

Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Financial Distress* Dengan Mekanisme *Corporate Governance* sebagai Pemoderasi

Yeterina Widi Nugrahanti*
Universitas Kristen Satya Wacana, Indonesia

ABSTRACT

This study aims to find out the effect of corporate social responsibility disclosure on financial distress level, and investigates corporate governance mechanism (independent board of commissioners, institutional ownership, board of commissioner' size) as moderator in their causal relationship. The level of financial distress is measured using The Altman Z-score and CSR disclosure is proxied by disclosure index based on the Global Reporting Initiative. The samples in this research consist of 272 non-financial companies listed in Indonesian Stock Exchange during 2015-2017 (816 firm years). Generalized Least Square (GLS) panel data regression was used for testing the hypotheses. The result showed that CSR didisclosure negatively affects on the financial distress level. Besides, independent board of commissioner and institutional ownership is proven to be moderating variable.

Keywords: *corporate social responsibility disclosure, financial distress, corporate governance mechanism, independent board of com-missioners, institutional ownership, board of commissioner' size*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pengungkapan *Corporate Social Responsibility (CSR)* terhadap *financial distress*, serta menguji peran mekanisme *corporate governance* sebagai pemoderasi dalam hubungan antara pengungkapan CSR dan *financial distress*. Tingkat *financial distress* dalam penelitian ini diukur menggunakan Altman Z-score. Pengungkapan CSR diukur dengan indeks pengungkapan CSR berdasarkan panduan pengungkapan CSR *Global Reporting Initiative (GRI)*. Penelitian ini menggunakan sampel 272 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2017 (816 observasi). Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan regresi data panel *Generalized Least Square (GLS)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengungkapan CSR terbukti dapat menurunkan tingkat *financial distress*. Penelitian ini juga menemukan bahwa dewan komisaris independen dan kepemilikan institusi terbukti memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap tingkat *financial distress*.

Kata kunci: *Pengungkapan corporate social responsibility, financial distress, mekanisme corporate governance, dewan komisaris independen, kepemilikan institusi, ukuran dewan komisaris.*

1. PENDAHULUAN

Isu *financial distress* semakin diperhatikan selama dua dekade terakhir ini seiring dengan meningkatnya jumlah perusahaan besar di dunia yang mengalami kebangkrutan (Alaminos, Castillo, & Fernandez, 2016). Informasi *financial distress* merupakan informasi yang penting bagi manajer untuk menentukan strategi bisnis dalam rangka menghindari kebangkrutan dan mengembangkan strategi investasi bagi investor potensial (Barniv, Agrawal, & Leach, 2002). *Financial distress* merupakan indikator awal dari kebangkrutan dan dapat dipengaruhi oleh faktor keuangan (profitabilitas, likuiditas, leverage) dan faktor non keuangan.

Salah satu faktor non-keuangan yang dapat memengaruhi *financial distress* adalah pengungkapan *Corporate Social Responsibility/CSR* (Al-Hadi et al., 2017). CSR merupakan perhatian perusahaan terhadap dampak sosial dan lingkungan yang ditimbulkan oleh aktivitas bisnisnya (Deegan, 2002). Berdasarkan perspektif teori stakeholder instrumental (Jones, 2005), perusahaan yang mengungkapkan CSR terbukti memperoleh manfaat berupa peningkatan kinerja keuangan karena perusahaan menjaga hubungan baiknya dengan stakeholders (Moser & Martin, 2012). CSR merupakan faktor kunci kesuksesan dan kemampuan bertahan perusahaan (Hoi et al., 2013). Aktivitas CSR merupakan strategi manajemen risiko yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan reputasi, melindungi perusahaan dari risiko politis, serta sanksi sosial (Godfrey, 2005). Namun demikian, sampai dengan saat ini belum ada aturan yang mengatur secara rinci mengenai item-item apa saja yang harus diungkapkan. Perusahaan mengungkapkan aktivitas

* Corresponding author: yeterina.nugrahanti@uksw.edu

CSR nya secara sukarela. Oleh karena itu, manfaat pengungkapan CSR secara rinci masih perlu diteliti kembali, termasuk manfaatnya dalam mengurangi *financial distress*.

Penelitian mengenai pengaruh CSR terhadap *financial distress* masih terbatas dan menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Sun dan Cui (2014) menunjukkan bahwa rating CSR berpengaruh negatif terhadap risiko *default*. Gupta dan Krisnamurti (2016) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki rating CSR tinggi terbukti lebih mudah bangkit dari kebangkrutan. Al-Hadi et al., (2017) menemukan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Di sisi lain, Chai et al (2015); Attig et al (2013) menemukan bahwa pengungkapan sosial tidak berpengaruh terhadap peringkat kredit.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Penelitian ini menambahkan variabel mekanisme corporate governance berupa dewan komisaris independen, kepemilikan institusi dan ukuran dewan komisaris (Manzaneque et al., 2016), yang diduga dapat memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Mekanisme *corporate governance* akan memastikan bahwa manajer menjalankan operasi perusahaan sesuai kepentingan shareholder, termasuk meningkatkan kinerja dan mengurangi *financial distress* (Al-Hadi et al, 2017). Mekanisme *corporate governance* juga memastikan bahwa perusahaan berlaku adil terhadap stakeholdernya (Nwanji & Howell, 2007). Dengan demikian mekanisme *corporate governance* diduga akan memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*.

Penelitian ini berkontribusi terhadap literatur akuntansi sebagai berikut. Pertama penelitian ini menguji pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress* yang masih jarang diteliti. Sebagian besar penelitian mengenai pengungkapan CSR mengukur pengungkapan CSR berdasarkan panduan *Global Reporting Initiative* (Patrisia & Datsgir, 2017; Wijesinghe, 2012). Namun demikian, penelitian-penelitian tersebut hanya mengukur ada tidaknya pengungkapan CSR berdasarkan setiap item pengungkapan GRI, tanpa mempertimbangkan sub-indikator yang terkandung dalam setiap item pengungkapan GRI. Setiap item pengungkapan GRI memiliki satu atau lebih sub-indikator. Kontribusi kedua penelitian ini adalah penelitian ini menelusuri pengungkapan CSR sampai dengan sub-indikator yang terkandung dalam setiap item pengungkapan GRI, sehingga lebih mencerminkan tingkat pengungkapan CSR yang lebih rinci. Ketiga, penelitian ini menambahkan variabel mekanisme *corporate governance* ke dalam hubungan antara CSR dan *financial distress*, sehingga diharapkan dapat meningkatkan akurasi model prediksi *financial distress*. Selain itu, bagi investor dan manajemen perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu masukan dalam pembuatan keputusan investasi dan keputusan operasi tentang pentingnya pengungkapan CSR dan mekanisme *corporate governance* dalam memitigasi *financial distress*.

