

**PENGARUH PENGUNGKAPAN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN FINANCIAL DISTRESS SEBAGAI
VARIABEL MODERASI**

**Katarina Feliska Kurniawan¹
I Putu Sugiarta Sanjaya²**

(Universitas Atma Jaya Yogyakarta)

¹feliskakatarina@gmail.com

²Corresponding author: putu.sugiarta@uajy.ac.id

Abstract

Disclosure of corporate social responsibility is regulated in Law Number 40 of 2007 Article 74. Disclosure of CSR provides benefits for both the community and the company. CSR disclosure can improve the company's reputation. A good reputation will increase the value of the company in the eyes of the community. In fact, there are still cases of misuse of CSR funds in Indonesia, such as cases of corruption and money laundering. Companies may do CSR to cover a situation, such as financial difficulties. This will make the value of the company decrease due to the element of imagery and is considered unfavorable by investors.

This study aims to provide empirical evidence regarding the effect of corporate social responsibility disclosure on firm value with financial distress as a moderating variable. The research was conducted on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. The dependent variable in this study is the value of the company as proxied by Tobin's Q. The independent variable in this study is corporate social responsibility which is measured using the GRI G4 index. The moderating variable in this study is financial distress as measured by the Altman and Zmijewski models. The control variables used in this study are leverage, growth, and cash ratio. The results show that corporate social responsibility has a positive effect on firm value. The results also show that financial distress does not affect the relationship between corporate social responsibility and firm value.

Keywords: *Corporate Social Responsibility, Financial Distress, Firm Value, Tobin's Q*

I. PENDAHULUAN

Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) diatur oleh Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Pasal 74 tentang Perseroan Terbatas. Tak hanya memberikan manfaat bagi masyarakat, *corporate social responsibility* juga dapat bermanfaat bagi perusahaan itu sendiri. Pengungkapan *corporate social responsibility* dapat meningkatkan reputasi perusahaan (Wu *et al.*, 2020). Reputasi perusahaan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan di mata masyarakat.

CSR sebagai kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan sumber daya yang perusahaan miliki untuk melakukan kegiatan bagi lingkungan dan sosial agar dapat mewujudkan keberlangsungan hidup. Keberlangsungan ini tidak hanya bagi perusahaan tetapi keberlangsungan juga bagi lingkungan dan masyarakat sekitarnya. Kegiatan ini tentu menjadi hal yang positif di mata investor karena perusahaan telah menjaga lingkungan dan sosial di sekitarnya demi menjaga keberlangsungan dan *going concern* perusahaan. Masyarakat dan lingkungan juga akan memberi efek positif bagi keberadaan perusahaan dengan tidak mengganggu dan mengancam kegiatan bisnis yang dijalankan oleh perusahaan. Di samping itu, konsumen yang peduli pada lingkungan akan tertarik membeli produk yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal ini akan mendatangkan keuntungan bagi perusahaan dalam bentuk peningkatan kinerja keuangan. Dalam hal demikian, kegiatan CSR akan berdampak positif bagi nilai perusahaan sebagai bentuk apresiasi investor di pasar modal akan kegiatan positif dan kinerja keuangan positif yang dicapai oleh perusahaan.

Akan tetapi, hasil studi empiris tidak semuanya sejalan dengan konsep di atas. Beberapa hasil studi terdahulu mengenai pengaruh pengungkapan CSR terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang beragam atau belum konklusif. Penelitian yang dilakukan oleh Umbara dan Suryanawa (2014), Ayem dan Nikmah (2019), Masruroh dan Makaryanawati (2020) menunjukkan hasil bahwa terdapat pengaruh positif antara CSR dan nilai perusahaan. Hasil berlawanan ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Stiaji *et al.* (2017), Sabatini dan Sudana (2019), dan Suryati *et al.* (2019). Berdasarkan hasil yang belum konklusif tersebut maka studi ini memasukkan *financial distress* sebagai variabel moderasi. Variabel ini akan menjelaskan mengapa hasil studi yang ada selama ini bertentangan satu dengan lainnya. Secara konsep metodologis, keberadaan variabel moderasi adalah untuk mampu memberi jawaban atas hasil studi sebelumnya yang bertentangan antara

