

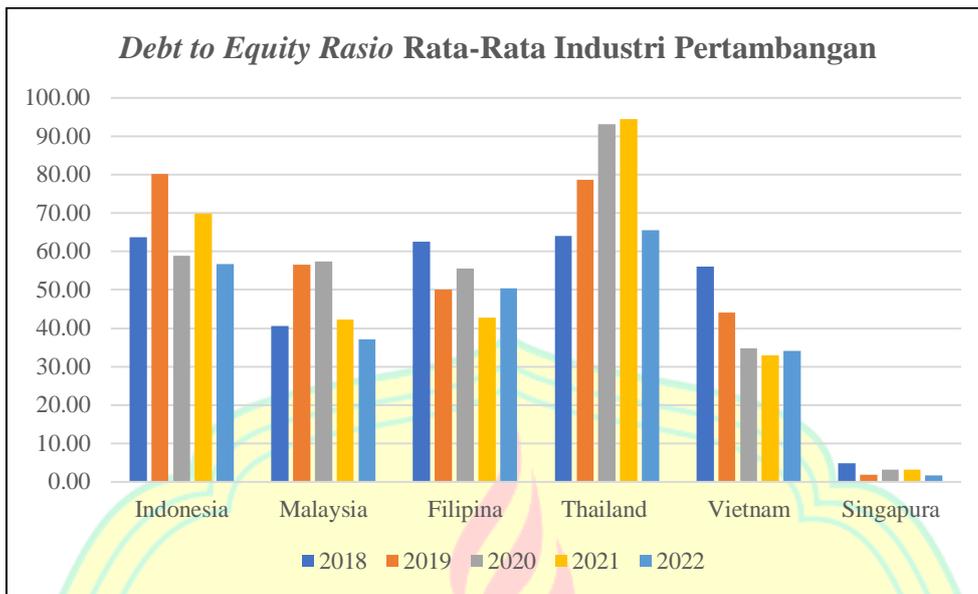
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Struktur modal sebagai strategi untuk bertahan hidup adalah topik yang semakin berkembang di era krisis global 10 tahun terakhir (Mc Kinsey, 2006; Panjaitan & Simbolon, 2020). Terjadi kecenderungan perusahaan melakukan *herding* atau *benchmarking* terhadap struktur modal perusahaan yang unggul di industri sejenis. Menurut Ermawati (2020), CFO menentukan keputusan struktur modal khususnya ketika membiayai investasi baru biasanya mengikuti pola pembiayaan yang dilakukan dalam proyek investasi sejenis, baik merujuk kepada internal maupun eksternal perusahaan. Krishankutty (2022) menyatakan bahwa rujukan internal perusahaan yang dimaksud adalah perusahaan melakukan *herding* terhadap semua kegiatan investasi yang sama dan pernah dilakukan sebelumnya. Sedangkan perusahaan melakukan investasi yang sejenis merujuk kepada eksternal perusahaan (*leader companies* dalam industri yang sama), disebut strategi perilaku kawanan (*herding behavior*) yang akan dibahas dalam penelitian ini.

Contoh strategi perilaku *herding* terjadi pada beberapa negara ASEAN di sektor pertambangan yang dapat dilihat dari rasio struktur modal dan diukur (DER) rata-rata, khususnya di Indonesia, Malaysia dan Filipina tahun 2020 yang dilihat pada:



Gambar 1.1 DER Rata-rata Industri Pertambangan 2018-2022

Sumber: Bloomberg (Diolah, 2023)

Grafik pada gambar 1.1 menunjukkan bahwa adanya perilaku *herding* ditunjukkan pada negara Indonesia, Malaysia dan Filipina di tahun 2020 dengan nilai DER rata-rata (56,67), hal ini disebabkan adanya beberapa kesamaan antara ketiga negara tersebut dalam karakteristik ekonomi, saling berbatasan wilayah negara dan masalah pembangunan ekonomi yang hampir serupa sehingga kemungkinan pola pembiayaan perusahaan serupa dilakukan pada sektor pertambangan. Ketiga negara tersebut adalah eksportir tradisional hasil pertambangan ke pasar yang sama, yaitu Amerika Serikat, Jepang dan negara Eropa Barat (www.kompas.com).