2. KERANGKA TEORI DAN PENGUJIAN HIPOTESIS

2.1. Teori Stakeholder

Teori *stakeholder* digunakan untuk mengidentifikasi siapa saja yang termasuk *stakeholder* dan bagaimana perusahaan harus bertanggung jawab terhadap *stakeholder* tersebut (Freeman, 1984; Omran & Ramdhony, 2015). Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab terhadap pemegang saham saja, tetapi perusahaan juga harus mempertimbangkan kepentingan seluruh *stakeholder* (Freeman, 1984). Semua *stakeholder* harus diperlakukan secara adil dan pertentangan di antara *stakeholder* harus dihindari (Freeman & Dmytriyev, 2017). Menurut Donaldson & Preston (1995), salah satu bagian teori stakeholder, yaitu teori stakeholder instrumental digunakan untuk mengidentifikasi hubungan antara manajemen *stakeholder* dengan tujuan perusahaan (profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan lain-lain). Konsep CSR merupakan salah satu bentuk implementasi dari teori *stakeholder* (Garriga & Mele, 2004). Konsep CSR menjelaskan bahwa perhatian terhadap aspek sosial dan lingkungan merupakan suatu keharusan dalam operasi perusahaan.

2.2. Financial Distress

Financial distress atau kesulitan keuangan merupakan tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum kebangkrutan maupun likuidasi. Deteksi *financial distress* sangat penting dilakukan secara berkala untuk mengantisipasi kondisi keuangan yang lebih buruk, yang mengarah pada kebangkrutan (Platt dan Platt, 2002). Altman dan Hotchkiss (2006: 4) menyatakan bahwa *financial distress* mencakup empat kondisi, yaitu *failure*, *insolvency*, *default* and *bankruptcy*. *Failure* (kegagalan) terjadi ketika pendapatan perusahaan tidak cukup untuk menutup biaya yang terjadi dan ketika tingkat pengembalian investasi lebih

rendah dibandingkan dengan biaya modal. *Insolvency* terjadi ketika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya karena perusahaan kurang likuid, dan ketika total utang melebihi nilai wajar dari total aset. Perusahaan mengalami *default* (gagal bayar) ketika debitur melanggar perjanjian utang yang disepakati dengan kreditur, misalnya perusahaan terlambat membayar utang. *Bankruptcy* terjadi ketika perusahaan dinyatakan pailit secara legal dan harus dilikuidasi.

2.3. Pengungkapan *Corporate Social Responsibility*

Tanggung jawab sosial perusahaan atau *Corporate Social Responsibility* (CSR) merupakan komitmen perusahaan untuk berperan serta dalam pembangunan berkelanjutan berdasarkan prinsip ekonomi, sosial dan lingkungan, serta menyeimbangkan beragam kepentingan *stakeholders* (*World Business Council for Sustainability Development*, 1998). Perusahaan yang melakukan tanggung jawab sosial pada umumnya akan mengungkapkan aktivitas tanggung jawab sosialnya. Pengungkapan tersebut dilakukan melalui laporan tahunan maupun pelaporan berkelanjutan (*sustainability reporting*). Pengungkapan aktivitas CSR disebut dengan *social responsibility accounting; corporate social reporting, social disclosure, social accounting* (Mathews, 1995 dalam Damayanti, 2009) atau *corporate social responsibility disclosure* (Hackston dan Milne, 1996). Sembiring (2005) mendefinisikan pengungkapan tanggung jawab sosial adalah proses pengkomunikasian dampak sosial dan lingkungan dari kegiatan ekonomi organisasi terhadap kelompok khusus yang berkepentingan dan terhadap masyarakat secara keseluruhan.

3. PENGEMBANGAN HIPOTESIS

3.1 Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Financial Distress*

Keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan tidak dapat dilepaskan dari peran serta *stakeholder*, sehingga perusahaan harus memperhatikan kepentingan seluruh *stakeholdernya*. Salah satu bagian dari teori *stakeholder*, yaitu teori *stakeholder* instrumental meyakini bahwa perusahaan akan mendapatkan keunggulan kompetitif jika mampu mengembangkan dan menjaga hubungannya dengan *stakeholder* berdasarkan prinsip saling percaya dan kerjasama. *Stakeholder* merupakan bagian dari lingkungan perusahaan yang harus dikelola untuk memperoleh pendapatan dan pengembalian bagi pemegang saham (Jones, 1995). Dutton, Dukerich, dan Harquail (1994) menyatakan bahwa karyawan akan menunjukkan komitmen yang lebih baik pada perusahaan yang memiliki citra bagus terkait dengan sumber daya manusia. Pelanggan akan memberikan respon yang baik bagi kinerja perusahaan dengan meningkatkan pembeliannya atas produk perusahaan atau bersedia membayar produk dengan harga yang lebih tinggi (Bhattacharya dan Sen, 2003). Kreditur tetap bersedia memberikan pinjaman kepada perusahaan yang mengungkapkan tanggung jawab sosial perusahaan, walaupun perusahaan tersebut mengalami *financial distress* (Gupta dan Krisnamurti, 2016). Begitu pula investor, khususnya investor institusional lebih menyukai berinvestasi pada perusahaan yang melakukan dan mengungkapkan tanggung jawab sosial (Barnett & Salomon, 2006). Dukungan *stakeholder* terhadap operasi perusahaan tersebut akan mengurangi *financial distress*.

Perusahaan yang mengalami *financial distress* akan menanggung biaya dan sejumlah risiko seperti hilangnya reputasi perusahaan, meningkatnya tekanan media, sanksi secara hukum, serta teguran dari konsumen/kreditur. Berdasarkan perspektif manajemen risiko, perusahaan yang melakukan dan mengungkapkan tanggung jawab sosial akan memitigasi risiko dan biaya *financial distress* tersebut. Ketika perusahaan melakukan dan mengungkapkan tanggung jawab sosial, maka pengungkapan tanggung jawab sosial tersebut akan menciptakan *goodwill* atau *moral capital* yang berfungsi sebagai asuransi ketika perusahaan mengalami kejadian-kejadian negatif. Aktivitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial akan memunculkan atribusi positif dari *stakeholder* yang akan mengurangi penilaian negatif dan sanksi *stakeholder* atas perusahaan (Godfrey, 2005). Dengan demikian, pengungkapan tanggung jawab sosial akan mengurangi biaya *financial distress* dan mencegah perusahaan mengalami kondisi keuangan yang lebih buruk. Pengungkapan sosial yang dilakukan perusahaan dapat meliputi pengungkapan ekonomi, sosial, maupun lingkungan.

Financial distress juga mencakup risiko *default* (gagal bayar) perusahaan, yang terjadi ketika perusahaan tidak memiliki kas yang cukup untuk membayar utangnya. Aktivitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial akan meningkatkan kepuasan konsumen, yang selanjutnya dapat meningkatkan penjualan dan profitabilitas perusahaan. Peningkatan penjualan tersebut akan meningkatkan kas perusahaan dan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal bayar (Sun dan Cui, 2014). Risiko gagal

bayar juga dihadapi perusahaan ketika volatilitas pendapatannya tinggi. Pengungkapan tanggung jawab sosial akan menstabilkan kinerja perusahaan melalui penciptaan reputasi yang baik. Ketika perusahaan mengalami kejadian buruk, *stakeholder* akan tetap memberikan dukungan kepada perusahaan karena reputasi baik yang dimilikinya, sehingga pendapatan perusahaan tidak akan menurun sebagai akibat kejadian buruk tersebut (Godfrey, 2005). Pendapatan perusahaan yang stabil akan menghindarkan perusahaan dari *financial distress*. Dengan demikian, pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dapat mengurangi *financial distress*.