satu studi dengan studi lainnya. Dimasukkannya variabel moderasi dalam studi ini karena perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan namun tetap melakukan CSR, akan menyebabkan penurunan pada nilai perusahaannya. Penurunan pada nilai perusahaan terjadi karena perusahaan mungkin melakukan CSR dengan unsur pencitraan, dengan maksud untuk menutupi kesulitan keuangan yang sedang dihadapinya dengan harapan masyarakat tetap menilai baik perusahaan. Hal ini akan menyebabkan perusahaan dinilai kurang baik oleh masyarakat maupun investor, sehingga akan berdampak pada penurunan nilai saham yang juga berpengaruh pada turunnya nilai perusahaan. Ini bisa disebutkan sebagai perilaku oportunistis atau *entrenchment effect* yang dilakukan oleh pengelola perusahaan.

Rumusan masalah yang akan diangkat dalam penelitian ini adalah: 1. Apakah pengungkapan CSR berpengaruh terhadap nilai perusahaan? 2. Apakah *financial distress* mampu memoderasi hubungan antara CSR terhadap nilai perusahaan? Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh pengungkapan CSR terhadap nilai perusahaan dengan *financial distress* sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019. Ada beberapa kontribusi penelitian yang diharapkan dalam studi sebagai berikut. Pertama, studi ini akan memberikan teori dalam hal ada variabel moderasi yaitu *financial distress* yang akan menjelaskan mengapa studi CSR berpengaruh positif dan negatif terhadap nilai perusahaan. Padahal kegiatan CSR adalah kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan untuk menjaga lingkungan dan sosial agar terwujudnya keberlanjutan hidup baik itu perusahaan, lingkungan, dan masyarakat (sosial). Kedua, hasil studi ini diharapkan mempunyai kontribusi praktik yaitu ada informasi tambahan yang diperlukan oleh investor sebelum mereka membuat keputusan setelah mengetahui perusahaan atau emiten melakukan kegiatan CSR. Karena kegiatan CSR bisa bersifat *entrenchment* (buruk) yaitu pencitraan dan bisa juga bersifat *alignment* (baik) yaitu kesamaan kepentingan untuk menjaga hubungan baik dan harmonis antara perusahaan dengan lingkungan dan antara perusahaan dengan masyarakat (sosial). Salah satu faktor lain yang perlu diperhatikan oleh investor adalah apakah emiten ini mempunyai masalah dalam keuangan atau tidak. Ketiga, hasil studi ini juga dapat digunakan oleh regulator (otoritas jasa keuangan) untuk menyusun kebijakan berkaitan dengan CSR. Regulator dapat memberi sanksi bagi perusahaan yang menjalankan kegiatan CSR untuk tujuan yang tidak baik seperti ada indikasi pencucian uang dilakukan perusahaan melalui kegiatan CSR.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Teori Stakeholder

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memiliki kewajiban untuk mempertimbangkan bagaimana kegiatan operasinya mempengaruhi para pemangku kepentingan dan tidak boleh hanya berfokus untuk memaksimalkan keuntungan pemilik (Rankin *et al.*, 2018). Kegiatan CSR yang dijalankan oleh perusahaan tidak terlepas dari konsep *triple P* yaitu *profit*, *people*, dan *planet*. Perusahaan bersedia untuk mengeluarkan sumber daya guna menjaga kepentingan seluruh pemangku kepentingan. Hal ini dilakukan agar perusahaan dapat mewujudkan keberlangsungan hidup baik itu perusahaan (*profit*), masyarakat (*people*), maupun lingkungannya (*planet*). CSR sebagai kegiatan yang positif ini akan dapat meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan melalui perubahan dalam harga saham. Harga saham akan digunakan dalam pengukuran nilai perusahaan.

