

Analisa Pengaruh *Corporate Governance*, *CSR*, dan *Financial Distress* terhadap *Firm Value* pada Perusahaan yang Terdaftar dalam BEI Tahun 2011-2015

Lia Riantika Tanujaya, Hatane Semuel, dan Devie
Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra
Jln. Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236
Email: lia_11101@yahoo.com

ABSTRAK

Tujuan- Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value* melalui *corporate social responsibility* dan *financial distress* sebagai variabel intervening.

Desain / metodologi / pendekatan - Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun yang menjadi sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Sustainability reporting*-nya terdaftar dalam *Global Reporting Initiative Database* (GRI) periode pada tahun 2011-2015 sehingga diperoleh 32 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini di analisis menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) dengan model pendekatan *Partial Least Square* (PLS).

Temuan- Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *firm value*, *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *CSR*, *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress*, *CSR* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress*, *CSR* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *firm value*, dan *financial distress* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *firm value*.

Keterbatasan Penelitian - Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain dikarenakan periode pengamatan yang terbatas dari tahun 2011 sampai dengan 2015 saja. Selain itu, sampel perusahaan yang hanya terbatas sebanyak 32 perusahaan saja. Hal ini dikarenakan perusahaan yang menjadi sampel hanyalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan yang menerbitkan *sustainability reporting* sesuai dengan standar *Global Reporting Indonesia*.

Orisinalitas / nilai – makalah ini memberikan gambaran bahwa saat ini penerapan tata kelola dan *corporate social responsibility* memiliki pengaruh terhadap *firm value* disamping *financial distress*.

Kata kunci: *corporate governance*, *corporate social responsibility*, *financial distress*, *firm value*.

1. INTRODUCTION

Data dari Kementerian Perindustrian menunjukkan bahwa pada triwulan I tahun 2015, pertumbuhan industri sektor non-migas mampu tumbuh sebesar 5.21% dan ditargetkan pertumbuhan industri pada tahun 2016 dapat mencapai 5.7% (www.kemenperin.go.id). Tingginya pertumbuhan industri dan semakin pesatnya perkembangan dunia usaha yang ada di Indonesia saat ini, akan membuat semakin ketatnya persaingan bisnis antar perusahaan dalam industri. Persaingan membuat setiap perusahaan semakin meningkatkan kinerja agar tujuannya dapat tetap tercapai (Chen & Chen, 2011). Poddi & Vergalli (2009), mengungkapkan bahwa tujuan utama dari perusahaan tidak hanya memenuhi keinginan *shareholder* tetapi juga *stakeholder*, baik yang secara langsung maupun secara tidak langsung mempengaruhi proses produksi. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan *firm value*. *Firm value* sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan (Khosravi, Fathi, & Valinia, 2014).

Firm value juga dapat menggambarkan keadaan perusahaan dan dengan baiknya *firm value* maka perusahaan akan dipandang baik oleh para calon investor, demikian pula sebaliknya. Dengan meningkatnya *firm value* menurut Winarto (2015), perusahaan dapat memperoleh banyak manfaat, antara lain, akses ke sumber dana dari pasar modal, harga jual/nilai yang tinggi ketika perusahaan tersebut dibeli atau digabung. Terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi *firm value*, pada umumnya faktor keuangan merupakan faktor yang utama, salah satunya adalah *financial distress* (Zeitun & Tian, 2007; Zaretsky & Zumwalt, 2007). Para investor dan kreditor sebelum menanamkan dana pada suatu perusahaan akan terlebih dahulu melihat kondisi keuangan perusahaan tersebut. Oleh karena itu, analisis dan prediksi atas kondisi keuangan suatu perusahaan adalah sangat penting (Atmini, 2005).

Financial distress merupakan kondisi sebelum terjadinya kebangkrutan. Suatu perusahaan dapat dikategorikan sedang mengalami financial distress, pada saat perusahaan tersebut memiliki kinerja yang menunjukkan laba operasinya negatif, laba bersih negatif, nilai buku ekuitas negatif, serta perusahaan yang akan melakukan merger (Brahmana, 2007). Fenomena lain dari financial distress adalah banyaknya perusahaan yang cenderung mengalami kesulitan likuiditas, hal ini ditunjukkan dengan semakin turunnya kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditor (Hanifah, 2013). Selama periode 2011-2015 jumlah perusahaan yang terdelisting dari Bursa Efek Indonesia (BEI) berjumlah 20 perusahaan (www.kontan.co.id; www.detik.com; www.merdeka.com; www.sahamok.com). Salah satu penyebab suatu perusahaan bisa dide-listing dari Bursa Efek Indonesia (BEI) disebabkan karena perusahaan tersebut berada pada kondisi financial distress atau sedang mengalami kesulitan keuangan (Pranowo et al., 2010).

Menurut Brigham & Daves (2004), kesulitan keuangan terjadi atas serangkaian kesalahan pengambilan keputusan yang kurang tepat, kelemahan-kelemahan yang saling berhubungan, yang dapat menyumbang secara langsung maupun tidak langsung kepada manajemen, serta kurangnya upaya pengawasan kondisi keuangan perusahaan sehingga dalam penggu-naannya kurang sesuai dengan apa yang dibutuhkan. Para investor menaruh perhatian pada peluang financial distress perusahaan karena akan mempengaruhi *firm value* dan nilai saham (Suk, 2007).

Selain mempertimbangkan faktor keuangan, para investor saat ini juga perlu mempertimbangkan faktor-faktor non keuangan yang dapat mempengaruhi *firm value* seperti *CSR* (Orlitzky, Schmidt, dan Rynes, 2003; Husted & Allen, 2007; Arafat, Warokka, Abdullah, dan Septian, 2012) dan *corporate governance* (Cremers & Nair, 2005; Ammann, Oesch, dan Schmid, 2010; Siagian, Siregar, dan Rahadian, 2013). Pada awalnya, para investor hanya memperhatikan faktor keuangan dalam membuat keputusan dalam berinvestasi. Hal ini dikarenakan *CSR* dalam laporan tahunan perusahaan hanya merupakan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*), merupakan pengungkapan yang tidak diwajibkan. Akan tetapi pemerintah melalui UU RI No. 40 tahun 2007 yang selanjutnya diperjelas dalam Peraturan pemerintah No. 47 tahun 2012 mewajibkan perusahaan untuk melaksanakan *CSR*, sehingga *CSR* menjadi pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*).

Saat ini, dengan diwajibkannya pengungkapan *CSR*, jumlah perusahaan yang melakukan atau mengungkapkan *CSR* semakin bertambah. Demikian pula dengan jumlah dan jenis informasi yang diungkapkan (Pang, 1982; Guthrie, 1982; Gray, 1990; Gray et al, 1993; Kiroyan, 2006 dalam Rusdin, 2016). Fenomena ini semakin meningkat setelah muncul *Global Reporting Initiative* (GRI). GRI merupakan program dari PBB yang membuat pedoman tentang *sustainability reporting* yang dapat digunakan perusahaan dalam pengungkapan kegiatan *CSR*-nya. GRI dipandang sebagai laporan yang diakui paling populer untuk menetapkan pedoman keberlangsungan perusahaan (Brown, DeJong, dan Levy, 2009; Marimon, Alonso-Almeida, Rodríguez, dan Alejandro, 2012). Pada bulan Juni 2000, GRI mengeluarkan serangkaian panduan *sustainability reporting* yang berisi prinsip pelaporan dan indikator konten spesifik. Selanjutnya pada tahun 2006 GRI mengeluarkan versi baru untuk memandu penyusunan laporan keberlanjutan yang disebut generasi ketiga dan yang terbaru adalah generasi keempat. Jika dilihat pada website GRI (www.globalreporting.org), organisasi yang mempublikasikan

dan membuat *sustainability report* semakin banyak, tidak hanya perusahaan yang listing di BEI (Bursa Efek Indonesia), perusahaan BUMN, serta perusahaan non-listing baik kecil hingga menengah juga turut seriat membuat dan melaporkan *sustainability report*-nya.

Pelaporan CSR menunjukkan tren positif. Setiap tahunnya jumlah perusahaan yang melaporkan semakin bertambah. Semula pada tahun 2006 perusahaan yang membuat dan melaporkan *sustainability report* hanya 1 perusahaan dan pada tahun 2015 meningkat menjadi 72 perusahaan (www.globalreporting.org). Pada tahun 2011, dari 438 perusahaan yang saat itu tercatat di BEI, baru ada sekitar 25 perusahaan yang membuat *sustainability report* (www.kontan.com) dan berdasarkan pengamatan sampai dengan tahun 2015, dari total 72 perusahaan yang membuat dan melaporkan *sustainability report*, terdapat 32 perusahaan Tbk yang membuat dan melaporkan *sustainability report* sesuai dengan standar GRI (GRI 3.1 dan G4). Hal ini menunjukkan bahwa sepanjang tahun 2011-2015 terdapat peningkatan jumlah perusahaan Tbk yang membuat dan melaporkan *sustainability report*, yaitu dari 25 menjadi 32. Meskipun terjadi peningkatan jumlah perusahaan Tbk yang membuat dan melaporkan *sustainability report*-nya, akan tetapi jumlah tersebut sangatlah kecil jika dibandingkan dengan total keseluruhan perusahaan yang listing di BEI pada tahun 2015, yaitu sebesar 538 perusahaan. Jika dihitung, sampai dengan 2015 hanya sebesar 5.95% perusahaan Tbk yang membuat dan melaporkan *sustainability report*-nya. Menurut Nurlela & Ishlahuddin (2008) ada beberapa perusahaan yang telah menjalankan CSR tapi sangat sedikit yang mengungkapkannya ke dalam sebuah laporan. Alasan mengapa hal itu terjadi mungkin karena belum mempunyai sarana pendukung seperti: standar pelaporan, tenaga terampil untuk penyusunan laporan maupun auditor. Selain itu, juga bisa disebabkan oleh munculnya tambahan biaya dan usaha dalam pembuatan laporan.

