

**Pengaruh *Corporate Governance* dan *Corporate Social Responsibility* terhadap
Cost of Capital dan dampaknya terhadap *Firm Value*
(Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia)**

DISERTASI

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Memperoleh Gelar Doktor**



OLEH:

Kartika Hendra Titisari

157020201111011

**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN
PASCA SARJANA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2019**

DISERTASI

**PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE DAN CORPORATE SOCIAL
RESPONSIBILITY TERHADAP COST OF CAPITAL DAN
DAMPAKNYA TERHADAP FIRM VALUE
(Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia)**

Oleh :

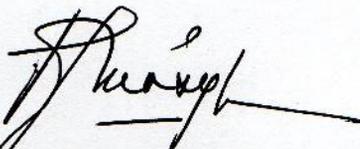
KARTIKA HENDRA TITISARI
157020201111011

Dipertahankan di depan penguji
Pada tanggal : **17 Desember 2019**
Dan dinyatakan memenuhi syarat

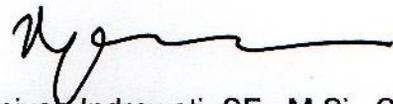
Komisi Promotor,



Prof. Dr. Moeljadi, SE., SU., M.Sc., CPHR
Promotor



Dr. Kusuma Ratnawati, SE., MM., CFP., CFP Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE., M.Si., CSRS., CFP
Ko - Promotor 1 Ko - Promotor 2



Mengetahui,

a/n Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
Ketua Program Doktor Manajemen




Prof. Dr. Noermijati, SE., MTM., CPHR
NIP. 19611108 19860 1 2002

LEMBAR IDENTITAS PROMOTOR DAN PENGUJI

Judul : PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* DAN *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* TERHADAP *COST OF CAPITAL* DAN DAMPAKNYA TERHADAP *FIRM VALUE* (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia)

Nama Mahasiswa : KARTIKA HENDRA TITISARI

Program Studi : ILMU MANAJEMEN

KOMISI PROMOTOR

Promotor : Prof. Dr. Moeljadi, SE., SU., M.Sc., CPHR

Promotor 1 : Dr. Kusuma Ratnawati, SE., MM., CFP., CFP

Promotor 2 : Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE., M.Si., CSRS., CFP., CRP

TIM PENGUJI

Dosen Penguji 1 : Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., AkP

Dosen Penguji 2 : Dr. Djumahir, SE., MM

Dosen Penguji 3 : Dr. Andarwati, SE., MM., CSRS., CFP

Dosen Penguji Luar 1 : Prof. Dr. H. Moh. Wahyudin Zarkasyi, SE., M.Si., Ak., CPA

Dosen Penguji Luar 2 : Prof. Dr. Grahita Chandrarin, M.Si., Ak., CA

Tanggal Yudisium : 17 Desember 2019



a.n. Dekan
Ketua Program Doktor Manajemen

Prof. Dr. Noermijati, SE., MTM., CPHR

NIP. 19611108 19860 1 2002

PERNYATAAN ORISINALITAS DISERTASI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, didalam naskah DISERTASI dengan judul:

"PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE DAN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TERHADAP COST OF CAPITAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP FIRM VALUE (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia)"

Tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah DISERTASI ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur PLAGIASI, saya bersedia DISERTASI ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (DOKTOR) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku. (UU NO. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Malang, 17 Desember 2019

Mahasiswa,



Nama : KARTIKA HENDRA TITISARI
NIM : 157020201111011
PS : DOKTOR ILMU MANAJEMEN
PPS FEB UB

RIWAYAT HIDUP PENELITI

Kartika Hendra Titisari, lahir di Ponorogo, 17 Maret 1973 anak pertama dari bapak Subagio Haris Suprajitno dan Ibu Sutimah. Pendidikan Sekolah Dasar (SD) Negeri Sawoo III - Ponorogo (1981-1987), pendidikan Sekolah Menengah Pertama (SMP) Negeri I Sawoo - Ponorogo (1987-1989) dan pendidikan Sekolah Menengah Atas (SMA) Negeri I Ponorogo (1989-1991). Pendidikan Sarjana (S1) pada jurusan Akuntansi - Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Malangkucecwara Malang (1991-1995). Pendidikan Profesi Akuntansi (PPAk) - Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sebelas Maret Surakarta (2005-2006). Pendidikan Pascasarjana (S2) pada jurusan Akuntansi di Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sebelas Maret Surakarta (2006-2008). Tahun 2015 hingga sekarang mengikuti studi Strata Tiga (S3) pada Program Doktor Ilmu Manajemen, minat Manajemen Keuangan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. Sejak tahun 2003 hingga sekarang, menjadi Dosen Tetap, dengan jabatan terakhir Lektor Kepala pada jurusan Akuntansi - Fakultas Ekonomi Universitas Islam Batik (UNIBA) Surakarta. Beberapa kali melakukan penelitian dari Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi Jakarta (DP2M), termasuk penelitian ini lolos dalam seleksi Hibah Disertasi Doktor (2018). Menikah dengan Arifin Nurdin (1997), dikaruniai anak Lazuardy Azhari Bacharuddin Noor (1998).

UCAPAN TERIMAKASIH

Puji Syukur kehadiran Allah SWT atas segala limpahan Rahmat dan HidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan Disertasi ini. Banyak pihak yang berjasa, baik langsung maupun tidak langsung selama proses perkuliahan, penelitian, dan penulisan laporan Disertasi ini. Oleh karena itu melalui kesempatan ini dengan segala kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. **Prof. Dr. Ir. Nuhfil Hanani AR., MS.**, Rektor Universitas Brawijaya yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menempuh pendidikan jenjang Doktor pada Universitas Brawijaya.
2. **Nurkholis, SE., M.Bus.(Acc.), Ak., Ph.D.**, Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya atas kesempatan yang diberikan kepada penulis untuk dapat diterima pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
3. **Dr. Pramono Hadi, SP., M Si.**, selaku Rektor Universitas Islam Batik (UNIBA) Surakarta atas kesempatan yang diberikan kepada penulis untuk menyelesaikan pendidikan ke Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
4. **Ratna Damayanti, ST, MM.**, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Batik (UNIBA) Surakarta atas bantuan dan rekomendasi untuk melanjutkan studi Program Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
5. **Prof. Dr. Dra. Noermijati, MTM., CPHR**, selaku Ketua Program Studi Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, atas motivasi, kepemimpinan dan bimbingan yang tulus dan ikhlas.
6. **Prof. Dr. Moeljadi, SE., SU., MSc., CFP., CRP.**, selaku Promotor yang selalu semangat memberi motivasi, bimbingan, dan arahan kepada penulis untuk menuangkan pikiran ke dalam tulisan yang tak mudah dilakukan oleh penulis, serta terus membantu untuk cepat menyelesaikan studi Program Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. Lebih khususnya beliau telah memberikan pandangan hidup “pantang menyerah”, menjadi sumber inspirasi, serta dengan kesabaran beliau telah memberikan kesempurnaan proses penulisan jurnal internasional.

7. **Dr. Kusuma Ratnawati, SE, MM., CFP**, selaku Ko-Promotor I Disertasi yang selalu memberi keteduhan atas gejala batin dalam proses penulisan disertasi, memberi arahan dan koreksi penyempurnaan penulisan disertasi, serta memacu untuk menyelesaikan studi Program Doktor di Universitas Brawijaya.
8. **Dr. Nur Khusniyah Indrawati, SE, MSi., CSRS., CRP**, selaku Ko-Promotor II Disertasi yang selalu menyediakan waktu untuk diskusi dan koreksi proses penulisan, terutama dalam membedah instrumen kuesioner penelitian, menyempurnakan metodologi penelitian serta memacu untuk menyelesaikan studi Program Doktor di Universitas Brawijaya.
9. **Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., Ak.**, selaku Penguji internal yang telah memberi banyak inspirasi, memberikan kesempatan untuk berdiskusi, memberi materi jurnal RBV serta masukan-masukan berupa saran yang sangat berarti dalam proses penyelesaian Disertasi ini.
10. **Dr. Djumahir, SE., MM**, selaku Penguji internal yang begitu bijak dan teliti telah memberikan masukan-masukan berupa saran yang sangat berarti dalam proses penyelesaian Disertasi ini.
11. **Dr. Djumahir, SE., MM**, selaku Penguji internal yang begitu bijak dan teliti telah memberikan masukan-masukan berupa saran yang sangat berarti dalam proses penyelesaian Disertasi ini.
12. **Dr. Andarwati, SE., ME., CSRS., CFP**, selaku Penguji internal yang begitu bijak dan teliti telah memberikan masukan-masukan berupa saran yang sangat berarti dalam proses penyelesaian Disertasi ini.
13. **Prof. Dr. H. Moh. Wahyudin Zarkasyi, SE.,MS,Ak,CPA**, adalah Guru Besar Universitas Padjajaran Bandung dan Rektor Universitas Siperbangsa (UNSIKA) Karawang selaku penguji eksternal, terimakasih atas sambutan hangat, kesediaan meluangkan waktu disela kesibukan, dan kerjasama dalam proses Ujian Akhir Disertasi.
14. **Prof. Dr. Grahita Chandrarin, M.Si,Ak.,CA.**, adalah Guru Besar dan Direktur Pascasarjana Universitas Merdeka Malang selaku penguji eksternal, terimakasih atas sambutan hangat, kesediaan meluangkan waktu disela kesibukan, dan kerjasama dalam proses Ujian Akhir Disertasi.
15. **Bapak dan Ibu Dosen Program Doktor Ilmu Manajemen** Pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya yang telah memberikan tambahan wawasan ilmu

dan pengalaman dalam proses perkuliahan di Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya. Semoga Ilmu yang diterima menjadi berkah, dan kepada Dosen FEB Brawijaya menjadi ladang ibadah dunia akhirat.

16. Seluruh staf administrasi dan keuangan Program Doktor Ilmu Manajemen

Pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya yang telah banyak membantu mulai proses penerimaan awal hingga proses penyelesaian studi penulis.

17. Kepada Guru-guru pada tingkat SD, SMP, SMA, S1 dan S2 yang telah memberikan bekal ilmu pada proses kehidupan penulis, tanpa jasa kalian penulis tidak dapat meraih semua ini, semoga menjadi amal jariah.