2.2. Teori Legitimasi

Rankin *et al.* (2018) berpendapat bahwa teori ini digunakan untuk memahami aktivitas dan tindakan perusahaan yang berhubungan dengan isu sosial dan lingkungan. Teori ini menegaskan bahwa ada kontrak sosial antara perusahaan dengan masyarakat. Oleh karena itu, perusahaan harus membuat aktivitasnya yang sesuai dengan batas dan norma yang ada dalam masyarakat. Norma ini harus dipenuhi sebagai wujud bahwa perusahaan telah berkomitmen melaksanakan kontakannya dengan masyarakat yaitu menjaga hubungan baik dengan masyarakat dan tidak merusak lingkungan. Jika sampai dua hal ini tidak dilakukan oleh perusahaan maka keberadaan perusahaan juga akan terancam. Hal ini bisa dilakukan dengan protes keras yang dilakukan oleh masyarakat dan ancaman bencana alam karena lingkungannya dirusak oleh perusahaan. Ancaman ini juga akan berdampak pada eksistensi perusahaan. Oleh karena itu, kegiatan CSR yang dilaksanakan oleh perusahaan dapat mewujudkan kontrak sosial yang dilakukan oleh perusahaan dengan masyarakat.

2.3 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut teori legitimasi, perusahaan yang mengungkapkan CSR akan mendapatkan legitimasi dari masyarakat (Rankin *et al.*, 2018). Hal ini sejalan dengan teori *stakeholder*, yang juga menyatakan bahwa pengungkapan CSR dapat meningkatkan hubungan dengan para pemangku kepentingan (Wu *et al.*, 2020). Terciptanya hubungan baik antara perusahaan dengan para pemangku kepentingan

dapat menjaga *going concern* suatu perusahaan, yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham. Pernyataan ini sejalan dengan hasil penelitian Masrurroh dan Makaryanawati (2020), Nikmah (2019), serta Umbara dan Suryanawa (2014). Oleh karena itu, rumusan hipotesis pertama adalah sebagai berikut.

H1: *Corporate Social Responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4. *Financial Distress* Memoderasi Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan

Financial distress adalah kondisi kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan. Kesulitan keuangan ini bisa menyebabkan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang. Jika ini terus berlanjut maka perusahaan dapat dinyatakan *default* karena perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya. Hal ini tentu akan merugikan para pemegang saham perusahaan. Untuk menyembunyikan kesulitan keuangan tersebut, perusahaan bisa jadi melakukan CSR hanya sebatas untuk pencitraan diri bahwa perusahaan dalam kondisi baik-baik saja. Oleh karena itu, *financial distress* dapat melemahkan pengaruh positif CSR terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena CSR yang dilakukan hanya untuk tujuan oportunistik atau entrenchment yaitu CSR dilakukan hanya untuk keuntungan diri sendiri dan cenderung menyesatkan dan merugikan orang lain. Masyarakat akan menilai perusahaan melakukan CSR hanya untuk menutupi kinerja keuangannya yang buruk, sehingga perusahaan akan kurang mendapat perhatian dari masyarakat maupun investor. Hal ini akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan yang terpengaruh oleh turunnya nilai saham. Oleh karena itu, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut.

H2: *Financial distress* memiliki pengaruh negatif dalam memoderasi hubungan *corporate social responsibility* terhadap nilai perusahaan

III. METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode 2015-2019 dan melakukan pengungkapan CSR di laporan tahunan maupun keberlanjutan selama

periode 2015-2019. Pemilihan perusahaan manufaktur karena jumlah perusahaan dalam industri ini adalah terbanyak yang terdaftar di BEI. Pemilihan perusahaan dalam industri manufaktur juga terkait dengan perhitungan financial distress. Jika memasukan non manufaktur, ada karakter spesifik yang mempengaruhi perhitungan rasio untuk dimasukan ke dalam model untuk memprediksi kebangkrutan. Perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut adalah 143 perusahaan. Periode penelitian selama 5 tahun sehingga ada 715 observasi. Ada 222 observasi yang tidak lengkap sehingga observasi akhir adalah 493 *firm years*. Metode pengambilan data dilakukan dengan *purposive sampling*.