Pengungkapan CSR menjadi sangat penting bagi perusahaan publik, karena perusahaan yang mengungkapkan CSR dapat menarik investor untuk berinvestasi di perusahaan sehingga dapat meningkatkan *firm value* (Sun, Salama, Hussainey, dan Habbash, 2010). Hal ini dikarenakan para investor lebih senang membeli saham dari perusahaan yang melakukan CSR dikarenakan pemegang saham merasa puas mengalokasikan biaya untuk melakukan CSR daripada mengalokasikan sejumlah keuntungannya untuk melakukan kompensasi atas dampak sosial dari perusahaan tersebut (Baron, 2007). Selain itu, dengan diwajibkannya CSR, para investor dapat memperoleh sudut pandang lain dalam membuat keputusan. .

Fenomena lainnya, dengan diwajibkannya CSR dan semakin meningkatnya kesadaran perusahaan untuk melaporkan kegiatan CSR-nya mendorong semakin banyak penelitian tentang pengaruh CSR dan *firm value* (Orlitzky, Schmidt, dan Rynes, 2003; Husted & Allen, 2007; Arafat, Warokka, Abdullah, dan Septian, 2012). Akan tetapi, penelitian yang dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Orlitzky, Schmidt, dan Rynes (2003); Husted & Allen (2007) serta Arafat, Warokka, Abdullah, dan Septian (2012) menemukan bahwa CSR berpengaruh signifikan terhadap *firm value*. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Wardoyo & Veronica (2013) menemukan bahwa CSR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *firm value* pada perusahaan sektor perbankan yang go public pada periode 2008-2010.

Selain mempertimbangkan CSR dalam proses memaksimalkan *firm value* akan muncul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut *agency problem*. Tidak jarang pihak manajemen yaitu manajer perusahaan mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Kepentingan manajer yang bertentangan dengan tujuan perusahaan dapat membahayakan kelangsungan perusahaan dan menurunkan *firm value* (Jensen & Meckling, 1976). Harford, Mansi, dan Maxwell (2008) menunjukkan bahwa tata kelola yang lemah merupakan indikator dari tingginya konflik kepentingan. *Corporate governance* pada dasarnya adalah alat untuk mengelola masalah keagenan serta untuk meminimalkan efek negatif dari masalah keagenan. (Isshaq, Bokpin, dan Onumah, 2009).

Corporate governance diharapkan mampu mengusahakan keseimbangan antara berbagai kepentingan yang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan secara menyeluruh. Perusahaan

dengan tata kelola yang baik tidak hanya mengembangkan etika, transparansi, akuntabilitas, tetapi juga tetap menghasilkan profit (Ruangviset *et al.*, 2014). Bai, Liu, Lu, Song, dan Zhang (2002) juga mengemukakan bahwa *corporate governance* yang baik dapat mempengaruhi atau menaikkan harga saham, sehingga penerapan *corporate governance* dapat mempengaruhi *firm value*. Beberapa penelitian pada pengaruh antara *corporate governance* dan *firm value*, menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh secara positif dengan *firm value* (Cremers & Nair, 2005; Ammann, Oesch, dan Schmid, 2010; Siagian, Siregar, dan Rahadian, 2013). Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Che Haat, Rahman, dan Mahenthiran (2008), menyimpulkan bahwa antara independensi dewan komisaris, *cross-directorship* dewan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan dan berkorelasi negatif terhadap *firm value*.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, adapun rumusan masalahnya ialah apakah *Corporate Governance* berpengaruh terhadap *Firm Value*?; Apakah *Corporate Governance* berpengaruh terhadap *CSR*?; Apakah *Corporate Governance* berpengaruh terhadap *Financial Distress*?; Apakah *CSR* berpengaruh terhadap *Financial Distress*?; Apakah *CSR* berpengaruh terhadap *Firm Value*?; dan Apakah *Financial Distress* berpengaruh terhadap *Firm Value*?

2. LITERATURE REVIEW

Pemisahan kepemilikan dan kontrol pada perusahaan dapat menciptakan masalah keagenan (*agency problem*) (Jensen & Meckling, 1976). Dalam menjalankan tugasnya, manajer sebagai agen memiliki kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemilik perusahaan (prinsipal) baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Di sisi lain, manajer juga memiliki kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri. Teori keagenan menjelaskan bagaimana menyelesaikan atau mengurangi konflik kepentingan antara pihak-pihak yang berkepentingan dalam kegiatan bisnis yang berdampak merugikan. *Corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan mendapatkan informasi yang sama dan lengkap dengan yang dimiliki oleh manajemen (Jensen & Meckling, 1976).

Corporate governance merupakan seperangkat mekanisme yang dimaksudkan untuk mengurangi *agency risk* (Asbaugh, Collins, dan Lafond, 2004). Bairathi (2009) mengemukakan bahwa *corporate governance* adalah sebuah sistem yang menata, mengelola, dan mengendalikan perusahaan secara adil, efisien, dan transparan dengan maksud untuk mencapai tujuan strategis jangka panjang perusahaan guna memuaskan kepentingan para pemegang saham, kreditur, karyawan, pelanggan dan pemasok, serta memenuhi persyaratan hukum dan peraturan. Asbaugh, Collins, dan Lafond (2004) berpendapat bahwa *corporate governance* memungkinkan untuk pemantauan dan kontrol yang lebih baik sehingga manajer lebih mungkin untuk membuat keputusan yang lebih baik untuk kepentingan para pemegang saham seperti berinvestasi di proyek NPV yang positif. Selain itu juga meningkatkan perlindungan kepada pemegang saham dengan meminimalkan perilaku oportunistik manajer yang dapat menurunkan *firm value*. Harford, Mansi, dan Maxwell (2008) menemukan bahwa tata kelola perusahaan yang buruk, membuang sumber dana dan menghancurkan *firm value*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Siagian, Siregar, dan Rahadian (2013) menemukan pengaruh positif antara tata kelola perusahaan dan *firm value*. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik akan memiliki *firm value* yang lebih tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Black, Jang, dan Kim (2003) di Korea, yang meneliti pengaruh *good corporate governance* terhadap *firm value* juga menemukan bahwa terdapat korelasi positif antara *good corporate governance* yang diproksi menggunakan *good corporate governance score* terhadap *firm value*. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Ammann, Oesch, dan Schmid (2011) juga mendukung bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh yang positif dengan *firm value*.

Di sisi lain, hasil penelitian yang dilakukan oleh Che Haat, Rahman, dan Mahenthiran (2008) juga menyimpulkan bahwa antara independensi dewan komisaris, *cross-directorship* dewan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan dan berkorelasi negatif terhadap *firm value*. Selain itu, adanya ketidakkonsistenan pada penelitian mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) terhadap *firm value*. Hal ini dibuktikan dengan banyak penerapan *corporate governance* yang hanya sekadar untuk kebiasaan atau hanya untuk mendongkrak citra perusahaan. Pernyataan ini didukung oleh hasil penelitian dari Parrino & Weisbach (1999) yang menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara GCG terhadap *firm value*.

H1: Terdapat pengaruh antara *Corporate Governance* terhadap *Firm Value*.

Stakeholder theory menyatakan bahwa dalam tata kelola organisasi (korporasi), direksi atau pengelola harus memperhatikan pihak atau kelompok yang lebih luas daripada pemegang saham. Dalam teori ini, perusahaan hadir bukan saja untuk pemegang saham, melainkan untuk semua pemangku kepentingan, Teori ini menegaskan bahwa penting bagi sebuah perusahaan untuk memberikan tanggung jawabnya terhadap lingkungan (Koentjoro & Khotimah, 2015). Anggraini (2006) dalam Nurkhin (2010) menyatakan bahwa tuntutan terhadap perusahaan untuk memberikan informasi yang transparan, organisasi yang akuntabel serta *good corporate governance* memaksa perusahaan untuk memberikan informasi mengenai aktivitas sosialnya.

Pentingnya *corporate governance* terletak pada perannya dalam penciptaan dan penyempurnaan hukum, regulasi, dan kontrak yang mengatur operasional perusahaan, dan memastikan bahwa hak para *shareholder* terjaga, kepentingan manajer dan *stakeholder* terpenuhi, dan lingkungan yang transparan bisa diciptakan, serta setiap pihak yang terlibat bisa mengambil tanggung jawabnya masing-masing sehingga bisa berkontribusi terhadap pertumbuhan dan penciptaan nilai perusahaan (Page, 2005). *CSR*, di lain pihak, lebih berfokus pada komitmen organisasi untuk berkontribusi terhadap pengembangan yang berkesinambungan, isu-isu para *stakeholder*, dan peningkatan taraf sosial (Jamali & Rabbath, 2008). Namun, keduanya sama-sama memberi penekanan lebih bagi perusahaan untuk mengkomunikasikan tanggung jawab dan tugas mereka kepada para *stakeholder* (Jamali & Rabbath, 2008).