Gupta dan Krisnamurti (2016) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan tanggung jawab sosial akan mendapatkan dukungan dari *stakeholdernya*, sehingga cenderung lebih mudah bangkit dari kebangkrutan dan lebih mudah mendapatkan pendanaan tambahan dari bank untuk mengatasi *financial distress* yang dialaminya. Hal ini sejalan dengan Gross (2009); Sun dan Cui (2014); Hadi *et al* (2017); Tao *et al.* (2017) yang menemukan bahwa tanggung jawab sosial mengurangi *financial distress* perusahaan. Hipotesis yang dirumuskan dari uraian di atas adalah:

H1: Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* berpengaruh negatif terhadap tingkat *financial distress* perusahaan.

3.2 Peran Mekanisme Corporate Governance sebagai Pemoderasi Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Financial Distress

Mekanisme *corporate governance* diperlukan untuk memastikan pemegang saham mayoritas memaksimalkan nilai bagi seluruh pemilik, termasuk mengurangi tingkat *financial distress* (Elloumi dan Gueyie, 2001; Juniarti, 2013; Bredart, 2014; Manzanegue *et al.*, 2016; Udin *et al.*, 2017). Dewan komisaris independen merupakan komisaris yang tidak memiliki saham maupun hubungan afiliasi dengan perusahaan, sehingga diyakini dapat menjalankan meningkatkan nilai perusahaan kan proses monitoring dengan lebih efektif (Manzanegue *et al.*, 2016). Dewan komisaris independen melindungi kepentingan shareholders dan meningkatkan nilai perusahaan dengan memonitor manajemen dan memberikan saran terkait strategi perusahaan (Khaoula & Moez, 2018). Investor institusi pada umumnya memiliki saham dalam jumlah besar (Wiranata dan Nugrahanti, 2013) dan memiliki *power* yang lebih kuat (Shleifer dan Vishny, 1997) dibandingkan investor individu; sehingga proses pengawasan investor institusi terhadap manajer akan menjadi lebih intensif. Ukuran dewan komisaris mengacu pada banyaknya personel dewan komisaris. Semakin besar ukuran dewan komisaris mengindikasikan semakin banyak pengetahuan, latar belakang akademik, pengalaman dan skill professional dari dewan komisaris. Hal ini akan mendukung fungsi pengawasan dan advisory yang dilakukan dewan komisaris untuk mencapai tujuan perusahaan, termasuk menghindarkan perusahaan dari *financial distress* (Nugrahanti *et al.*, 2020).

Pengungkapan CSR merupakan bentuk pertanggungjawaban perusahaan terhadap seluruh stakeholder, sehingga pengungkapan CSR diyakini dapat menciptakan dukungan stakeholder terhadap operasi perusahaan (Godfrey, 2005), dan mengurangi *financial distress* (Hadi *et al.*, 2017). Adanya mekanisme pengawasan dari dewan komisaris independen, investor institusi, dan dewan komisaris akan memastikan manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham, termasuk menghindarkan perusahaan dari *financial distress*. Mekanisme *corporate governance* juga berfungsi memastikan bahwa perusahaan memberi perlakuan yang adil terhadap seluruh stakeholder agar keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang dapat tercapai (Nwanji & Howell, 2007). Perlakuan adil terhadap stakeholder tersebut dapat diwujudkan melalui aktivitas dan pengungkapan CSR (Tao *et al.*, 2017).

H2a: Dewan komisaris independen memoderasi pengaruh CSR terhadap *financial distress*

H2b: Kepemilikan institusi memoderasi pengaruh CSR terhadap *financial distress*

H2c: Ukuran dewan komisaris memoderasi pengaruh CSR terhadap *financial distress*

4. METODE PENELITIAN

4.1. Sampel dan Data Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2017. Metode pengambilan sampel adalah *purposive judgment sampling* dengan kriteria: (a) Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2017. (b) Perusahaan menyajikan laporan keuangannya dalam satuan mata uang rupiah (c) Perusahaan memiliki kelengkapan data selama periode penelitian.

Data variabel keuangan terkait *financial distress* dan data mekanisme corporate governance diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang bersumber dari www.idx.co.id. Data pengungkapan CSR diperoleh dari laporan tahunan maupun laporan keberlanjutan yang dapat diakses dari *website* perusahaan, *website* BEI, atau *website* GRI.

4.2. Variabel Penelitian

4.2.1. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *financial distress*, yang diukur dengan Altman Z score. Argumentasi penggunaan Altman Z score adalah (a) sampai saat ini model Altman terus digunakan di dunia akademis maupun praktis, walaupun model tersebut telah dikembangkan 48 tahun yang lalu, (b) model Altman menggunakan data akuntansi yang bersifat stabil dibandingkan dengan data pasar, (c) pada pengujian *financial distress* yang dilakukan di 28 negara eropa dan 3 negara non eropa, model Altman memiliki tingkat akurasi di atas 90% (Altman *et al.*, 2016), dan (d) pada pengujian di Indonesia, model Altman memiliki tingkat akurasi lebih tinggi dibandingkan dengan model lainnya, yaitu model Springate dan Zmijewski (Widenda, 2016).

Semakin tinggi angka Z-score menunjukkan tingkat *financial distress* yang semakin rendah. Penelitian ini tidak mengelompokkan perusahaan ke dalam kelompok perusahaan yang mengalami *financial distress* dan tidak mengalami *financial distress*, melainkan menggunakan angka Z score. Tujuan penggunaan angka Z score adalah agar mencerminkan seberapa besar tingkat *financial distress* yang dialami perusahaan dengan lebih presisi (Altman, 1968; Hadi *et al.*, 2017, Harymawan *et al.*, 2019). Angka Altman Z score diperoleh dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Altman, 1968).

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Keterangan

X1 : Modal kerja bersih / Total Aset

X2 : Laba ditahan / Total Aset

X3 : Earnings Before Interest and Tax / Total Aset

X4 : Kapitalisasi pasar/ Total Liabilitas

X5 : Penjualan/Total Aset

Z : Nilai Z score

4.2.2. Variabel Independen

Penelitian ini menggunakan Pedoman *Global Reporting Initiatives* (GRI) untuk mengukur pengungkapan CSR. Pada tahun 2014, GRI menerbitkan pedoman GRI G.4, yang terdiri dari 91 item pengungkapan (9 item pengungkapan ekonomi, 34 item pekerjaan lingkungan dan 48 item pengungkapan kinerja sosial). Setiap item memiliki satu atau lebih indikator, sehingga total terdapat 254 sub-indikator dalam GRI G.4. Pada akhir tahun 2016, GRI menerbitkan standar GRI sebagai pedoman pelaporan berkelanjutan yang lebih fleksibel dan dinamis. Standar tersebut secara khusus dibagi menjadi 77 item substandar pengungkapan (13 item pengungkapan ekonomi, 30 item standar lingkungan, dan 34 item pengungkapan sosial). Setiap item pengungkapan memiliki satu atau lebih sub-indikator, sehingga total ada 206 sub-indikator standar GRI.

Penelitian ini akan menggunakan pedoman GRI G4 untuk mengidentifikasi pengungkapan dari tahun 2015 hingga 2016 dan standar GRI untuk mengidentifikasi pengungkapan pada tahun 2017. Perusahaan akan diberikan 1 poin untuk setiap indikator yang diungkapkan, dan 0 poin untuk setiap indikator yang tidak diungkapkan. Jika suatu indikator terdiri dari sub indikator, maka nilai indikator tersebut adalah jumlah pengungkapan sub indikator dibagi dengan jumlah sub indikator yang seharusnya diungkapkan. Setiap sub-indikator yang diungkapkan diberikan 1 poin, sedangkan untuk setiap sub-indikator yang tidak diungkapkan diberikan 0 poin.