Menurut Panjaitan dan Simbolon (2020), adanya perilaku *herding* yang terjadi memungkinkan pembuat kebijakan dapat mengurangi potensi risiko pada perusahaan sehingga memastikan pasar keuangan dan stabilitas ekonomi. Para pembuat kebijakan menyiasati strategi dengan meminimalisir potensi risiko dengan perilaku *herding*, perusahaan membuat *benchmark* terhadap perusahaan yang dianggap berhasil dalam mengelola kinerja perusahaan sehingga tindakan serupa akan diikuti oleh perusahaan-perusahaan lainnya yang

sejenis (Novantina, 2014). Perilaku *herding* yang disengaja dari masing-masing perusahaan adalah motif untuk menduplikasi perilaku pasar. Namun selanjutnya, akan menjadi kesalahan apabila perilaku *herding* terjadi ketika sekelompok manajer investasi menghadapi masalah yang sama untuk membuat keputusan, namun akhirnya menghasilkan keputusan yang sama untuk perdagangan (Bikhchandani *et al.*, 1998).

Berdasarkan "following the leader" Kahneman dan Tversky (1979), Statmant dan Caldwell (1984), serta Patel dkk. (1991), suatu perusahaan dapat mengambil keputusan pendanaan dengan merujuk pada tindakan perusahaan lain yang dianggap sebagai pemimpin dalam industri yang sama. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tindakan yang diambil oleh pelaku pasar modal dalam hal struktur modal sesuai dengan prediksi teori ekonomi, di mana manajemen perusahaan membandingkan struktur modal mereka dengan perusahaan sejenis. Jika perusahaan cenderung melakukan perbandingan ini, maka ada kemungkinan mereka akan mengikuti struktur modal yang dianggap sebagai pemimpin dalam industri yang sama. Dengan kata lain, perusahaan tersebut mungkin mengikuti pola *herding* berdasarkan reputasi dalam menentukan struktur modal mereka (Novantina, 2014).

Setelah mengetahui adanya fenomena yang berkaitan dengan perilaku *herding* di atas, maka dapat diidentifikasi jenis perilaku *herding* dibagi dua yaitu rasional dan irasional. Seperti yang dikemukakan oleh Rizal dan Damayanti (2019) bahwa perilaku *herding* irasional terjadi ketika sebuah perusahaan tidak memperhitungkan analisis internalnya dan keputusan akhir adalah hasil dari keputusan perusahaan rekan-rekan (Cam & Ozer, 2017). Manajer keuangan akan bertindak sebagai peniru, mengabaikan atau tidak melakukan analisis rasional mereka. Sedangkan perilaku *herding* irasional adalah konsekuensi dari mekanisme psikologis (Camara, 2017). Di sisi lain, perilaku *herding* rasional muncul ketika keputusan rekan manajer perusahaan memberikan informasi yang berguna kepada manajer keuangan lainnya tentang kebijakan terbaik untuk diadopsi (Cao *et al.*, 2019).

Mengonfirmasi penelitian Leary dan Roberts (2014) menggunakan data saham S&P 500 tahun 1965-2004, hasil regresi menunjukkan bahwa tindakan *peer firm* (yaitu *gearing*) memiliki dampak positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Manajer keuangan di perusahaan yang terindikasi sejenis mungkin menghadapi masalah yang sama dan memiliki kumpulan informasi yang sama, mengakibatkan mereka mengambil keputusan yang sama (Sari, 2018). DiMaggio dan Powell (1983) berpendapat bahwa kesamaan bentuk dan prosedur organisasi di antara perusahaan adalah hasil dari isomorfisme institusional. Konsep ini didefinisikan sebagai seperangkat kekuatan yang mendorong perusahaan untuk meniru perusahaan sejenis.