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *corporate social responsibility*, yang diukur dengan menggunakan indikator GRI G4. Studi ini menggunakan Wu *et al.* (2020) untuk mengukur CSR. Berikut formula

perhitungan CSR:

$$CSRIj = \frac{\sum Xij}{nj}$$

Keterangan:

CSRIj : *Corporate Social Responsibility Index* perusahaan j

$\sum Xij$: Total item yang diungkapkan oleh perusahaan j, 1 jika diungkapkan dan 0 jika tidak diungkapkan

Nj : Jumlah item untuk perusahaan j, $n_j \leq 91$

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio Tobin's Q. d Studi ini menggunakan persamaan yang dikemukakan oleh Sukamulja (2019). Adapun persamaannya adalah sebagai berikut.

$$Tobin's Q = \frac{Total\ Nilai\ Pasar}{Biaya\ Pengganti\ Aset}$$

Keterangan:

Total Nilai Pasar = Harga penutupan saham x jumlah lembar saham beredar

Biaya Pengganti Aset = Total Liabilitas + Total Ekuitas

Variabel Moderasi

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *financial distress*, yang diukur dengan model Altman dan Zmijewski untuk mendapatkan perbandingan dan hasil yang lebih akurat dalam perhitungan *financial distress*. Studi ini

mengikuti Wu *et al.* (2020) dan Listyarini (2020) untuk mengukur *financial distress*.

Model Altman:

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

Keterangan:

$$X_1 = \frac{\text{modal kerja}}{\text{total aset}} \\ X_2 = \frac{\text{laba ditahan}}{\text{total aset}}$$

$$X_3 = \frac{\text{Earnings before interest and tax}}{\text{total aset}} \\ X_4 = \frac{\text{total nilai pasar saham}}{\text{total nilai buku utang}} \\ X_5 = \frac{\text{penjualan}}{\text{total aset}}$$

Model Zmijewski:

$$Z = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3$$

Keterangan:

$$X_1 = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total aset}}$$

$$X_2 = \frac{\text{total utang}}{\text{total aset}} \\ X_3 = \frac{\text{aset lancar}}{\text{utang lancar}}$$

Variabel Kontrol

Leverage, menunjukkan perbandingan antara pendanaan melalui utang dengan pendanaan melalui ekuitas (Linawaty dan Ekadjaja, 2017)

$$Lev = \frac{\text{total utang}}{\text{total ekuitas}}$$

Growth, perusahaan dengan *growth* besar, memiliki profitabilitas yang lebih tinggi (Wu *et al.*, 2020)

$$Growth = \frac{\text{laba operasi tahun sekarang} - \text{sebelumnya}}{\text{laba operasi tahun sebelumnya}} \times 100\%$$

Cash Ratio, mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya (Wu *et al.*, 2020)

$$Cash = \frac{\text{kas} + \text{setara kas}}{\text{utang lancar}}$$

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengambilan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi yang diperoleh dari *website* BEI dan *website* perusahaan untuk laporan keuangan yang digunakan mengukur CSR dan variabel kontrol serta variabel moderasi. Sementara harga saham untuk mengukur nilai perusahaan diperoleh dari *yahoofinance*.

Metode Pengujian Statistik

Metode pengujian yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda, dengan formula sebagai berikut:

Model 1:

$$FV = \alpha + \beta_1 CSR + \beta_2 Lev + \beta_3 Growth + \beta_4 Cash + e$$

Model 2:

$$FV = \alpha + \beta_1 CSR + \beta_2 FD + \beta_3 CSR * FD + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + \beta_6 Cash + e$$

Keterangan:

FV = Nilai Perusahaan

FD = *Financial Distress*

CSR = *Corporate Social Responsibility*

Lev = *Leverage*

Growth = *Growth Ratio*

Cash = *Cash Ratio*

e = *Standard error*

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menunjukkan gambaran suatu data yang dilihat dari minimum, maximum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *corporate social responsibility* (CSR) dengan rata-rata 0,07726 dan deviasi standar 0,047318, nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan rata-rata 0,69040 dan deviasi standar 0,629083, *financial distress* yang diukur dengan metode Altman (Altman) dengan rata-rata 0,94272 dan deviasi standar 0,449377, *financial distress* yang diukur dengan metode Zmijewski (Zmijewski) dengan rata-rata -1,81317 dan deviasi standar 1,110674, *Leverage* (*Leverage*) dengan rata-rata 1,10237 dan deviasi standar 0,785224, *Growth* (*Growth*) dengan rata-rata -0,09299 dan deviasi standar 0,965179, dan *Cash Ratio* (*Cash*) dengan rata-rata 0,29992 dan deviasi standar 0,415337. Secara lebih lengkap, hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CSR	493	.011	.253	.07726	.047318
Tobin's Q	493	.000	3.311	.69040	.629083
Altman	493	.056	3.079	.94272	.449377
Zmijewski	493	-6.764	1.841	-1.81317	1.110674
Leverage	493	.070	4.502	1.10237	.785224

Growth	493	-4.532	7.064	-.09299	.965179
Cash	493	.000	4.908	.29992	.415337
Valid N (listwise)	493				

Sumber: Data diolah, 2022

Uji Asumsi Klasik

Tabel 2
Hasil Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji Asumsi Klasik	Kriteria	Hasil			Keputusan
Uji Normalitas (Kolmogorov-Smirnov)	Sig > 0,05	Sig = 0,141			Data terdistribusi normal
Uji Multikolinearitas	Tolerance > 0,1 VIF < 10		Tolerance	VIF	Tidak terjadi multikolinearitas
		CSR	0,992	1,008	
		Altman	0,953	1,049	
		Zmijewksi	0,182	5,497	
		Leverage	0,209	4,777	
		Growth	0,982	1,018	
Cash	0,735	1,361			
Uji Autokorelasi (Durbin-Watson)	$dU < d < 4-dU$	1,87231 < 2,037 < 2,12769			Tidak terjadi autokorelasi
Uji Heterokedastisitas (Glejser)	Sig > 0,05	CSR	0,724		Tidak terjadi heterokedastisitas
		Altman	0,332		
		Zmijewksi	0,097		
		Leverage	0,192		
		Growth	0,615		
		Cash	0,712		

Sumber: Data diolah, 2022

Uji Hipotesis

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Persamaan I

Model		Unstandardized Coefficients		Standardize d	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.593	.134		-4.418	.000
	CSR	1.801	1.040	.074	1.732	.084
	Leverage	-.392	.067	-.269	-5.826	.000
	Growth	.060	.051	.050	1.166	.244
	Cash	.197	.128	.071	1.540	.124
F = 13.674						

Sig. F = 0.000
Adjusted R square = 0.093

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan Tabel 3, maka persamaan regresi linear berganda I adalah sebagai berikut:

$$Tobin's Q = -0,593 + 1,801 CSR - 0,392 Lev + 0,060 Growth + 0,197 Cash + e$$

Hasil menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,084, nilai tersebut lebih kecil dari signifikansi 0,1 sehingga H_{a1} diterima, *corporate social responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai Signifikansi F sebesar 0,000 menunjukkan model penelitian ini memenuhi kriteria *fit* atau layak.

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,093 atau 9,3%. Hal ini berarti sebesar 9,3% variabel dependen dipengaruhi oleh variabel independen, sedangkan sebesar 90,7% dipengaruhi oleh variabel lain di luar penelitian ini.