18. Sahabat-sahabat seperjuangan angkatan 2015 Program Doktor Ilmu Manajemen, atas motivasi, kerja sama, dukungan-dukungan non material pada saat perkuliahan hingga penyelesaian Disertasi Pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. Sahabat-sahabat yang ada dilingkungan akademik Universitas Brawijaya, terimakasih atas diskusi-diskusi, berbagi informasi, menjadi penyemangat dikala duka, kalian adalah sumber kekuatanku.

19. **Kepada keluargaku**, Subagjo Haris Suprayitno (Bapak) dan Sutimah (Ibu), yang selalu memberikan Doa dan semangat. Kepada adikku **Haris Mahendra Sekar Tanjung, S Si, Tri Hendra Cahya Widyat Maya, ST, dan Hendra Dharma Tunjung Ratri, AMd**, yang turut memberi Do'a dan semangat. Keponakan tercinta **Ardin Fajarisma, Aira Putri Widyatmaya, dan Hamzah Arrifai** atas senyum manis dan pelukkan hangatnya.

20. Teristimewa buat suamiku tercinta Arifin Nurdin, SE., terimakasih atas seluruh pengorbanannya, kesabaran, Doa dan motivasinya. Untuk anakku **Lazuardy Azhari Bacharuddin Noor, S.Si.Kom.**, menjadi sumber motivasi untuk menyelesaikan studi.

21. Kepada seluruh civitas akademika Universitas Islam Batik (UNIBA) Surakarta, seluruh tenaga pendidik dan kependidikan, terkhusus teman-teman dosen prodi akuntansi dan seluruh mahasiswa prodi akuntansi. Terima kasih atas dukungannya, sehingga terselesaikannya studi saya di Universitas Brawijaya.

ABSTRAK

Kartika Hendra Titisari. Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. 2015. "**Pengaruh Corporate Governance dan Corporate Social Responsibility terhadap Cost of Capital dan dampaknya terhadap Firm Value (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia)**". Promotor: **Moeljadi**, Ko-Promotor: **Kusuma Ratnawati dan Nur Khusniyah Indrawati**.

Corporate governance dan *corporate social responsibility* adalah merupakan hal penting untuk keberlanjutan perusahaan yang mempengaruhi *firm value*. Pada saat yang sama, hasil penelitian di beberapa negara memberikan bukti empiris yang beragam. Penelitian ini bertujuan menganalisis dampak *corporate governance* dan *corporate social responsibility* pada *firm value* melalui *cost of capital* di perusahaan publik di Indonesia.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang telah menerbitkan *Sustainability Report* tahun 2016 sebanyak 48 perusahaan. Namun sebagian perusahaan tidak menerbitkan secara rutin selama periode pengamatan dari tahun 2010 hingga 2016. Penelitian ini menggunakan syarat populasi, perusahaan tidak menerbitkan *sustainability report* maksimal 1 tahun. Sehingga diperoleh populasi sebanyak 27 perusahaan, yang digunakan seluruhnya sebagai sampel penelitian (sampel jenuh) dengan jumlah observasi 189. Metode analisis menggunakan analisis jalur, dengan Warp PLS.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *corporate governance* dan *corporate social responsibility* memiliki efek langsung dan tidak langsung pada *firm value*. Pengujian langsung, *corporate governance* berdampak pada penurunan *firm value*, sedangkan *corporate social responsibility* berdampak pada peningkatan *firm value*. *Cost of capital* bertindak sebagai variabel mediasi dalam hubungan ini. *Corporate governance* dan *corporate social responsibility* berdampak pada penurunan *cost of capital* dan penurunan *cost of capital* berdampak pada peningkatan *firm value*. Temuan menunjukkan bahwa *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan citra perusahaan secara internal dan eksternal, sehingga meningkatkan kepercayaan investor, dan perusahaan memiliki kesempatan untuk mendapatkan sumber pendanaan murah yang dapat mengurangi *cost of capital*. Penurunan *cost of capital* dapat meningkatkan profitabilitas dan berdampak pada peningkatan *firm value*.

Kata kunci: *cost of capital, profitability, firm value*

ABSTRACT

Kartika Hendra Titisari. Doctoral Program in Management, Faculty of Economics and Business Universitas Brawijaya Malang, 2015. **“The Effect of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility on the Cost of Capital and its impact on Firm Value (An Empirical Study in the Indonesia Stock Exchange).”** Promoter: **Moeljadi,** Co-Promoters: **Kusuma Ratnawati dan Nur Khusniyah Indrawati.**

Corporate governance and corporate social responsibility are important for corporate sustainability since they affect firm value. The results of studies in several countries provide diverse empirical evidences. This study analyzes the impact of corporate governance and corporate social responsibility on firm value of Indonesian public companies through the cost of capital.

The population of this research is the companies that have published Sustainability Report in 2016 as many as 48 companies. However, some companies did not publish regularly during the observation period from 2010 to 2016. This study used population requirements, the company did not publish a sustainability report for a maximum of 1 year. So as much as 27 companies are obtained, which are used entirely as research samples (saturated samples) with a total of 189 observations. The data was analyzed using path analysis in Warp PLS.

The result of the hypotheses testing show that corporate governance and corporate social responsibility have both direct and indirect effects on firm value. According to direct testing, Corporate governance has effect a reduce on firm value, while corporate social responsibility has effect a increase on firm value. The cost of capital acts as a mediating variable in this relationship. The corporate governance and corporate social responsibility has effect a reduce on cost of capital, while cost of capital has effect a increase on firm value. The findings show that corporate governance and corporate social responsibility can improve the company performance and corporate image internally and externally, thereby increasing the investors' confidence, and companies have the opportunity to obtain inexpensive funding sources that can reduce cost of capital. A decrease in cost of capital can increase profitability and have an impact on firm value increasing.

Keywords: *cost of capital, profitability, firm value.*

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat, nikmat dan hidayah-Nya, salawat serta salam selalu penulis panjatkan kepada junjungan Nabi Agung Muhammad SAW semoga kita semua selalu mendapat syafaatnya, karena atas segala rahmat dan hidayany-Nya penulis dapat menyelesaikan disertasi ini dengan judul : **“Pengaruh *Corporate Governance* dan *Corporate Social Responsibility* terhadap *Cost of Capital* dan dampaknya terhadap *Firm Value* (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia).”**

Tulisan ini menyajikan pokok-pokok bahasan meliputi, *corporate governance*, *corporate social responsibility*, *cost of capital*, dan *firm value*. Tak ada gading yang tak retak, penulis sangat menyadari bahwa masih banyak keterbatasan dan kekurangan yang penulis miliki, namun penulis sudah mengerahkan segala kemampuan untuk dapat lebih teliti dan lebih baik, tetapi masih dirasakan banyak kekurangtepatan, oleh sebab itu, pendapat, kritik dan saran yang bersifat membangun sangat penulis harapkan demi kesempurnaan tulisan ini. Semoga tulisan ini bermanfaat baik untuk kalangan akademisi yang mendalami ilmu manajemen khususnya manajemen keuangan maupun praktisi yang di Pasar Modal serta pihak-pihak terkait lainnya yang membutuhkan.

Malang, Desember 2019

Penulis

DAFTAR ISI

Halama Judul	.....	i
Lembar Pengesahan	.....	ii
Halaman Identitas Tim Pengujian	.....	iii
Pernyataan Orisinalitas Disertasi	.....	iv
Riwayat Hidup	.....	v
Ucapan Terima Kasih	.....	vi
Abstrak	.....	ix
Abstract	.....	x
Kata Pengantar	.....	xi
DAFTAR ISI	.....	xii
DAFTAR TABEL	.....	xv
DAFTAR GAMBAR	.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	.....	xvii
BAB 1	.....	1
PENDAHULUAN	.....	1
1.1 Latar Belakang	.....	1
1.2 Perumusan Permasalahan	.....	20
1.3 Tujuan Penelitian	.....	20
1.4 Manfaat Penelitian	.....	21
1.4.1 Manfaat Teoritis	.....	21
1.4.2 Manfaat Praktiss	.....	22
BAB II	.....	24
TELAAH PUSTAKA	.....	24
2.1 Landasan Teoritis	.....	24
2.1.1 Teori Keagenan	.....	24
2.1.2 Teori <i>Stakeholder</i>	.....	28
2.1.3 Teori Legitimasi	.....	32
2.1.4 Teori <i>Signalling</i>	.....	34
2.1.5 <i>Firm Value</i>	.....	35
2.1.5.1 Pengertian <i>Firm Value</i>	.....	35
2.1.5.2 Pengukuran <i>Firm Value</i>	.....	37
2.1.6 <i>Cost of Capital</i>	.....	40
2.1.6.1 Pengertian <i>Cost of Capital</i>	.....	40
2.1.6.2 Komponen <i>Cost of Capital</i>	.....	43
2.1.6.3 Pengukuran <i>Cost of Capital</i>	.....	43
2.1.7 <i>Corporate Governance</i>	.....	44
2.1.7.1 Pengertian <i>Corporate Governance</i>	.....	44
2.1.7.2 Prinsip-prinsip <i>Corporate Governance</i>	.....	47
2.1.7.3 Tujuan dan Manfaat Penerapan <i>Corporate Governance</i>	.....	48
2.1.7.4 Mekanisme <i>Corporate Governance</i>	.....	49

2.1.7.5 Pengukuran <i>Corporate Governance</i>	51
2.1.8 Corporate Social Responsibility	53
2.1.8.1 Pengertian <i>Corporate Social Responsibility</i>	53
2.1.8.2 Keberadaan <i>Corporate Social Responsibility</i>	55
2.1.8.3 Manfaat <i>Corporate Social Responsibility</i>	58
2.1.8.4 <i>Corporate Social Responsibility</i> dan Bisnis	61
2.1.8.5 Pengukuran <i>Corporate Social Responsibility</i>	63
2.2. Hasil Penelitian Terdahulu	64
2.2.1 Hubungan <i>corporate governance</i> dan <i>firm value</i>	64
2.2.2 Hubungan <i>corporate social responsibility</i> dan <i>firm value</i>	69
2.2.3 Hubungan <i>cost of capital</i> dan <i>firm value</i>	73
2.2.4 Hubungan <i>corporate governance</i> dan <i>cost of capital</i>	74
2.2.5 Hubungan <i>corporate social responsibility</i> dan <i>cost of capital</i>	77
BAB III	80
KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN	80
3.1. Kerangka Konseptual Penelitian	80
3.2. Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis	86
3.2.1 Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Firm Value</i>	86
3.2.2 Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>Firm Value</i>	87
3.2.3 Pengaruh <i>Cost of Capital</i> terhadap <i>Firm Value</i>	89
3.2.4 Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Cost of Capital</i>	90
3.2.5 Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>Cost of Capital</i>	92
3.2.6 Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Firm Value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	93
3.2.7 Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>Firm Value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	95
3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian	97
3.3.1 <i>Firm Value</i>	97
3.3.2 <i>Corporate Governance</i>	98
3.3.3 <i>Corporate Social Responsibility</i>	99
3.3.4 <i>Cost of Capital</i>	100
BAB IV	102
METODE PENELITIAN	102
4.1. Jenis Penelitian	102
4.2 Populasi dan Sampel Penelitian	103
4.2.1 Populasi Penelitian	103
4.2.2 Sampel Penelitian	105
4.3 Jenis dan Sumber Data	107
4.5 Metode Analisis Data	108
4.5.1 Statistik Deskriptif	108
4.5.2 Statistik inferensial	108
4.5.3 Uji Hipotesis	109
BAB V	114
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	114