Di dalam penelitian DiMaggio dan Powell (1983) yang meneliti organisasi-organisasi di Amerika Serikat, menyajikan tiga kekuatan yang menyebabkan isomorfisme dan *leader* perusahaan untuk menyerupai satu sama lain. Berkenaan dengan keputusan struktur modal, perusahaan kecil dan tidak berhasil dapat meniru keputusan keuangan *leader* perusahaan sejenis karena strategi mereka dianggap sebagai yang paling berhasil dalam meningkatkan nilai perusahaan (Al-Hunnayan, 2017). Selain itu, perusahaan tergoda untuk menggunakan campuran hutang dan ekuitas yang sama dan diadopsi oleh *leader* perusahaan untuk menghindari proses evaluasi yang mahal dan memakan waktu (Brendea, 2019). Namun menurut Dedi (2019) dalam penelitiannya pada perusahaan yang terdaftar di BEI 2013-2018., jika penerapan *leverage* yang sama dapat menghasilkan beberapa keuntungan, perlu dicatat bahwa ada beberapa kekurangannya. Banyak elemen penting (seperti: biaya agensi, biaya kebangkrutan, kebutuhan finansial, peluang investasi) yang berbeda antara perusahaan *leader* dan *followers* atau dapat dikatakan perusahaan besar dan kecil; perbedaan tersebut berdampak negatif pada biaya modal, fleksibilitas keuangan dan nilai perusahaan. Penelitian Leary dan Roberts (2014) mendukung bahwa meniru keputusan hutang jatuh tempo pendek, menengah dan panjang dari rekan-rekan perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Leary dan Roberts (2014) mengungkapkan bahwa perusahaan meniru rekan-rekan perusahaan lainnya dengan ukuran perusahaan yang sama, bukan rekan-rekan dengan ukuran perusahaan yang lebih besar. Di dalam penelitiannya juga mengungkapkan bahwa usia, profitabilitas, pangsa pasar, pengembalian saham dan pertumbuhan pendapatan kategori *leader* perusahaan adalah yang menduduki sepertiga teratas dari nilai tersebut dan sisanya dua per tiga di bawahnya adalah *followers*. Lebih jelasnya menurut Heshi (2017) dalam penelitiannya pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015, keputusan perusahaan yang dijadikan panutan atau *leader* dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang dikategorikan sebagai *followers* dapat dilihat dari reputasi dan kredibilitas, reputasi yang dimaksud adalah kemampuan perusahaan dalam meningkatkan aset perusahaan disertai dengan bagaimana perusahaan meminimalisir risiko ketika pengambilan putusan kebijakan perusahaan. Perusahaan *followers* dalam industri sensitif terhadap perusahaan *leader* dalam keputusan kebijakan keuangan ditunjukkan dalam penelitian (Pais, 2017) pada perusahaan-perusahaan di Portugal tahun 2006 - 2015.

Mengingat fakta bahwa perilaku *herding* lebih mungkin terjadi di pasar negara berkembang daripada di pasar negara maju (Zhou & Anderson, 2013), penelitian di negara berkembang salah satu contohnya ada dalam penelitian Brendera (2019). Menurut penelitiannya bahwa perusahaan Rumania memiliki perilaku penyesuaian pembiayaan terhadap struktur modal yang optimal. Manajer keuangan untuk mencapai struktur modal optimal harus menentukan tingkat hutang dan ekuitas yang maksimum. Secara khusus, di dalam penelitiannya tersebut ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan Rumania tidak mengikuti struktur modal yang optimal, tetapi struktur modal dari rata-rata sektor pada perusahaan-perusahaan lain, dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil estimasi model data panel dengan OLS yang dilakukan Brendera (2019) menunjukkan bahwa adanya korelasi antara *debt ratio* perusahaan yang terdaftar di Rumania

dan *debt ratio* rata-rata perusahaan yang memiliki total aset yang lebih rendah dari sektor mereka adalah positif dan signifikan secara statistik. Korelasi ini menunjukkan bahwa perusahaan yang terdaftar di Rumania memiliki perilaku *herding* dan mencoba mencapai *debt ratio* rata-rata sektor tersebut. Dengan kata lain, manajer perusahaan menekan keyakinan mereka sendiri dan mengikuti tindakan manajer lain dalam sektor yang sama. Signifikansi statistik dari karakteristik rata-rata perusahaan sejenis (yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan) menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang terdaftar di Rumania tidak mengambil keputusan pembiayaan independen, tetapi keputusan pembiayaan dan karakteristik perusahaan dari sektor perusahaan milik rekanannya sehingga merupakan penentu penting dari keputusan mereka (Brendea, 2019). Chen dan Chang (2013) meneliti 2.855 perusahaan AS antara tahun 1980 dan 2011, mereka menemukan bahwa manajer keuangan mempertimbangkan tingkat kas rekan perusahaan untuk menentukan rasio yang tepat untuk kas mereka.