Tabel 4

Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Persamaan II dengan Model Altman

Model		Unstandardized Coefficients		Standardize d Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.099	.236		-4.651	.000
	CSR	1.815	2.551	.075	.712	.477
	Altman	.465	.199	.182	2.335	.020
	CSR*Altma	.245	2.519	.012	.097	.923
	n					
	Leverage	-.349	.067	-.239	-5.222	.000
	Growth	.039	.051	.033	.768	.443
	Cash	.199	.126	.072	1.586	.113
F = 12.653						
Sig. F = 0.000						
Adjusted R square = 0,124						

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan Tabel 4, maka persamaan regresi linear berganda II dengan model Altman adalah sebagai berikut:

$$Tobin's Q = -1,099 + 1,815 CSR + 0,465 FD + 0,245 CSR * FD - 0,349 Lev + 0,039 Growth + 0,199 Cash + e$$

Hasil menunjukkan nilai Signifikansi sebesar 0,923, dimana nilai tersebut lebih besar dari signifikansi 0,05 dan 0,1 sehingga Ha2 dengan pengukuran model Altman tidak terdukung. Nilai Signifikansi F sebesar 0,000 menunjukkan model penelitian ini memenuhi kriteria fit atau layak.

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,124 atau 12,4%. Hal ini berarti sebesar 12,4% variabel dependen dipengaruhi oleh variabel independen, sedangkan sebesar 87,6% dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Tabel 5

Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Persamaan II dengan Model Zmijewski

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.579	.361		-4.373	.000
	CSR	1.648	2.076	.068	.794	.428
	Zmijewski	-.323	.128	-.313	-2.527	.012
	CSR*Zmijewski	-.234	1.053	-.024	-.223	.824
	Leverage	-.001	.136	-.001	-.008	.993
	Growth	.057	.051	.048	1.117	.265
	Cash	.026	.137	.009	.188	.851
F = 11.136						
Sig. F = 0.000						
Adjusted R square = 0,110						

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan Tabel 5, maka persamaan regresi linear berganda II dengan model Zmijewski adalah sebagai berikut:

$$Tobin's Q = -1,579 + 1,648 CSR - 0,323 FD - 0,234 CSR * FD - 0,001Lev + 0,057 Growth + 0,026 Cash + e$$

Hasil menunjukkan nilai Signifikansi sebesar 0,824, dimana nilai tersebut lebih besar dari signifikansi 0,05 dan 0,1 sehingga Ha2 dengan pengukuran model Zmijewski tidak terdukung. Nilai Signifikansi F sebesar 0,000 menunjukkan model penelitian ini memenuhi kriteria fit atau layak.

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,110 atau 11%. Hal ini berarti sebesar 11% variabel dependen dipengaruhi oleh variabel independen, sedangkan sebesar 89% dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Pembahasan Hasil

Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *corporate social responsibility* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan nilai Tobin's Q. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,084, di mana nilai tersebut lebih kecil dari nilai signifikansi 0,1 atau 10%, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_{a1} didukung. Studi ini menggunakan alfa 10% karena penulis tidak mempunyai keyakinan yang kuat bahwa tingkat kesalahan hanya 5%. Mengacu pada jurnal internasional terbitan lembaga-lembaga bereputasi seperti *American Accounting Association (Journal of Accounting Research, Accounting Review, Accounting Horizons*, dan lain-lain), Elsevier (*Journal of Accounting and Economics, Journal of Financial and Economics*, dan lain sebagainya), Emerald, dan lain-lain, penulis tidak pernah menemukan tingkat kesalahan hanya 5%. Penulis menemukan *** dinyatakan signifikan pada 1%, ** signifikan pada alfa 5%, dan * signifikan pada alfa 10%. Ini berarti alfa 10% masih dimungkinkan. Kedua, penulis tidak ingin terjebak ke dalam kesalahan tipe 2.

Hal ini sesuai dengan teori legitimasi, yang menyatakan bahwa perusahaan yang mengungkapkan *corporate social responsibility* akan mendapatkan legitimasi dari masyarakat (Rankin *et al.*, 2018). Teori *stakeholder* juga menyatakan bahwa pengungkapan *corporate social responsibility* mampu meningkatkan hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan (Wu *et al.*, 2020). Hubungan yang baik antara perusahaan dengan para pemangku kepentingan ini dapat menjaga *going concern* suatu perusahaan, yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Masruroh dan Makaryanawati (2020) yang menyatakan bahwa *corporate social responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh penelitian Ayem dan Nikmah (2019) juga menunjukkan pengaruh positif *corporate social responsibility* terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian Umbara dan Suryanawa (2014).