5.1	Deskripsi Variabel Penelitian.....	114
5.1.1	Deskripsi variabel <i>firm value</i>	114
5.1.2	Deskripsi variabel <i>corporate governance</i>	115
5.1.3	Deskripsi variabel <i>corporate social responsibility</i>	119
5.1.4	Deskripsi variabel <i>cost of capital</i>	125
5.2	Hasil Pengujian Hipotesis.....	128
5.2.1	Outer model.....	128
5.2.2	Inner model.....	130
5.2.2.1	Uji Goodness of Fit Model.....	130
5.2.2.2	Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	131
5.2.2.3	<i>Predictive Relevance</i> (Q^2).....	132
5.2.3	Pengujian Hipotesis.....	132
5.2.3.1	Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung.....	132
5.2.3.2	Pengujian Hipotesis Pengaruh Tidak Langsung.....	137
5.3	Pembahasan Hasil Penelitian.....	138
5.3.1	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Firm Value</i>	138
5.3.2	Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>firm value</i>	146
5.3.3	Pengaruh <i>Cost of Capital</i> terhadap <i>firm value</i>	153
5.3.4	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Cost of Capital</i>	155
5.3.5	Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>Cost of Capital</i>	159
5.3.6	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Firm Value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	162
5.3.7	Pengaruh <i>Corporate Social Responsibility</i> terhadap <i>Firm Value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	164
5.4	Temuan Penelitian.....	167
5.5	Implikasi Penelitian.....	169
5.5.1	Implikasi Teoritis.....	169
5.5.2	Implikasi Praktis.....	173
5.6	Keterbatasan Penelitian.....	174
BAB VI	.....	176
KESIMPULAN DAN SARAN	.....	176
1.1	Kesimpulan.....	176
1.2	Saran.....	179
1.2.1	Saran Hasil Penelitian.....	179
1.2.2	Saran untuk Penelitian Mendatang.....	180
DAFTAR PUSTAKA	.....	182



DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Skor <i>Corporate Governance</i> 2010 - 2018	109
Tabel 1.2 Perkembangan peserta <i>Corporate Governance Perception Index</i>	109
Tabel 4.1 Hasil seleksi sampel penelitian	106
Tabel 4.2 Daftar Perusahaan Sampel	107
Tabel 5.1 Deskripsi Variabel <i>Firm Value</i>	114
Tabel 5.2 Deskripsi Variabel <i>corporate governance</i>	116
Tabel 5.3 Deskripsi Variabel <i>corporate social responsibility</i>	119
Tabel 5.4 Deskripsi Variabel <i>cost of capital</i>	125
Tabel 5.5 Hasil Pengujian Model Pengukuran Indikator	128
Tabel 5.6 <i>Model Fit and Quality Indices</i>	131
Tabel 5.7 Koefisien Determinasi	132
Tabel 5.8 Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung	134
Tabel 5.9 Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh tak Langsung	137
Tabel 5.10 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	167



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik Perkembangan Harga Saham Perusahaan06

Gambar 1.2 Pertumbuhan SID 2012 – Juli 2017.....07

Gambar 1.3 Trend jumlah laporan keberlanjutan untuk periode pelaporan tahun 2005 – 2016.....14

Gambar 2.1 *A Stakeholder Model of The Corporation*.....30

Gambar 2.2 Konsep *Tripple Button Line*.....55

Gambar 2.3 Lini masa standar GRI G1 – GRI Standards.....64

Gambar 3.1. Kerangka Konseptual Penelitian.....86

Gambar 4.1. Diagram Jalur.....110

Gambar 4.2 Pengaruh X terhadap Y sebelum efek mediasi.....111

Gambar 4.3 Pengaruh X terhadap Y sesudah efek mediasi.....112

Gambar 4.4 Diagram Jalur Penelitian.....113

Gambar 5.1 Grafik Rata-rata tobins'q Perusahaan tahun 2010 – 2016.....114

Gambar 5.2 Grafik Rata-rata Corporate Governance Perusahaan tahun 2010 – 2016.....116

Gambar 5.3 Grafik Rata-rata Corporate Social Responsibility Perusahaan tahun 2010 – 2016.....120

Gambar 5.4 Grafik Rata-rata Cost of capital Perusahaan tahun 2010 – 2016.....126

Gambar 5.5 Grafik Rata-rata Bobot Hutang dan Saham tahun 2010 – 2016.....127

Gambar 5.6 Grafik Rata-rata Biaya Hutang dan Biaya Saham tahun 2010 – 2016.....128

Gambar 5.7 Model Struktural Penelitian.....133



DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar Perusahaan Delisting Tahun 2009 -2017
- Lampiran 2 Perkembangan Harga Saham Perusahaan yang menerbitkan SR
- Lampiran 3 Statistik Deskriptive
- Lampiran 4A Tabel Rata-rata Variabel Tahun 2010 – 2016
- Lampiran 4B Data Rata-rata Tahun 2010 - 2016
- Lampiran 4C Data Rata-rata tiap Perusahaan Tahun 2010 – 2016
- Lampiran 5 Model Estimate, Tobins'Q
- Lampiran 6 Ceklist *Corporate Governance* Indeks
- Lampiran 7A Ceklist *corporate social responsibility* Indeks GRI G3.0
- Lampiran 7B Ceklist *corporate social responsibility* Indeks GRI G3.1
- Lampiran 7C Ceklist *corporate social responsibility* Indeks GRI G4
- Lampiran 8 List Sampel



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Firm Value sangat penting bagi investor, karena peningkatan *firm value* menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Houston, 2011). Estimasi *firm value* dipengaruhi oleh informasi terkait faktor keuangan perusahaan (Tandellilin, 2010). Sumber informasi yang paling umum untuk keputusan investasi dan kredit adalah laporan keuangan. Informasi keuangan secara luas diyakini dapat menggerakkan pasar dan bisnis (Lev dan Gu, 2016). Namun demikian nilai buku perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan seringkali disikapi berbeda oleh investor. Investor memandang *firm value* berbeda dengan nilai buku perusahaan dalam laporan keuangan. Aspek-aspek yang dapat berpengaruh terhadap naik turunnya *firm value* antara lain harga saham, jumlah utang dan *total asset* (Chung dan Pruitt, 1994).

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa perusahaan seharusnya memperhatikan semua jenis pendanaan ekuitas dan hutang untuk memaksimalkan *firm value*. Keputusan jenis pendanaan perusahaan ini meliputi memilih dan menentukan kombinasi modal saham dan hutang yang optimal dengan *cost of capital* paling murah. Keputusan pendanaan perusahaan adalah fungsi manajemen keuangan penting selain keputusan investasi dan keputusan dividen, karena berperan dalam memaksimalkan *firm value*. Keputusan jenis pendanaan yang diambil akan mempengaruhi keputusan jenis pendanaan lainnya dan berdampak pada *firm value* (Fama, 1978).

Menurut Fama (1978) harga pasar saham adalah merupakan cerminan *firm value*. Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa naik turunnya *firm value* dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Penting bagi pihak manajemen untuk mengoptimalkan struktur modal perusahaan untuk meningkatkan *firm value*. Sesuai dengan *theory of the firm*, bahwa tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan perusahaan atau *firm value* (Salvatore, 2005). Selanjutnya Brigham dan Daves (2011) menyatakan salah satu determinan *firm value* adalah *cost of capital*. Perusahaan secara rasional, akan cenderung mendorong investasi ketitik dimana hasil marginal pada aset fisik sama dengan tingkat bunga pasar, yang ditunjukkan dari dua kriteria pengambilan keputusan rasional yaitu maksimalisasi keuntungan dan maksimalisasi nilai pasar (Modigliani dan Miller, 1958). Pihak manajemen akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah dan memastikan tingkat keuntungan berada di atas *cost of capital* untuk meningkatkan *firm value* (Gitman, 2000). Jika risiko dipertahankan konstan, tingkat pengembalian investasi diatas *cost of capital* akan meningkatkan *firm value*, dan sebaliknya (Gitman *et al.*, 2006). Hal ini artinya, dengan *cost of capital* yang rendah perusahaan lebih mampu menghasilkan profitabilitas yang tinggi.

Fluktuatifnya harga saham diakibatkan dari kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan (Brigham dan Daves, 2011). Informasi profitabilitas, yang merupakan bagian dari laporan keuangan perusahaan adalah informasi penting bagi pihak manajemen dan pihak lain yang membutuhkan seperti investor (Brigham dan Houston, 2011). Sejalan dengan teori *signaling*, yang menyatakan pengirim informasi (manajemen perusahaan) memberikan informasi yang relevan untuk dimanfaatkan penerima informasi. Selanjutnya pihak penerima menyesuaikan perilaku sesuai pemahaman atas sinyal tersebut (Spence,

1973). Tingginya profitabilitas perusahaan merupakan sinyal positive atas prospek perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa tujuan perusahaan dalam memakmurkan para pemegang saham telah tercapai, sehingga berdampak pada tingginya *firm value* (Brigham dan Houston, 2011).

Penelitian Mohamad dan Saad (2012) di Malaysia dan Sattar (2015) di Pakistan menemukan penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value* yang diproksi dengan *tobins'q*. Sattar (2015) melakukan pengujian sensitivitas dengan ROA untuk mengukur *firm value*. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Albanez (2015) di Brasil dan Ibrahim dan Ibrahim (2015) di Nigeria. Ibrahim dan Ibrahim (2015) melakukan pengujian sensitivitas dengan ROE untuk mengukur *firm value*. Penelitian – penelitian tersebut menggunakan *weighted average cost of capital* (WACC) untuk mengukur *cost of capital*.