Chintrakarn, Jiraporn, Young, dan Jang (2015) mengemukakan bahwa tata kelola yang kuat akan mengarah untuk menurunkan investasi *CSR*. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lebih efektif akan secara signifikan mengurangi investasi *CSR*. Hal ini terjadi karena para manajer mungkin melakukan investasi yang berlebihan di bidang *CSR* hanya untuk kepentingan pribadi semata, seperti reputasi dan popularitas di media. Pemanfaatan dana yang sia-sia tersebut mungkin tidak terlihat baik di mata *shareholder*. Tata kelola yang lebih efektif memaksa manajer untuk bertindak lebih demi kepentingan *shareholder*, yang pada akhirnya memaksa para manajer mengurangi investasi yang berlebihan di bidang *CSR*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Farook & Lanis (2005) menemukan bahwa *Islamic governance* (sebagai proksi *corporate governance* di bank Islam) terbukti berpengaruh positif secara signifikan terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Khan (2010); Kolk & Pinkse (2010); Jo & Harjoto (2012); Stuebs & Sun (2015) juga menunjukkan pengaruh positif antara *corporate governance* dan *CSR*. Bukti menunjukkan bahwa tata kelola yang baik mengarah pada kinerja *CSR* yang baik. Disisi lain, penelitian Jamali, Hallal, dan Abdallah (2010) mengungkapkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh *corporate governance* pada rumah sakit profit dan non-profit di Lebanon terhadap *CSR*.

H2: Terdapat pengaruh antara *Corporate Governance* terhadap *CSR*.

Penerapan prinsip *corporate governance* yang baik dapat memperbaiki kinerja perusahaan baik dalam kondisi normal maupun pasca krisis. Menurut Black, Jang, dan Kim (2003) serta Hodgson,

Lhaopadchan, dan Buakes (2011), praktek *corporate governance* yang baik memperkuat kinerja perusahaan. Pada saat bersamaan, praktek-praktek ini melindungi perusahaan terhadap risiko *financial distress*. *Financial distress* dapat dihindari jika perusahaan menerapkan strategi yang tepat, seperti menerapkan strategi *good corporate governance* (Parker, Petres, dan Turetsky, 2002; Deng & Wang, 2006; Abdullah, 2006). Sebuah perusahaan dikatakan mengalami *financial distress* dan terancam bangkrut dikarenakan penggunaan hutang yang tidak terkontrol (Damodaran, 2001) serta adanya konflik kepentingan antara pemilik (*principal*) dan pihak manajemen, dan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Manajer berperan sebagai agen dalam suatu perusahaan dan diberi kewenangan untuk mengurus jalannya perusahaan dan mengambil keputusan atas nama pemilik. Dengan superioritas informasi yang dimiliki oleh manajer, memungkinkan manajer memiliki kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham (pemilik) sehingga menimbulkan *agency problems* (Jensen & Meckling, 1976; Hill & Jones, 1992).

Dengan adanya penerapan *corporate governance* yang baik, manajer perusahaan akan selalu mengambil tindakan yang tepat dan tidak mementingkan diri sendiri, serta dapat melindungi *stakeholders* perusahaan. Para manajer akan berpikir ulang mengenai strategi-strategi yang layak untuk mengantisipasi kondisi-kondisi yang menyebabkan terjadinya permasalahan keuangan (Mayangsari & Andayani, 2015). Penerapan mekanisme *corporate governance* yang baik akan menekan risiko perusahaan mengalami *financial distress* atau kesulitan keuangan (Mayangsari & Andayani, 2015).

Whitaker (1999) dalam Yap, Clayton, dan Zulkifflee (2013) membuktikan bahwa banyak perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress* dikarenakan oleh manajemen yang buruk. Temuannya ini mengindikasikan sebanyak 77% perusahaan memiliki manajemen yang buruk dan sebanyak 47% mengalami kondisi *economic distress* sebelum akhirnya mengalami *financial distress*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hambrick & D'Aveni (1992) melaporkan bahwa memiliki CEO yang dominan sebagai praktek *corporate governance* yang lemah lebih mungkin untuk dihubungkan dengan kebangkrutan perusahaan. Daily & Dalton (1994) meneliti mengenai adanya pengaruh struktur *governance*, komposisi direksi dan struktur kepemimpinan dari direksi, sebagai faktor penjelas dari kebangkrutan suatu perusahaan. Penelitian mereka menyimpulkan bahwa memang terdapat pengaruh yang signifikan antara komposisi direksi dan struktur kepemimpinan direksi tersebut dengan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Demikian pula, penelitian yang dilakukan Abdullah (2006) mengungkapkan adanya hubungan negatif antara *financial distress* perusahaan Malaysia dengan *corporate governance*. Al-Tamimi (2012) menemukan pengaruh yang positif dan signifikan antara *financial distress* dan *corporate governance* pada UAE *national banks*. Hal ini menunjukkan bahwa peran praktek *corporate governance* tidak cukup baik dalam menganalisa *financial distress* UAE *national banks*.

H3: Terdapat pengaruh antara *Corporate Governance* terhadap *Financial Distress*.

Dari sudut pandang *stakeholder theory* (Donaldson & Preston, 1995) dan teori legitimasi (Deegan, Rankin, dan Tobin, 2002), aktivitas CSR diharapkan bisa mengurangi risiko keuangan perusahaan. Praktik CSR yang dilakukan sebuah perusahaan diyakini dapat menghasilkan pengurangan biaya, meningkatkan produktivitas karyawan, menghasilkan keuntungan dengan keragaman produk, meningkatkan penjualan, menghasilkan *brand value*, dan membangun sebuah perusahaan yang berkinerja kuat (Waddock & Graves, 1997; Ruf *et al.*, 2001; Konar & Cohen, 2001; Becchetti, Ciciretti, dan Hasan 2009). Goss (2009) menemukan bahwa aktivitas CSR perusahaan adalah penentu signifikan dari *financial distress*. Perusahaan dengan kinerja sosial yang buruk akan menghadapi risiko yang jauh lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kinerja sosial jauh lebih baik.

Aktivitas CSR yang dilakukan oleh perusahaan dapat mengurangi tingkat risiko kegagalan finansial (Hsu & Chen, 2015). Pertama, CSR dapat meningkatkan hubungan antara perusahaan dengan *stakeholder*, sehingga meningkatkan keberlangsungan jangka panjang. Menurut Waddock & Graves

(1997) dan Fombrun & Shanley (1990), *CSR* memperkaya hubungan dengan *stakeholder*, termasuk konsumen, karyawan, supplier, dan regulator. Singkatnya dengan meningkatkan hubungan dengan *stakeholder*, sebuah perusahaan menciptakan sebuah *intangible asset* yang penting dalam meningkatkan posisi kompetitif dan performa finansial jangka panjang (Roberts & Dowling, 2002; Surroca, Tribo, dan Waddock, 2010). Kedua, investor bersifat sensitif terhadap adanya kemungkinan perusahaan untuk mengalami tuntutan hukum yang mahal (Shane and Spicer, 1983 dalam Hsu & Chen, 2015). Studi-studi yang lalu juga menunjukkan bahwa investor menganggap perusahaan yang tidak menjalankan *CSR* sebagai perusahaan berisiko tinggi (El Ghoual et al., 2011) dan perusahaan dengan rekam jejak *CSR* yang buruk sebagai perusahaan yang berisiko (El Ghoual et al., 2011). Investasi pada *CSR* berguna sebagai asuransi terhadap biaya-biaya yang mungkin terjadi sebagai akibat dari perilaku tak bertanggungjawab (Hsu & Chen, 2015).

Para pendukung *CSR* berargumen bahwa manajer yang kompeten melihat *CSR* sebagai alat untuk mengontrol resiko, sementara penentang mengklaim bahwa *CSR* mewakili pengalihan sumberdaya yang mahal. *Shareholder* mungkin saja tidak mau mendukung *CSR* karena bisa mengalihkan tujuan perusahaan dari memaksimalkan kekayaan (Hsu & Chen, 2015). Menurut Palmer, Oates, dan Portney (1995), beberapa perusahaan juga tidak mau melakukan tindakan yang mendukung lingkungan karena mereka tidak mau mengorbankan profit demi perlindungan lingkungan. Tindakan ini hanya akan melibatkan biaya yang tidak akan dihargai investor. Sejalan dengan ini, Hassel, Nilsson, dan Nyquist (2005) mendapatkan hasil yang membuktikan bahwa perusahaan yang lebih baik dari sisi lingkungan, tidaklah perusahaan yang lebih baik di mata investor.

Dalam jangka pendek, perusahaan yang bertaruh pada perilaku yang bertanggungjawab terhadap sosial dan lingkungan akan meningkatkan biaya, dan sebagai akibatnya mempengaruhi hasil finansial secara langsung (Belu, 2009). Dalam jangka panjang, tindakan tersebut akan menjadi *opportunity cost* karena hal itu hanyalah pengalihan sumberdaya dan juga usaha lebih dari manajer, yang bisa berujung pada dipertanyakannya keabsahan perusahaan (Hull & Rothenberg, 2008). Hsu & Chen (2015) mengungkapkan bahwa kinerja *CSR* yang positif akan menurunkan risiko keuangan sementara kinerja *CSR* yang negatif menyebabkan peningkatan kesulitan keuangan. Orlitzky & Benjamin (2001) juga menemukan bahwa peningkatan *CSR* berkorelasi dengan berkurangnya risiko keuangan. Verwijmeren & Derwall (2010) mencatat bahwa faktor *CSR* tertentu seperti kesejahteraan karyawan secara signifikan dapat mengurangi kemungkinan kebangkrutan dan meningkatkan *firm credit ratings*.

H4: Terdapat pengaruh antara *CSR* terhadap *Financial Distress*.