***Financial Distress* Memoderasi Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel *financial distress* tidak mampu memoderasi hubungan antara *corporate social responsibility* dengan nilai perusahaan. Pengukuran *financial distress* dilakukan dengan dua metode, yaitu Altman dan Zmijewski. Hasil pengujian dengan pengukuran *financial distress* menggunakan model Altman menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,980, di mana nilai tersebut lebih besar dari nilai *alpha* 0,05 maupun nilai *alpha* 0,1, sehingga dapat disimpulkan bahwa Ha2 tidak didukung. Hasil pengujian dengan pengukuran *financial distress* menggunakan model Zmijewski menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,830, di mana nilai tersebut lebih besar dari nilai 0,05 maupun 0,1, sehingga dapat disimpulkan bahwa Ha2 juga tidak didukung.

Pengukuran dengan model Altman menunjukkan hasil bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami *financial distress*. Dalam kondisi *financial distress*, perusahaan tetap memenuhi kewajibannya dalam melakukan CSR. Pengungkapan CSR di Indonesia dilakukan sebagai sebuah kewajiban. Dalam segala kondisi keuangan, termasuk *financial distress*, perusahaan tetap harus melakukan kewajibannya dalam mengungkapkan CSR, sehingga *financial distress* tidak mampu mempengaruhi hubungan antara *corporate social responsibility* dengan nilai perusahaan. Pengukuran *financial distress* menggunakan model Zmijewski menunjukkan hasil bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia tidak mengalami *financial distress*. Berdasarkan kedua model ini, hasil yang berbeda didapatkan karena adanya perbedaan rasio yang diukur dalam kedua model. Model Zmijewski cenderung berfokus pada jumlah utang perusahaan. Semakin besar jumlah utang, maka model akan memprediksi bahwa perusahaan mengalami *financial distress* (Listyarini, 2020). Sedangkan dalam model Altman, hanya ada 1 rasio yang menggunakan nilai liabilitas sebagai pengukur. Model Altman menilai kondisi keuangan perusahaan dari banyak aspek, mulai dari total aset, modal kerja, nilai pasar saham, laba operasi, hingga penjualan.

V. SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh *financial distress* yang diukur dengan model Altman dan Zmijewski dalam memoderasi hubungan antara *corporate social responsibility* dengan nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q*. Studi ini menyimpulkan bahwa

Corporate social responsibility berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Financial distress* sebagai variabel moderasi tidak mampu mempengaruhi hubungan antara *corporate social responsibility* terhadap nilai perusahaan.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah penilaian CSR cenderung bersifat subjektif karena tidak semua informasi tentang CSR ditulis secara eksplisit di laporan tahunan perusahaan. Selain itu, peneliti kesulitan dalam mencari tanggal publikasi laporan tahunan perusahaan karena tidak semua perusahaan mencantumkan tanggal publikasi laporan tahunan perusahaan pada website perusahaan, sehingga peneliti menggunakan harga penutupan saham pada akhir tahun agar tidak terjadi kesenjangan data. Tanggal publikasi diperlukan untuk menentukan harga penutupan saham yang lebih akurat untuk mengukur nilai perusahaan.

Saran untuk peneliti berikutnya adalah peneliti perlu memaknai informasi tanggung jawab sosial yang dilakukan perusahaan yang tercantum dalam laporan tahunan maupun laporan keberlanjutannya. Hal ini dilakukan supaya menemukan informasi baik yang tertulis secara implisit maupun eksplisit. Dalam pelaksanaannya, masih terdapat beberapa perusahaan yang tidak melakukan tanggung jawab sosialnya. Hal ini sangat disayangkan karena pengungkapan CSR terbukti mampu memberi manfaat tak hanya bagi masyarakat saja, namun juga bagi perusahaan itu sendiri. Saran untuk peneliti berikutnya adalah pastikan terlebih dahulu data tanggal publikasi telah tersedia di website BEI untuk menentukan periode penelitian. Saran ini khusus bagi peneliti berikutnya meneliti tentang nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ayem, S., & Nikmah J. (2019). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Pajak Dewantara*, 1(2), 138-149.
- Baimwera, B., & Muriuki, A. M. (2014). Analysis of Corporate Financial Distress Determinants: a Survey of Non-Financial Firms Listed in the Nse. *International Journal of Current Business and Social Sciences*, 1(2), 58-80.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hadi, N. (2009). Social Responsibility: Kajian Theoretical Framework, Dan Perannya Dalam Riset Bidang Akuntansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(8), 88-109.