Penggunaan struktur modal yang tepat memungkinkan perusahaan untuk mengurangi pembiayaan perusahaan dan memaksimalkan kas perusahaan (Martelini *et al.*, 2016). Struktur modal yang terbentuk mempengaruhi biaya modal dan mempengaruhi nilai perusahaan menurut penelitian Jumono *et al.* (2013) di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indonesia dan Malaysia. Terdapat dua sumber dana bagi perusahaan, yaitu internal dan eksternal (Martelini *et al.*, 2016). Perusahaan yang menguntungkan membiayai bisnis mereka melalui dana internal dan, atau menggunakan dana eksternal, sehingga menyajikan rasio *leverage* yang rendah. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi memerlukan sumber pendanaan eksternal untuk membiayai investasi mereka, guna menghindari konflik manajer dan pemegang saham karena asimetri informasi (Setyawan *et al.*, 2022).

Beberapa penelitian meneliti tentang target struktur modal pasar negara maju yang memonopoli perhatian para peneliti selama bertahun-tahun sehingga meninggalkan pasar negara berkembang jauh di belakang (Lemma & Negash, 2014). Studi mengenai struktur modal di pasar negara berkembang sering kali langka, dan menurut Eldomiaty (2007), ada tiga alasan utama yang menjelaskan fenomena ini. Pertama, pasar modal di negara-negara berkembang cenderung kurang efisien dan tidak sepenuhnya matang dibandingkan dengan pasar modal di negara maju. Hal ini mengakibatkan adanya ketidaklengkapan informasi dan ketidaksempurnaan dalam pasar, sehingga keputusan mengenai struktur modal perusahaan menjadi sulit dan rentan terhadap deviasi atau penyimpangan. Karena ketidaklengkapan dan ketidaksempurnaan informasi ini, perusahaan-perusahaan di pasar negara berkembang mungkin menghadapi kesulitan dalam menentukan pilihan pembiayaan yang paling tepat untuk mereka gunakan. Sebagai akibatnya, studi mengenai struktur modal dalam konteks pasar negara berkembang sering kali lebih sulit untuk dilakukan dibandingkan dengan pasar negara maju yang memiliki akses yang lebih baik ke informasi dan instrumen keuangan yang lebih lengkap. Kedua, di pasar negara berkembang, asimetri informasi terlihat lebih tinggi. Hal ini akan mengakibatkan munculnya pasar yang tidak siap untuk meningkatkan pembiayaan karena inefisiensinya dan ini dapat menyebabkan keputusan pembiayaan yang tidak optimal. Ketiga, ada kebutuhan untuk pengembangan literatur tentang struktur modal di pasar negara berkembang yang memiliki pengaturan pembiayaan kelembagaan yang berbeda dari pasar negara maju. Ramjee dan Gwatidzo (2012) mengatakan bahwa pasar negara berkembang kurang efisien, memiliki asimetri informasi yang lebih tinggi pada posisi laporan keuangan dibandingkan negara maju. Maka dari itu peneliti memilih negara berkembang (khususnya ASEAN) untuk diteliti lebih lanjut mengenai perilaku pembiayaan.

Berkaitan dengan perilaku pembiayaan, struktur modal dan arus kas perusahaan dijelaskan dalam laporan keuangan. Laporan keuangan sebenarnya digunakan untuk

menggambarkan gambaran terbatas dari perusahaan hanya dengan menyediakan matriks keuangan (Abeysekera, 2022). Oleh karena keterbatasan tersebut, dibutuhkan laporan non keuangan yang pada akhirnya relevansi informasi non keuangan ditingkatkan secara signifikan dari tahun ke tahun (Salazar *et al.*, 2012). Situasi ini telah memicu peningkatan yang signifikan dalam pentingnya isu-isu yang terkait dengan akuntansi pertanggungjawaban sosial dan lingkungan perusahaan. Ini sering dikenal dengan berbagai istilah seperti akuntansi sosial, akuntansi lingkungan, pelaporan sosial perusahaan, pelaporan tanggung jawab sosial perusahaan, pelaporan non-keuangan, atau akuntansi keberlanjutan. Dalam praktiknya, akuntansi pertanggungjawaban sosial dan lingkungan perusahaan diterapkan melalui pembuatan laporan tahunan atau laporan terpisah yang sering disebut sebagai Laporan Keberlanjutan (Sustainability Report).