Menurut *stakeholder theory*, berkelanjutan dan kesuksesan perusahaan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk dapat memenuhi aspek ekonomi dan non ekonomi, dengan tujuan memenuhi kebutuhan *stakeholder* (Pirsch, Gupta, & Grau, 2007). Dalam memenuhi aspek ekonomi dan non ekonomi diwujudkan dengan aktivitas *CSR*. *CSR* telah menarik perhatian dalam beberapa tahun terakhir dalam kaitannya dengan bagaimana perusahaan berinteraksi dengan lingkungan eksternal mereka, mulai dari menyediakan produk dan layanan berkualitas, hingga melakukan kegiatan amal. *CSR* menjadi salah satu proses kontrol yang harus dipertimbangkan perusahaan, terutama dari dimensi eksternal. *CSR* menekankan interaksi perusahaan dengan lingkungan eksternal mereka (Jamali & Rabbath, 2008). *CSR* harus melampaui langkah-langkah untuk memaksimalkan keuntungan untuk kepentingan pemegang saham, tetapi lebih luas lagi kemakmuran yang dapat dibuat oleh perusahaan dan tidak terbatas pada kepentingan pemegang saham, tetapi juga untuk kepentingan *stakeholders*, yaitu semua orang yang memiliki keterkaitan atau klaim terhadap perusahaan (Martini, Moeljadi, Djumahir, dan Djazuli, 2014).

Teori sinyal atau *Signalling Theory* mengungkapkan bahwa perusahaan harus memberikan informasi kepada pihak eksternal (Retno & Priantinah, 2012). *Signalling Theory* memberikan sinyal-sinyal informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk mempertimbangkan dan menentukan apakah

para investor akan menanamkan sahamnya atau tidak pada perusahaan yang bersangkutan (Suwardjono, 2005). Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pelaku pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut dan diterima oleh para pelaku pasar (Jogiyanto, 2000). Sejalan dengan signalling theory, CSR menjadi sangat penting bagi para investor karena CSR juga dapat memberikan informasi non-finansial tambahan bagi investor, pemegang, dan regulator.

Menurut Hsu & Chen (2015) CSR dapat meningkatkan transparansi untuk perusahaan terdaftar dan bisa memberi jalan bagi opini publik untuk meningkatkan akurasi keputusan investasi. Untuk mendapatkan pembiayaan berbunga rendah, memperbesar basis investor, dan meningkatkan kesadaran, perusahaan harus lebih memperhatikan CSR sebagai bentuk komunikasi sosial dan meningkatkan *brand awareness*, perusahaan harus memperhatikan CSR sebagai alat komunikasi sosial. Dengan semakin banyaknya informasi yang diperoleh investor, maka akan menarik minat investor untuk berinvestasi sehingga permintaan saham akan meningkat dan diikuti dengan peningkatan harga saham dan *firm value*.

Selain itu, para investor bersedia untuk menerima *return* yang lebih rendah, ketika perusahaan mendukung nilai-nilai sosial atau lingkungan yang sesuai dengan harapan investor (Khlif, Guidara, dan Souissi, 2015). Perusahaan yang menjalankan bisnisnya dengan mengintegrasikan CSR dan strategi perusahaan dapat mengurangi resiko dan menciptakan *long-term value* bagi perusahaan (Yu & Zhao, 2015). Namun disisi lain, para manajer mungkin melakukan CSR demi kepentingan pihak lain dan akhirnya mengorbankan kepentingan *shareholders*. Implementasi CSR yang dilakukan manajer juga dapat bersifat *over investment* dan tidak hemat biaya, sehingga dapat menurunkan *firm value* (Yu & Zhao, 2015). Pertimbangan bahwa aktivitas yang bertanggungjawab secara sosial akan mengimplikasikan pada biaya yang tak perlu pada aktivitas perusahaan. Tindakan CSR hanyalah biaya yang mengurangi profit perusahaan dan hal ini tidak berkontribusi pada peningkatan nilai *shareholder* (Lee, Faff, dan Smith, 2009).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Husted & Allen (2007) pada 103 perusahaan Spanish menunjukkan bahwa CSR memiliki pengaruh positif dengan *firm value*. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Arafat, Warokka, Abdullah, dan Septian (2012) yang menyatakan bahwa CSR berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Crisostomo, Freire, dan Vasconcellos (2011) meneliti efek dari CSR, *firm value*, dan kinerja keuangan pada 78 perusahaan *non-financial* di Brasil. Hasil penelitian menunjukkan korelasi negatif CSR dengan nilai perusahaan, sementara CSR dan kinerja keuangan netral. Hasil penelitian yang dilakukan Wardoyo & Veronica (2013) juga menemukan CSR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *firm value* pada perusahaan sektor perbankan yang *go public* pada periode 2008-2010.

H5: Terdapat pengaruh antara CSR terhadap *Firm Value*.

Kondisi *financial distress* merupakan kondisi pada saat keuangan perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau krisis. *Financial distress* yang cukup mengganggu kegiatan operasional perusahaan merupakan suatu kondisi yang harus segera diwaspadai dan diantisipasi. Kondisi *financial distress* akan berdampak kepada terjadinya penurunan *firm value*, penurunan kualitas hubungan dengan pelanggan, dengan pegawai dan dengan kreditur serta terjadinya demotivasi pada karyawan sehingga menurunkan *job security* (Endang, 2012).

Menurut Brahmana (2007), *financial distress* terjadi karena perusahaan tidak mampu mengelola dan menjaga kestabilan kinerja keuangan perusahaannya yang bermula dari kegagalan dalam mempromosikan produknya yang berakibat pada turunnya penjualan sehingga dengan pendapatan yang menurun dari sedikitnya penjualan memungkinkan perusahaan mengalami kerugian operasional dan kerugian bersih untuk tahun berjalan. *Financial distress* merupakan suatu kondisi

sebelum terjadinya kebangkrutan. Para investor menaruh perhatian pada peluang *financial distress* perusahaan karena akan mempengaruhi *firm value* dan nilai saham (Suk, 2007).

Financial distress berhubungan terbalik dengan *firm value*. Ketika resiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan semakin meningkat maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan. Semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* dan semakin tinggi *bankruptcy cost* akan menyebabkan penurunan *firm value* (Zeitun & Tian, 2007). Hasil penelitian Zeitun & Tian (2007) pada 167 perusahaan Jordanian selama periode 1989-2003 menunjukkan bahwa *bankruptcy cost* berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan. Ketika resiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan semakin meningkat maka *firm value* akan mengalami penurunan. Semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan menyebabkan penurunan *firm value*. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Zaretzky & Zumwalt (2007) yang menyatakan “*the highest distress-risk firms display low firm value*”.

H6: Terdapat pengaruh antara *Financial Distress* terhadap *Firm Value*.

3. METHODOLOGY

3.1. Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan teknik sampling *purposive sampling*. Hal ini dikarenakan dalam pengambilan sampel terdapat kriteria tertentu antara lain perusahaan harus terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (IDX); Perusahaan menerapkan *CSR* dan *Sustainability reporting* (GRI 3.1 dan GRI 4.0) terdaftar dalam *Global Reporting Initiative Database* (GRI) periode 2011-2015; dan Perusahaan yang mempublikasikan *Annual Report*-nya pada periode 2011-2015. Adapun sampel perusahaan yang memiliki *sustainability & annual report* serta terdaftar dalam *GRI Database* berjumlah 32 perusahaan Tbk

3.2. Variabel Penelitian

Pada penelitian ini terdapat 4 variabel penelitian, yaitu *corporate governance*, *CSR*, *financial distress*, dan *firm value*. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *corporate governance*, sedangkan variabel intervening penelitian ini adalah *CSR* dan *financial distress*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *firm value*. Penilaian *corporate governance* menggunakan kriteria *corporate governance* yang dikeluarkan oleh OJK. Pengukuran *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan 5 indikator yaitu:

- 1) *Protection of Shareholder Rights* / Perlindungan Hak Pemegang Saham meliputi: perusahaan memiliki prosedur teknis untuk melakukan voting (terbuka/tertutup), semua anggota Dewan harus ada saat RUPS, rangkuman *meeting* terpampang dalam website perusahaan selama paling tidak satu tahun, perusahaan mengembangkan *communication policy* antara *shareholder/investor*, dan perusahaan mempublikasikan *communication policy* pada website perusahaan.
- 2) *Board of Commissioners* (BoC)/Dewan Komisaris yang meliputi: Perusahaan membutuhkan BoC paling tidak dua orang, perusahaan mempertimbangkan keberagaman komposisi anggota dewan, BoC memiliki kebijakan mengenai *self-assesment* untuk evaluasi performa, kebijakan *self-assesment* harus dipublikasikan di laporan tahunan, BoC memiliki peraturan yang mengharuskan anggotanya untuk mundur apabila ada yang terlibat dalam kejahatan finansial (*financial crimes*), dan BoC mengembangkan peraturan mengenai suksesi untuk anggota BoD.
- 3) *Boards of Directors* (BoD)/Dewan Direksi yang meliputi: perusahaan membutuhkan BoD paling tidak dua orang, perusahaan mempertimbangkan keberagaman komposisi anggota dewan, BoD memiliki kebijakan mengenai *self-assesment* untuk evaluasi performa, kebijakan *self-assesment* harus dipublikasikan di laporan tahunan, BoD memiliki peraturan yang mengharuskan anggotanya untuk mundur apabila ada yang terlibat dalam kejahatan finansial (*financial crimes*), dan direktur yang bertanggung jawab di bidang keuangan/akuntansi harus ahli di bidang akuntansi.

- 4) *Participation of Stakeholders* yang meliputi: Perusahaan memiliki peraturan yang mencegah *insider trading*, peraturan tentang *Anti-Corruption* dan *Anti-Fraud*, peraturan mengenai seleksi kemampuan supplier/vendor, peraturan yang memenuhi hak kreditur, peraturan mengenai tindakan *whistle blowing*, dan peraturan untuk memberi insentif jangka panjang pada para karyawan.
- 5) *Information Disclosure* yang meliputi: perusahaan menggunakan teknologi informasi yang lebih beragam, jauh melebihi website semata, untuk memfasilitasi pelampiran informasi dan perusahaan melampirkan *ultimate beneficiaries of shares ownership* sejumlah paling tidak 5%.

