2017).

*Return* saham merupakan imbal hasil yang diterima oleh para investor atas investasi yang telah dilakukan. *Return* suatu saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya, diperoleh rumus (Ross *et al.*, 2003; Brigham dan Ehrhardt, 2011):

$$R\_{it}= \frac{P\_{it}-P\_{it-1}}{P\_{it-1}}$$

Di mana:

$R\_{it}$ = *return* saham i periode t

$P\_{it}$ = harga saham i periode t

$P\_{it-1}$ = harga saham i periode t-1

Selain itu, dalam *return* model, hubungan nonlinier antara laba dan kinerja saham dapat diproyeksikan dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Roggi dan Giannozzi (2015) menggunakan CAR dalam penelitiannya untuk mengukur reaksi investor atas hirarki nilai wajar yang dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR\_{i (t1,t2)}= \sum\_{t=t1}^{t2}AR\_{it}$$

Di mana:

$CAR\_{i (t1,t2)}$ = *Cumulative Abnormal Return* saham i dari periode t1 sampai dengan t2

 $AR\_{it}$ = *Abnormal Return* saham i pada hari ke t yang dihitung dengan rumus:

 $R\_{it}- RM\_{t}$ dengan $R\_{it}$ merupakan *return* saham individu dan $RM\_{t}$ merupakan *return* pasar

1. **Risiko**
2. **Pengertian Risiko**

Beberapa ahli mendefinisikan risiko dalam pengertian yang berbeda-beda. Gitman dan Zutter (2015:58) mendefinisikan risiko sebagai “*The chance that actual outcomes may differ from those expected”*. Tidak berbeda dengan Jones (2009) yang mengemukakan bahwa risiko adalah peluang hasil investasi yang sebenarnya (*actual return*) akan berbeda dengan hasil yang diharapkan (*expected return*). Brigham dan Houston (2015) mengartikan risiko sebagai peluang terjadinya peristiwa yang tidak diharapkan.

Risiko dapat diartikan sebagai akibat yang kurang menyenangkan (merugikan, membahayakan) dari suatu perbuatan atau tindakan (Kamus Besar Bahasa Indonesia, 2005). Vaughan dan Vaughan (2008) merumuskan risiko sebagai berikut:

1. Risiko adalah kans kerugian (*risk is the chance of loss*)
2. Risiko adalah kemungkinan kerugian (*risk is the possibility of loss*)
3. Risiko adalah ketidakpastian (*risk is uncertainty*)
4. Risiko merupakan penyimpangan kenyataan dari hasil yang diharapkan (*risk is the dispersion of actual from expected result*)
5. Risiko adalah profitabilitas bahwa suatu hasil berbeda dari yang diharapkan (*risk is the probability of any outcome different from the one expected*)

Risiko juga dapat diartikan sebagai kemungkinan bahwa hasil aktual dari investasi akan kurang dari hasil yang diperkirakan. Hampton (1989) mengidentifikasi risiko menjadi 2 komponen yaitu:

1. *Business* *Risk*

Risiko ini didefinisikan sebagai peluang bahwa perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk menyelesaikan pembelian aset dengan sukses. Segala masalah operasional diklasifikasikan sebagai risiko bisnis.

1. *Financial* *Risk*

Risiko ini didefinisikan sebagai peluang bahwa suatu investasi tidak akan menghasilkan arus kas yang cukup baik untuk menutupi pembayaran bunga atas uang yang dipinjam untuk membiayainya atau pembayaran pokok utang atau untuk memberikan keuntungan kepada perusahaan.

Selanjutnya Brigham dan Houston (2015) mengemukakan terdapat tiga jenis risiko yaitu

1. *Diversifiable risk* (Risiko spesifik)

Risiko yang terkait dengan kejadian acak dari suatu peristiwa dan perilaku yang spesifik berpengaruh terhadap perusahaan, dapat dieliminasi dengan penambahan saham, dan didiversifikasi. Risiko ini juga dikenal dengan risiko perusahaan spesifik (*company specific risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*).

1. *Market risk* (Risiko sistematis)

Risiko yang tetap ada dalam portofolio di pasar saham dan tidak dapat dihindari. Risiko ini juga merupakan risiko sekuritas yang tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi karena terkait dengan ekonomi, pasar, dan faktor yang secara sistematis mempengaruhi banyak perusahaan (Weston dan Brigham, 1996). Risiko ini dikenal sebagai risiko yang tidak dapat didiversifikasi (*non-diversifiable risk*), risiko beta (*beta risk*), dan risiko sistematis (*systematic risk*).

1. *Total risk*

Gabungan dari risiko diversifikasi atau risiko tidak sistematis dengan risiko pasar atau risiko sistematis.

**Gambar 2.1**

**Risiko dalam Investasi**

Sumber: Brigham dan Houston (2015). *Fundamentals of Financial Management*

Crouhy *et al*., (2014) mendefinisikan risiko sebagai volatilitas *return* yang mengarah kepada kerugian tak terduga (*unexpected losses*), di mana volatilitas tinggi menunjukkan risiko yang tinggi pula. Selanjutnya Crouhy *et al.,* (2014) menyatakan terdapat dua risiko keuangan (*financial risk*) yaitu:

1. *Market Risk* (Risiko pasar)

Risiko pasar adalah risiko bahwa perubahan harga pasar keuangan dan tingkat suku bunga akan mengurangi nilai keamanan atau protofolio. Risiko pasar terdiri dari:

1. Risiko harga saham (*equity price risk*)

Risiko yang berhubungan dengan volatilitas dalam harga saham. Risiko pasar umum ekuitas menunjukkan kepada sensitivitas instrumen atau nilai portofolio terhadap perubahan tingkat indeks pasar saham yang luas.

1. Risiko suku bunga (*interest raste risk*)

Risiko bahwa nilai dari pendapatan tetap saham akan turun sebagai akibat dari peningkatan suku bunga pasar. Risiko spesifik (*specific*) dan *idiosyncratic* dari ekuitas mengacu pada bagian dari volatilitas harga saham yang ditentukan oleh karakteristik khusus untuk perusahaan, seperti lini bisnis, kualitas manajemen, atau kerusakan dalam proses produksinya.

1. Risiko nilai tukar mata uang asing (*foreign exchange risk*)

Risiko nilai tukar mata uang asing muncul dari posisi yang terbuka atau tidak sempurna dalam mata uang asing tertentu yang didenominasi aset dan kewajiban mengarah kepada fluktuasi laba atau nilai yang diukur dalam mata uang lokal.

1. Risiko harga komoditas (*commodity price risk*)

Risiko harga komoditas sangat berbeda dengan risiko tingkat bunga dan valuta asing, karena sebagian besar komoditas diperdagangkan di pasar di mana konsentrasi dari pasokan (*supply*) berada di tangan beberapa pemasok (*suppliers*) yang dapat memperbesar volatilitas harga. Untuk sebagian besar komoditas, angka dari pelaku pasar yang memiliki keterbukaan langsung terhadap komoditas tertentu sangat terbatas, sehingga mempengaruhi likuiditas perdagangan yang dapat menghasilkan tingkat volatilitas harga menjadi tinggi.

1. *Credit Risk* (risiko kredit)

Risiko kredit merupakan risiko kerugian ekonomi dari kegagalan pihak lawan (*counterparty*) untuk memenuhi kewajiban kontraktualnya, atau meningkatnya risiko gagal bayar selama jangka waktu transaksi. Risiko kredit terdiri atas empat tipe yaitu:

1. Risiko kegagalan (*default risk*)

Risiko kegagalan sesuai dengan ketidakmampuan debitur atau penolakan untuk memenuhi kewajiban utangnya yang lebih dari periode yang wajar dari tanggal jatuh tempo, biasanya 60 hari di industri perbankan.

1. Risiko kebangkrutan (*bankcruptcy risk*)

Risiko kebangkrutan adalah risiko untuk mengambil alih agunan atau jaminan, aset dari peminjam yang gagal bayar atau pihak lawan (*counterparty*). Dalam kasus perusahaan bangkrut, pemegang hutang mengambil alih kendali perusahaan dari pemegang saham.

1. Risiko penurunan (*downgrade risk*)

Risiko penurunan adalah risiko di mana kelayakan kredit yang dirasakan peminjam atau pihak lawan mungkin memburuk. Kemunduran besar dalam kelayakan kredit seorang peminjam mungkin menjadi pendahulu dari kegagalan.

1. Risiko penyelesaian (*settlement risk*)

Risiko penyelesaian adalah risiko yang terjadi karena pertukaran arus kas ketika transaksi diselesaikan. Kegagalan untuk melakukan penyelesaian dapat disebabkan oleh kegagalan pihak lawan, kendala likuiditas, atau masalah operasional. Risiko terbesar ketika pembayaran terjadi di zona waktu yang berbeda, terutama untuk transaksi valuta asing seperti *swap*.