Pihak manajemen membutuhkan strategi untuk menurunkan *cost of capital*. Menurut Brigham dan Daves (2011) bisa dilakukan dengan pengelolaan risiko perusahaan. Pengelolaan risiko ini meliputi pengelolaan risiko secara internal dan eksternal perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Tata kelola yang baik harus dijalankan oleh perusahaan dan dikelola dengan mengutamakan kepentingan *stakeholder*. Hal ini dikenal dengan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Selanjutnya dengan kedua aktivitas tersebut terjadi penurunan risiko investasi yang meningkatkan kepercayaan investor dan terjadi peningkatan profitabilitas, sehingga peningkatan *firm value* jangka panjang tercapai.

Kasus melemahnya harga saham diikuti turunnya *firm value* serta kebangkrutan perusahaan di luar negeri diantaranya terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2001, yaitu kasus Enron dan Worldcom. Di Indonesia kasus menurunnya harga saham yang

berdampak pada turunnya *firm value* dialami oleh beberapa perusahaan yang akhirnya otoritas BEI mengeluarkan dengan paksa (*forced delisting*) emiten. Selama tahun 2009 sampai dengan 2017 di Bursa Efek Indonesia terdapat 36 perusahaan yang *delisting* (Lampiran 1). Isu yang mengemuka sebagian besar menyangkut keberlanjutan usaha yang mengkhawatirkan. Sejalan pernyataan Lev dan Gu (2016) bahwa sangat penting untuk menilai perusahaan dalam mencapai dan mempertahankan keunggulan kompetitive yang berkelanjutan. Perusahaan penting untuk menyampaikan informasi kepada investor dan calon investor untuk meningkatkan *firm value*. Informasi laporan keuangan perusahaan perlu dilengkapi agar layak untuk keputusan investasi dan pinjaman.

Fenomena perusahaan yang *delisting* akibat turunnya *firm value* menarik untuk diteliti mengingat pentingnya *firm value* bagi perusahaan dalam mempertahankan keberlanjutan. Faktor penyebab turunnya *firm value* cukup beragam. Salah satu faktor yang cukup penting menurut teori *agency* adalah faktor kontrol/pengendalian dan berdampak pada keberlanjutan perusahaan (Eisenhardt, 1985). Menurut teori *stakeholder* untuk mencapai keberlanjutan perusahaan harus dikelola untuk kepentingan pemangku kepentingannya (Freeman, 2001) dan harus mendapatkan legitimasi di masyarakat dalam menjalankan operasinya. Hubungan perusahaan dengan lingkungan dan masyarakat di wilayah operasi sangat menentukan kelangsungan hidup perusahaan, karena sistem nilai perusahaan merupakan bagian dari sistem nilai sosial yang lebih besar di masyarakat (Gray *et al.*, 1995; Haniffa dan Cooke, 2005).

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan publik di Indonesia dan telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Aktivitas ini dilaporkan dalam laporan tahunan perusahaan. Laporan tersebut seharusnya telah memberikan informasi

keberlanjutan perusahaan karena perusahaan telah dikelola dengan baik dan telah mengutamakan kepentingan *stakeholder*, sehingga kinerja perusahaan meningkat dan citra perusahaan secara internal maupun eksternal juga meningkat. Kedua hal tersebut akan meningkatkan kepercayaan investor serta memberikan peluang kepada perusahaan mengakses sumber pendanaan murah, sehingga profitabilitas perusahaan meningkat dan berdampak pada *firm value*. Perkembangan harga saham sebagai salah satu cerminan *firm value* untuk perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* tahun 2009 sampai dengan 2016 berfluktuative (Lampiran 2) dan secara rata-rata tersaji pada Gambar 1.1. Tidak semua perusahaan menunjukkan *firm value* yang meningkat setiap tahunnya yang secara rata-rata cenderung terjadi penurunan. Hal ini menarik untuk diteliti mengingat perusahaan telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*, agar terjaga keberlanjutan perusahaan dan memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham.

Gambaran rata-rata perkembangan harga saham yang dapat memberikan kesejahteraan pemegang saham tersaji pada Gambar 1.1 berikut:

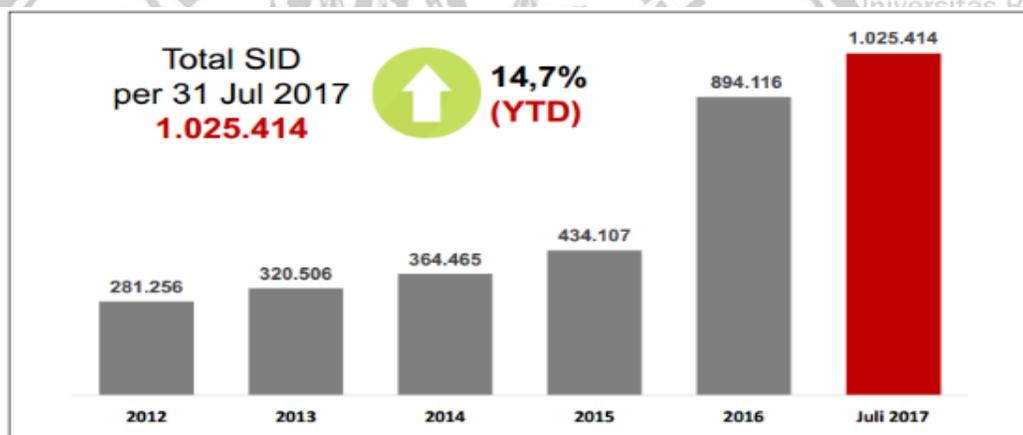


Gambar 1.1

Perkembangan Rata-rata Harga Saham Perusahaan yang Menjalankan CG dan CSR

Selama tahun 2010 sampai dengan 2016 perkembangan harga saham berfluktuative, namun cenderung menurun dan tidak sesuai dengan ekspektasi para pemegang saham. Kondisi harga saham ini tidak menunjukkan kenaikan *firm value*, padahal *firm value* yang tinggi merupakan harapan bagi pemegang saham. *Firm value* juga merupakan hal yang penting guna meningkatkan kepercayaan investor terutama investor domestik di BEI. Direktur Pengembangan PT Bursa Efek Indonesia (BEI) menyampaikan untuk memperkuat pasar saham dalam negeri sehingga indeks harga saham (IHSG) stabil diperlukan peran besar dari investor dalam negeri. Berfluktuasinya pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG), peran keberadaan investor dalam negeri sangat penting. Jumlah investor domestik juga berperan penting dalam menahan gejolak krisis ekonomi (Nabhani, 2013). Perkembangan jumlah investor di BEI masih sedikit dibanding jumlah penduduk Indonesia, seperti tersaji pada Gambar 1.2. Jumlah

investor di Bursa Efek Indonesia pada bulan Juli 2017 yang memiliki SID sebanyak 1.025.414 orang, dibandingkan dengan jumlah penduduk Indonesia sebanyak 250 juta investor dalam negeri yang mempunyai SID di BEI sejumlah 400.000 (39% dari total investor di BEI). Fenomena naik turunnya *firm value* maka diperlukan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* agar kepercayaan investor meningkat terutama investor dalam negeri. Peran investor dalam negeri sangat dibutuhkan agar ketergantungan terhadap investor asing bisa berkurang dan fluktuasi harga saham bisa dikendalikan.



Sumber: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia, www.ksei.co.id

Gambar 1.2

Pertumbuhan SID 2012 – Juli 2017

Pentingnya *firm value* serta bagaimana cara untuk memaksimalkan *firm value* mendorong peneliti untuk meneliti *firm value* pada perusahaan publik di Indonesia. Khususnya perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*.

Diskusi tentang hubungan *corporate governance* dan *firm value* bisa dijelaskan dengan teori *agency*. Teori *agency* menyatakan ketika *principal* mempekerjakan agen

(manajemen) untuk mengelola perusahaan akan berpotensi menimbulkan konflik keagenan karena kepentingan pribadi agen berbeda (Jensen dan Meckling, 1976). Fama (1980) menyatakan bahwa perangkat internal yang dibentuk oleh perusahaan seperti struktur *corporate governance*, dapat mengendalikan masalah keagenan secara efisien. Pendapat Tricker (2009) sebagaimana dikutip Lukviarman (2016) menjelaskan isu *governance* muncul pada saat entitas korporasi dibentuk atau berdiri dan kepemilikan dari entitas tersebut dipisahkan dengan manajemen yang akan mengelola korporasi. *Corporate governance* mengendalikan perusahaan dengan adanya mekanisme yang dibentuk. Singhal (2014) menemukan kinerja keuangan perusahaan meningkat dengan diterapkannya *corporate governance*, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak pada peningkatan *firm value*. Hal ini penting bagi perusahaan untuk menerapkan *corporate governance* dalam meningkatkan *firm value*, karena peningkatan kinerja keuangan dapat meningkatkan *firm value*.

Reformasi sistem *corporate governance* di Indonesia secara legal-formal, dimulai dengan ditandatangani "letter of intent" oleh pemerintah RI bersama IMF. Diikuti dengan pembentukan Komite Nasional mengenai Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) tahun 1999 dan kode etik pelaksanaannya setahun kemudian (Lukviarman, 2016). Ketua Dewan Komisiner Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengatakan bahwa penerapan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik (good corporate governance/GCG) di Indonesia relatif tertinggal dibanding negara-negara tetangga. Penerapan *corporate governance* nampaknya belum sesuai harapan. Skor *corporate governance* Indonesia berada pada ranking terakhir di negara Asean untuk tahun 2012 sampai dengan 2018 seperti ditunjukkan dalam Tabel 1.1.