Perusahaan akan diberi nilai 1 jika mengungkapkan kriteria *corporate governance* sesuai dengan kriteria *GCG Code-OJK*, dan jika perusahaan tidak mengungkapkan, maka diberi nilai 0. Penilaian untuk tiap indikator didapat dari total skor tiap indikator, lalu dibagi dengan total kriteria indikator tersebut.

Untuk memprediksi *financial distress* menggunakan model yang diperkenalkan Altman (1968) yaitu *Z-score*. Model ini merupakan model multivariat dari *financial distress* yang telah dikembangkan di beberapa negara. Berikut merupakan rumus *Z-score* yang merupakan perkalian antara koefisien dengan lima macam rasio yang dikembangkan oleh Altman (1968):

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$$

$X1 = \text{Working capital} / \text{Total assets}$; $X2 = \text{Retained earnings} / \text{Total assets}$; $X3 = \text{Earnings before interest and taxes} / \text{Total assets}$; $X4 = \text{Market value equity} / \text{Book value of total debt}$; $X5 = \text{Sales} / \text{Total assets}$; dan $Z = \text{Overall Index}$

Selanjutnya, variabel *CSR* dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan kriteria pengukuran *GRI Index 3.1* dan *GRI Index 4.0*. Terdapat 6 indikator empirik dari *Global Reporting Initiative*, yaitu meliputi: *Economic*; *Environmental*; *Social: Product Responsibility*; *Social: Labor Practices and Decent Work*; *Social: Human Rights*; dan *Social: Society*. Terakhir, variabel dependen yaitu *firm value* diukur menggunakan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan metode perhitungan *firm value* dengan membandingkan kombinasi dari *market value* dengan *book value* perusahaan. Penelitian ini menggunakan *Tobin's Q* versi Chung & Pruitt (1994) untuk menghitung *firm value*:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{(MVS + DEBT)}{TA}$$

MVS merupakan *market value* dari jumlah saham yang beredar; *DEBT* merupakan nilai *short-term liabilities* dikurangi *current asset* ditambah *long-term liabilities*; dan *TA* merupakan nilai buku *total assets*.

4. RESULT AND DISCUSSION

4.1. Deskripsi Data Penelitian

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

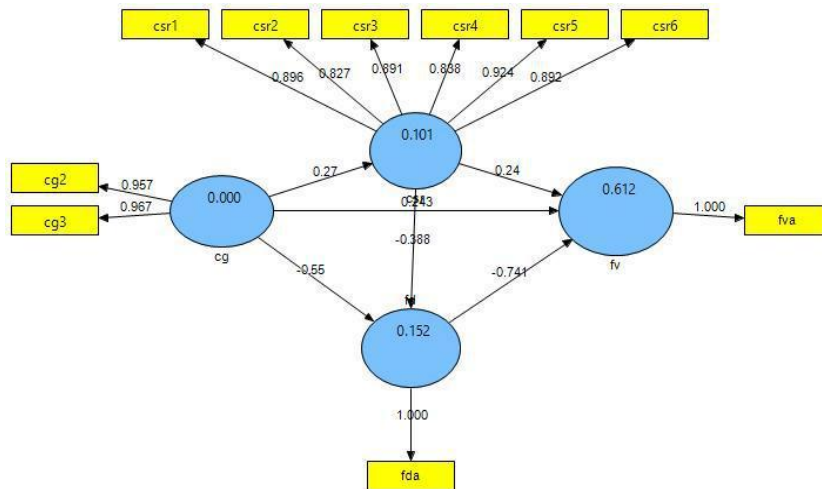
	<u>Indikator</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>Mean</u>	<u>Std. Dev.</u>
CG1	<i>Protection of Shareholder Rights</i>	0.4	1	0.7813	0.18568
CG2	<i>Board of Commissioners (BoC)</i>	0.33	1	0.6822	0.21316
CG3	<i>Board of Directors (BoD)</i>	0.5	1	0.6927	0.18006
CG4	<i>Participation of Stakeholders</i>	0.5	1	0.7343	0.18376
CG5	<i>Information Disclosure</i>	0.5	1	0.8906	0.21001
Financial Distress	<i>Altman Z-Score</i>	0.02	18.45	3.62	4.38775
CSR1	<i>Economic</i>	0.22	1	0.7078	0.21456
CSR2	<i>Environmental</i>	0.17	1	0.5608	0.25457
CSR3	<i>Social : Product Responsibility</i>	0.07	1	0.585	0.28316
CSR4	<i>Social : Labor Practices & Decent Work</i>	0.25	1	0.7203	0.1839
CSR5	<i>Social : Human Rights</i>	0	1	0.4771	0.28713
CSR6	<i>Social : Society</i>	0.1	1	0.5649	0.2615
Firm Value	<i>Tobin's Q</i>	0.417	15.651	1.827	2.61107

Berdasarkan Tabel 1. dapat dilihat bahwa nilai rata-rata aspek *Information Disclosure* (CG 5) yaitu sebesar sebesar 0.8906. Aspek *Protection of Shareholder Rights* (CG 1) memiliki nilai rata-rata yaitu sebesar 0.7813. Aspek *Participation of Stakeholders* (CG 4) yaitu sebesar 0.7343. Kemudian aspek *Board of Directors* (BoD) (CG 3) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.6927. Aspek *Board of Commissioners* (BoC) (CG 2) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.6822. Indikator variabel *financial distress* yaitu *Altman Z-score* memiliki nilai rata-rata sebesar 3.62. nilai rata-rata aspek *Social : Labor Practices & Decent Work* (CSR 4) yaitu sebesar 0.7203 Aspek *Economic* (CSR 1) memiliki nilai rata-rata yaitu sebesar 0.7078. Aspek *Social: Product Responsibility* (CSR 3) yaitu sebesar 0.5850. Kemudian aspek *Social: Society* (CSR 6) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.5649. Aspek *Environmental* (CSR 2) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.5608. Aspek *Social: Human Rights* (CSR 5) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.4771. Terakhir, indikator variabel *firm value* yaitu *Tobin's Q* memiliki nilai rata-rata sebesar 1.827

4.2. Analisis *Partial Least Square* (PLS) Sebelum Reduksi

Berikut ini merupakan analisis *partial least square* dari variabel *corporate governance*, *corporate social responsibility*, *financial ditress*, dan *firm value* yang disajikan dalam Gambar 1. *Convergent validity* merupakan evaluasi pertama pada *outer model*. Indikator dikatakan memenuhi *convergent validity* jika memiliki nilai > 0.7 (Hair et al., 2014, p. 103). Berdasarkan Gambar 4.1 dapat

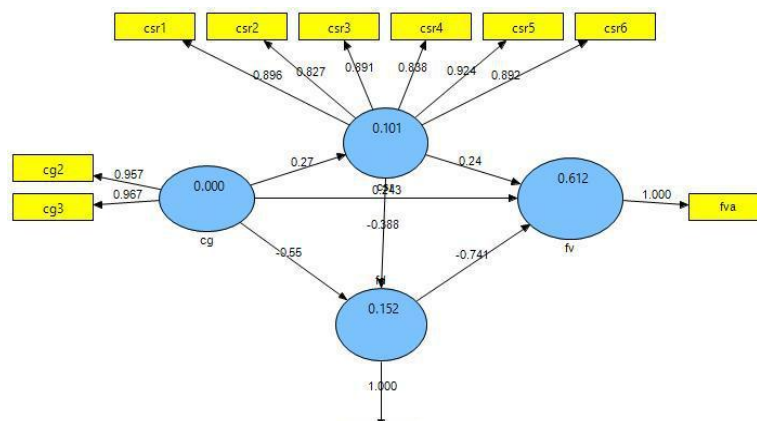
dilihat bahwa nilai *outer loading* indikator pada variabel *corporate governance* penelitian ini masih ada yang berada di bawah 0.7, yaitu *protection of shareholder rights* dengan nilai 0.583, *participation of stakeholders* dengan nilai 0.641, dan *information disclosure* dengan nilai 0.578. Menurut Hair et al. (2014, p. 104) apabila terdapat nilai *outer loading* yang dibawah 0.4, maka indikator tersebut harus dihapus dari model. Namun jika indikator tersebut bernilai antara 0.4 sampai 0.7 maka harus dilakukan analisa ulang dengan memperhatikan nilai AVE dan *composite reliability*-nya. Apabila setelah dilakukan reduksi/pengurangan pada indikator yang bernilai antara 0.4 sampai 0.7, tidak terdapat peningkatan nilai AVE dan *composite reliability* maka indikator tersebut tetap dipertahankan. Namun apabila terdapat peningkatan nilai AVE dan *composite reliability*, maka indikator tersebut layak untuk direduksi/dikurangi.



Gambar 1. Output Model Pengukuran PLS Sebelum Reduksi

4.3. Analisis Partial Least Square (PLS) Setelah Reduksi

Berikut ini merupakan analisis *partial least square* dari variabel *corporate governance*, *corporate social responsibility*, *financial distress*, dan *firm value* setelah dilakukan reduksi atau pengurangan.



Gambar 2. Output Model Pengukuran PLS Setelah Reduksi

Gambar 4.2 juga merupakan gambar analisis *partial least square* setelah dilakukan reduksi pada 3 indikator *corporate governance*. Dapat dikatakan bahwa 3 indikator *corporate governance*

tersebut tidak valid untuk menjadi indikator pengukur dari variabel *corporate governance* sehingga dilakukan pengurangan indikator pada variabel tersebut. Hal ini dikarenakan masih terdapat beberapa perusahaan yang tidak transparan terhadap hak para pemegang saham, masih terdapat perusahaan yang tidak mengembangkan peraturan (seperti peraturan yang mencegah *insider trading* atau peraturan mengenai *supplier* dan pemenuhan hak kreditur) yang memungkinkan peran serta para *stakeholder*.