Setelah nilai indikator diperoleh, langkah selanjutnya adalah menentukan nilai setiap item yang diungkapkan. Nilai setiap item pengungkapan diperoleh dari jumlah indikator yang diungkapkan oleh perusahaan dengan jumlah indikator yang harus diungkapkan dalam setiap item pengungkapan, sehingga nilai setiap item pengungkapan berkisar antara 0 dan 1. Kemudian, pengungkapan tersebut item akan ditambahkan untuk mendapatkan total item pengungkapan perusahaan (Christitama, 2018). Secara total, indeks tanggung jawab sosial perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CSRDI_i = \sum X_{ij} / n_j$$

CSRDI_i : indeks pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan i

X_{ij} : menggunakan skala 0 sampai 1 per item yang diungkapkan. Nilai per item diperoleh dari jumlah sub-indikator yang diungkapkan dibagi dengan jumlah indikator dalam satu item pengungkapan.

n_j : jumlah total item pengungkapan tanggung jawab sosial yang seharusnya diungkapkan, yaitu n_j GRI G4= 91 dan n_j GRI standards= 77

4.2.3. Variabel Moderasi

Variabel moderasi penelitian ini adalah mekanisme corporate governance, yang terdiri dari (a) proporsi dewan komisaris independen (The number of independent board of commissioners/the total number of board of commissioners); (b) Kepemilikan institusi (The number of shares owned by institutional investors/the number of outstanding shares); (c) Ukuran dewan komisaris (the number of board of commissioner in a company) (Bredart, 2014; Manzanque et al., 2016).

4.2.4. Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan meliputi likuiditas (aset lancar/utang lancar), ukuran perusahaan (log total asset), dan profitabilitas (Return on Asset), karena variabel tersebut banyak ditemukan memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Elloumi dan Gueyle, (2001); Plat dan Plat (2002), Hadi *et al.*, (2017); Kristanti *et al.* (2016); Setyobudi, Amboningtyas, dan Yulianeu (2017) membuktikan bahwa likuiditas merupakan faktor penentu *financial distress*. Ukuran perusahaan terbukti memiliki dampak terhadap *financial distress* (Guffey, Deis, dan Moore, 1995; Elloumi dan Gueyle, 2001; Dyberg, 2004; Lajili dan Zeghal, 2010; Hadi *et al.*, 2017). Mecaj (2013); Juniarti (2013); Mochabo *et al.*, (2017), Setyobudi *et al.*, (2017), dan Hadi *et al* (2017) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress*.

4.3. Model Regresi

Model regresi untuk menjawab hipotesis penelitian 1 (H1) adalah sebagai berikut:

$$ZSCORE_{it} = a_0 + a_1 CSRDI_{it} + a_2 ROA_{it} + a_3 SIZE_{it} + a_4 LIQ_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (1)$$

Model regresi moderasi untuk menjawab Hipotesis 2 (H2) adalah sebagai berikut:

$$ZSCORE_{it} = b_0 + b_1 CSRDI_{it} + b_2 INDEP_{it} + b_3 INSTOWN_{it} + b_4 BOARD_{it} + b_5 CSRDI_{it} * INDEP_{it} + b_6 CSRDI_{it} * INSTOWN_{it} + b_7 CSRDI_{it} * BOARD_{it} + b_8 ROA_{it} + b_9 SIZE_{it} + b_{10} LIQ_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

ZSCORE _{it}	: <i>financial distress</i>
CSRDI _{it}	: Indeks pengungkapan CSR
INDEP	: Proporsi dewan komisaris independen
INSTOWN	: Kepemilikan institusi
BOARD	: Ukuran dewan komisaris
ROA _{it}	: Return on Asset (profitabilitas)
SIZE _{it}	: Ukuran perusahaan
LIQ _{it}	: Likuiditas

5. HASIL DAN PEMBAHASAN

5.1. Statistik Deskriptif

Berdasarkan kriteria sampling, penelitian ini mendapatkan data 272 perusahaan, dengan menggunakan tahun penelitian selama 3 tahun (2015-2017), maka total observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 816 observasi.

Tabel 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maximum	Standar Deviasi
ZSCORE	0,8561	-0,9723	8,4306	0,8457
CSRD	0,0502	0,0030	0,7846	0,0511
INDEP	0,3994	0,2000	0,8333	0,0946
INSTOWN	0,6564	0	0,9977	0,2268
BOARD	4,2378	1	12	1,7646
ROA	0,0342	-1,5255	2,1920	0,1501
SIZE	12,4145	9,9754	14,4708	0,7360
LIQ	3,0666	0,0464	154,0921	8,8717

Nilai rata-rata ZSCORE menunjukkan angka 0,8561, hal ini berarti rata-rata perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI mengalami *financial distress* karena angka ZSCORE di bawah 1,81 (Altman, 1968). Semakin tinggi nilai ZSCORE menunjukkan tingkat *financial distress* yang rendah. Variabel CSRD memiliki rata-rata 0,0502. Hal ini mengindikasikan tingkat pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan di Indonesia masih rendah. Walaupun Keputusan Bapepam LK Nomor 431/2012 mewajibkan perusahaan *go public* melaporkan informasi aktivitas dan biaya CSR dalam laporan tahunan, namun belum ada aturan yang mengatur secara rinci mengenai item-item apa saja yang harus diungkapkan.

**Tabel 2
Statistik Deskriptif Pengungkapan CSR**

	Ekonomi	Lingkungan	Tenaga Kerja	Hak Asasi Manusia	Masyarakat	Tanggung Jawab Produk
Rata-rata	0,1952	0,0139	0,0761	0,0052	0,0210	0,0192
Minimum	0,0302	0	0	0	0	0
Maximum	0,8949	0,2441	0,4936	0,1481	0,3818	0,2889
Standar Deviasi	0,0906	0,0276	0,0710	0,0188	0,0359	0,0449

Statistik deskriptif pengungkapan CSR menunjukkan bahwa rata-rata pengungkapan ekonomi lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata pengungkapan sub item yang lain. Hal ini dimungkinkan karena sebagian pengungkapan ekonomi termasuk dalam pengungkapan wajib yang diatur secara rinci dalam Keputusan Ketua Bapepam No 431/BL/2012.

5.2. Hasil Uji Korelasi

Hasil pengujian korelasi pada variable penelitian ditunjukkan dalam Tabel 3 berikut ini

Tabel 3 Hasil Uji Korelasi

	ZSCORE	CSRD	ROA	SIZE	LIK	INDEP	INST OWN	BOARD
ZSCORE	1							
CSRD	0.04**	1						
ROA	0.13***	0.041	1					
SIZE	-0.16***	0.26***	0.09**	1				
LIQ	0.05	-0.08**	-0.14**	-0.22**	1			
INDEP	-0.05	-0.13	0.01	0.04	0.19	1		
INSTOWN	0.12***	-0.06	0.06	-0.01	0.20	0.09***	1	
BOARD	0.04	0.16***	0.12**	0.56**	-0.11***	-0.04	0.24	1

Hasil pengujian korelasi menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara nilai Zscore dengan pengungkapan CSR, profitabilitas; serta hubungan negatif antara nilai Zscore dengan ukuran perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi pengungkapan CSR dan profitabilitas, maka Zscore juga semakin tinggi (tingkat *financial distress* rendah). Di sisi lain, semakin tinggi ukuran perusahaan maka Zscore semakin rendah (tingkat *financial distress* semakin tinggi). Selain itu nilai korelasi antara variable independent menunjukkan angka di bawah 0.6, sehingga dapat dikatakan data penelitian tidak mengandung masalah multikolinearitas.