Tabel 1.1
Skor Corporate Governance 2010 - 2018

		2010	2012	2014	2016	2018
1	Australia	-	-	-	78	71
2	Singapore	67	69	64	67	60
3	Hong Kong	65	66	65	65	59
4	Japan	57	55	60	63	58
5	Taiwan	55	53	56	60	56
6	Thailand	55	58	58	58	55
7	Malaysia	52	55	58	56	54
8	India	49	51	54	55	54
9	Korea	45	49	49	52	46
10	China	49	45	45	43	41
11	Philippines	37	41	40	38	37
12	Indonesia	40	37	39	36	34

Sumber : Asian Corporate Governance Association (ACGA, 2018)

Di Indonesia, peneringkatan *corporate governance* perusahaan telah dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) sejak tahun 2001 untuk mengevaluasi pelaksanaan *corporate governance*. Namun baru sedikit perusahaan publik yang mengikuti program ini. Tabel 1.2 menyajikan perkembangan kepesertaan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) masih sangat jauh di bandingkan dengan jumlah perusahaan yang ada

Tabel 1.2
Perkembangan peserta Corporate Governance Perception Index

Tahun	Jumlah perusahaan publik	Jumlah perusahaan publik yang mengikuti	Jumlah perusahaan non publik yang mengikuti	Total
2007	402	14	7	21
2008	407	14	6	20
2009	418	18	8	26
2010	418	20	13	33
2011	445	25	15	40
2012	484	25	17	42
2013	493	17	14	31
2014	495	12	11	23
2015	511	15	15	30

Sumber: IICG, www.idx.co.id

Penelitian ini perlu dilakukan mengingat *corporate governance* diperlukan untuk meningkatkan *firm value*. Sementara perkembangan peringkat *corporate governance* perusahaan publik di Indonesia masih rendah di Asia (Tabel 1.1) dan masih sedikit perusahaan publik yang mengikuti evaluasi atas implementasi *corporate governance* (Tabel 1.2).

Beberapa studi terdahulu yang menguji hubungan *corporate governance* dan *firm value* telah dilakukan di beberapa negara, diantaranya Indonesia, Taiwan, India, Rusia, Kanada, Turki, Spanyol, Inggris, Amerika, dan Malaysia dengan hasil yang beragam. Beberapa proksi *corporate governance* digunakan dalam penelitian, antara lain indeks *corporate governance*, kepemilikan institusional, struktur kepemilikan, komisaris independen, hak pemegang saham, dan komposisi direktur. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* meningkatkan *firm value* (Connelly *et al.*, 2012; Singhal, 2014; Villanueva-Villar *et al.*, 2016). Hasil penelitian Ammann *et al.* (2011) yang meneliti di 22 negara maju juga menunjukkan hasil yang sama, *corporate governance* dapat meningkatkan *firm value*. Selanjutnya Mitton (2002) meneliti di lima negara Asia Timur selama krisis Asia dan menemukan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Klapper dan Love (2002) meneliti di 14 negara berkembang dan menemukan *corporate governance* meningkatkan profitabilitas dan nilai pasar perusahaan.

Nur'ainy *et al.* (2013) dan Siagian *et al.* (2013) melakukan penelitian pada perusahaan publik di Indonesia dan menemukan *corporate governance* meningkatkan *firm value* yang diprosikan dengan *tobin's q*. Analisa sensitivitas dengan ROA dan PBV dilakukan oleh Siagian *et al.* (2013). Penelitian Lozano *et al.* (2016) di 16 negara Eropa

dan Li *et al.* (2012) di Rusia menggunakan *market capitalization* untuk mengukur *firm value*, menemukan hasil yang sama. Menggunakan ROA sebagai ukuran *firm value* Huang (2010) menemukan *corporate governance* meningkatkan *firm value*. Temuan ini menunjukkan efek hubungan positif antara *corporate governance* dan *firm value*.

Hasil yang berbeda, *corporate governance* justru menurunkan *firm value* yang diukur dengan *tobins'q* ditemukan oleh beberapa peneliti (Jo dan Harjoto, 2011; Kumar dan Singh, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014). Penelitian dilakukan di Amerika Serikat, India, dan Inggris. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Zabri *et al.* (2015) di Malaysia dengan menggunakan ROA dan ROE untuk mengukur *firm value*. Selanjutnya dengan menggunakan nilai buku dan nilai pasar dalam mengukur *firm value*, Berthelot *et al.* (2012) meneliti perusahaan di Kanada dan menemukan *corporate governance* menurunkan *firm value*.

Menurut teori *agency* penerapan mekanisme *corporate governance* akan meningkatkan pengawasan sehingga menurunkan asimetri informasi dan meningkatkan *firm value*. Namun hasil penelitian diatas menunjukkan belum adanya kejelasan peran *corporate governance* dalam meningkatkan *firm value*. Regulasi terkait *corporate governance* di Indonesia sudah diterapkan sejak tahun 1999, meskipun dalam implementasinya belum menunjukkan perkembangan yang signifikan. Sejalan dengan teori *agency*, penting untuk dilakukan penelitian peran *corporate governance* dalam meningkatkan *firm value*. *Corporate governance* pada penelitian ini diprosikan dengan indeks *corporate governance*. Pengukuran dengan indeks diharapkan bisa mencerminkan pelaksanaan mekanisme *corporate governance* secara menyeluruh.

Corporate governance diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor kepada perusahaan. Kepentingan *stakeholder* juga harus diutamakan oleh perusahaan dalam menjalankan operasinya, dengan aktivitas *corporate social responsibility*. Hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value* bisa dijelaskan dengan teori *stakeholder* dan teori legitimasi. Teori *stakeholder* menyatakan keberadaan perusahaan harus memenuhi kewajiban kepada *stakeholder* perusahaan dan bukan hanya kepada pemegang saham (Freeman, 2001). Ketika perusahaan mengutamakan kepentingan semua *stakeholder* diharapkan dapat terjaga keberlanjutannya. Selanjutnya, di wilayah operasinya perusahaan harus menjaga hubungan dengan masyarakat dan lingkungan untuk mempertahankan keberlanjutannya (Haniffa dan Cooke, 2005). Mendapatkan kepercayaan dari masyarakat sekitar, menjamin keberlanjutan perusahaan sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Perusahaan dituntut untuk menjalankan *corporate social responsibility*. Teori legitimasi mengembangkan konseptualisasi “kontrak sosial” yaitu tuntutan atau harapan perilaku organisasi yang seharusnya dari masyarakat untuk mendapatkan legitimasi sosial (Deegan, 2002). Legitimasi sosial diharapkan bisa diperoleh dengan menerapkan *corporate social responsibility* dan meningkatkan kekuatan keuangan perusahaan jangka panjang, sehingga pelaku pasar merespon positif (Kiroyan, 2006).

Pembahasan mengenai *corporate social responsibility* seringkali menyertakan *corporate governance* sebagai mekanisme dalam akuntabilitas. Penelitian ini melihat dari perspektive *corporate governance* sebagai variabel yang berbeda, karena pelaporan *corporate governance* yang tercantum dalam laporan *sustainability report* sebagian besar perusahaan memilih melaporkan *core* dan melaporkan *corporate governance* secara

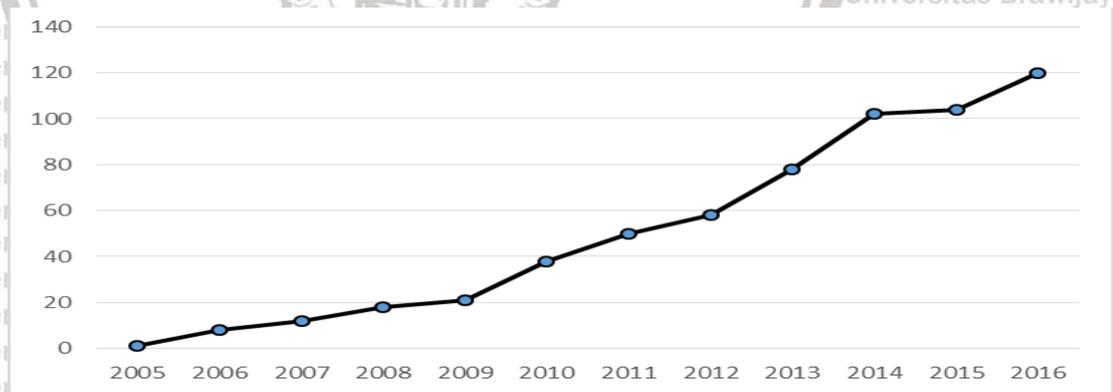
lengkap dalam laporan tata kelola. Penelitian ini fokus pada *corporate social responsibility* terkait manajemen ekonomi, manajemen lingkungan dan manajemen sosial.

Regulasi *corporate social responsibility* telah di buat oleh pemerintah Indonesia. Regulasi berupa Undang-undang dan peraturan pemerintah antara lain: (1) Undang-Undang No.40/2007 tentang Perseroan Terbatas, yang secara eksplisit menyebutkan kewajiban perusahaan untuk melaksanakan tanggung jawab sosial (pasal 74 ayat (1)) dan mewajibkan semua perusahaan menyampaikan laporan pelaksanaan tanggung jawab sosial (pasal 66 ayat (2)); (2) UU No.25/2007 Tentang Penanaman Modal Pasal 15 huruf b, menyebutkan setiap penanam modal berkewajiban untuk melaksanakan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan.; dan (3) Peraturan Pemerintah No.47/2012 tentang pelaksanaan tanggung jawab sosial dan lingkungan perseroan. Peraturan ini mewajibkan perusahaan untuk menguraikan aktivitas dan biaya yang dikeluarkan berkaitan dengan tanggung jawab sosial dalam laporan tahunan

Selanjutnya juga diatur dengan peraturan OJK, yaitu (1) Keputusan Bapepam LK (sekarang Otoritas Jasa Keuangan – OJK) No 143/BL/2006 tentang kewajiban penyampaian laporan tahunan bagi emiten dan perusahaan publik; (2) Keputusan Otoritas Jasa Keuangan Nomor. 29 /POJK.04/2016 tentang kewajiban penyampaian laporan tahunan bagi emiten dan perusahaan publik, pada pasal 3 ayat 2h secara implisit menyebutkan laporan tahunan termasuk tanggung jawab sosial dan lingkungan Emiten atau Perusahaan Publik; (3) Keputusan Otoritas Jasa Keuangan Nomor. 51 /POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik. Pasal 12 menyebutkan LJK, Emiten, dan Perusahaan Publik wajib mempublikasikan Laporan Keberlanjutan.

Pelaksanaan *corporate social responsibility* dilaporkan perusahaan dalam laporan keberlanjutan (*sustainability report*). Berbeda dengan laporan keuangan, laporan keberlanjutan hingga kini masih bersifat suka rela. Di Indonesia terdapat ribuan perusahaan, namun baru 120 perusahaan saja yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan. Laporan keberlanjutan sebagian besar yang menerbitkan adalah perusahaan non publik dengan perbandingan 57% (non publik) dan 43% (publik).