1. **Pengukuran Risiko**

Tiga metode pengukuran risiko yang sering digunakan menurut Hampton (1989) adalah:

1. *Beta coefficient*

Suatu penilaian matematika yang mengukur risiko salah satu aset yang berpengaruh terhadap risiko sekelompok aset, disebut dengan portofolio yang terkait dengan risiko pasar. Beta yang tinggi menunjukkan tingkat risiko yang tinggi, begitu pula sebaliknya beta yang rendah menunjukkan tingkat risiko yang rendah.

1. *Standard deviation*

Ini adalah pengukuran dari dispersi perkiraan *return* ketika pengembalian tersebut mendekati distribusi probabilitas normal dan merupakan konsep statistik yang secara luas digunakan untuk mengukur risiko dari suatu aset. Standar deviasi tinggi menunjukkan dispersi *return* dan risiko yang tinggi, begitu pula sebaliknya.

1. *Subjective estimates*

Pengukuran risiko subjektif muncul ketika estimasi kualitatif lebih digunakan daripada kuantitatif dalam mengukur dispersi. Contohnya, seorang analis dapat mengestimasi bahwa suatu proposal menawarkan tingkat risiko yang rendah. Tingkat risiko yang tingi akan menunjukkan proyek yang perkiraan *return*nya baik.

Selanjutnya, Reilly dan Brown (2012) menunjukkan pengukuran risiko pasar untuk sebuah investasi sebagai berikut:

1. Varians *return* saham (*variance of rates of return*)

Varians atau variabilitas *return* merupakan kuadrat dari standar deviasi. Semakin besar varians untuk tingkat pengembalian yang diharapkan, semakin besar ketidakpastian atau risiko dari investasi. Varians diformulasikan sebagi berikut

$$Variance \left(σ^{2}\right)=\sum\_{i=1}^{n}\left(Probability\right)×(Possible Return-Expected Return)^{2}$$

 $ = \sum\_{i=1}^{n}(P\_{i}\left[R\_{i}-E\left(R\_{i}\right)\right]^{2}$

Di mana:

$P\_{i}$ = probabilitas kejadian dari setiap hasil yang diharapkan

$R\_{i}$ = kemungkinan tingkat hasil

$E\left(R\_{i}\right)$ = pengembalian hasil yang diharapkan

1. Standar deviasi *return* saham (*standard deviation of rates of return*)

Standar deviasi *return* saham adalah akar kuadrat dari varians *return* saham. Standar deviasi merupakan pengukuran penyempitan (*tightness*) atau variabilitas (*variability*) dari serangkaian hasil sehingga lebih mudah diinterpretasikan dan paling digunakan dalam pengukuran risiko dibanding varians karena varians diukur dalam persentase kuadrat. Semakin kecil nilai standar deviasi, semakin ketat distribusi probabilitas dan risiko dari investasi semakin kecil (Weston dan Brigham, 1996).

$$Standard Deviation= \sqrt{\sum\_{i=1}^{n}(P\_{i}\left[R\_{i}-E\left(R\_{i}\right)\right]^{2}}$$

1. Koefisien variasi dari *return* saham (*coefficient of variation of rates of return*)

Ukuran dari variabilitas dan risiko relatif ini digunakan oleh analis keuangan untuk membandingkan alternatif investasi dengan tingkat pengembalian dan standar deviasi *return* yang berbeda. Selain itu, koefisien variasi disebut juga risiko relatif, yang mengandung nilai bahwa apabila suatu investasi mempunyai koefisien variasi (CV) tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) lebih rendah, maka investasi tersebut lebih kecil risikonya, meskipun standar deviasinya lebih tinggi. Demikian pula sebaliknya, CV yang semakin tinggi menggambarkan bahwa semakin besar juga risikonya.

$$Coefficient of Variation \left(CV\right)= \frac{Standard Deviation of Returns}{Expected Rate of Return}$$

$$CV = \frac{σ}{E(R\_{i})}$$

1. Kovarians *return* dengan pasar portofolio (*covariance of returns with the market portfolio*)

Pandangan alternatif tentang risiko dijelaskan dalam teori portofolio dan teori pasar modal oleh Markowitz (1952, 1959) dan Sharpe (1964). Mereka menunjukkan bahwa ukuran risiko yang relevan untuk suatu aset adalah penggabungan dengan portofolio pasar. Pendapat ini, diukur menggunakan kovarians aset dengan portofolio pasar, disebut sebagai risiko sistematis (*systematic risk*) aset yaitu porsi dari total varians suatu aset individu yang disebabkan oleh variabilitas total portofolio pasar. Sedangkan varians yang tidak terkait dengan portofolio pasar disebut sebagai risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan umumnya dianggap tidak penting karena dihilangkan dalam portofolio yang besar dan terdiversifikasi.

Karena investor dapat mengeliminasi risiko terkait menggunakan saham biasa perusahaan tertentu dengan membeli portofolio yang didiversifikasi, maka investor tidak harus menanggung risiko yang tidak sistematis. Oleh karena itu, investor akan menggunakan CAPM sebagai dasar untuk memperoleh portofolio yang mengarah pada risiko sistematis. Ukuran relatif risiko sistematis dikenal sebagai koefisien beta (β) yang menunjukkan ukuran risiko relatif suatu saham terhadap portofolio pasar. Beta dapat memperlihatkan hubungan paralel antara saham biasa tertentu dengan tren keseluruhan pasar saham. Beta perusahaan atau volatilitas laba dapat mempengaruhi harga saham. (Schroeder *et al*., 2014). Menurut Brigham dan Houston (2015), koefisien beta merupakan metrik yang menunjukkan sejauh mana pengembalian saham (*stock return*) meningkat atau menurun dengan saham pasar (*stock market*) dan pengukur risiko pasar. Scott (2015) mengemukakan bahwa beta berfungsi sebagai pengukur risiko sistematis dari suatu saham atau portofolio relatif terhadap risiko pasar yang dapat dicari melalui persamaan:

$$β\_{j}= \frac{Cov (j,M)}{Var(M)}$$

Di mana:

$β\_{j}$ = koefisien beta dari saham j

$Cov (j,M)$ = kovarian antara *return* saham j dengan *return* portofolio pasar

$Var(M)$ = varians dari *return* pasar

Selain itu, beta dapat diukur menggunakan model pasar yang menjelaskan realisasi *return* pada saham perusahaan*.* Banyak penelitian (Agusman *et al.*, 2008; Dhouibi dan Mamoghli, 2009; Raz *et al.*, 2017; Abonongo *et al*., 2017) menggunakan *Capital Market Risk* (CMR) model untuk mengukur risiko total, risiko sistematis, dan risiko spesifik dengan rumus sebagai berikut

$$R\_{it}= α\_{i}+ β\_{i}R\_{Mt}+ ɛ\_{it}$$

Di mana:

$R\_{it}$ = *return* saham perusahaan i pada tahun t, dapat dihitung menggunakan

 selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya

$α\_{i}$ = *intercept* untuk saham perusahaan i

$β\_{i}$ = koefisien beta untuk saham perusahaan i

$R\_{Mt}$ = *return* pasar pada tahun t

$ɛ\_{it}$ = *error*/residual

Risiko total dapat dicari dengan menggunakan standar deviasi tahunan dari *return* saham harian perusahaan, risiko sistematis merupakan koefisien beta, dan risiko spesifik dihitung sebagai standar deviasi dari residual (ɛ) untuk masing-masing tahun dan perusahaan dari rumus diatas. Beta dapat dilihat sebagai sensitivitas saham terhadap perubahan saham. Hasil koefisien beta didefinisikan oleh Schroeder *et al*., (2014) sebagai berikut

1. Beta > 1, menunjukkan saham cenderung naik dan turun dengan persentase lebih besar daripada pasarnya dan saham tersebut dinyatakan lebih berisiko dibandingkan pasarnya.
2. Beta = 1, menunjukkan hubungan yang sempurna dengan kinerja pasar secara keseluruhan.
3. Beta < 1, menunjukkan saham cenderung naik dan turun dengan persentase lebih kecil daripada pasarnya dan saham tersebut dinyatakan kurang berisiko dibandingkan pasarnya.
4. ***Corporate Social Responsibility* (CSR)**
5. **Pengertian *Corporate Social Responsibility* (CSR)**

CSR atau tanggung jawab sosial perusahaan merupakan suatu konsep yang tidaklah asing, namun belum ada definisi yang pasti mengenai CSR. Berikut adalah beberapa definisi CSR yang banyak dikutip oleh literatur-literatur:

1. *The* *World Business Council on Sustainable Development* (WBCSD, 1999) mendefinisikan tanggung jawab sosial sebagai

“*Continuing commitment by business to behave ethically and contribute to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the local community and society at large”* (dalam Popa, 2015:1280).