5.3. Hasil Uji Beda Mann-Whitney

Penelitian ini juga melakukan uji beda Mann-Whitney untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan tingkat *financial distress* berdasarkan tinggi rendahnya pengungkapan CSR, profitabilitas, likuiditas. Selain itu, pengujian Mann-Whitney juga digunakan untuk melihat perbedaan tingkat *financial distress* berdasarkan besar kecilnya ukuran perusahaan. Kriteria untuk menentukan tinggi rendahnya pengungkapan CSR, profitabilitas, likuiditas, serta asset didasarkan pada nilai rata-rata masing-masing variabel tersebut.

Tabel 4
Hasil Uji Beda Mann-Whitney

Variabel	Kelompok (n)	Rata-rata ZSCORE	P-value
CSRD	Rendah (499)	0.822	0.04**
	Tinggi (317)	0.898	
ROA	Rendah (427)	0.738	0.000***
	Tinggi (389)	0.986	
SIZE	Rendah (406)	0.963	0.000***
	Tinggi (410)	0.750	
LIK	Rendah (649)	0.879	0.133
	Tinggi (167)	0.765	

Hasil uji beda Mann-Whitney mengindikasikan bahwa terdapat perbedaan tingkat ZSCORE berdasarkan tinggi rendahnya pengungkapan CSR, profitabilitas dan ukuran perusahaan.

5.4. Hasil Pengujian Asumsi Klasik & Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian asumsi klasik mengindikasikan bahwa data penelitian mengandung masalah autokorelasi dan heterokedastisitas. Untuk mengatasi hal ini, maka pengujian hipotesis diubah dengan menggunakan panel *Generalized Least Square* (GLS). Metode GLS merupakan metode *Ordinary Least Square* yang diterapkan pada data / variabel yang telah ditransformasikan menjadi data yang memenuhi asumsi

standar kuadrat terkecil. Estimasi yang diperoleh dari metode GLS adalah estimasi BLUE (Gujarati dan Porter, 2009). Hasil pengujian hipotesis 1 menggunakan panel GLS ditunjukkan dalam Tabel 5 berikut ini:

Tabel 5 Hasil Uji Hipotesis 1

Variabel	Koefisien Beta	t-statistik	Kesimpulan
Konstanta	1.049	12.941***	-
CSR	0.064	4.587***	H1 diterima
ROA	0.864	20.508***	Pengaruh negatif
SIZE	-0.098	-17.352***	Pengaruh positif
LIQUIDITY	-0.002	-2.121	Tidak berpengaruh

R² 45.6% ; Adjusted R² 45.33%; F-stat 169.93***

Dependent variable: Zscore

*** signifikan pada alfa 1%, ** signifikan pada alfa 5%, * signifikan pada alfa 10%

Penelitian ini mengukur financial distress dengan menggunakan Altman Z-score. Semakin tinggi angka Z-score mengindikasikan tingkat *financial distress* yang rendah (Altman et al., 2016). Hasil pengujian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien pengungkapan CSR bernilai positif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin banyak pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan, maka semakin tinggi ZSCORE dan semakin rendah *financial distress* yang dialami perusahaan. Dengan demikian, H1 diterima dan dapat dinyatakan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hasil pengujian variabel kontrol menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan menurunkan *financial distress*, sedangkan ukuran perusahaan dan likuiditas meningkatkan *financial distress*.

Hasil pengujian Hipotesis 2 (H2a, H2b, H2c) ditampilkan dalam tabel 6 berikut ini:

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis 2

Variabel	Koefisien beta	t-statistik	Kesimpulan
Konstanta	1.715	14.610***	-
CSR	0.143	5.893***	-
INDEP	-0.486	-5.925***	-
INSTOWN	0.300	9.639***	-
BOARD	0.054	13.317	-
CSR*INDEP	2.138	1.876*	H2a diterima
CSR*INSTOWN	-1.249	-2.333***	H2b diterima
CSR*BOARD	-0.095	-1.586	H2c ditolak
ROA	0.662	19.724***	berpengaruh negatif
SIZE	-0.159	-18.896	berpengaruh positif
LIQUIDITY	-0.002	-2.026	tidak berpengaruh

R² 71.87% ; Adjusted R² 71.53%; F-stat 205.73***

Dependent variable: Zscore

*** signifikan pada alfa 1%, ** signifikan pada alfa 5%, * signifikan pada alfa 10%

Hasil regresi moderasi mengindikasikan bahwa koefisien interaksi CSR*INDEP bernilai positif dan signifikan, dengan demikian H2a diterima dan dapat dikatakan bahwa dewan komisaris independent memoderasi pengaruh CSR terhadap financial distress. Semakin tinggi proporsi dewan komisaris independent, maka semakin kuat pengaruh negative pengungkapan CSR terhadap financial distress. Koefisien interaksi CSR*INSTOWN bernilai negative dan signifikan. Oleh karena itu, H2b diterima dan dapat dinyatakan bahwa kepemilikan institusi memoderasi pengaruh CSR disclosure terhadap financial distress. Semakin tinggi kepemilikan institusi akan memperlemah pengaruh negative pengungkapan CSR terhadap financial distress. Koefisien interaksi CSR*BOARD terbukti tidak signifikan, sehingga H2c ditolak dan dapat dikatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap financial distress.

5.5. Pembahasan

5.5.1. Pengungkapan CSR dan Financial Distress

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa semakin banyak perusahaan melakukan pengungkapan CSR, maka akan semakin rendah tingkat *financial distress* perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Gross (2009); Sun dan Cui (2014); Hadi *et al* (2017); Tao *et al.* (2017) yang menemukan bahwa CSR dapat menurunkan *financial distress*. Pengaruh negatif pengungkapan CSR terhadap *financial distress* mendukung teori *stakeholder* instrumental yang meyakini bahwa *stakeholder* merupakan bagian lingkungan perusahaan yang harus dikelola untuk memperoleh pendapatan dan pengembalian bagi pemegang saham (Jones, 1995). Tanggung jawab sosial perusahaan merupakan cara perusahaan untuk memperhatikan kepentingan *stakeholder*.

Perusahaan yang berorientasi pada tanggung jawab sosial akan memiliki kinerja keuangan yang baik karena adanya hubungan dan pertukaran yang saling menguntungkan antara perusahaan dengan *stakeholder* kunci seperti pelanggan, kreditur, dan karyawan (Attig, Ghouil, Guedhami, dan Suh, 2013). Ketika perusahaan memenuhi harapan *stakeholder* maka reputasi dan daya saing perusahaan akan meningkat (Waddock dan Graves, 1997). Cheng, Loannou, dan Serafeim (2013) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan tanggung jawab sosial akan memiliki komitmen *stakeholder* dan transparansi kinerja tanggung jawab sosial yang baik, yang akan mengurangi kendala modal.