Perkembangan perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan menunjukkan trend yang positif seperti tersaji pada Gambar 1.3. Pada tahun 2011 dari 442 perusahaan publik hanya 25 perusahaan saja yang menerbitkan laporan keberlanjutan. Pada tahun 2015 berjumlah 52 perusahaan publik yang tercatat menerbitkan laporan keberlanjutan dari 525 perusahaan publik. Laporan keberlanjutan (*sustainability report*) sebagai bentuk pelaporan kinerja non keuangan merupakan informasi penting bagi investor.



Sumber: *National Center for Sustainability Report (NCSR)*

Gambar 1.3
Perkembangan jumlah laporan keberlanjutan

Barnea dan Rubin (2010) menyampaikan bahwa jika inisiatif *corporate social responsibility* tidak memaksimalkan *firm value*, inisiatif semacam itu adalah pemborosan sumber daya dan berpotensi merugikan perusahaan. *Corporate social responsibility* terus

menjadi subjek yang sangat topikal mengenai apakah investasi di *corporate social responsibility* adalah nilai tambah, penghancuran nilai, atau bahkan nilai yang tidak relevan.

Penelitian hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value* telah dilakukan di beberapa negara dan memberikan hasil yang beragam, diantaranya Indonesia, China, Korea, Nigeria, Jepang, Brasil, Turki, dan Amerika. Hasil penelitian menunjukkan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* yang di ukur dengan *tobins'q* (Jo dan Harjoto, 2011; Jang *et al.*, 2013; Ding *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2016). Hasil yang sama dengan menggunakan ROA sebagai ukuran *firm value* di temukan di Kanada, China, dan Nigeria (Dunn dan Sainty, 2009; Chen dan Wang, 2011; Usman dan Amran, 2015). Chiang *et al.* (2015) meneliti pada 105 perusahaan elektronik di Jepang dengan menggunakan profit margin sebagai ukuran *firm value*, menemukan hasil yang sama. Demikian juga Mallin *et al.* (2014) yang meneliti pada bank syariah yang berada di 13 negara dengan menggunakan ROA dan ROE sebagai ukuran *firm value* dan Wang *et al.* (2016) yang meneliti pada 30 perusahaan konstruksi Internasional dengan EPS, ROA, dan ROE sebagai ukuran *firm value*, memberikan bukti empiris yang sama. Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value*.

Penelitian Crisostomo *et al.* (2011) di Brasil memberikan bukti empiris yang berbeda dengan penelitian yang telah diuraikan di atas. Hasil penelitian menunjukkan *corporate social responsibility* saat ini dan periode sebelumnya yang terkait aktivitas karyawan dan lingkungan berpengaruh negative signifikan terhadap *firm value* yang di ukur dengan ROA dan ROE saat ini. Dalam penelitian dengan sampel perusahaan rawan lingkungan hanya *corporate social responsibility* yang berkaitan dengan karyawan yang berpengaruh

terhadap *firm value* yang di ukur dengan kinerja pasar (Titisari *et al.*, 2010). Temuan ini memberikan bukti bahwa tidak semua aktivitas *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value*. Dan hanya aktivitas yang terkait dengan karyawan dan lingkungan saja yang bisa meningkatkan *firm value*.

Selanjutnya Usman dan Amran (2015) melakukan penelitian di Nigeria dengan hasil penelitian menunjukkan *corporate social responsibility* yang terkait lingkungan menurunkan *firm value* yang diukur dengan ROA. Penelitian di Turki dan China juga menunjukkan *corporate social responsibility* menurunkan *firm value* (Aras *et al.*, 2010; Liu dan Zhang, 2016). Pengukuran *firm value*, Aras *et al.* (2010) menggunakan profitabilitas dan Liu dan Zhang (2016) menggunakan *Tobins'q*. Penelitian pada Domini 400 Social Index dengan kinerja pasar sebagai pengukuran *firm value* juga menunjukkan hasil yang sama (Becchetti *et al.*, 2012). Pengujian 1 dan 2 periode berikutnya dilakukan oleh Liu dan Zhang (2016) dan menunjukkan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* 1 dan 2 periode berikutnya. Hasil penelitian tersebut menunjukkan belum jelasnya hubungan *corporate social responsibility* dalam meningkatkan *firm value* dan menyiratkan aktivitas *corporate social responsibility* bermanfaat dalam jangka panjang untuk keberlanjutan perusahaan.

Corporate governance dan *corporate social responsibility* meningkatkan kepercayaan investor dengan memberikan keamanan atas investasi, seiring dengan peningkatan kinerja dan jaminan keberlanjutan perusahaan. Keamanan investasi ini akan meningkatkan citra perusahaan dan perusahaan berpeluang memperoleh sumber pendanaan murah, sehingga menurunkan biaya modal perusahaan. Singhal (2014) menyatakan peran *corporate governance* penting untuk menjelaskan variasi biaya modal.

Corporate governance bisa menciptakan nilai bagi perusahaan dan kekayaan pemegang saham. Nilai tercipta ketika sebuah perusahaan mampu mendapatkan laba atas investasi lebih tinggi dari biaya modal rata-rata yang diinvestasikan.

Beberapa hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* menurunkan biaya modal rata-rata perusahaan (Byun *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly, 2012; Gomes, 2014; Singhal, 2014). Selain implementasi *corporate governance*, perusahaan juga harus menjalankan *corporate social responsibility* untuk menurunkan biaya modal. Hal ini karena praktik tanggung jawab sosial (*social responsibility*) tidak dapat dilepaskan dari *trade of cost and benefit*. Pertama, ketika perusahaan menghadapi konflik dengan para pemangku kepentingan maka akan berusaha meningkatkan variabilitas keuntungan dan penurunan tingkat pengembalian. Kedua, investor cenderung untuk menerima tingkat pengembalian yang lebih rendah untuk perusahaan dengan kinerja *corporate social responsibility* yang tinggi (efek preferensi investor).

Penelitian tentang *corporate social responsibility* yang berperan menurunkan *cost of capital* telah dilakukan di China, Amerika, dan Korea (Dhaliwal *et al.*, 2011; Cajias *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015; Li dan Foo, 2015). Penelitian Dhaliwal *et al.* (2014). di 31 negara maju juga menunjukkan hasil yang sama. Kinerja sosial perusahaan berhubungan negative dengan risiko perusahaan dan berpotensi mengurangi asimetri informasi sehingga menurunkan *cost of capital* (Luo dan Bhattacharya, 2009).

Perusahaan di Amerika Serikat dengan peringkat kinerja *corporate social responsibility* yang tinggi memiliki *cost of capital* lebih kecil (El *et al.*, 2011). *Cost of capital* akan menurun ketika perusahaan menjalankan *corporate social responsibility*. Namun Jang *et al.* (2013) menemukan hasil penelitian yang berbeda *corporate social*

responsibility meningkatkan *cost of capital* pada perusahaan di Korea. Namun demikian, sebagian besar bukti empiris menyajikan *corporate social responsibility* berperan dalam menurunkan *cost of capital*.

Berdasarkan uraian diatas bahwa *cost of capital* sebagai determinan *firm value*, maka manajemen perusahaan akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah dan mendapatkan keuntungan diatas *cost of capital* untuk meningkatkan *firm value*. *Corporate governance* dan *corporate social responsibility* penting untuk meningkatkan *firm value*. Namun demikian, implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility* pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia belum menunjukkan perkembangan yang signifikan. Hal ini juga dikarenakan belum adanya regulasi yang mengatur standar pelaporan.

Pelaporan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* bersifat kewajiban (*mandatory*), namun format dan isinya bersifat sukarela (*voluntary*). Hal tersebut mengakibatkan *external user* mengalami kesulitan dalam mengakses informasi. Regulasi standar penyusunan pelaporan menjadi penting, sebagai panduan bagi perusahaan sehingga menghasilkan laporan yang standard. Peran regulator dalam hal ini OJK sangat diperlukan.

Hasil kajian penelitian terdahulu atas hubungan antar variabel penelitian menunjukkan (1) tidak konsistennya temuan arah hubungan *corporate governance* terhadap *firm value*, (2) tidak konsistennya temuan pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. Temuan dimungkinkan adanya pengaruh tidak langsung *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. *Cost of capital* pada penelitian ini ditempatkan sebagai variabel yang memediasi pengaruh *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. Hal

ini didasarkan pada argumentasi hasil penelitian terdahulu menunjukkan (1) penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value*; (2) *corporate governance* menurunkan *cost of capital*; (3) *corporate social responsibility* menurunkan *cost of capital*. Implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility* meningkatkan citra perusahaan, sehingga memberikan peluang kepada perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan murah dengan adanya kepercayaan investor dan penurunan tingkat risiko yang diperkirakan oleh investor (keamanan investasi). Hal ini berdampak menurunkan ekspektasi investor terhadap tingkat pengembalian investasi dengan adanya pengurangan biaya monitoring yang harus dilakukan. Investor yang rasional akan mempertimbangkan keamanan investasi selain tingkat pengembalian investasi.

Teori keagenan (Jensen, 1993; Clarke, 2008) mendasari penelitian ini dalam pengujian pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value* dan *cost of capital*. Pengujian pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value* dan *cost of capital* didasarkan pada teori legitimasi (Deegan, 2002; Haniffa dan Cooke, 2005) dan teori *stakeholder* (Freeman, 2001, 2010). Teori signalling (Spence, 1973) mendasari pengujian *cost of capital* terhadap *firm value*. Penelitian ini dirancang untuk memahami dan menganalisis isu utama dalam penelitian, yaitu apakah *corporate governance* dan *corporate social responsibility* yang dijalankan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak pada peningkatan *firm value*. Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka penelitian ini ingin mengembangkan literature keuangan dengan mengkaji suatu model yang dapat memberikan pemahaman baru tentang “pengaruh *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *cost of capital* dan dampaknya terhadap *firm value*”.