1. Bank Dunia pada tahun 2003 mendefinisikan tanggung jawab sosial sebagai

“*The commitment of business to contribute to sustainable to economic development working with the employees and their representatives the local community and society at large to improve quality of life, in ways that are both good for business and good for development”.*

1. *European Commission Green Paper* (EC, 2001) mendefinisikan CSR adalah

“*a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis, while aware that this behaviour leads more and more to the sustainable success of their business”*.

1. UU no 40 tahun 2007 mendefinisikan tanggung jawab sosial dan lingkungan adalah komitmen perseroan untuk berperan serta dalam pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan kualitas kehidupan dan lingkungan yang bermanfaat, baik bagi perseroan sendiri, komunitas setempat, maupun masyarakat pada umumnya.
2. UU no 25 tahun 2007 mendefinisikan tanggung jawab sosial perusahaan sebagai tanggung jawab yang melekat pada setiap perusahaan penanaman modal untuk tetap menciptakan hubungan yang serasi, seimbang, dan sesuai dengan lingkungan, nilai, norma, dan budaya masyarakat setempat.

Elkington (1997) mendeskripsikan suatu konsep utama CSR yang dikenal dengan sebutan *Triple Bottom Line* (3P), yaitu *profit*, *people*, *planet*. Elkington menjelaskan *Triple Bottom Line* pada istilah *economic prosperity*, *environmental quality*, dan *social justice*. Selain mengejar *profit,* perusahaan juga harus memperhatikan kebutuhan masyarakat (*people*) dan turut aktif dalam menjaga kelestarian lingkungan (*planet*). Konsep *Triple Bottom Line* digunakan sebagai landasan dan tujuan utama aplikasi program *Corporate Social Responsibility* pada perusahaan (Ulum *et al*., 2014). Karena semakin sedikit kepercayaan pada laporan keuangan saat ini, perusahaan besar berhadapan dengan permintaan pemangku kepentingan (*stakeholder*) untuk mendapatkan informasi yang dapat dipercaya tentang operasi dan kinerja perusahaan. Pendekatan *triple bottom line* membantu memberikan transparansi dan kerangka kerja yang lebih besar bagi pemangku kepentingan dalam proses pengambilan keputusan. Hal ini berdampak pada perusahaan yang lebih terbuka, dapat diandalkan, dan meningkatkan kepercayaan *stakeholder* (Arslan dan Kisacik, 2017). Adapun penjelasan Arslan dan Kisacik (2017) mengenai *Triple Bottom Line* adalah sebagai berikut

1. *Economic Bottom Line* (*profit*)

Dimensi ekonomi menunjukkan dampak operasi organisasi dalam sistem ekonomi dan berhubungan dengan modal perusahaan yang harus dikelola secara efisien. Perusahaan harus memberikan tingkat laba yang lebih tinggi kepada *stakeholder* dan menghindari masalah krisis keuangan dalam rangka mempertahankan keberlanjutan ekonominya. Selain itu, perusahaan yang menghasilkan profit dapat memberikan keuntungan bagi masyarakat dengan menyediakan barang dan jasa yang lebih murah namun dengan kualitas yang baik.

1. *Social Bottom Line* (*people*)

Dimensi sosial menunjukkan persyaratan pelaksanaan dari aplikasi yang bermanfaat dan adil untuk tenaga kerja, sumber daya manusia, dan masyarakat. Ketidaktahuan mengenai tanggung jawab sosial perusahaan akan berdampak negatif mempengaruhi keberlanjutan dan kinerja perusahaan itu. Singkatnya, kinerja sosial fokus terhadap interaksi antara komunitas, masyarakat, dan karyawannya dengan perusahaan.

1. *Environmental Bottom Line* (*planet*)

Dimensi lingkungan mengarahkan generasi berikutnya untuk tidak membahayakan lingkungan seperti penggunaan energy yang efisien, mengurangi gas emisi, menjaga keseimbangan ekologi, dan lain-lain. Perusahaan yang ramah lingkungan harus memperhatikan penerapan yang berkelanjutan seperti menggunakan sumber energi terbaru yang menjaga lingkungan, meminimalkan penggunaan energi, menggunakan bahan yang dapat didaur ulang, dan membuang limbah beracun secara aman.

**Gambar 2.2**

**Konsep Triple Bottom Line**

Sumber: Arslan dan Kisacik (2017). *The Corporate Sustainability Solution: Triple Bottom Line*

Menurut Asemah *et al*., (2013) manfaat yang dapat diperoleh dari aktivitas CSR, antara lain:

1. Meningkatkan *brand* *image* dan reputasi perusahaan yang dapat memberikan pandangan positif tentang keberadaan perusahaan
2. Mengurangi biaya operasi perusahaan, contohnya dengan mengurangi pemakaian material yang merusak lingkungan
3. Apabila perusahaan memiliki komitmen yang kuat dalam melaksanakan CSR, dapat menarik pelanggan-pelanggan baru
4. Menyeimbangkan kekuatan dengan tanggung jawab perusahaan
5. Mengurangi regulasi atau pengaturan pemerintah yang memberikan efek negatif
6. Perusahaan yang melakukan aktivitas CSR akan memberikan keuntungan dalam jangka panjang
7. Mengakui dan sadar terhadap kewajiban moral bisnis
8. Meningkatkan hubungan dengan investor dan memberi kemudahan dalam mendapatkan modal
9. Meningkatkan hubungan karyawan, produktivitas, dan inovasi
10. Hubungan yang lebih kuat dengan para pemangku kepentingan (*stakeholder*)
11. **Pengungkapan *Corporate Social Responsibility***

Dalam *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 7 *Financial Instrument: Disclosures* dijelaskan bahwa pengungkapan dilakukan dengan tujuan untuk memungkinkan para pengguna laporan keuangan mengevaluasi signifikansi instrumen keuangan terhadap posisi dan kinerja keuangan serta mengevaluasi sifat dan cakupan risiko yang timbul dari instrument keuangan di mana entitas terekspos selama periode dan akhir periode pelaporan, dan bagaimana entitas mengelola risiko tersebut (IAI, 2016). Secara konseptual, pengungkapan merupakan bagian integral dari pelaporan keuangan. Secara teknis, pengungkapan merupakan langkah akhir dalam proses akuntansi yaitu penyajian informasi dalam bentuk seperangkat penuh statemen keuangan (Suwardjono, 2013:578). Agca dan Onder (2007) mengartikan pengungkapan sebagai penginformasian laporan keuangan kepada publik. Owusu-Ansah (1998) mendefinisikan pengungkapan merupakan pengkomunikasian informasi ekonomi, baik finansial atau bukan finansial, kuantitatif atau sebaliknya mengenai kinerja keuangan perusahan.

*Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) No. 5 yang dikeluarkan oleh FASB menyimpulkan lima hal yang perlu diungkapkan oleh perusahaan yaitu ruang lingkup pengakuan dan pengukuran, laporan keuangan dasar, area yang secara langsung dipengaruhi oleh standar FASB, laporan keuangan, dan semua informasi yang diperlukan untuk investasi, kredit, dan pengambilan keputusan lainnya (Schroeder *et al.,* 2014). Selanjutnya, terdapat tiga tingkat pengungkapan yang diidentifikasi oleh Belkaoui (2004) yaitu

1. Pengungkapan yang memadai (*adequate disclosure*)

Pengungkapan yang memadai menunjukkan tingkat minimum dari kumpulan informasi yang akan diungkapkan.

1. Pengungkapan yang wajar (*fair disclosure*)

Pengungkapan yang wajar adalah tingkat yang menunjukkan perlakuan etis dan adil yang harus dicapai agar semua pihak mendapat pelayanan informasi yang sama.

1. Pengungkapan yang penuh (*full disclosure*)

Pengungkapan penuh menunjuk pada penyajian secara penuh, lengkap, dan penyajian komprehensif semua informasi. Pengungkapan penuh membutuhkan laporan keuangan agar dirancang dan disiapkan untuk menggambarkan kejadian ekonomi secara akurat yang dapat berdampak bagi perusahaan untuk periode tertentu dan mengandung informasi yang berguna dan tidak menyesatkan investor.

Secara umum, tujuan pengungkapan adalah menyajikan informasi yang dipandang perlu untuk mencapai tujuan pelaporan keuangan dan untuk melayani berbagai pihak yang mempunyai kepentingan berbeda-beda. Pengungkapan terbagi atas dua jenis yaitu (Shehata, 2014):

1. Pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*)

Pengungkapan sukarela adalah pengungkapan yang dilakukan atas dasar kebebasan perusahaan dalam menyediakan informasi akuntansi dan lainnya yang dianggap relevan dengan kebutuhan keputusan pengguna laporan tahunan.

1. Pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*)

 Pengungkapan wajib adalah pengungkapan informasi yang dilakukan untuk mematuhi persyaratan hukum dan peraturan.

Pengungkapan sering dimaknai sebagai penyedia informasi lebih dari apa yang dapat disampaikan dalam bentuk statemen keuangan formal. Pengungkapan harus menyatakan suatu informasi ekonomi tentang entitas akuntansi, dalam bentuk laporan keuangan atau catatan-catatan yang berhubungan di mana pengungkapan tersebut akan berdampak pada keputusan yang akan diambil oleh para pengguna laporan keuangan, contohnya pengambilan keputusan investasi bagi para penanam modal (Suwardjono, 2013). Pelaporan CSR menjadi salah satu instrumen transparansi perusahaan dalam mengartikulasikan bagaimana peran perusahaan untuk memenuhi kepentingan berbagai *stakeholder.* Untuk menjaga legitimasi sosial dan reputasi manajemen, perusahaan akan termotivasi untuk meningkatkan pengungkapan informasi CSR baik positif maupun negatif. Namun, terkadang dalam mencapai citra perusahaan yang positif dan status legitimasi, perusahaan melakukan menipulasi dengan cara meningkatkan CSR positif dan mengurangi CSR negatif dalam pengungkapannya (Wang *et al*., 2018).

Pengungkapan tanggung jawab sosial menjadi alat bagi perusahaan untuk mewujudkan akuntabilitas dan menghindari terjadinya konflik sosial. Ghozali dan Chariri (2007) menjelaskan bahwa kegiatan perusahaan dapat menimbulkan dampak sosial dan lingkungan, sehingga pengungkapan sosial dan lingkungan menjadi alat manajerial yang digunakan untuk menghindari konflik sosial dan lingkungan serta untuk mewujudkan akuntabilitas perusahaan kepada publik mengenai berbagai dampak sosial dan lingkungan yang ditimbulkan perusahaan baik dalam pengaruh yang baik atau pengaruh yang buruk (Arjanggie dan Zulaikha, 2015). Pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan di Indonesia termasuk pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) karena terdapat regulasi yang mewajibkan perusahaan untuk mengungkapkan kegiatannya, salah satunya yaitu peraturan Bapepam tentang penyampaian laporan tahunan emiten atau perusahaan publik yang berlaku sesuai dengan Keputusan Ketua Bapepam dan LK nomor Kep-431/BL/2012 tanggal 1 Agustus 2012.

1. **Pengukuran Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR)**

*National Center for Sustainability Reporting* (NCSR, 2009) menyatakan bahwa saat ini, cara untuk mengukur kinerja CSR adalah melalui laporan kegitan perusahaan yaitu dengan menggunakan metode *content analysis*. Menurut Neuman (2014:49) *content analysis* (analisis isi) adalah

*“Content analysis is a technique for examining the content of information and symbols contained in written documents or other communication media. To conduct a content analysis, we identify a body of material to analyse and then create a system for recording specific aspects of its content”*

Dalam metode *content analysis*, digunakan sebuah pengukuran sistem koding yang merupakan kumpulan dari instruksi atau aturan yang digunakan analisis isi untuk menjelaskan secara sistematis bagaimana mengubah konten simbolik dari sebuah teks menjadi data kuantitatif. Analisis isi berguna dalam tiga tipe penelitian yaitu penelitian yang menggunakan volume teks yang besar, konten yang mungkin berada pada jarak tertentu dan tersebar, dan konten yang sulit dilihat atau didokumentasikan dengan observasi biasa (Neuman, 2014). Metode *content analysis* telah banyak digunakan (Gunawan *et al*.,2009; Gao, 2011; Haniffa dan Cooke, 2005; Sapkauskiene dan Leitoniene, 2014; Aureli, 2016) dan dianggap sebagai bentuk paling umum dari pengukuran data yang digunakan dalam penelitian pengungkapan tanggung jawab sosial.

Hopkins (2005) mengungkapkan enam sistem pengukuran (indikator) utama dalam CSR yang digunakan oleh beberapa perusahaan di seluruh dunia yaitu:

1. *Business in the community* (BiTC)
2. *Financial Times Stock Exchange Index* (FTSE4Good Index)
3. *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI)
4. *Business Ethics* 100
5. *Accountability* (AA) *Rating*
6. *Global Reporting Initiative* (GRI)

Pengukuran kinerja CSR yang dilakukan melalui laporan tahunan memerlukan acuan informasi (*information guideline*). Di Indonesia, acuan informasi laporan CSR yang saat ini mendominasi adalah *Sustainability Reporting Guidelines* (SRG) *Index*, yang dikeluarkan oleh *Global Reporting Initiative* (GRI). *Global Reporting Initiative* adalah organisasi internasional independen yang berbasis di Amsterdam, Belanda yang telah memelopori pelaporan keberlanjutan sejak tahun 1997. GRI membantu perusahaan bisnis dan pemerintah di seluruh dunia untuk memahami dan mengkomunikasikan dampaknya terhadap isu-isu keberlanjutan kritis seperti perubahan iklim, hak asasi manusia, pemerintahan dan kesejahteraan sosial. Dengan menggunakan dasar SRG, pengungkapan informasi CSR pada laporan tahunan perusahaan diukur melalui pemberian skor. Cara yang paling sederhana dalam memberikan skor adalah mencantumkan angka ‘1’ pada item di SRG untuk informasi yang diungkapkan dan memberikan skor ’0’ untuk informasi yang tidak diungkapkan. Cara pemberian skor ini dikenal dengan *dichotomous* (angka 1 untuk menandai ’ya’ dan 0 untuk ’tidak’) (NCSR, 2009).

Selanjutnya, skor untuk setiap item kemudian ditambahkan untuk mendapatkan skor akhir untuk perusahaan yang merupakan total informasi CSR yang dilaporkan pada laporan tahunan. Total informasi yang diungkapkan tersebut kemudian akan dilakukan perhitungan CSRD akhir (Index) yang diformulasikan sebagai berikut (Haniffa dan Cooke, 2005; Tandry *et al*., 2014; Tjia dan Setiawati, 2012; Tilakasiri, 2015).

$$CSRI= \frac{\sum\_{}^{}X\_{ij}}{n\_{j}}$$

Dimana:

CSRI = *corporate social responsibility index*

*Xij =* jumlah dari *item* yang diungkapkan oleh perusahaan

*nj =* jumlah dari *item* yang diharapkan diungkapkan oleh perusahaan , apabila

mengacu pada SRG maka *nj* ≤ 79 untuk periode 2010-2012 dan *nj* ≤ 91 untuk periode 2013-2017

Global Reporting Initiative (GRI) telah menerbitkan kerangka kerja atau standar pengukuran GRI G3.1 *Guidelines* pada tahun 2010 yang terdiri atas 5 kategori (ekonomi, lingkungan, hak asasi manusia, masyarakat, dan tanggung jawab sosial), 34 aspek, dan 79 item, serta G4.0 *Guidelines* pada tahun 2013 yang terdiri atas 5 kategori (ekonomi, lingkungan, hak asasi manusia, masyarakat, dan tanggung jawab sosial), 46 aspek; dan 91 item (Lampiran 1).

1. **Industri Kontroversial**

Industri yang memberikan efek mencolok dan berdampak terhadap sosial dan lingkungan telah meningkatkan perhatian para peneliti CSR dalam beberapa tahun terakhir. Para peneliti menyebutnya sebagai industri kontroversial. Kamus Besar Bahasa Indonesia mengartikan kontroversial sebagai sesuatu yang bersifat menimbulkan perdebatan sedangkan Wilson dan West (1981) menyatakan industri kontroversial adalah produk, jasa, atau konsep untuk alasan kelezatan, kesopanan, moralitas, atau bahkan rasa takut dan menimbulkan reaksi ketidaksukaan, pelanggaran atau kemarahan ketika disebutkan atau diungkapkan secara terbuka. Industri kontroversial biasanya dicirikan sebagai sesuatu yang tabu secara sosial, debat moral, dan tekanan politik, termasuk di dalamnya *sinful industries* seperti rokok, alkohol, gambling, iklan dewasa, dan termasuk industri yang terlibat dengan isu lingkungan, sosial, dan etika seperti senjata berbahaya, nuklir, minyak, semen, dan biotek (Cai *et al.*, 2012; Jo dan Na, 2012).