Awal mulanya pada level internasional, United Nation World Commission on Environment and Development (WCED, 1987) dengan judul “Our Common Future” atau lebih dikenal dengan Brundland Report mengajak semua bangsa di dunia untuk mengintegrasikan *sustainability* ke dalam tujuan-tujuan nasionalnya. Integrasi ini dapat dicapai dengan menerapkan prinsip-prinsip keberlanjutan sebagai pedoman dalam pembuatan kebijakan di setiap negara. Laporan Brundtland telah menjadi sumber inspirasi bagi meningkatnya perhatian terhadap pengembangan regulasi dan standar global dalam konteks kepedulian terhadap aspek sosial dan lingkungan dalam berbagai kegiatan. Berkaitan dengan banyaknya di negara ASEAN mengalami masalah lingkungan yang dihadapi, menurut (Ryan *et al.*, 2013) negara-negara anggota ASEAN (AMS) khususnya karena semakin mengalami pertumbuhan ekonomi yang pesat sehingga membawa dampak lingkungan (pencemaran air, ekstraksi sumber daya alam, dan sanitasi yang buruk) serta perubahan iklim menjadi tantangan besar yang harus diatasi oleh AMS. Oleh karena itu, seiring dengan perkembangan zaman dan tuntutan yang ada, laporan keberlanjutan telah

menjadi hal yang sangat populer dan menjadi kewajiban bagi perusahaan (ASEAN, 2021). Terutama, laporan keberlanjutan ini digunakan sebagai alat pertanggungjawaban perusahaan kepada masyarakat luas terkait dengan aktivitas dan dampak dari program yang telah mereka jalankan. Fokus utama dari laporan ini adalah untuk memastikan bahwa industri-industri yang beroperasi dapat terus berkembang sejalan dengan pertumbuhan ekonomi jangka panjang, tanpa menguras sumber daya alam atau merusak lingkungan (IDX, 2020).

Prinsip laporan keberlanjutan ini menekankan pentingnya adopsi standar pengungkapan yang dapat mencerminkan kinerja perusahaan secara komprehensif, dengan tujuan agar perusahaan dapat mencapai pertumbuhan berkelanjutan (IDX, 2020). Perusahaan yang mengeluarkan *sustainability report* inixbiasanya memakai sebuah standart pelaporan, yang paling sering dipakai sebagai standardisasi referensi laporan adalah GRI standard. *Global Reporting Inisiativex*(GRI) adalah sebuah organisasi internasional yangxmempromosikan pembuatan *sustainab ility report* secara internasional. GRI mengeluarkan sebuah panduan tentang *sustainabili ty report* pada tahun 2001 dan terus diperbarui hingga saat ini (Strozzilaan, 2021). Selain dari GRI Standard adapun standar pelaporan *Sustainable Development Goals* (SDGs) yang berasal dari Perjanjian Paris tahun 2016 yang menghasilkan agenda 2030 PBB untuk pembangunan berkelanjutan, di dalamnya terdapat penetapan tujuan pembangunan berkelanjutan. Di bawah agenda ini, 17 SDGs (ASEAN, 2020) telah diidentifikasi, termasuk memastikan akses untuk energi yang terjangkau, andal, berkelanjutan, dan modern untuk semua (SDGs 7). Mengambil tindakan segera untuk memerangi perubahan iklim dan dampaknya (SDGs 13). Sebagai contoh berikut adalah data persentase terkait kerangka pengungkapan *sustainability report* di antara lima negara ASEAN.

Tabel 1.1 Kerangka Pelaporan terkait Iklim

Negara	GRI	SDGs
--------	-----	------

Negara	GRI	SDGs
Indonesia	93%	93%
Malaysia	72%	74%
Filipina	82%	86%
Singapura	99%	65%
Thailand	89%	95%

Sumber : Climate (Diolah, 2022)

Keterangan tabel :

 0 hingga 25% perusahaan	 > 50% sampai 75 % perusahaan
 > 25% sampai 50 % perusahaan	 > 75% perusahaan

Dari tabel 1.1 standar yang biasa digunakan dalam pengungkapan *sustainability report* adalah GRI dan SDGs. Perusahaan dengan tingkat pengungkapan yang rendah 0 hingga 25% akan ditunjukkan dengan tabel yang berwarna hijau muda, sedangkan tingkat pengungkapan rata-rata yang tinggi ada pada persentase lebih dari 75% perusahaan yang melaporkan ditunjukkan pada tabel berwarna biru tua. Dari tabel 1.1 tersebut dapat diketahui bahwa standar yang konsisten terhadap pengungkapan *sustainability report* adalah pada negara Indonesia dan Malaysia, baik menggunakan standar GRI maupun standar SDGs dikarenakan keadaan geografis, budaya dan hasil olahan sumber daya alam antar kedua negara tersebut hampir menyerupai sehingga hanya akan ada sedikit perbedaan terkait keduanya (www.investor.id).