1.2 Perumusan Permasalahan

Berdasarkan uraian pada *gap research* dan fenomena yang terjadi, maka rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value*?
2. Apakah *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value*?
3. Apakah *cost of capital* berpengaruh terhadap *firm value*?
4. Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap *cost of capital* perusahaan?
5. Apakah *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *cost of capital* perusahaan?
6. Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital*?
7. Apakah *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji dan menganalisis:

1. Pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value*.
2. Pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value*.
3. Pengaruh *cost of capital* terhadap *firm value*
4. Pengaruh *corporate governance* terhadap *Cost of capital* perusahaan.
5. Pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *Cost of capital* Perusahaan.
6. Pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value* melalui *cost of capital*.
7. Pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value* melalui *cost of capital*.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

1. Memberikan bukti empiris mengenai pentingnya *cost of capital* untuk meningkatkan *firm value*. *Cost of capital* yang rendah bisa dicapai oleh perusahaan dengan adanya kepercayaan investor. Kepercayaan investor memberikan peluang akses sumber pendanaan yang murah bagi perusahaan. Implementasi *corporate governance* dan bertanggungjawab kepada *stakeholder* perusahaan (*corporate social responsibility*) adalah penting untuk mencapai tujuan ini. Bukti ini memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu manajemen keuangan. Khususnya memberikan pendekatan kepada pihak-pihak pengambil keputusan dalam pengelolaan perusahaan untuk meningkatkan kinerja operasional dan kepercayaan investor.
2. Kontribusi akan ditujukan untuk pengembangan teori dan menguji empiris sebagai konfirmasi (1) teori *agency*, khususnya pengurangan asimetri informasi dan konflik keagenan; (2) teori *stakeholder*, khususnya perusahaan harus bertanggung jawab kepada *stakeholder* untuk dua alasan utama, yaitu strategis dan normative; (3) teori legitimasi, khususnya perusahaan harus mendapatkan legitimasi dari masyarakat di wilayah operasi; (4) teori *signalling*, khususnya peningkatan profitabilitas perusahaan untuk memberikan signal positif kepada investor.
3. Pengembangan model pengintegrasian yang baru *corporate governance*, *corporate social responsibility*, dan penurunan *cost of capital* untuk meningkatkan *firm value*. Model baru dari penelitian ini diharapkan memberikan manfaat/kontribusi dengan mengembangkan teori perusahaan. *Corporate governance* meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan *corporate social responsibility* memberikan jaminan

keberlanjutan perusahaan. Perusahaan akan mendapatkan citra positive secara internal dan eksternal sehingga meningkatkan kepercayaan investor, menurunkan *cost of capital*, dan mendapatkan *required of return* di atas *cost of capital*, sehingga terjadi peningkatan *firm value*.

1.4.2 Manfaat Praktiss

1. Bagi manajemen perusahaan. Manajemen dapat menggunakan hasil penelitian sebagai bahan pertimbangan dalam peningkatan *firm value*, terutama melalui penurunan *cost of capital*. Penerapan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* penting untuk mencapai tujuan penurunan *cost of capital*.
2. Bagi praktisi pasar modal dan kreditur. Memberikan kontribusi bagi praktisi pasar modal dalam pengambilan keputusan investasi, khususnya investasi saham di pasar modal. Dengan memahami situasi bisnis yang melingkupi perusahaan-perusahaan di Indonesia dan memberi perhatian pada praktek *corporate governance* dan *corporate social responsibility* untuk keberlanjutan perusahaan. Bagi kreditur memberikan informasi tentang kepastian pengembalian pinjaman dari perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*, sehingga bisa sebagai pengambilan keputusan untuk pemberian pinjaman lunak.
3. Bagi regulator. Merupakan informasi penting guna menyusun regulasi yang lebih baik. Khususnya bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dapat memperoleh informasi tentang pentingnya *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dalam peningkatan *firm value* yang merupakan cerminan membaiknya kondisi perekonomian. Selanjutnya hasil penelitian ini bisa menjadikannya umpan balik dari regulasi yang sudah ada dan sebagai bahan masukan dalam meregulasi kebijakan-

kebijakan terkait *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Pentingnya informasi *corporate governance* dan *corporate responsibility* bagi investor, diharapkan adanya regulasi terkait format pelaporan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*.



BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teoritis

2.1.1 Teori Keagenan

Denis dan McConnell (2003) menyatakan bahwa tahapan pertama konsep *corporate governance* dilakukan oleh Berle dan Means (1932). Menurut Berle dan Means (1932) perkembangan perusahaan menyebabkan adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol atas suatu perusahaan yang dikelola secara modern. Mekanisme *corporate governance* dapat menjamin bahwa manajemen mengelola perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik (pemegang saham).

Perkembangan berikutnya adalah Jensen dan Meckling (1976) dengan teori keagenan (*agency theory*), yang menjelaskan hubungan agensi sebagai kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka, memberi agen kekuatan pengambilan keputusan. Hubungan keagenan itu seringkali bermasalah karena kepentingan pribadi agen berbeda. Sebagaimana pernyataan Jensen dan Meckling (1976) berikut ini:

“an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”

Eisenhardt (1985) menyatakan teori agensi berfokus pada orang-orang yang bekerja dan bagaimana mereka berperilaku di lingkungan kerja mereka. Teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) asumsi yaitu: sifat manusia, keorganisasian, dan informasi. Asumsi sifat manusia adalah manusia memiliki keterbatasan rasionalitas, mementingkan diri sendiri,

dan tidak suka risiko. Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi dalam produktivitas dan asimetri informasi prinsipal dan agen. Asumsi informasi adalah informasi merupakan komoditi yang dapat diperjualbelikan.

Berikutnya Jensen (1993) mengembangkan teori agensi dalam dua jalur, yaitu positif dan prinsipal-agen. Selanjutnya Clarke (2008, p. 80) menganalisis kedalam analisis umum yaitu kontrak antara prinsipal dan agen. Aliran positif memperhatikan deskripsi mekanisme *governance* yang memecahkan masalah keagenan. Penelitian berfokus mengidentifikasi situasi konflik agen dan prinsipal yang berbeda kepentingan dan menjelaskan pembatasan perilaku agen dengan mekanisme *governance* (Clarke, 2008).

Model keagenan dalam teori agensi positif terdapat dua proposisi mekanisme *governance* (Clarke, 2008). Pertama, kontrak yang didasarkan pada *outcome* efektif untuk membatasi perilaku oportunistis agen dan konflik kepentingan agen dan prinsipal. Kedua, sistem informasi dapat membatasi perilaku oportunistis agen untuk memberikan informasi kepada prinsipal, karena sadar tidak bisa menipu prinsipal.

Faktanya dalam perusahaan modern meskipun sudah ada kontrak, manajer lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan pada masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Carr dan Brower (2000) menyatakan *agents behave opportunistically toward principals*. Oportunisme bermakna kerugian prinsipal kemungkinan besar akan terjadi karena agen mengutamakan kepentingannya (Jensen dan Meckling, 1976). Kerugian ini dapat dikurangi melalui mekanisme kontrak dengan memakai pendekatan model keagenan. Pilihan kontrak keagenan Carr dan Brower (2000) meliputi: (1) *behavior-based*, yaitu prinsipal harus mengawasi perilaku agen

dan (2) *outcome-based*, yaitu perlu adanya insentif untuk memotivasi agen agar berperilaku untuk kepentingan prinsipal.

Proporsi kepemilikan sebagian saham perusahaan oleh manajer berpotensi terjadi masalah keagenan, karena kecenderungan manajer untuk bertindak sesuai kepentingannya dan bukan untuk memaksimalkan pencapaian tujuan perusahaan. Diperlukan biaya yang biasa di kenal dengan biaya keagenan (*agency cost*) untuk memastikan agen bertindak yang terbaik untuk kepentingan prinsipal. Pengertian *agency cost* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan monitoring terhadap agen. Bezooyen dalam Moeljadi (2006) menegaskan bahwa *agency cost* dikeluarkan merupakan *monitoring cost*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh pemilik agar tindakan manajer sesuai dengan kepentingannya. Dari pandangan *shareholder*, mustahil terjadi *zero agency cost* untuk menjamin manajer bertindak secara optimal untuk kepentingan pemilik. Biaya agen terjadi saat timbul kecurigaan di antara kedua pihak (Zogning, 2017). Biaya ini dapat dikelompokkan dalam tiga kategori: (Jensen dan Meckling, 1976)

1. *The monitoring expenditures by principal*. Biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal, yaitu biaya monitoring untuk membatasi perilaku oportunistik agen dan biaya insentif (sistem insentif) untuk mengarahkan perilaku agen.
2. *The bonding expenditures by agent*. Biaya kewajiban atau komitmen yang dikeluarkan oleh agen untuk memperoleh kepercayaan prinsipal (biaya motivasi).
3. *Residual loss*. Biaya kesempatan yang disebut sebagai "kerugian residual" yang setara dengan hilangnya utilitas yang diderita oleh prinsipal setelah adanya perbedaan

kepentingan dengan agen, seperti biaya yang ditopang oleh prinsipal yang mengikuti pengelolaan yang tidak menguntungkan kepentingan prinsipal oleh agen.

Selanjutnya perspektif teori *agency* digunakan untuk menganalisis perilaku kepemimpinan di perusahaan swasta dan publik (Zogning, 2017). Mengingat akarnya adalah bidang ekonomi, teori *agency* tersebut menunjukkan bahwa aktor yang bekerja di sebuah organisasi memiliki logika maksimisasi utilitas dan berusaha mendapatkan apa yang menjadi kepentingan terbaik mereka, bahkan mungkin hal itu bukan demi kepentingan terbaik organisasi (Zogning, 2017).

Banyak ekonom menggunakan model ekonomi yang menganggap bahwa kedua belah pihak (agen dan prinsipal) melakukan transaksi menahan informasi yang sempurna. Tapi informasi dipasar sebenarnya asimetris (Vernimmen, 2005). Pemimpin yang bertanggung jawab atas manajemen perusahaan cukup sering mengakses informasi orang dalam mengenai operasi perusahaan. Pemegang saham tidak selalu memiliki kompetensi yang diperlukan untuk mengetahui apakah suatu transaksi akan memenuhi kepentingan terbaik mereka atau kepentingan dari manajer. Manajer berpeluang untuk mengadopsi perilaku oportunistik dengan memanipulasi informasi yang mereka kelola (Zogning, 2017). Penerapan *corporate governance* sangat penting untuk meminimalkan asimetri informasi yang terjadi. Manajemen adalah pihak yang dikontrak untuk bekerja sesuai kepentingan pemegang saham. Manajemen sebagai agen bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan prinsipal dan memperoleh imbalan berupa kompensasi yang sesuai dengan kontrak.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976), konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen. Penerapan

prinsip-prinsip *corporate governance* untuk menelaraskan kepentingan semua pihak dan meningkatkan kinerja perusahaan menjadi pilihan untuk mengatasi penyimpangan-penyimpangan yang mungkin terjadi (*agency problem*) agar operasional perusahaan menjadi lebih sehat dan mengurangi asimetri informasi. Menurut Fama (1980) masalah keagenan bisa dikendalikan secara efisien melalui perangkat internal yang di bentuk, yaitu *corporate governance*.