Selanjutnya, Aqueveque *et al*., (2018) menjelaskan industri kontroversial menonjol karena dua alasan utama:

1. Telah dikemukakan bahwa industri kontroversial memiliki efek buruk, sehingga aktivitas CSR-nya tidak dapat disamakan dengan konteks non kontroversial. Palazzo dan Richter (2005) mengemukakan bahwa kondisi ini dapat mencapai tingkat instrumental dan transaksional tetapi tidak dapat mencapai ke arah transformasional. Ini terbukti karena industri kontroversial hanya dapat memberikan produk yang sesuai dengan keinginan *stakeholder* dan bertindak sesuai dengan hukum dan norma moral, tetapi industri kontroversial tidak dapat melampaui dan berkontribusi kepada sosial dan lingkungan secara umum
2. Karena kedudukan mereka yang kontroversial, *stakeholder* akan bereaksi berbeda yang mengarah kepada perbedaan yang signifikan terkait hasil CSR di industri kontroversial dibandingkan non kontroversial. Dari lensa finansial Jo dan Na (2012) menunjukkan bahwa *stakeholder* dapat melihat CSR pada industri kontroversial sebagai sesuatu yang tidak etis, dimana dapat membalikkan dan menimbulkan risiko perusahaan. *Stakeholder* di industri kontroversial memiliki kebutuhan informasi yang lebih besar, sehingga membuat perusahaan di industri ini semakin mudah dalam mengungkapkan laporan CSR.

Terjadi perdebatan antara beberapa peneliti yang menyetujui dan menolak adanya CSR di industri kontroversial ini. Para pendukung menyatakan bahwa perusahaan kontroversial mempunyai hak legitimasi untuk mengembangkan dan terlibat dalam kegiatan CSR karena CSR dilakukan untuk meningkatkan reputasi atau *image* perusahaan yang dipandang buruk oleh masyarakat agar menjadi perusahaan yang dipandang baik oleh masyarakat, perusahaan kontroversial adalah organisasi yang dilakukan oleh manusia dan manusia sama sekali tidak sempurna, dan manajemen atas memiliki kebebasan untuk memilih strategi apapun dalam menjalankan bisnis mereka. Sebaliknya, pihak lawan mengatakan bahwa pemerintah seharusnya melakukan denormalisasi dan mengatur apakah kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan rokok sudah sesuai dengan kegiatan CSR yang digambarkan oleh *World Health Organization* (WHO). WHO menyatakan CSR yang dilakukan oleh industri rokok adalah sesuatu yang kontradiksi, dikarenakan fungsi utama bertentangan dengan tujuan dari kebijakan kesehatan masyarakat sehubungan dengan pengendalian tembakau. Palazzo dan Richter (2005) mengatakan bahwa kegiatan CSR yang dilakukan oleh perusahaan rokok hanyalah sebagai kedok dan strategi perusahaan untuk menutupi apa yang sebenarnya bisnis mereka lakukan yang menyakiti jutaan manusia setiap tahunnya (Cai *et al.*, 2012).

Suatu lembaga keuangan dunia FIRST (*Financial Institutions: Resources, Solutions and Tools*) *for Sustainability* (melalui [www.firstforsustainability.org](http://www.firstforsustainability.org)) menetapkan sektor-sektor industri yang tergolong berisiko terhadap sosial dan lingkungan. Sektor-sektor industri tersebut yaitu

* *Agribusiness/food production* (agribisnis atau produksi makanan)
* *Chemicals* (kimia)
* *Forestry* (perhutanan)
* *General Manufacturing* (manufaktur)
* *Infrastructure* (infrastruktur)
* *Mining* (pertambangan)
* *Oil and gas* (perminyakan dan gas)
* *Power* (tenaga)

Di Indonesia, dalam Peraturan Menteri nomor 71 tahun 2009 ditetapkan jenis industri yang mengolah bahan beracun dan berbahaya (B3) dan jenis industri yang merupakan industri teknologi tinggi yang strategis.

**Tabel 2.1**

**Jenis Industri yang Mengolah Bahan Beracun dan Berbahaya dan Teknologi Tinggi yang Strategis**

|  |  |
| --- | --- |
| No | Jenis Industri |
| 1 | Industri bubur kertas |
| 2 | Penerbitan media rekaman |
| 3 | Reproduksi media rekaman |
| 4 | Industri pembuatan minyak pelumas |
| 5 | Industri pengolahan kembali minyak pelumas bekas |
| 6 | Pengolahan bahan bakar nuklir |
| 7 | Industri kimia dasar anorganik khlor dan alkali |
| 8 | Industri kimia anorganik lainnya |
| 9 | Industri kimia dasar anorganik yang bersumber dari hasil pertanian |
| 10 | Industri kimia dasar organik, bahan baku zat warna dan pigmen |
| 11 | Industri kimia dasar organik yang bersumber dari minyak bumi, gas bumi, dan batubara |
| 12 | Industri kimia dasar organik lainnya |
| 13 | Industri pupuk buatan tunggal hara mikro primer |
| 14 | Industri damar buatan dan bahan baku plastik |
| 15 | Industri karet buatan |
| 16 | Industri bahan aktif pemberantas hama (pestisida) |
| 17 | Industri formulasi pemberantas hama (pestisida) |
| 18 | Industri bahan farmasi |
| 19 | Industri bahan peledak |
| 20 | Industri semen |
| 21 | Industri logam dasar besi dan baja |
| 22 | Industri logam dasar bukan besi |
| 23 | Industri pembuatan dan perbaikan kapal dan perahu |
| 24 | Industri pesawat terbang dan perlengkapannya serta perbaikannya |
| 25 | Industri alat angkut yang tidak diklasifikasikan di tempat lain |

Sumber: Peraturan Menteri No 71, 2009.

1. **Teori- teori yang mendasari**

Teori-teori yang mendasari penelitian ini diuraikan sebagai berikut

1. **Teori Pasar Modal**

Teori pasar modal dapat djelaskan dalam teori-teori berikut

1. **Teori *Surplus Bersih (*Clean Surplus Theory*)***

Teori surplus bersih (*clean surplus theory*) Ohlson (1995) menyediakan kerangka kerja yang konsisten dengan pendekatan pengukuran, dengan menunjukkan bagaimana nilai pasar perusahaan dapat dinyatakan dalam bentuk neraca fundamental dan komponen laporan laba rugi. Teori ini mengasumsikan kondisi ideal di pasar modal dan telah berhasil dalam menjelaskan dan memprediksi nilai perusahaan secara aktual (Scott, 2015). Dalam hubungan *clean surplus*, dikenal istilah *net of capital contribution*, di mana nilai dari *net of capital contribution* merupakan selisih antara perubahan item *bottom-line* di neraca dan laporan laba rugi yaitu nilai buku ekuitas dan laba dengan nilai dividen. Hubungan ini bersifat *clean surplus,* mengindikasikan bahwa perubahan nilai aktiva atau kewajiban tidak mempunyai hubungan dengan dividend karena berasal dari laporan laba rugi (Ohlson, 1995).

Teori ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi memiliki fungsi prediksi dan analisis yang dapat digunakan untuk menggambarkan nilai dari suatu perusahaan. Menurut Feltham dan Ohlson (1995), nilai pasar perusahaan dapat ditunjukkan pada laporan laba rugi dan neraca. Informasi akuntansi didalamnya memiliki fungsi prediksi dan analisis yang dapat digunakan dalam menggambarkan nilai dari suatu perusahaan, maka laporan keuangan berperan dalam memberikan informasi yang akan berpengaruh dalam pengambilan keputusan. Oleh karena itu, laporan keuangan bukan hanya berperan sebagai suatu perspektif informasi bagi pihak yang berkepentingan, namun dikaitkan dengan perspektif pengukuran. Kondisi inilah yang menyatakan bahwa data-data akuntansi tersebut memiliki relevansi nilai. Dengan demikian, nilai buku ekuitas dan laba merupakan variabel dasar untuk menentukan nilai perusahaan.

Selanjutnya, teori surplus bersih berhasil mendorong berbagai penelitian untuk menentukan variabel lain yang mampu memprediksi nilai pasar perusahaan. Ohlson (1995) mendefinisikan informasi lain sebagai variabel yang menangkap peristiwa-peristiwa relevan dalam bentuk informasi yang mempengaruhi harga, tetapi belum tercermin dalam laporan keuangan. Lebih lanjut, Gama *et al*., (2017) menyatakan bahwa berdasarkan asumsi semi-kuat efisiensi pasar, informasi lain dapat dijelaskan sebagai harga yang cenderung secara instan merefleksikan semua informasi yang tersedia untuk publik. Informasi yang tersedia untuk publik dibagi menjadi dua bagian yang terdiri atas informasi ekonomi dan keuangan serta informasi lainnya. Informasi lainnya diidentifikasi dengan bagian informasi yang terakhir, yaitu informasi non keuangan lainnya yang belum dimasukkan ke dalam laporan keuangan.