Evaluasi Outer Model. *Outer model* merupakan model pengukuran untuk menilai validitas dan reliabilitas model, melalui proses iterasi algoritma, parameter model pengukuran (validitas konvergen, validitas diskriminan, *composite reliability* dan *cronbach's alpha*) (Jogiyanto & Abdillah, 2009, p.57). Berikut ini merupakan nilai *outer loading* setelah dilakukan reduksi indikator.

Tabel 2. Nilai *Outer Loading* Setelah Proses Reduksi Indikator

Variabel	Indikator	Outer Loading
<i>Corporate Governance</i>	cg2	0.9572
	cg3	0.9672
CSR	csr1	0.8964
	csr2	0.8267
	csr3	0.8906
	csr4	0.8384
	csr5	0.9244
	csr6	0.8923
<i>Financial Distress</i>	fda	1.000
<i>Firm Value</i>	fva	1.000

Berdasarkan Tabel 2. dapat dilihat bahwa nilai *outer loading* untuk masing-masing indikator > 0.7. Hasil ini memperlihatkan bahwa indikator pada masing-masing variabel telah memenuhi *convergent validity*.

Tabel 3. Nilai *Cross Loading*

	<i>Corporate Governance</i>	CSR	<i>Financial Distress</i>	<i>Firm Value</i>
cg2	0.9572	-0.0163	0.0438	0.2481
cg3	0.9672	-0.0347	0.0429	0.282
csr1	0.0844	0.8964	0.41	0.3416
csr2	-0.2789	0.8267	0.4111	0.1345
csr3	-0.0818	0.8906	0.1675	0.0799
csr4	0.0573	0.8384	0.3661	0.2346
csr5	-0.02	0.9244	0.3055	0.2244
csr6	0.0704	0.8923	0.2175	0.2237
fda	0.045	0.3865	1	0.7429
fva	0.2765	0.2561	0.7429	1

Berdasarkan Tabel 3. dapat dilihat bahwa nilai *cross loading* masing-masing indikator terhadap variabelnya adalah terbesar jika dibandingkan dengan variabel lain. Hasil ini menunjukkan bahwa indikator dalam penelitian ini telah memenuhi *discriminant validity*. Selanjutnya, Tabel 4.

menyajikan uji reliabilitas yang diukur dengan melihat nilai dari *composite reliability* dan *cronbach's alpha*. Dikatakan memenuhi pengujian reliabilitas jika nilai *composite reliability* dan *cronbach's alpha* > 0.7. Berdasarkan Tabel 4. diketahui bahwa nilai *composite reliability* dan nilai *Cronbach's Alpha* lebih besar dari 0.7, sehingga variabel penelitian dinyatakan reliabel.

Tabel 4. Nilai *Composite Reliability* & *Cronbachs Alpha*

	<i>Composite Reliability</i>	<i>Cronbachs Alpha</i>
<i>Corporate Governance</i>	0.9615	0.9202
<i>CSR</i>	0.9531	0.9421
<i>Financial Distress</i>	1	1
<i>Firm Value</i>	1	1

Inner model merupakan model struktural untuk memprediksi hubungan kausalitas antar variabel laten, melalui proses *bootstrapping*, serta parameter uji *T-statistic* (Jogiyanto & Abdillah, 2009, p.57). Pada evaluasi *inner model*, nilai R^2 digunakan untuk mengukur tingkat variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen di dalam sebuah model (Jogiyanto & Abdillah, 2009). Penilaian *goodness of fit* (GOF) diperlukan untuk mengetahui bagaimana keragaman data dapat menjelaskan model struktural dalam penelitian ini. Diharapkan nilai Q^2 semakin tinggi dan lebih dari nol. Q^2 dapat mengukur seberapa baik nilai observasi yang dihasilkan oleh model dan juga estimasi parameternya.

Tabel 5. Nilai R^2

Variabel	<i>R-square (R²)</i>
<i>Corporate Governance</i>	
<i>CSR</i>	0.101
<i>Financial Distress</i>	0.152
<i>Firm Value</i>	0.612

Nilai R^2 untuk variabel *CSR* sebesar 0.101 memiliki pengertian, bahwa besarnya keragaman data pada variabel *CSR* yang dapat dijelaskan oleh variabel *Corporate Governance* sebesar 10.1%. Nilai R^2 untuk variabel *Financial Distress* sebesar 0.152 yang berarti bahwa besarnya keragaman data pada variabel *Financial Distress* yang dapat dijelaskan oleh variabel *Corporate Governance* dan *CSR* sebesar 15.2%. Sedangkan nilai R^2 untuk variabel *Firm Value* sebesar 0.612, memiliki pengertian, bahwa besarnya keragaman data pada variabel *Firm Value* yang dapat dijelaskan oleh variabel *Corporate Governance*, *CSR*, dan *Financial Distress* adalah sebesar 61.2%.

Penilaian *goodness of fit* (GOF) *inner model* diperlukan untuk mengetahui bagaimana keragaman data dapat menjelaskan model struktural dalam penelitian ini.

$$\begin{aligned} \text{Nilai } Q^2 &= 1 - ((1 - 0.612) \times (1 - 0.101) \times (1 - 0.152)) \\ &= 0.70351 \end{aligned}$$

Nilai Q^2 dalam penelitian ini sebesar 0.70351, yang berarti keragaman dari data penelitian yang dapat dijelaskan oleh model struktural adalah sebesar 70.35 % sedangkan sisanya 29.65% dijelaskan

oleh faktor lain di luar model penelitian ini. Penelitian ini dapat dikatakan telah memiliki *goodness of fit inner model* yang cukup baik karena memiliki nilai Q^2 diatas nol.

Berikut ini merupakan pengujian hipotesis yang disajikan dalam Tabel 6. Hipotesis akan diterima ketika nilai t hitung (*t-statistic*) > 1.96.

Tabel 6. Hasil Nilai Koefisien Path dan *T-statistics*

Hipotesis	Hubungan antar Variabel	Original Sample	Std. Deviation	T Statistics
H1	cg -> fv	0.2425	0.1222	2.0047
H2	cg -> csr	0.271	0.2011	2.1348
H3	cg -> fd	-0.555	0.2084	2.6663
H4	csr -> fd	-0.388	0.1528	2.4825
H5	csr -> fv	0.238	0.1539	3.1559
H6	fd -> fv	-0.7412	0.1155	6.4582

Berdasarkan Tabel 6. terlihat bahwa hipotesis 1 (H1) yang berbunyi *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value* memiliki nilai koefisien sebesar 0.2425 dan *T-statistic* 2.0047 > 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini diterima yaitu *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan pada *corporate governance* terhadap *firm value*. Oleh karena itu, perusahaan yang mengimplementasikan *corporate governance* memiliki *firm value* yang lebih tinggi (Asbaugh, Collins, dan Lafond, 2004). Hal ini dikarenakan dengan penerapan *corporate governance* yang dilakukan secara konsisten dan baik, menunjukkan bahwa manajemen berhasil mengelola aktiva perusahaan dengan baik, sehingga investor akan memberikan persepsi positif yang membuat permintaan saham meningkat dan menaikkan harga saham, sehingga dalam hal ini penerapan *corporate governance* secara konsisten akan mempengaruhi *firm value* (Bai, Liu, Lu, Song, dan Zhang, 2002). Selanjutnya, hipotesis 2 (H2) yang berbunyi *corporate governance* berpengaruh terhadap CSR memiliki nilai koefisien sebesar 0.271 dan *T-statistic* sebesar 2.1348 > 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua (H2) dalam penelitian ini diterima yaitu *corporate governance* berpengaruh terhadap *corporate social responsibility*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan pada *corporate governance* terhadap *corporate social responsibility*.

Hipotesis 3 (H3) yang berbunyi *corporate governance* berpengaruh terhadap *financial distress* memiliki nilai koefisien sebesar -0.555 dan *T-statistic* 2.6663 > 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan pada *corporate governance* terhadap *financial distress*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dengan baik akan memiliki resiko kebangkrutan yang semakin berkurang. Sebaliknya apabila penerapan *corporate governance* semakin buruk maka akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami permasalahan keuangan (*financial distress*). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hambrick & D'Aveni (1992); Daily & Dalton (1994) dan Abdullah (2006). Hipotesis 4 (H4) yang berbunyi CSR berpengaruh terhadap *financial distress* memiliki nilai koefisien sebesar -0.388 dan *T-statistic* 2.4825 > 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara CSR dengan *financial distress*.

Hipotesis 5 (H5) yang berbunyi CSR berpengaruh terhadap *firm value* memiliki nilai koefisien sebesar 0.238 nilai *T-statistic* 3.1559 > 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 5 diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR memiliki pengaruh positif dengan *firm value*. Terakhir, hipotesis 6 (H6) yang berbunyi *financial distress* berpengaruh terhadap *firm value* memiliki

nilai koefisien sebesar -0.7412 dan $T\text{-statistic } 6.4582 > 1.96$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 6 diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial distress* memiliki pengaruh negatif dengan *firm value*. Kondisi *financial distress* akan berdampak kepada terjadinya penurunan *firm value* (Endang, 2012). Hal ini karena para investor dan kreditor sebelum menanamkan dana pada suatu perusahaan akan terlebih dahulu melihat kondisi keuangan perusahaan tersebut (Atmini, 2005). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua hipotesis penelitian (H1, H2, H3, H4, H5, dan H6) diterima.