Godfrey (2005) menyatakan bahwa dari perspektif manajemen risiko, tanggung jawab sosial dapat menurunkan *financial distress*. Implementasi tanggung jawab sosial akan menciptakan *moral capital* yang akan menjamin perusahaan ketika mengalami peristiwa yang buruk. Aktivitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial akan memunculkan atribusi positif dari *stakeholder* yang akan mengurangi penilaian negatif dan sanksi *stakeholder* atas perusahaan, sehingga mencegah perusahaan dari kondisi keuangan yang lebih buruk.

Aktivitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial merepresentasikan tingginya kualitas manajemen (Gross, 2009). Altman dan Hotchkiss (2006:13) menyatakan salah satu alasan perusahaan mengalami *financial distress* adalah buruknya kompetensi manajemen. Jika aktivitas tanggung jawab sosial merefleksikan kualitas manajemen (Attig dan Clearly, 2015), maka perusahaan yang melakukan tanggung jawab sosial memiliki risiko *financial distress* yang rendah.

Financial distress juga mencakup risiko *default* (gagal bayar) perusahaan, yang terjadi ketika perusahaan tidak memiliki kas yang cukup untuk membayar utangnya. Aktivitas dan pengungkapan tanggung jawab sosial akan meningkatkan kepuasan konsumen, yang selanjutnya dapat meningkatkan penjualan dan profitabilitas perusahaan. Peningkatan penjualan tersebut akan meningkatkan kas perusahaan dan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal bayar (Sun dan Cui, 2014).

5.5.2. Peran Moderasi Mekanisme Corporate Governance dalam Hubungan antara Pengungkapan CSR dan Financial Distress

Hasil pengujian interaksi CSR*INDEP menunjukkan bahwa dewan komisaris independent memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Semakin banyak proporsi dewan komisaris independent, maka semakin kuat pengaruh negatif pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Dewan komisaris independent melakukan fungsi monitoring dengan lebih efektif dan dapat bertindak secara independen tanpa tekanan dari pihak lain (Manzaneque *et al.*, 2016), sehingga dewan komisaris independent dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer yang dapat menyebabkan *financial distress* (Chang, 2009). Dewan komisaris independent akan memastikan bahwa tujuan perusahaan tercapai, termasuk menghindarkan perusahaan dari *financial distress*. Salah satu upaya perusahaan mencapai tujuan dan mempertahankan keberlanjutan hidupnya dalam jangka panjang adalah dengan menjaga hubungan baik dengan *stakeholder* melalui aktivitas CSR (Kang, 2013). Oleh karena itu, semakin banyak proporsi dewan komisaris independent, akan semakin kuat pengaruh negative pengungkapan CSR terhadap *financial distress*.

Hasil pengujian interaksi CSR*INSTOWN mengindikasikan bahwa kepemilikan institusi memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Semakin tinggi proporsi kepemilikan institusi terbukti memperlemah pengaruh negative pengungkapan CSR terhadap *financial distress*. Investor institusi pada umumnya memiliki saham dalam jumlah besar (Manzaneque *et al.*, 2016; Nugrahanti *et al.*, 2020). Struktur kepemilikan di Indonesia merupakan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pemegang saham tertentu, dan investor institusi sebagai pemegang saham mayoritas

dapat melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Villalonga & Amit, 2006). Ekspropriasi tersebut dapat menurunkan kinerja dan menyebabkan financial distress (Rahman & Nugrahanti, 2021). Selain itu, investor institusi di Indonesia dimungkinkan lebih focus pada kinerja jangka pendek (Petta & Tarigan, 2017), sehingga mereka mendorong manajer untuk tidak berinvestasi dalam aktivitas CSR karena ketidakpastian waktu manfaat CSR tersebut (Arora & Dharwadkar, 2011). Dengan demikian tingginya proporsi kepemilikan saham investor akan memperlemah pengaruh negative pengungkapan CSR terhadap *financial distress*.

Hasil pengujian interaksi CSR*BOARD menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris tidak memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap financial distress. Kondisi perusahaan diketahui oleh dean direksi dan komisaris, namun demikian, semua keputusan terkait perusahaan dibuat oleh rapat umum pemegang saham. Hal ini memungkinkan banyaknya anggota dewan komisaris tidak dapat memengaruhi financial distress (Cinantya & Merkusiwati, 2015). Selain itu ada kemungkinan dewan komisaris tidak memiliki latar belakang pendidikan ekonomi, sehingga banyaknya jumlah dewan tidak menjamin keefektifan proses pengawasan terhadap operasi perusahaan. Tidak adanya latar belakang pendidikan ekonomi juga menyebabkan dewan komisaris kurang memahami pentingnya peranan pengungkapan CSR (Rashid, 2018). Dengan demikian banyak sedikitnya jumlah dewan tidak mempengaruhi hubungan antara pengungkapan CSR dan *financial distress*.

5.5.3. Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas dan *Financial Distress*

Hasil pengujian variabel kontrol menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi *financial distress* yang dialami oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Guffey *et al.* (1995); Dyberg (2004). Perusahaan yang berukuran besar memiliki masalah keuangan yang lebih kompleks dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga ketika perusahaan besar terindikasi mengalami *financial distress*, maka perusahaan besar cenderung mengalami kebangkrutan (Guffey *et al.*, 1995). Perusahaan besar menghadapi risiko inefisiensi dan kurang *profitable* karena perusahaan besar menanggung proses birokrasi yang panjang, tingginya biaya agensi, serta tingginya biaya lain yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan besar (Isik, Unal, dan Unal, 2017). Risiko inefisiensi tersebut dapat mengarahkan perusahaan pada kondisi *financial distress*.

Semakin tinggi profitabilitas terbukti dapat mengurangi *financial distress*. Hasil pengujian tersebut sejalan dengan hasil penelitian Mecaj (2013), Juniarti (2013), dan Hadi *et al* (2017). Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Perusahaan yang memperoleh laba akan semakin dipercaya oleh investor dan kreditor sebagai sasaran investasi (Nyamboga *et al.*, 2014). Kemudahan mendapatkan dana dari investor dan kreditor karena profitabilitas yang dimiliki perusahaan akan menghindarkan perusahaan dari *financial distress*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa tinggi rendahnya likuiditas tidak menentukan tingkat *financial distress* perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Hanifah dan Purwanto (2013); Saputri dan Asrori (2019). Likuiditas tidak memengaruhi *financial distress* karena kemungkinan perusahaan memiliki utang lancar yang rendah, sehingga perusahaan lebih berkonsentrasi pada pengembalian utang jangka panjang. Rendahnya utang lancar tersebut tidak memengaruhi kondisi perusahaan (Hanifah dan Purwanto, 2013).

5.5.4. Pengujian Tambahan

Penelitian ini melakukan uji tambahan dengan memisahkan pengungkapan CSR ke dalam 3 sub pengungkapan, yaitu ekonomi, sosial dan lingkungan. Hasil pengujian masing-masing sub pengungkapan tersebut terhadap tingkat *financial distress* menggunakan teknik regresi panel GLS disajikan dalam tabel 7.