1. **Teori Hipotesis Efisiensi Pasar (Efficient Market Hypothesis)**

Konsep pasar efisiensi pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Eugene F. Fama (1970) yang menjelaskan bahwa suatu pasar dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas sepenuhnya mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia. Definisi efisiensi pasar dijelaskan oleh Scott (2015:122) sebagai berikut

*“An efficient securities market is one where the prices of securities traded on that market at at all times fully reflect all information that is publicly known about those securities”.*

Kemudian Scott (2015) menjelaskan terdapat empat poin yang sangat penting mengenai efisiensi. Pertama, harga pasar efisien sehubungan dengan informasi yang diketahui publik. Kedua, pasar efisiensi adalah konsep yang relatif. Hal ini menandakan bahwa pasar efisien relatif terhadap saham yang informasinya tersedia untuk umum. Ketiga, investasi adalah sebuah permainan yang adil (*fair game*) apabila pasarnya efisien. Ini menandakan investor tidak dapat berharap untuk mendapatkan imbal hasil yang lebih dalam saham atau portofolio, dimana *return* yang diharapkan secara normal memungkinkan adanya risiko. Keempat, harga pasar sekuritas harus berfluktuasi secara acak dari waktu ke waktu. Apabila perusahaan melaporkan berita baik, harga saham seharusnya meningkat untuk merefleksikan berita baik tersebut.

Hipotesis efisiensi pasar berhubungan dengan reaksi harga pasar terhadap informasi keuangan dan lainnya (Subramanyam, 2014). Terdapat tiga bentuk umum pasar efisiensi yaitu

1. Bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisiensi dalam bentuk lemah menandakan bahwa harga sekuritas merefleksi secara penuh informasi yang terkandung dalam pergerakan harga historis. Harga historis suatu saham memberikan perkiraan yang tidak bias mengenai harga masa depannya.

1. Bentuk semi-kuat (*semi-strong form*)

Pasar efisiensi dalam bentuk semi kuat menandakan bahwa harga sekuritas merefleksi secara penuh semua informasi yang tersedia secara publik. Bentuk pasar ini merupakan teori pasar efisiensi yang paling mendekati kenyataan.

1. Bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisiensi dalam bentuk semi kuat menandakan bahwa harga sekuritas merefleksi seluruh informasi yang ada baik informasi publik dan informasi yang tidak dipublikasikan.

Peran utama dari pasar efisien adalah pasar yang dimana harga sekuritas dapat memberikan sinyal akurat untuk alokasi sumber daya seperti membuat keputusan investasi produksi dan investor dapat memilih di antara sekuritas yang mewakili kepemilikan aktivitas perusahaan. Hipotesis tersebut didukung oleh teori sinyal (*signaling theory*). Pada awalnya, teori sinyal timbul karena adanya keinginan untuk memecahkan permasalahan asimetri informasi dan fenomena sosial (Connelly *et al.*, 2011). Brigham dan Houston (2015) mendefinisikan sinyal sebagai tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam memberi petunjuk kepada invenstor mengenai prospek perusahaan. Sinyal yang baik menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa mendatang dan mencerminkan kinerja atau nilai perusahaan yang baik. Investor akan membeli lebih banyak saham yang akhirnya akan mengakibatkan harga saham perusahaan naik. Sinyal buruk yang ditangkap oleh investor akan membuat investor meragukan kemampuan perusahaan di masa depan. Seperti yang diungkapkan oleh Subramanyam (2014:74) “…*another motivation is that signaling, where managers are said to disclose good news to increase their company’s stock price”.* Hal ini menjelaskan bahwa pengumuman publik mungkin akan mempengaruhi harga semua atau sebagian besar sekuritas di pasar (Scott, 2015).

1. **Teori-teori CSR**

Teori-teori yang berkaitan dengan CSR dijelaskan sebagai berikut

1. **Teori Legitimasi**

Konsep legitimasi secara langsung berhubungan dengan konsep kontrak sosial, yaitu ketika tujuan utama perusahaan adalah menciptakan laba, maka perusahaan juga memiliki kewajiban moral untuk melakukan tanggung jawab sosial (O’Donovan, 2002). Selain itu, menurut Guthrie dan Parker (1989) & O’Donovan (2002), teori legitimasi didasarkan pada konsep bahwa perusahaan harus beroperasi dengan memuaskan harapan masyarakat. Lebih lanjut, teori legitimasi menjelaskan bagaimana perusahaan melegitimasi kegiatan operasional mereka dengan memberikan informasi tambahan melalui pengungkapan sukarela seperti pengungkapan sosial. Perusahaan juga mempertimbangkan pengungkapan tersebut untuk memperkuat akuntabilitas perusahaan terhadap masyarakat sebagai elemen dari kontrak sosial serta untuk menerima kesan positif dari berbagai pihak yang berkepentingan dalam masyarakat (Bhuyan *et al*., 2017).

Ada beberapa pandangan bahwa teori legitimasi dapat menjelaskan aspek pengungkapan sosial perusahaan secara lebih efektif. Pertama, menurut teori legitimasi, melegitimasi kegiatan perusahaan berarti menetapkan bahwa kegiatan operational perusahaan sesuai dengan nilai-nilai sosial masyarakat di mana perusahaan beroperasi, dan juga kegiatan-kegiatan tersebut harus diakui melalui pengungkapan yang dilakukan perusahaan. Akibatnya, perusahaan dapat termotivasi untuk fokus pada pengungkapan sukarela (Deegan, 2002). Oleh karena itu, dikemukakan bahwa upaya legitimasi perusahaan dan pengungkapan sukarela mungkin memiliki interaksi yang erat. Kedua, dari perspektif pengungkapan sosial perusahaan, kegiatan perusahaan yang dilegitimasi sangat penting untuk citra dan nilai perusahaan di mana perusahaan mencoba untuk berkomunikasi dengan pihak-pihak yang berkepentingan (Deegan, 2002, O'Donovan, 2002). Pada akhirnya, melalui pengungkapan sosial perusahaan, perusahaan ingin menyampaikan nilai strategis dan kapasitas potensi perusahaan dalam menciptakan nilai perusahaan (Bhuyan *et al.,* 2017).

O’Donovan (2002) memberikan ilustrasi antara ekspektasi masyarakat dengan aktivitas perusahaan, sebagaimana digambarkan berikut ini:

**Gambar 2.3**

 **Daerah Legitimasi Perusahaan**

Sumber: O’Donovan, Gary (2002), *Environmental Disclosures in The Annual Report: Extending The Applicability and Predictive Power of Legitimacy Theory*

Gambar diatas menunjukkan bahwa pada wilayah X merupakan kesesuaian (*congruence*) antara aktivitas operasional perusahaan (*corporate activities*) dengan pengharapan masyarakat (*society’s expectations*), termasuk kesesuaian pada nilai sosial dan norma. Sedangkan wilayah Y dan Z merupakan ketidaksesuaian (*incongruence*) antara operasi perusahaan terhadap persepsi masyarakat (*legitimacy gap*). Adanya kesenjangan legitimasi (*legitimacy gap*) dapat dikurangi dengan cara memperlebar wilayah X melalui berbagai strategi legitimasi, salah satunya dengan cara meningkatkan tanggungjawab sosial (*social responsibility*) dan memperluas pengungkapan sosial (*social disclosure)* sebagai wujud akuntabilitas dan keterbukaan operasi perusahaan atas berbagai dampak yang ditimbulkan (O’Donovan, 2002)

1. **Teori Stakeholder**

Definisi *stakeholder* menurut Freeman (1984) adalah “*any group or individual who is affected by or can affect the achievement of an organization’s objectives*”*.* Benlemlih *et al.*, (2016) mengartikan *stakeholder* sebagai investor, karyawan, pemasok, pelanggan, pemerintah, dan masyarakat yang lebih luas sedangkan Friedman (2006) menjelaskan kelompok utama *stakeholders* adalah pelanggan, karyawan, komunitas lokal, pemasok dan distributor, dan pemegang saham.

Friedman (2006) menyatakan bahwa organisasi itu sendiri adalah sekelompok pemangku kepentingan dan tujuan organisasi yang harus mengelola minat, kebutuhan, dan sudut pandang *stakeholder* (Fontaine *et al.*, 2006). Di satu sisi, para manajer harus mengelola perusahaan bagi kepentingan para *stakeholder*, memastikan hak mereka dan partisipasi mereka dalam pengambilan keputusan, di sisi lain manajemen harus bertindak sebagai agen pemegang saham untuk memastikan kelangsungan hidup perusahaan untuk melindungi tantangan jangka panjang dari setiap kelompok.