Negara-negara anggota ASEAN membuat komitmen di tingkat internasional, regional, dan nasional untuk bekerja menuju pembangunan rendah karbon dan berkelanjutan, termasuk implementasi SDGs (ASEAN, 2015; ASEAN, 2016). Saat ini tidak ada kerangka pelaporan keberlanjutan umum di seluruh ASEAN, seperti yang dinyatakan oleh Loh *et al.* (2018) meskipun ada standar atau kerangka kerja keberlanjutan (baik Standar GRI atau

SDGs) yang dianut atau diamanatkan oleh setiap negara. Di banyak negara, kewajiban pelaporan *sustainability report* untuk semua perusahaan nampaknya masih jauh karena peraturan pengungkapan biasanya diperkenalkan atas dasar 'mematuhi atau menjelaskan' sebagai nilai tambah untuk pengungkapan kinerja perusahaan (Brooks & Oikonomou, 2018).

Sustainability report merupakan suatu dukungan yang menyeluruh dari sektor jasa keuangan untuk menciptakan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dengan menyelaraskan kepentingan ekonomi, sosial, dan lingkungan hidup (OJK, 2021). Salah satu tantangan terbesar dalam mengadopsi keuangan berkelanjutan adalah meyakinkan pelaku bisnis dan masyarakat bahwa mencapai keuntungan dapat lebih efektif dicapai dengan mempertimbangkan sumber daya alam dan dampak sosial terhadap masyarakat, sejalan dengan prinsip profit, people, planet (3P) (OJK, 2021). Oleh karena itu, diperlukan inisiatif yang mampu mengubah paradigma para pelaku usaha, yang semula hanya fokus pada keuntungan jangka pendek, agar mereka juga memperhatikan dan merasakan manfaat kemakmuran jangka panjang. Pengungkapan *sustainability report* yang tinggi dapat membantu manajer perusahaan membangun citra positif, mencapai kinerja yang optimal, mengurangi risiko jatuhnya harga saham, dan meningkatkan harga saham (Kim *et al.*, 2014). *Sustainability report* sebagai salah satu bentuk transparansi perusahaan, sehingga diharapkan adanya peningkatan citra perusahaan (Salazar *et al.*, 2021). Huanget *et al.* (2016) membahas bagaimana perusahaan memutuskan antara pengungkapan *sustainability report* dan biaya ketika dihadapkan dengan persyaratan untuk jaminan keamanan produk dan penggabungan pengungkapan *sustainability report* ke dalam filosofi perusahaan mereka untuk peningkatan citra perusahaan.

Pengungkapan *sustainability report* akan berdampak pada biaya investasi perusahaan. Adapun literatur penelitian yang berpendapat bahwa *sustainability report* adalah terkait dengan biaya investasi (Sharfman & Fernando, 2008; Potin *et al.*, 2014; Ng & Rezaee,

2015) menurut penelitian ketiganya terdapat dua alasan. Pertama, *sustainability report* mengurangi asimetri informasi (Dhaliwal *et al.*, 2012; Kim *et al.*, 2012; Cho *et al.*, 2013). Kedua, persentase pengungkapan *sustainability report* perusahaan tinggi dianggap memiliki resiko yang rendah karena *sustainability report* menyediakan perlindungan bagi investor jika kinerja perusahaan buruk (Godfrey, 2005; Luo & Battacharya, 2009). Akibatnya, perusahaan dengan pengungkapan *sustainability report* yang tinggi dinilai menghadapi kendala modal yang lebih rendah menurut Cheng *et al.* (2014) yang meneliti di perusahaan Kazakhstan. Perusahaan dengan pengungkapan *sustainability report* yang tinggi memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah, mereka lebih cenderung menggunakan biaya modal yang lebih rendah, pinjaman yang lebih rendah, premi risiko yang lebih rendah pada obligasi korporasi saat pasar kompetisi tinggi dalam penelitian (Zaid *et al.*, 2020) menggunakan bursa efek Palestina tahun 2013-2018.