5. CONCLUSION

Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik kesimpulan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Siagian, Siregar, dan Rahadian (2013); Black, Jang, dan Kim (2003); Asbaugh, Collins, dan Lafond (2004); Ammann, Oesch, dan Schmid (2011). Membangun mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif (yaitu dengan mendorong optimalisasi peran *Board of Director (BoD)* dan *Board of Commissioners (BoC)*) pada gilirannya dapat memperbesar efektivitas tingkat kebebasan bagi perusahaan untuk membuat keputusan bisnis yang tepat, yang akan mengarah kepada peningkatan *firm value* (Chen, 2008). *Corporate governance* yang buruk, membuang sumber dana dan menghancurkan *firm value* (Harford, Mansi, dan Maxwell, 2008). *Corporate governance* berpengaruh positif terhadap CSR. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Farook & Lanis (2005); Khan (2010); Kolk & Pinkse (2010); Jo & Harjoto (2012); Stuebs & Sun (2015). Tata kelola perusahaan yang efektif juga bisa memainkan peran dalam menilai kualitas pelaporan CSR, tata kelola yang baik menyebabkan kualitas pengungkapan yang lebih baik (Cormier & Magnan, 2014). *Corporate governance* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hambrick & D'Aveni (1992); Daily & Dalton (1994) dan Abdullah (2006). Penerapan mekanisme *corporate governance* yang baik akan menekan risiko perusahaan mengalami *financial distress* atau kesulitan keuangan (Mayangsari & Andayani, 2015).

CSR berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hsu & Chen (2015); Orlitzky & Benjamin (2001); Verwijmeren & Derwall (2010). Goss (2009) menemukan bahwa aktivitas CSR perusahaan adalah penentu signifikan dari *financial distress*. Perusahaan dengan kinerja sosial yang buruk akan menghadapi resiko yang jauh lebih besar. CSR berpengaruh positif terhadap *firm value*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Husted & Allen (2007) dan Arafat, Warokka, Abdullah, dan Septian (2012). Perusahaan yang mengungkapkan CSR dapat menarik investor untuk berinvestasi di perusahaan sehingga dapat meningkatkan *firm value* (Sun, Salama, Hussainey, dan Habbash, 2010). *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap *firm value*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zeitun & Tian (2007) dan Zaretzky & Zumwalt (2007). Ketika resiko kebangkrutan perusahaan berkurang maka *firm value* akan meningkat. Zeitun & Tian (2007) menyatakan semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan menyebabkan penurunan *firm value*.

Berdasarkan hasil penelitian, peneliti menyarankan agar ketika perusahaan Tbk menerapkan *corporate governance*, sebaiknya perusahaan berupaya untuk mengoptimalkan peran dari *Board of Director (BoD)* dan *Board of Commissioners (BoC)*. Hal ini dikarenakan *Board of Director (BoD)* dan *Board of Commissioners (BoC)* merupakan 2 indikator terbesar yang mempengaruhi variabel *corporate governance*. Perusahaan harus dapat memastikan bahwa manajer mengikuti kepentingan dewan, sehingga memungkinkan untuk pemantauan dan kontrol yang lebih baik agar manajer lebih mungkin untuk membuat keputusan yang lebih baik untuk kepentingan para pemegang saham. Hal ini dikarenakan *corporate governance* mempunyai nilai tambah bagi perusahaan dan dapat dijadikan sebagai salah satu pertimbangan bagi para investor. Sehingga dengan penerapan *corporate governance* yang baik, maka semakin tinggi pula *firm value* perusahaan tersebut.

Perusahaan dituntut untuk peka dengan kecenderungan investor saat ini yang mulai berinvestasi pada perusahaan yang memiliki tanggung jawab sosial terhadap *stakeholder*-nya. Hal ini karena di Indonesia, awalnya pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan dalam laporan tahunan merupakan pengungkapan secara sukarela dan saat ini telah menjadi kegiatan yang wajib dinyatakan dalam laporan tahunan berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007.

Selain itu, perusahaan juga harus terus memberi dukungan dalam pelaksanaan *CSR* dan meningkatkan kualitas pengungkapan *CSR*. Perusahaan harus lebih memperhatikan komponen *economic, social: human rights*, dan *social: society*. Dengan demikian, semakin baik kualitas *CSR* yang diungkapkan oleh perusahaan sehingga akan dapat memudahkan investor dalam memperoleh informasi non keuangan yang dapat menjadi salah satu pertimbangan investasi bagi investor. Perusahaan Tbk diharapkan juga untuk memperhatikan resiko perusahaan mengalami *financial distress*, hal ini dikarenakan *financial distress* memiliki pengaruh terhadap *firm value*. Perusahaan harus dapat mengetahui faktor yang dapat menyebabkan *financial distress*, khususnya faktor yang berasal dari dalam perusahaan (bersifat mikro) seperti kesulitan arus kas yang terjadi ketika penerimaan pendapatan perusahaan dari hasil operasi tidak cukup untuk menutupi beban-beban usaha yang timbul atas aktivitas operasi perusahaan atau kesulitan arus kas yang juga bisa disebabkan adanya kesalahan manajemen ketika mengelola aliran kas perusahaan dalam melakukan pembayaran aktivitas perusahaan dan besarnya jumlah hutang perusahaan (Damodaran, 2001). Hal dikarenakan perusahaan dengan resiko *financial distress* yang tinggi akan direspon negatif oleh investor sehingga *firm value* dapat mengalami penurunan, begitu juga sebaliknya.

Bagi penelitian selanjutnya sebaiknya dapat menambah variabel penelitian yang belum terdapat dalam penelitian ini, misalnya *earning management*, dll. Selain itu, untuk memperoleh hasil penelitian yang lebih baik, penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode penelitian dan menambah jumlah sampel penelitian atau mengganti objek penelitian pada sektor atau indeks tertentu.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain dikarenakan periode pengamatan yang terbatas dari tahun 2011 sampai dengan 2015 saja. Selain itu, sampel perusahaan yang hanya terbatas sebanyak 32 perusahaan saja. Hal ini dikarenakan perusahaan yang menjadi sampel hanyalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan yang menerbitkan *sustainability reporting* sesuai dengan standar *Global Reporting Indonesia*.

REFERENCES

- Abdullah, S.N. (2006). Board structure and ownership in Malaysia: The case of distressed listed companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 6(5), 582-594.
- Al-Tamimi, H.A.H. (2012). The effects of corporate governance on performance and financial distress: The experience of UAE national banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(2), 169-181.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios: Discriminatory analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance Edition*, 123.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2010). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18, 36-55.
- Arafat, M. Y., Warokka, A., Abdullah, H. H., & Septian, R. R. (2012). The triple bottom line effect on emerging market companies: A test of corporate social responsibility and firm value relationship. *Journal of Southeast Asian Research*. 1-15.
- Asbaugh, H., Collins, D., & Lafond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Working paper, University of Iowa and University of Wisconsin. Madison: Iowa city*.
- Atmini. (2005). Manfaat laba dan arus kas untuk memprediksi kondisi financial distress pada perusahaan textile mill products dan apparel and other textile products yang terdaftar di bursa efek Jakarta. Malang: Universitas Brawijaya.

- Bai, C.E., Liu, Q., Lu, J. Z., Song, F. M., & Zhang J. (2002). Corporate governance and firm valuation in China. *Journal of Economic Literature*, 34, 1-35.
- Bairathi, V. (2009). Corporate governance: A suggestive code. *International Research Journal*, 11(6), 753-754.
- Baron, D.P. (2007). Corporate social responsibility and social entrepreneurship. *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), 683-717.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2009). Corporate social responsibility and shareholder's value: An event study analysis. *Journal of Business Research*, 1, 1-50.
- Belu, C. (2009). Ranking corporations in terms of sustainable and socially responsible practices. *Sustainable Development*, 17, 257-268.
- Black, B. Jang, H., & Kim, W. (2003). Does GCG affect firm value? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economic, and Organization*, 22.
- Brahmana, R. (2007). Identifying financial distress condition in Indonesia manufacture industry. *Journal of Accounting*, 5-51.
- Brigham, E. F. & Daves, P.R. (2004). *Intermediate Financial Management 8th edition*. Ohio: Thomson South-Western.
- Brown, H.S., DeJong, M., & Levy, D.L. (2009). Building in situations based on information disclosure: Lessons from GRI sustainability reporting. *J.Clean.Prod*, 17(6), 571-580.
- Che Haat, M.H, Rahman, R. A., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8).
- Chen, L.J. & Chen, S. Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(3), 121-129.
- Chen, Y.R. (2008). Corporate governance and cash holdings: Listed new economy versus old economy firms. *Corporate Governance*, 16(5), 430-42.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Young, K.S., & Jang, K.C. (2015). The effect of corporate governance on corporate social responsibility (CSR): Evidence from the institutional shareholder services (ISS). *Journal of Financial Studies*, 45(1), 102-123.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of tobin's q. *Financial Management*, 23(3).
- Cormier, D. & Magnan, M. (2014). The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment. *Corporate Governance*, 14(4), 467 - 484.
- Cremers, M. & Nair, V.B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *Journal Finance*, 60, 2859-2894.
- Crisostomo, V.L., Freire, F.S., & Vasconcellos, F.C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.
- Dalam 6 tahun, 29 perusahaan didepak dari bursa. (2014, December 2014). *Detik Finance*. Retrieved February 27, 2017, from <https://finance.detik.com/bursa-valas/2769479/dalam-6-tahun-29-perusahaan-didepak-dari-bursa>
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice 2nd ed*. New York.
- Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An examination of corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 312-343.
- Deng, X. & Wang, Z. (2006). Ownership structure and financial distress: Evidence from public-listed companies in China. *International Journal of Management*, (23), 486-502.

- Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- El Ghoul, S., et al. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Endang, A. (2012). Model prediksi financial distress perusahaan. *Jurnal Polibisnis*, 4(2), 1-10.
- Farook, S. & Roman, L. (2005). Banking on Islam? Determinants of corporate social responsibility disclosure. *International Conference on Islamic Economics and Finance*, 355-388.
- Fombrun, C. & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Goss, A. (2009). Corporate social responsibility and financial distress. *ASAC, Niagara Falls*.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2000-2011). Sustainability reporting guidelines. Retrieved October 20, 2016, from <https://www.globalreporting.org/resource/library/G3.1-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf>.
- Hair, J. F., et al. (2014). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. California: Sage Publications.
- Hambrick, D.C. & D'Aveni, R.A. (1992). Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies. *Management Science*, 38(10), 1445-1466.
- Hanifah, O. (2013). Pengaruh struktur corporate governance dan financial indicators terhadap kondisi financial distress. *Jurnal Maksi Undip*, 25-53.
- Harford, J., Mansi, S.A., & Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-55.
- Hartono. (2015). Menperin: pertumbuhan industri triwulan I tahun 2015 lebih tinggi dibanding pertumbuhan ekonomi. Retrieved October 1, 2016, from <http://www.kemenperin.go.id/artikel/12021/Menperin:-Pertumbuhan-Industri-Triwulan-I-Tahun-2015-Lebih-Tinggi-Dibanding-Pertumbuhan-Ekonomi>.
- Hassel, L., Nilsson, F., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41-61.
- Hill, C. W. & Jones, T. M. (1992). Stakeholder - agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. *International Journal of Accounting and Information Management*, 19(1), 53-79.
- Hsu, F.J. & Chen, Y.C. (2015). Is a firm's financial risk associated with corporate social responsibility? *Management Decision*, 53(9), 2175 – 2199.
- Hull, C.E. & Rothenberg, S. (2008) Firm performance: The interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation. *Strategic Management Journal*, 29, 781-789.
- Husted, B.W. & Allen, D.B. (2007). Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: Lessons from the Spanish experience. *Long Range Planning*, 40(6), 594-610.
- Isshaq, Z., Bokpin, G.A. & Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488 – 499.
- Jamali, D. & Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility: Synergies and inter-relationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443-459.
- Jamali, D., Hallal, M., & Abdallah, H. (2010). Corporate governance and corporate social responsibility: Evidence from the healthcare sector. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(5), 590 – 602.

- Jensen, M. C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost, and ownership structure. *Journal of Finance and Economics*, 3, 305-360.
- Jo, H. & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106, 53-72.
- Jogiyanto, H. (2000). *Teori portofolio dan analisis investasi edisi 2*. Yogyakarta: BPFPE.
- Jogiyanto, H.M. & Abdillah, W. (2015). *Partial Least Square (PLS): Alternatif SEM dalam Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Khan, H.U.Z. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management*, 52(2), 82 – 109.
- Khelif, H., Guidara, A. & Souissi, M. (2015). Corporate social and environmental disclosure and corporate performance: Evidence from South Africa and Morocco. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(1), 51-69.
- Khosravi, S., Fathi, Z., & Valinia, S.N. (2014). Investigating the relationship between financial evaluation (economic and market value-added) and dividend yield of the companies listed on Tehran stock exchange. *Journal of Current Research in Science*, 2(1), 104-109.
- Koentjoro, W. & Khotimah, S. (2015). Pengaruh good corporate governance, leverage, dan corporate social responsibility terhadap kinerja keuangan. *Ekobis*. 16 (1), 80-89.
- Kolk, A. & Pinske, J. (2010). The integration of corporate governance in corporate social responsibility disclosures. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(1), 15-26.
- Konar, S. & Cohen, M. (2001). Does the market value environmental performance? *Review of Economics and Statistics*, 83, 281-309.
- KPMG. (2016). OJK-Corporate governance guideline for public companies. Retrieved December 20, 2016, from <https://home.kpmg.com/id/en/home/insights/2016/04/ojk-corporate-governance-guideline-for-public-companies.html>
- Lee, D.D., Faff, R.W., & Smith, K. L. (2009). Revisiting the vexing question: Does superior corporate social performance lead to improved financial performance? *Australian Journal of Management*. 34(1), 21-49.
- Marimon, F., Alonso-Almeida, M.D.M., Rodríguez, M.D.P., & Alejandro, K.A.C. (2012). The world wide diffusion of the global reporting initiative: what is the point? *Journal Cleaner Production*, 33, 132–144.
- Martini, N. N. G P., Moeljadi, Djumahir, & Djazuli, A. (2014). Factors affecting firms value of Indonesia public manufacturing firm. *International Journal of Business and Management Invention ISSN*. 3(2), 35-44.
- Mayangsari, L.P. & Andayani. (2015). Pengaruh good corporate governance dan kinerja keuangan terhadap financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 4(4), 1-18.
- Nurkhin, A. (2010). Corporate governance dan profitabilitas, pengaruhnya terhadap pengungkapan CSR perusahaan. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 2(1), 46-55.
- Nurlela, R. & Ishlahuddin. (2008). Pengaruh corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan dengan prosentase kepemilikan manajemen sebagai variabel moderating. *Simposium Nasioanal Akuntansi XI*.
- Orlitzky, M. & Benjamin, J.D. (2001). Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. *Business & Society*, 40(4), 369-396.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Page, J.P. (2005). *Corporate governance and value creation*. Research Foundation of CFA Institute, University of Sherbrooke, Quebec.

- Palmer, K., Oates, W., & Portney, P. (1995) Tightening environmental standards: the benefits-cost or no-cost paradigm? *Journal of Economic Perspectives*, 9, 119-132.
- Parker, S., Peters, G.F., & Turetsky, H.F. (2002). Corporate governance and corporate failure: A survival analysis. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 2(2), 4-12.
- Parrino, R. & Weisbach, M.S. (1999). Measuring investment distortions arising from stockholder - bondholder conflicts. *Journal of Financial Economics*, 53, 3-42.
- Pirsch, J., Gupta, S., & Grau, S. L. (2007). A framework for understanding corporate social responsibility programs as a continuum an exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 70, 125-140.
- Pranowo, K. et al. (2010). Determinant of corporate financial distress in an emerging market economy: Empirical evidence from the Indonesian stock exchange 2004-2008. *International Research Journal of Finance and Economics*. 152, 80-88.
- Poddi, L. & Vergalli, S. (2009). Does corporate social responsibility affect the performance of firm? *Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM)*, 52.
- Retno, R. D. & Priantinah D. (2012). Pengaruh *good corporate governance* dan pengungkapan *corporate social responsibility* terhadap nilai perusahaan (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010). *Jurnal Nominal*, 1(1).
- Roberts, P.W. & Dowling, G.R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*. 23(12), 1077-1093.
- Ruangviset, J., Jiraporn, P., & Kim, J.C. (2014). How does corporate governance influence corporate social responsibility? *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 143, 1055-1057.
- Ruf, B. M., et al. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Rusdin. (2016). Corporate social responsibility (CSR) disclosure and the implications of earning response coefficient (ERC). *Jurnal AdBispreneur*. 1(2), 153-164.
- Saham delisting. (n.d.). Retrieved February 27, 2017, from <http://www.sahamok.com/emiten/saham-delisting/>
- Sari, N.I. (2013, November 5). Dalam 5 tahun, BEI 'tendang' 20 perusahaan dari lantai bursa. *Merdeka*. Retrieved February 27, 2017, from <https://www.merdeka.com/uang/dalam-5-tahun-bei-tendang-20-perusahaan-dari-lantai-bursa.html>
- Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4 – 20.
- Stuebs, M. & Sun, Li. (2015). Corporate governance and social responsibility. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 38 – 52.
- Surroca, J., Tribo, J.A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*. 31(5), 463-490.
- Suk, K.S. (2007). Dinamika pemodelan financial distress perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan (Integrity)*, 1(3), 187-204.
- Sun, N., Salama, A., Hussainey, K., & Habbash, M. (2010). Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. *Managerial Auditing Journal*. 25(7), 679-700.
- Suwardjono. (2005). *Teori akuntansi: Perekayasaan pelaporan keuangan ed. 3*. Yogyakarta: BPFE.
- Taqiyaah, B. (2011, December 21). Dari 438 emiten, hanya 25 perusahaan yang membuat laporan berkelanjutan. *Kontan*. Retrieved February 27, 2017, from <http://investasi.kontan.co.id/news/dari-438-emiten-hanya-25-perusahaan-yang-membuat-laporan-berkelanjutan>.

- Taqiyaah, B. (2014, December 3). Berikut emiten yang delisting di 3 tahun terakhir. *Kontan*. Retrieved February 27, 2017, from <http://investasi.kontan.co.id/news/berikut-emiten-yang-delisting-di-3-tahun-terakhir>.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Verwijmeren, P. & Derwall, J. (2010). Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 956-964.
- Waddock, S.A. & Graves, S.A. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Wardoyo & Veronica, T. M. (2013). Pengaruh good corporate governance, corporate social responsibility & kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(2), 132-149.
- Winarto, J. (2015). The determinants of manufacturer firm value in Indonesia stock exchange. *International Journal of Information Business and Management*, 7(4), 323.
- Yap, B.C., Clayton, G.J., & Zulkifflee. (2013). Using financial ratios and managing financial risks in investing in “grey” zone companies: Evidence from Malaysia. *International Journal of Finance & Accounting Studies*, 1(2), 1-8.
- Yu, M. & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289 – 307.
- Zaretzky, K. & Zumwalt, J. K. (2007). Relation between distress risk, book-to-market ratio and return premium. *Managerial Finance*, 33(10), 788 – 797.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 41-62.