Dengan adanya teori *stakeholder,* memberi artibahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholder*-nya. Dengan demikian, keberadaan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh dukungan yang diberikan *stakeholder* kepada perusahaan tersebut (Ghozali dan Chariri, 2007). Semua pemikiran dan prinsip yang disebutkan di atas adalah konsep stakeholder yang dikenal sebagai teori *stakeholder* normatif. Teori *Stakeholder* normatif berisi teori tentang bagaimana manajer atau pemangku kepentingan harus bertindak dan melihat tujuan organisasi, berdasarkan beberapa prinsip etika (Fontaine *et al*., 2006). Selain itu terdapat pula teori stakeholder deskriptif yang berkaitan dengan bagaimana manajer dan *stakeholder* berperilaku dan bagaimana mereka melihat tindakan dan peran mereka sendiri. Teori *stakeholder* instrumental berhubungan dengan bagaimana manajer harus bertindak jika mereka ingin bekerja untuk kepentingan mereka sendiri. Di beberapa literatur kepentingan sendiri dipahami sebagai kepentingan organisasi, yaitu untuk memaksimalkan laba atau untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Ini berarti jika manajer memperlakukan pemangku kepentingan sesuai dengan konsep stakeholder, organisasi akan menjadi lebih sukses dalam jangka panjang (Fontaine *et al*., 2006).

1. **Penelitian Terdahulu**

Penelitian terdahulu yang terkait dengan topik penelitian ini diuraikan sebagai berikut

1. **Penelitian Terdahulu Tentang Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan**

Penelitian Cai *et al.,* (2012) dengan menggunakan sampel sebanyak 475 perusahaan di Amerika periode 1995-2009 membuktikan bahwa CSR memiliki hubungan positif dan signifikan dengan nilai perusahaan di industri kontroversial dengan menggunakan berbagai variabel kontrol karakteristik perusahaan. Selain itu dengan menggunakan pendekatan 3LS (*three stage least square*) dan mengubah persamaan regresi untuk mengendalikan endogenitas, Cai *et al*., (2012) tetap menemukan bahwa keterlibatan CSR dalam industri kontroversial secara positif mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian Nguyen *et al.*, (2015) dengan menggunakan data 50 perusahaan yang terdaftar dalam *Vietnamese Stock Exchange* dengan periode 2010-2013, memperoleh hasil yaitu semua dimensi pengungkapan CSR (komunitas, lingkungan, karyawan, pelanggan dan pemasok) tidak memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian model kedua yang menguji hubungan pengungkapan CSR dengan nilai perusahaan di periode sebelumnya (2009-2012) menunjukkan bahwa CSR yang diungkapkan setiap tahunnya memiliki hubungan dengan nilai perusahaan di tahun berikutnya tetapi hanya dimensi lingkungan yang memiliki hubungan positif, sedangkan dimensi karyawan memiliki hubungan negatif, dan dimensi lainnya (komunitas, pelanggan dan pemasok) tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai perusahaan.

Penelitian Gutsche *et al.,* (2017) mengungkapkan keberadaan CSR pada perusahaan-perusahaan Amerika yang terdaftar pada S&P 500 *Index* untuk periode 2011-2014. Sampel yang digunakan sebanyak 500 perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan positif dan signifikan antara pengungkapan CSR dengan nilai perusahaan dan menemukan bahwa efek terhadap nilai perusahaan dari pengungkapan CSR secara substansial lebih kuat daripada kinerja CSR.

Penelitian Horn *et al.,* (2018) membahas tentang peran pelaporan CSR terhadap sejumlah 100 perusahaan terbesar di Afrika Selatan berdasarkan pendapatannya dan terdaftar di *Johannesburg Stock Exchange* periode 2008, 2011, dan 2013. Hasil penelitiannya tidak menemukan bukti adanya hubungan antara pengungkapan CSR dengan nilai perusahaan.

Penelitian Bhuyan *et al.,* (2017) menggunakan data 200 perusahaan terbaik (berdasarkan kapitalisasi pasar) yang terdaftar dalam *Dhaka Stock Exchange* dengan periode 2011-2013 untuk data pengungkapan CSR dan 2012-2014 untuk data kinerja perusahaan dan menggunakan proksi ROA, kapitalisasi pasar, dan Tobin’s Q dalam mengukur kinerja perusahaannya. Hasil penelitian menunjukkan pengungkapan CSR memiliki hubungan positif signifikan dengan seluruh proksi kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini melakukan pengujian tambahan dan menemukan pengungkapan tanggung jawab sosial dalam jangka panjang merupakan kunci utama terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian Verbeeten *et al.,* (2014) menguji apakah pengungkapan CSR relevan untuk keputusan investor edngan menggunakan data perusahaan German terbesar yang terdaftar dalam Bursa Efek German dengan total 370 sampel observasi periode 2005-2008. Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi CSR relevan terhadap nilai perusahaan, namun relevansi dari informasi CSR berbeda untuk setiap kategori CSR. Pengungkapan informasi sosial terbukti berpengaruh positif dengan nilai perusahaan.

Di Indonesia, terdapat penelitian Tandry *et al.,* (2014) dengan melakukan pengujian terhadap 55 perusahaan non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2008-2011. Hasil penelitian menunjukkan tidak ditemukannya pengaruh yang signifikan pengungkapan CSR terhadap nilai perusahan. Hasil ini pun konsisten meskipun terdapat penambahan variabel manajemen laba sebagai variabel moderasi.

Selain itu, terdapat juga penelitian Bidhari *et al.,* (2013) yang menguji pengaruh pengungkapan CSR dengan kinerja keuangan dan nilai perusahaan industri perbankan. Sampel yang digunakan adalah 15 perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011. Hasil yang didapatkan adalah pengungkapan CSR memiliki hubungan positif dan signifikan dengan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

1. **Penelitian Terdahulu Tentang Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Risiko**

Penelitian Jo dan Na (2012) dengan menggunakan sampel akhir sebanyak 513 perusahaan kontroversial di Amerika periode 1991-2010, menunjukkan hasil bahwa keterlibatan CSR berhubungan negatif dengan risiko perusahaan di industri kontroversial setelah mengendalikan berbagai karakteristik perusahaan. Hubungan yang negatif antara CSR dan risiko perusahaan tetap sama meskipun dilakukan pengujian lain mengenai masalah endogenitas menggunakan pendekatan 3LS (*three stage least square*) dan *first-difference*.

Penelitian Salama *et al.,* (2011) mengenai pengaruh tanggung jawab sosial dan lingkungan (CER) terhadap risiko perusahaan dengan proksi beta. Sampel yang digunakan adalah 567 perusahaan yang terdapat dalam *Britain’s Most Admired Companies* (MAC) periode 1994-2006. Hasil penelitiannya membuktikan CER memiliki hubungan negatif signifikan dengan risiko perusahaan.

Penelitian Benlemlih *et al.*, (2016) bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengungkapan sosial dan lingkungan dengan risiko perusahaan yang dikategorikan menjadi 3 yaitu total risiko (volatilitas), risiko sistematis (beta), dan risiko *idiosyncratic*. Data yang digunakan berjumlah 1.755 sampel observasi perusahaan Inggris yang didapatkan melalui Datastream periode 2005-2013. Hasil penelitiannya membuktikan pengungkapan sosial dan lingkungan memiliki hubungan negatif signifikan dengan risiko total dan risiko *idiosyncratic* namun tidak memiliki hubungan signifikan dengan risiko sistematis

 Penelitian Kim *et al.,* (2014) membahas mengenai CSR yang mempengaruhi risiko tabrakan harga saham (*stock price crash risk*) di masa depan dengan menggunakan data perusahaan Amerika periode 1995-2009 dengan total 12.978 sampel. Hasil penelitian menunjukkan CSR memiliki hubungan negatif signifikan dengan risiko tabrakan harga saham tahun depan.

Penelitian Ayadi *et al.*, (2014) menggunakan sampel perusahaan Amerika periode 1995-2009 dengan jumlah 1.959 perusahaan untuk menguji hubungan antara CSR dengan pengambilan risiko (*risk taking*). Hasil penelitian menunjukkan CSR memiliki hubungan positif dengan pengambilan risiko, khususnya tingkat pengambilan risiko akan meningkat dengan adanya CSR *strength* dan sebaliknya akan menurun dengan kehadiran CSR *concern.*

Penelitian Harjoto dan Laksmana (2016) dengan menggunakan sampel sejumlah 1.718 perusahaan Amerika periode 1998-2011, menemukan CSR berhubungan negatif dengan deviasi pengambilan risiko optimal. Selain itu, penelitian ini membuktikan pengaruh positif tidak langsung CSR terhadap nilai perusahaan melalui pengaruhnya terhadap pengambilan risiko. CSR mengurangi deviasi pengambilan risiko perusahaan yang optimal dan deviasi yang lebih kecil akan meningkatkan nilai perusahaan.