Menurut Mandaika dan Salim (2015) pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2011-2013, pengungkapan *sustainability report* juga berhubungan erat dengan meningkatnya kinerja perusahaan, seperti profitabilitas, nilai perusahaan serta pertumbuhan perusahaan. Peningkatan *sustainability report* akan berdampak pada penggunaan biaya investasi yang akan ditanggung perusahaan, dan secara langsung akan mempengaruhi kinerja perusahaan (Iswati, 2020) dalam penelitiannya pada perusahaan yang terdaftar di BEI 2017 dan 2018. Menurut (Jusmarni, 2016) dalam penelitiannya pada perusahaan di Indonesia dan malaysia tahun 2010-2013 untuk mengukur kinerja perusahaan menggunakan perhitungan Tobin's Q. Pengukuran menggunakan Tobin's Q membuat investor dapat memproyeksikan apakah perusahaan dapat bertumbuh atau tidak di masa yang akan datang (Sudiyatno & Puspitasari, 2010). Tobin's Q adalah sebuah indikator yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan, terutama dalam hal nilai perusahaan. Indikator ini mencerminkan sejauh mana manajemen perusahaan berhasil mengelola aset perusahaan (Sudiyatno, 2010). Tobin's Q

terkait erat dengan MBV, namun berbeda dengan MBV yang menggunakan nilai buku dari total aset sebagai penyebut, Tobin's Q menerapkan nilai penggantian aset. Akibatnya, alih-alih mengukur kinerja perusahaan dari aset yang ada, Tobin's Q mengukur kinerja perusahaan dari investasi baru dengan asumsi yang baik menghasilkan nilai di atas satu (Warokka, 2008).

Adapun penelitian terdahulu terkait pengaruh *sustainability report* terhadap kinerja perusahaan diantaranya, Khafid dan Mulyaningsih (2012) melakukan penelitian bahwa terdapat pengaruh positif Pada periode tahun 2011-2013, dampak dari ukuran perusahaan, tingkat utang (leverage), profitabilitas, komposisi dewan direksi, komite audit, serta komite tata kelola perusahaan terhadap pelaporan laporan berkelanjutan oleh perusahaan industri pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diteliti. Selain itu penelitian Kartini *et al.* (2019), Ibrahim *et al.* (2020), Wulandari dan Zulhaimi (2017) menunjukkan kinerja perusahaan berhubungan positif terhadap pengungkapan *sustainability report*. Ketiga penelitian tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik atau profitabilitas yang lebih besar (diproksikan dengan ROA) akan memiliki kecenderungan untuk mengungkapkan informasi pelaksanaan pengungkapan *sustainability report* yang lebih lengkap. Sejalan dengan penelitian Arora dan Sharma (2016) yang melakukan penelitian pada perusahaan di India, kinerja perusahaan dapat diukur menggunakan variabel profitabilitas yang dapat didefinisikan dengan pengukuran ROA, ROE dan NPM.

Menurut (Rera, 2021) dalam penelitiannya menggunakan Bursa Efek Indonesia dan Thailand juga menemukan bahwa karakteristik perusahaan (variabel *size*, *leverage*, likuiditas dan aktivitas perusahaan) berhubungan positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Senada dengan penelitian Jahid *et al.* (2023) pada penelitiannya menggunakan Bursa Efek Bangladesh bahwa perusahaan dengan jumlah aset yang besar cenderung

memiliki informasi pelaporan yang lebih baik, termasuk pelaporan kinerja berkelanjutan yang dilakukan. Adapun penelitian Agustia dan Suryani (2018), Rose *et al.* (2010) menggunakan variabel kontrol usia perusahaan untuk mengukur pengaruh *sustainability report* terhadap kinerja perusahaan, yang didapatkan hasil bahwa adanya hubungan yang positif dan signifikan karena seiring dengan bertambahnya usia perusahaan, kemampuan dalam proses manajemen lebih efektif dan efisien sehingga dapat meningkatkan pengembalian investasi dan kinerja perusahaan yang lebih tinggi.

Di dalam penelitian Bhandari dan Javakhadze (2017) dan Benlemlih dan Bitar (2018), pada perusahaan Amerika Utara dan Eropa yang juga berkaitan dengan alokasi modal, tingkat pengungkapan *sustainability report* yang tinggi menghasilkan asimetri informasi yang rendah, yang dapat meningkatkan efisiensi investasi dan mengurangi sensitivitas investasi terhadap Tobin's Q dalam berbagai cara. Penelitian sebelumnya tentang hubungan antara pelaporan laporan berkelanjutan dengan kinerja perusahaan, seperti yang dijelaskan oleh Weber *et al.* (dalam Lesmana & Tarigan, 2014) dalam penelitiannya di perusahaan China, telah menunjukkan adanya korelasi positif. Hasil dari penelitian sebelumnya yang telah diuraikan di atas mengenai dampak pengungkapan laporan berkelanjutan terhadap kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang secara keseluruhan positif dan signifikan.