Tabel 7. Pengungkapan Ekonomi, Sosial, Lingkungan dan *Financial Distress*

Variabel	Beta	t-statistik	Kesimpulan
Konstanta	1.111	10.997***	-
Pengungkapan ekonomi (ECON)	0.319	5.155***	Berpengaruh negatif
Pengungkapan sosial (SOC)	0.562	3.892***	Berpengaruh negatif
Pengungkapan lingkungan (ENV)	0.179	1.127	Tidak berpengaruh
Profitabilitas	0.891	20.654***	Berpengaruh negatif
Ukuran perusahaan	-0.091	-16.088***	Berpengaruh positif
Likuiditas	-0.002	-1.852	Tidak berpengaruh

R² 43.35% ; Adjusted R² 42.93%; F-stat 103.18***

Variabel dependen: Zscore

Catatan: *** signifikan pada 1%, ** signifikan pada 5%

Semakin tinggi angka Z-score mengindikasikan rendahnya tingkat *financial distress* perusahaan. Hasil pengujian tambahan menunjukkan bahwa pengungkapan ekonomi dan sosial dapat menurunkan tingkat *financial distress*; sedangkan pengungkapan lingkungan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Jika dilihat dari statistik deskriptif, pengungkapan ekonomi memiliki rata-rata paling tinggi (19,52%) dibandingkan dengan pengungkapan lingkungan dan sosial (< 5%). Rata-rata pengungkapan ekonomi lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata pengungkapan sub item yang lain. Hal ini dimungkinkan karena sebagian pengungkapan ekonomi termasuk dalam pengungkapan wajib yang diatur secara rinci dalam Keputusan Ketua Bapepam No 431/BL/2012. Selain itu, pemegang saham cenderung lebih memperhatikan informasi ekonomi karena terkait langsung dengan tingkat pengembalian yang akan didapatkan, sehingga perusahaan mengungkapkan lebih banyak informasi ekonomi dibandingkan informasi tanggung jawab sosial yang lain. Pengungkapan ekonomi mencakup besaran pendapatan, pembayaran kepada pemodal, investasi masyarakat, dan lain sebagainya. Semakin banyak *goodnews* dalam pengungkapan ekonomi, mengindikasikan prospek ekonomi perusahaan di masa datang, sehingga semakin banyak *stakeholder* yang memberikan dukungan pada operasi perusahaan. Hal ini akan menghindarkan perusahaan dari *financial distress*.

Semakin tinggi pengungkapan sosial, maka semakin tinggi nilai Z-score dan semakin rendah tingkat *financial distress* perusahaan. Aktivitas sosial meliputi pemberian donasi oleh perusahaan kepada komunitas/masyarakat, baik donasi terkait pendidikan, budaya, seni, kesehatan, bencana dan isu minoritas (Godfrey, 2005). Pengungkapan aktivitas sosial membantu perusahaan mendapatkan legitimasi sosial politik dan dukungan dari masyarakat serta *stakeholder* kunci, yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja dan menghindarkan perusahaan dari *financial distress* (Wang & Qian, 2011).

Hasil pengujian moderasi mekanisme *corporate governance* sebagai pemoderasi dalam hubungan antara sub pengungkapan CSR (ekonomi, lingkungan dan sosial) dan *financial distress* ditampilkan dalam Tabel 8. Hasil pengujian menunjukkan bahwa dewan komisaris independent memoderasi pengaruh pengungkapan ekonomi, lingkungan, dan sosial terhadap *financial distress*. Kepemilikan institusi terbukti memoderasi pengaruh pengungkapan ekonomi, lingkungan, dan sosial terhadap *financial distress*. Ukuran dewan komisaris terbukti memoderasi pengaruh pengungkapan ekonomi terhadap *financial distress*. Dari semua peran moderasi tersebut, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi proporsi dewan komisaris independent, maka semakin kuat pengaruh pengungkapan ekonomi dan pengungkapan sosial dalam mengurangi *financial distress*.

Tabel 8. Peran Moderasi Mekanisme Corporate Governance dalam Pengaruh Sub-Pengungkapan CSR terhadap Financial Distress

Variables	Coefficient (t stat)	Variables	Coefficient (t stat)
constant	1.957 (16.01)***		
Economic (ECON)	1.056 (5.92)***	ENV*INDEP	-4.154 (3.73)***
Social (SOC)	0.606 (3.85)***	ENV*INSTOWN	3.085 (3.15)***
Environmental (ENV)	0.239 (1.52)	ENV*BOARD	0.045 (0.57)
INDEP	-0.675 (-6.31)***	SOC*INDEP	2.048 (2.15)**
INSTOWN	0.343 (10.16)***	SOC*INSTOWN	-1.272 (-2.49)**
BOARD	0.064 (13.82)***	SOC*BOARD	-0.015 (-0.42)
ECON*INDEP	0.951 (2.03)**	ROA	0.694 (14.87)***
ECON*INSTOWN	-0.463 (-3.19)***	LIQ	-0.002 (-2.185)**
ECON*BOARD	-0.078 (-3.998)***	SIZE	-0.160 (-21.02)***

R² =67.40% ; Adjusted R² =66.66%; F-stat 91.53***
Dependent Variable: Zscore

6. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bermaksud untuk mengevaluasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap tingkat *financial distress*, serta menguji peran moderasi mekanisme corporate governance dalam hubungan pengungkapan CSR dan *financial distress*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa semakin banyak pengungkapan CSR yang dilakukan, maka semakin rendah tingkat *financial distress* perusahaan. Dari pengujian peran moderasi mekanisme corporate governance dapat disimpulkan bahwa dewan komisaris independent dan kepemilikan institusi memoderasi pengaruh pengungkapan CSR terhadap *financial distress*, sedangkan ukuran dewan komisaris tidak memoderasi pengaruh pengungkapan terhadap *financial distress*. Hasil pengujian tambahan terhadap sub pengungkapan CSR menunjukkan bahwa pengungkapan ekonomi dan sosial terbukti menurunkan tingkat *financial distress*, sedangkan pengungkapan lingkungan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Selain itu, dewan komisaris independent terbukti memperkuat pengaruh pengungkapan ekonomi dan sosial dalam mengurangi *financial distress*.

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan investor ketika membuat keputusan investasi. Investor disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan CSR tinggi dan porposisi dewan komisaris independent tinggi untuk menghindari terjadinya *financial distress*. Manajer perusahaan juga disarankan meningkatkan pengungkapan CSR karena pengungkapan CSR terbukti dapat menurunkan tingkat *financial distress* perusahaan. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan sebagai pertimbangan pembuat kebijakan (Otoritas Jasa Keuangan) untuk merumuskan aturan yang lebih detail mengenai item-item CSR dalam laporan tahunan karena pengungkapan CSR terbukti menurunkan *financial distress*.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada aspek subjektivitas peneliti terkait dengan pengukuran pengungkapan tanggung jawab sosial yang menggunakan metode *content analysis*. Jika dimungkinkan, penelitian berikutnya dapat menambahkan metode triangulasi untuk memeriksa kembali pengungkapan