- Hartono, J. (2016). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Linawaty, & Ekadjaja, A. (2017). Analisis Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Dan Arus Kas Bebas Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ekonomi*, 22(1), 164-176.
- Listyarini, F. (2020). Analisis Perbandingan Prediksi Kondisi Financial Distress Dengan Menggunakan Model Altman, Springate, dan Zmijewksi. *Jurnal Bina Akuntansi*, 7(1), 1-20.
- Murni, M. (2018). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Tingkat Financial distress pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 4(1), 74-83.
- Masruroh, A., & Makaryanawati. (2020). Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek. *Jurnal Akuntansi Aktual*, 7(1), 67-80.
- Nurhayati, Eliana, & Neneng, J. (2021). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Menggunakan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Global Journal of Islamic Banking and Finance*, 3(1), 73-80.
- Raharjo, A., & Djanuarti, I. (2014). Pengaruh Tanggung Jawab Sosial Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Studi Kasus Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di BEI 2008-2012. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(1), 1-10.
- Ramona, S. (2017). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Artikel Ilmiah*, 1-14.
- Rankin, M., Ferlauto, K., McGowan, S., & Stanton, P. (2018). *Contemporary Issues in Accounting 2nd edition*. John Wiley & Sons Australia.
- Rengga, A., & Sukamulja, S. (2014). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan-Perusahaan Sektor Barang Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2000-2013. *Jurnal Universitas Atma Jaya Yogyakarta*, 1-15.
- Ronal, S. (2020). Sengakrut Dana CSR Bank SulutGo, Kajari Manado Tak Pernah Mau Ungkap Waktu Awal Penyelidikan. <https://www.journaltelegraf.com/2020/09/sengkarut-dana-csr-bank-sulutgo-kajari.html>
- Sabatini, K., & Sudana, I. P. (2019). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Pada Nilai Perusahaan Dengan Manajemen Laba Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 14(1), 56-69.
- Sofwan, R. (2016). Bareskrim Tetapkan Tersangka Baru Kasus Pertamina Foundation. <https://www.cnnindonesia.com/nasional/20160219175721-12-112151/bareskrim-tetapkan-tersangka-baru-kasus-pertamina-foundation>

- Stiaji, R. J., Diana, N., & Afifudin. (2017). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmiah Riset Akuntansi*, 6(6), 1-21.
- Sudaryanti, D., & Riana, Y. (2017). Pengaruh Pengungkapan CSR Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal PETA A*, 2(1), 19-31.
- Sukamulja, S. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: ANDI dan BPFE.
- Sukoco, I. (2013). Fungsi Public Relations Dalam Menjalankan Aktivitas Corporate Social Responsibility. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(2), 188-198.
- Suryati, A. K., Gama, A. W. S., & Astiti, N. P. Y. (2019). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Forum Manajemen*, 17(2), 111-121.
- Sutra, F. M. & Mais, R. G. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Financial Distress Dengan Pendekatan Altman Z-Score Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 16(1), 35-72.
- Umbara, D. M. B., & Suryanawa, I. K. (2014). Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Pada Nilai Perusahaan. *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9(2), 410-424.
- Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T., & Zhang, W. (2020). The Impact of CSR And Financial Distress On Financial Performance-Evidence From Chinese Listed Companies Of Manufacturing Industry. *Journal Sustainability*, 12(17), 1-19.
- Yuli. (2011). CSR Bisa Jadi Modus Baru Pencucian Uang. <https://nasional.kompas.com/read/2011/02/19/01012991/~Nasional>