Berkaitan dengan penelitian sebelumnya (Reime, 2020; Pais, 2017; Leary & Robert, 2014; Zaid, 2020), membuat tertarik untuk melakukan penelitian perilaku *herding* pada struktur modal, namun lebih ditekankan terhadap perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* dan dikaitkan dengan variabel pengukuran kinerja perusahaan. Adapun kinerja perusahaan diprosikan menggunakan pengukuran Tobin's Q, ROA dan NPM. Untuk membatasi faktor eksternal penelitian antara variabel dependen dan independen, peneliti menambahkan juga variabel kontrol yaitu usia dan ukuran perusahaan. Peneliti tertarik

meneliti perusahaan non keuangan, karena perusahaan non keuangan memiliki sektor yang beraneka ragam dan cakupan yang luas terutama di industri manufaktur dan pertambangan. Di samping itu, sektor industri manufaktur dan pertambangan cenderung memiliki tingkat sensitivitas yang tinggi terhadap isu-isu lingkungan, sehingga tingkat pengungkapan laporan berkelanjutan dalam sektor-sektor ini seharusnya juga cukup signifikan. Lima negara ASEAN (Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Indonesia) telah dipilih sebagai fokus penelitian ini.

1.2 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan uraian di atas, pertanyaan yang muncul adalah sebagai berikut :

1. Apakah terjadi perilaku *herding* terhadap struktur modal pada perusahaan yang menerbitkan *sustainability report*?
2. Apakah *sustainability report* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
3. Apakah ada perbedaan kinerja perusahaan yang lebih baik antara *leader* dan *followers* bagi perusahaan yang menerbitkan *sustainability report*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

1. Mengetahui dan menguji ada atau tidaknya perilaku *herding* dalam penentuan struktur modal perusahaan yang menerbitkan *sustainability report*.
2. Mengetahui dan menguji pengaruh *sustainability report* terhadap kinerja perusahaan.
3. Mengetahui kinerja perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* mana yang lebih baik sehingga dianggap *leader* dan *followers*.

1.4 Manfaat Penelitian

Melalui penelitian ini, penulis berharap dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis, seperti yang telah dijelaskan berikut ini :

1. Manfaat Teoritis

Secara konseptual, studi ini bertujuan untuk mengungkapkan dan menganalisis apakah terdapat perilaku pengikut (herding) yang terjadi dalam keputusan struktur modal perusahaan non-keuangan yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan, dan juga untuk menyelidiki dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur yang ada tentang laporan keberlanjutan dengan memberikan masukan yang berguna bagi peneliti di masa depan yang akan melakukan penelitian dengan topik serupa.

2. Manfaat Praktis

Manfaat secara praktis dari penelitian ini diharapkan dapat diperoleh oleh beberapa pihak, termasuk :

a. Bagi Literatur terkait *Sustainability Report*

Untuk menunjukkan ada atau tidaknya perilaku *herding* struktur modal terhadap perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* serta pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan non keuangan yang terdaftar di lima negara ASEAN. Di samping itu, penelitian ini memiliki potensi untuk melengkapi temuan-temuan yang telah dihasilkan oleh peneliti sebelumnya dan menjadi sumber referensi yang berharga bagi para peneliti masa depan yang tertarik untuk menyelidiki topik yang serupa..

b. Bagi Investor

- 1) Penelitian ini dapat digunakan oleh calon investor dan investor sebagai dasar bahan pertimbangan dalam menentukan saham mana yang akan dipilih untuk investasi.
- 2) Sumber referensi terkait dunia bisnis, bahwa dalam melakukan investasi perlu melihat adanya peran perusahaan terhadap kepedulian lingkungan sebagai acuan dalam mengambil keputusan.

c. **BagixPerusahaan**

Sumber referensi bagi pemilik perusahaan ini dapat menjadi alat untuk memperluas pemahaman mereka dan memungkinkan pengawasan yang lebih efektif terhadap kinerja manajemen perusahaan. Tujuannya adalah agar manajemen dapat beroperasi dengan efisien dan sejalan dengan kepentingan dan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham perusahaan, sekaligus tetap memperhatikan dampak lingkungan. Selain itu, referensi ini juga dapat digunakan sebagai panduan oleh perusahaan dalam menentukan apakah akan mengikuti tren yang diadopsi oleh perusahaan sejenis dalam hal pengambilan keputusan terkait struktur modal.