tanggung jawab sosial sehingga mengurangi subjektivitas pengukuran pengungkapan tanggung jawab sosial.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G., & Monzur Hasan, M. (2017). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting and Finance*, 59(2), 961–989. <https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Alaminos, D., Del Castillo, A., & Fernandez, M. A. (2016). A global model for bankruptcy prediction. *PLoS ONE*, 11(11), 1–18. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0166693>
- Altman, E. I. (1968). The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis. *The Journal of Finance*, 23(1), 193. <https://doi.org/10.2307/2325319>
- Altman, E. I. (2014). *Examining Moyer ' s of Re-examination Forecasting Financial*. 7(4), 76–79.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. S. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: A survey*. In *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (6th ed.). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1561/0500000009>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdzowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Arnold, M. C., HHRner, C., Martin, P., & Moser, D. V. (2017). Investment Professionals Use of Corporate Social Responsibility Disclosures. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3020887>
- Arora, P., & Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 136–152. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00843.x>
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 117(4), 679–694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
- Barniv, R., Agarwal, A., & Leach, R. (2002). Predicting bankruptcy resolution. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(3–4), 497–520. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00440>
- Bhattacharya, & Sen. (2003). Understanding with Consumers ' Relationships Companies. *American Marketing Association*, 67(2), 76–88.
- Bredart, X. (2014). Financial Distress and Corporate Governance: The Impact of Board Configuration. *International Business Research*, 7(1), 1–9. <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n3p72>
- Cheng, E. C. M., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *International Journal of Accounting*, 41(3), 262–289. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.07.001>
- Christitama, I. H. (2018). *Firm Characteristics, Consumer Proximity, Environmental Sensitivity, and Corporate Social Responsibility Disclosures*. Brawijaya University.
- Deis, D., & Guffey, D. (1995). Further evidence on the relationship between bankruptcy costs and firm size. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 34(1), 69–79.
- Donaldson, T., Preston, L. E., & Preston, L. E. E. E. (1995). Theory the Stakeholder of the Concepts , Evidence , Corporation : and Implications. *Management*, 20(1), 65–91.
- Dyrberg, A. (2004). *Firm in Financial Distress: An Exploratory Analysis*.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1st ed.). Pitman.
- Freeman, R. E., & Dmytriyev, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 1, 7. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev>
- Garriga, E., & Mele, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Corporate Social Responsibility*, 53(1), 107–127.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777–798. <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.18378878>
- Goss, A. (2009). Corporate Social Responsibility and Financial Distress. In ASAC (Vol. 1, Issue 1).
- Gujarati, D. ., & Porter, D. . (2019). *Basic Econometrics* (6th ed.). McGraw-Hill.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2016). Does corporate social responsibility engagement benefit distressed firms? The role of moral and exchange capital. *Pacific Basin Finance Journal*, 50, 249–262. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.10.010>

- Hanifah, O. E., & Purwanto, A. (2013). The Effect of Corporate Governance Structure and Financial Indicators on Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(2), 648–662.
- Harymawan, I., Agung, A. K., Nasih, M., & Agustia, D. (2019). Bankruptcy Risk and Political Connection in Indonesia. *Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance*, 1–13. https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_3695-1
- Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2013). Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *Accounting Review*, 88(6), 2025–2059. <https://doi.org/10.2308/accr-50544>
- Jones, T. M. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: a Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9507312924>
- Kang, K. H., Lee, S., Choi, K., & Lee, K. (2012). Geographical Diversification, Risk and Firm Performance of US Casinos. *Tourism Geographies*, 14(1), 117–146. <https://doi.org/10.1080/14616688.2011.593043>
- Khaoula, F., & Moez, D. (2019). The moderating effect of the board of directors on firm value and tax planning: Evidence from European listed firms. *Borsa Istanbul Review*, 19(4), 331–343. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.07.005>
- Lin, K. J., Tan, J., Zhao, L., & Karim, K. (2014). In the name of charity: Political connections and strategic corporate social responsibility in a transition economy. *Journal of Corporate Finance*, 32, 327–346. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.007>
- Manzanaque, M., Prigeo, A., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: evidence from Spain. *Spanish Accounting Review*, 19(1), 111–121. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Masase Mochabo, I. (2017). Effect of Bank Diversification on the Financial Distress of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Scientific Research and Management*, 05(11), 7329–7343. <https://doi.org/10.18535/ijstrm/v5i11.01>
- Mecaj, A., & Bravo, M. I. G. (2014). CSR Actions and Financial Distress: Do Firms Change Their CSR Behavior When Signals of Financial Distress Are Identified? *Modern Economy*, 05(04), 259–271. <https://doi.org/10.4236/me.2014.54027>
- Nugrahanti, Y. ., Sutrisno, T., Rahman, A. F., & Mardiaty, E. (2020). Do firm characteristics, political connection and corporate governance mechanism affect financial distress? *International Journal of Trade and Global Market*, 13(2), 220–250. <https://doi.org/DOI: 10.1504/IJTGM.2020.106753>
- Nwanji, T. I., & Howell, K. E. (2007). Shareholdership, stakeholdership and the modern global business environment: A survey of the literature. *Journal of Interdisciplinary Economics*, 18(4), 347–361. <https://doi.org/10.1177/02601079X07001800406>
- Nyamboga, T. O., Omwario, B. N., Muriuki, A. M., & Gongera, G. (2014). Determinants of Corporate Financial Distress: Case of Non- Financial Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 193–207.
- Omran, M. A., & Ramdhony, D. (2015). Theoretical Perspectives on Corporate Social Responsibility Disclosure: A Critical Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(2), 38. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v5i2.8035>
- Patrisia, D., & Datsgir, S. (2017). Diversification and Corporate Social Performance in Manufacturing Companies. *Eurasian Business Review*, 7(1), 121–139. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s40821-016-0052-6>
- Petta, B. C., & Tarigan, J. (2017). Institutional Ownership, Capital Structure and Financial Performance in Indonesia Manufacturing Companies. *Business Accounting Review*, 5(2), 625–634.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184–199. <https://doi.org/10.1007/bf02755985>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2006). *Understanding Differences between Financial Distress and Bankruptcy*. 2(2), 141–157.
- Rahman, A. F., & Nugrahanti, Y. W. (2021). The influence of related party transaction and corporate governance on firm value: An empirical study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 223–233. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no6.0223>
- Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34–49. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.11.003>

- Sembinging, E. R. (2005). Firm Characteristics and Corporate Social Disclosure. *National Accounting Symposium, September*, 15-16.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, LII(2), 737-783.
- Sun, W., & Cui, K. (2014). Linking corporate social responsibility to firm default risk. *European Management Journal*, 32(2), 275-287. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.04.003>
- Tao, Q., Sun, Y., Zhu, Y., & Yang, X. (2017). Political Connections and Government Subsidies: Evidence from Financially Distressed Firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(8), 1854-1868. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1332592>
- Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The Effects of Ownership Structure on likelihood of Financial Distress: An Empirical Evidence Article information: About Emerald www.emeraldinsight.com. *Corporate Governance: International Journal of Business Society*, 14(4), 589-612.
- Unal, E., Unal, Y., & Isik, O. (2017). the Effect of Firm Size on Profitability: Evidence From Turkish Manufacturing Sector. *Pressacademia*, 6(4), 301-308. <https://doi.org/10.17261/pressacademia.2017.762>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Wang, & Qian. (2011). Corporate Philanthropy and corporate financial performance: the roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management*, 54(6), 1159-1181.
- Wijesinghe, K. (2012). Current context of disclosure of corporate social responsibility in Sri Lanka. *Procedia Economics and Finance*, 171-178. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00077-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00077-9)
- Wiranata, Y., & Nugrahanti, Y. . (2013). Influence of Ownership Structure on Profitability of Manufacturing Companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Finance*, 15(1), 15-26. <https://doi.org/https://doi.org/10.9744/jak.15.1.15-26>