Di Indonesia, penelitian Yessica *et al.,* (2017) menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2015 dengan total sampel sebesar 61 perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki tingkat risiko tabrakan harga saham yang kecil dan tidak menemukan bukti adanya pengaruh signifikan antara pengungkapan CSR terhadap risiko tabrakan harga saham.

Ringkasan penelitian terdahulu berikut variabel-variabel, proksi-proksi, dan hasil penelitiannya dapat dilihat pada Lampiran 2.

1. **Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran ini menjelaskan hubungan antar variabel penelitian berdasarkan teori-teori yang ada dan penelitian terdahulu yang diuraikan sebagai berikut

1. **Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko**

Berikut dijelaskan kerangka pemikiran tentang pengaruh pengungkapan CSR terhadap nilai perusahaan dan risiko

1. **Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan**

Teori surplus bersih menyatakan bahwa ada informasi lainnya selain informasi laba dan nilai buku ekuitas. Informasi lainnya tersebut dapat berupa informasi non keuangan, salah satunya adalah informasi CSR. Informasi CSR menjadi informasi penting lainnya yang relevan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Selain digunakan sebagai informasi tambahan dalam berinvestasi, laporan CSR juga digunakan sebagai alat komunikasi mengenai kinerja CSR kepada *stakeholder*. Dengan melakukan dan mengungkapkan CSR, dapat memberikan keunggukan kompetitif bagi perusahaan dengan menarik investor untuk berinvestasi. Sesuai dengan teori efisiensi pasar, efisiensi operasi perusahaan menarik bagi investor untuk berinvestasi dan keputusan investor tersebut akan terefleksi dalam meningkatnya harga saham. Selain itu, teori legitimasi menyatakan bahwa perusahaan harus beroperasi dengan memuaskan harapan masyarakat. Aktivitas perusahaan yang dilegitimasi berarti bahwa kegiatan operasional perusahaan sesuai dengan nilai-nilai sosial masyarakat di mana perusahaan beroperasi. Salah satu cara perusahaan dalam mengkomunikasikan kegiatan operasionalnya adalah dengan memberikan informasi tambahan melalui pengungkapan sukarela seperti pengungkapan sosial. Pemberian informasi tambahan ini bertujuan untuk memperkuat akuntabilitas perusahaan terhadap masyarakat sebagai elemen dari kontrak sosial serta untuk menerima kesan positif dari berbagai pihak yang berkepentingan dalam masyarakat. Kesan positif menunjukkan perusahaan berhasil menarik minat pihak-pihak yang berkepentingan dan mengarah kepada meningkatnya citra dan nilai perusahaan. Dengan begitu, perusahaan akan mengirimkan sinyal yang baik kepada investor melalui *image* yang positif dan harga saham yang meningkat dengan mempertimbangkan pengungkapan sosial perusahaan sebagai sinyal komitmen sosial perusahaan. Selain itu, perusahaan yang memberikan transparansi dan relevansi informasi dengan mengungkapkan kegiatan sosialnya secara lengkap akan meningkatkan nilai perusahaan karena para investor merasa yakin untuk melakukan investasi dalam perusahaan tersebut yang dianggap dapat menguntungkannya. Hal ini didukung oleh hasil penelitian terdahulu (Cai *et al*., 2012; Bidhari *et al*., 2013; Gutsche *et al*., 2017; Bhuyan *et al*., 2017; Verbeeten *et al*., 2014) menunjukan adanya hubungan positif signifikan antara pengungkapan CSR dengan nilai perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa pengungkapan informasi CSR meningkatkan nilai perusahaan.

1. **Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Risiko**

Perusahaan yang berinvestasi dalam CSR juga memandang aktivitas CSR sebagai strategi manajemen risiko yang dapat memberikan semacam asuransi perlindungan untuk arus kas, mengurangi risiko pasar, dan berdampak pada risiko keuangan atau sistematis perusahaan. Informasi CSR dapat memberikan sinyal baik yang terefleksi dalam harga saham yang dapat meningkatkan kepercayaan investor kepada perusahaan tersebut. Kepercayaan dari investor sangat menguntungkan bagi perusahaan. Semakin banyak investor percaya kepada perusahaan, semakin kuat keinginan investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Harga saham menjadi salah satu indikator yang menunjukkan kesuksesan dan kinerja perusahaan yang baik. Harga saham yang cenderung meningkat mencerminkan bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik dan dapat mempertahankan kinerjanya sehingga risiko yang dihadapi perusahaan semakin rendah. Menurut teori *stakeholder*, pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dapat membantu mengarahkan lebih banyak dana atau investasi ke perusahaan yang dianggap dapat bertanggung jawab secara sosial sehingga mempengaruhi persepsi dan meningkatkan transparansi perusahaan. Hal ini akan membangun reputasi positif bagi perusahaan dan kepercayaan di mata *stakeholder* seperti investor, karyawan, pemasok, pelanggan, dan masyarakat. Persepsi positif yang diterima, dapat berkontribusi secara signifikan dalam mengurangi risiko perusahaan dan menjamin keberlanjutan laba di masa depan. Selain itu, dengan lebih banyak perusahaan terbuka dalam mengungkapkan kegiatan CSR-nya, dapat mempromosikan praktik bisnis dan pelaporannya yang bertanggung jawab secara sosial dan lingkungan kepada perusahaan-perusahaan di seluruh dunia. Dengan kata lain, jika suatu perusahaan bertindak dalam perilaku yang bertanggung jawab terhadap sosial dan lingkungan maka dapat menurunkan risiko perusahaan. Risiko yang lebih rendah dapat membuat proyeksi arus kas masa depan perusahaan menjadi lebih pasti dan dapat diandalkan serta meningkatkan kekayaan pemegang saham. Sejalan dengan hasil penelitian terdahulu (Jo dan Na, 2012; Salama *et al*., 2011; Kim *et al*., 2014; Harjoto dan Laksamana, 2016; Benlemlih *et al*., 2016) yang menemukan korelasi negatif signifikan antara pengungkapan CSR dengan risiko. Hal ini membuktikan dengan dilakukukannya CSR beserta pengungkapannya dapat mengurangi risiko yang dihadapi perusahaan baik risiko operasional, risiko sistematik, risiko pasar, dan risiko harga saham.

**Gambar 2.4**

**Kerangka Pemikiran**

**Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko**

Nilai Perusahaan

Risiko

Pengungkapan CSR

1. **Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko di Industri Kontroversial Dibandingkan Non Kontroversial**

Perusahaan-perusahaan di industri kontroversial memiliki keinginan agar aktivitas bisnisnya dapat dilegitimasi oleh masyarakat dan memuaskan harapan masyarakat dengan mengembangkan dan terlibat dalam kegiatan CSR. Ketika perusahaan meningkatkan pengendalian dan menghindari kerusakan lingkungan, akan mengurangi risiko dan reputasi perusahaan yang buruk, di mana sangat berarti bagi pemegang saham. Perusahaan dapat melakukan aktivitas CSR untuk membangun *brand image* yang dapat menarik pelanggan dan investor karena CSR dilakukan untuk mengurangi pandangan negatif dan menampilkan diri dalam pandangan yang positif untuk mencapai strategi CSR dalam jangka panjang yang dapat mengurangi risiko perusahaan. Apabila dengan melakukan aktivitas sosial dapat mengurangi risiko perusahaan, maka aktivitas CSR sangat penting bagi perusahaan di industri kontroversial (perusahaan alkohol, rokok, judi, dan lainnya) yang mempunyai reputasi buruk dibandingkan dengan perusahaan non kontroversial (Jo dan Na, 2012). Kilian dan Hennigs (2014) mengatakan bahwa perusahaan di industri kontroversial lebih aktif dalam mengkomunikasikan kegiatan CSR nya daripada perusahaan di industri non kontroversial karena mereka dihadapkan dengan tuntutan publik yang meningkat terhadap bisnis mereka agar dapat beroperasi dengan tanggung jawab. Selain itu, Aqueveque *et* al., (2018) menemukan aktivitas CSR yang dilegitimasi di industri kontroversial dapat meningkatkan reputasi perusahaan menjadi lebih baik, dengan catatan bahwa perusahaan di industri kontroversial harus fokus dalam menghindari atau mengurangi bahaya atau dampak kontroversial yang diberikan. Penelitian Jo dan Na (2012) juga membuktikan dengan adanya aktivitas CSR memiliki pengaruh yang lebih besar dalam mengurangi risiko di industri kontroversial daripada perusahaan di industri non kontroversial.

1. **Hipotesis**

Berdasarkan kerangka pemikiran sebelumnya, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1a: Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H1b: Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh negatif terhadap risiko.

H2: Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* di industri kontroversial memiliki pengaruh yang lebih tinggi terhadap nilai perusahaan dan risiko dibandingkan dengan industri non kontroversial.