Penelitian ini menempatkan variabel *corporate governance* sebagai variabel independen. Hal ini karena *corporate governance* ditujukan sebagai pengontrol manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan (model keagenan tipe 1 *behavior-based*, Carr dan Brower (2000)). *Cost of capital* sebagai variabel mediasi karena proses monitoring dengan *corporate governance* berpotensi untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga meningkatkan citra perusahaan yang berdampak pada peluang untuk mendapatkan sumber pendanaan yang murah karena terjadi penurunan *agency problem* dan meningkatkan *firm value*. *Firm value* sebagai variabel dependen yang merupakan *output* proses manajemen sebagai salah satu dasar pemberian insentif kepada manajemen sebagai agen (model keagenan tipe 2 *outcome-based*, Carr dan Brower (2000)). Manajemen akan selalu megusahakan *cost of capital* yang rendah. Untuk meningkatkan *firm value*. Mekanisme *corporate governance* mampu menurunkan *cost of capital*.

2.1.2 Teori Stakeholder

Tahapan awal dalam penerapan konsep *corporate social responsibility* adalah teori *stakeholder*. Deegan *et al.* (2000) menjelaskan teori *stakeholder* menekankan akuntabilitas organisasi jauh melebihi kinerja keuangan atau ekonomi sederhana.

Organisasi secara sukarela mengungkapkan informasi melebihi kinerja keuangan atau ekonomi sederhana, dengan mengungkapkan kinerja lingkungan, sosial dan intelektual untuk memenuhi ekspektasi perusahaan yang diakui oleh *stakeholder*.

Pada pertengahan tahun 1980 pendekatan *stakeholder* muncul, dilandasi sebuah keinginan membangun kerangka kerja yang responsif terhadap masalah perubahan lingkungan yang dihadapi para manajer saat itu. Diperlukan sebuah metode untuk mengelola berbagai kelompok dan hubungan dengan cara yang strategis (Freeman, 2001, 2010). Freeman dan Reed (1983) menyatakan:

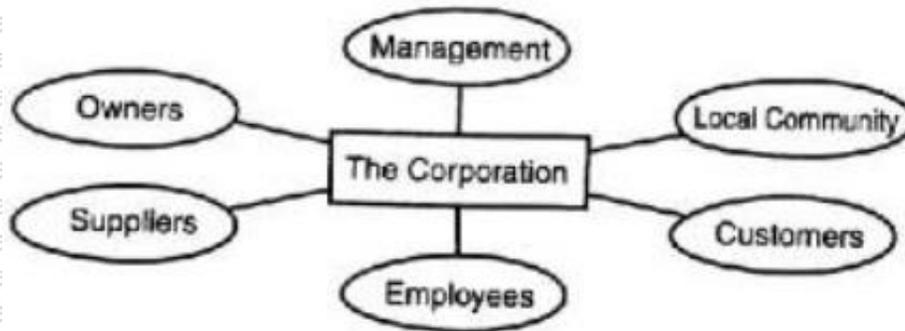
"corporations have stakeholders, that is, groups and individuals who benefit from or are harmed by, and whose rights are violated or respected by, corporation actions. Distinguish two sense of stakeholder. The "narrow definition" includes those groups who are vital to the survival and success of the corporation. The "wide-definition" includes any group or individual who can affect or is affected by the corporation." (Freeman, 2001)

Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan terkemuka telah menerima kenyataan mereka bukanlah semata-mata pelayan kepentingan entitas, melainkan juga pemilik kepentingan lain yang lebih luas. Pemangku kepentingan perusahaan meliputi kelompok dan individu yang mendapatkan keuntungan atau kerugian atas keberadaan korporasi.

Selanjutnya definisi pemangku kepentingan dibedakan menjadi definisi sempit dan definisi luas. "Definisi sempit" yang mencakup kelompok-kelompok yang sangat penting bagi kelangsungan hidup dan kesuksesan korporasi. "Definisi luas" mencakup kelompok dan individu yang dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh korporasi.

Selanjutnya Freeman (2001) menyatakan perusahaan harus dikelola untuk kepentingan pemangku kepentingannya, yang didefinisikan sebagai pemodal, pelanggan, karyawan, dan masyarakat. Sebagaimana dalam pernyataannya:

“Corporations shall be managed in the interests of its stakeholders, defined as employee, financiers, customers, employees, and communities.”



Gambar 2.1
A Stakeholder Model of The Corporation (Freeman, 2001)

Enyinna (2013) memperluas definisi teori *stakeholder* dengan mengidentifikasi kelompok pemangku kepentingan dan kepentingan pemangku kepentingan. Kelompok pemangku kepentingan dan kepentingan pemangku kepentingan dapat diperhitungkan untuk dua alasan utama, yaitu strategis dan normative. Alasan strategis, yang berkaitan dengan kelancaran perusahaan. Alasan normatif berkaitan dengan pihak yang berkepentingan dengan kebutuhan moral yang memuaskan. Kedua bentuk kelompok *stakeholder* ini sangat berbeda, walaupun mereka mungkin ada bersama dalam organisasi yang sama. Kelompok *stakeholder* strategis dapat bersifat amoral dan bahkan tidak bermoral, jika tidak memperhitungkan implikasi normatif. Beberapa kritikus berpendapat bahwa teori *stakeholder* telah berfokus secara tidak proporsional terhadap teori strategis, sehingga merugikan teori normatif. Para teoretikus pemangku kepentingan, selalu mengklaim bahwa teori mereka secara bersamaan bersifat strategis dan normatif.

Friedman dan Miles (2002) dan Fontaine *et al.* (2006) menggunakan dua kriteria untuk mendefinisikan hubungan *stakeholder* perusahaan, yaitu:

1. Kompatibel atau tidak kompatibel dalam hal kumpulan gagasan dan kepentingan material
2. Diperlukan atau kontingen. Hubungan yang diperlukan bersifat internal terhadap struktur sosial atau serangkaian gagasan yang terhubung secara logis. Hubungan kontingen tidak terhubung secara integral.

Penelitian ini menempatkan variabel *corporate social responsibility* sebagai variabel independen. Hal ini karena bisnis melibatkan berbagai pihak. Cara bisnis yang melibatkan para pemangku kepentingan merupakan fitur utama dari konsep *Corporate Social Responsibility* (CSR). Tanggung jawab perusahaan bukan hanya kepada pemilik atau pemegang saham (*shareholder*), tetapi perusahaan harus dikelola untuk kepentingan pemangku kepentingannya, yang didefinisikan sebagai pemodal, pelanggan, karyawan, dan masyarakat (Freeman, 2001).

Corporate social responsibility meningkatkan motivasi karyawan sehingga produktivitas meningkat yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Aktivitas *corporate social responsibility* pada *stakeholder* eksternal memberikan jaminan keberlanjutan perusahaan. Peningkatan kinerja dan jaminan keberlanjutan meningkatkan citra perusahaan, sehingga kepercayaan investor meningkat dan perusahaan berpeluang mendapatkan sumber pendanaan murah. Penelitian ini menempatkan *cost of capital* sebagai variabel mediasi. Tingkat *cost of capital* yang rendah akan meningkatkan *firm value*.

2.1.3 Teori Legitimasi

Pada tahun 1924, Sheldon (1924) memperkenalkan konsep "*Corporate Social Responsibility*" (CSR) untuk pertama kalinya di lingkungan bisnis. Sejak saat itu, kesadaran di seluruh dunia tentang dampak bisnis terhadap masyarakat telah meningkat secara signifikan dan perusahaan mendapat tekanan lebih besar dari masyarakat, pemerintah, dan pemangku kepentingan lainnya untuk berperilaku secara bertanggung jawab. Sebagaimana pernyataan Sheldon (1924) berikut ini:

".....introduced the concept of "*Corporate Social Responsibility*" (CSR) for the first time in the business environment. Since that time, awareness across the globe of the impact of businesses on society has increased significantly and firms have come under greater pressure from society, governments, and other stakeholders to behave responsibly." (Habbash, 2016)

Pernyataan Sheldon (1924) dipertegas kembali oleh Titl (1994) menyatakan semakin disadari oleh perusahaan bahwa hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan di wilayah operasi sangat menentukan kelangsungan hidup perusahaan (Haniffa dan Cooke, 2005). John Elkington pada tahun 1988 mengembangkan tiga komponen penting dalam bisnis dan dikenal dengan *Tripple Button Line*, yaitu *sustainable development* (*economic growth, social equity, dan environmental protection*).

Perusahaan bergantung pada pemangku kepentingan untuk mendapatkan sumber daya yang diperlukan untuk kelangsungan hidup mereka dan untuk pengembangan mereka. Legitimasi perusahaan untuk menggunakan sumber daya bergantung pada korespondensi perilaku terhadap peraturan dan nilai yang diakui oleh masyarakat untuk mendapatkan "lisensi untuk beroperasi" pada kondisi yang tidak dianggap sebagai pemangsa lingkungan alam dan sosial (Fontaine *et al.*, 2006).

Sebagaimana pernyataan Lindblom (1994) tentang teori legitimasi berikut ini:

“...a condition or status which exists when an entity's value system is congruent with the value system of the larger social system of which the entity is a part. When a disparity, actual or potential, exists between the two value systems, there is a threat to the entity's legitimacy” (Gray et al., 1995)

Definisi ini menjelaskan bahwa teori legitimasi adalah suatu kondisi ketika suatu sistem nilai perusahaan kongruen dengan sistem nilai dari sistem sosial yang lebih besar di mana perusahaan menjadi bagian didalamnya. Ketika terdapat suatu perbedaan yang potensial diantara kedua sistem tersebut, maka menimbulkan ancaman bagi legitimasi perusahaan (Gray et al., 1995). Selanjutnya Deegan (2002) dan Faisal et al. (2012) menyatakan legitimasi entitas bisnis untuk beroperasi di masyarakat bergantung pada kontrak sosial implisit antara entitas bisnis dan masyarakat.

Perusahaan dapat kehilangan lisensi mereka untuk beroperasi di masyarakat dengan melanggar norma dan harapan masyarakat. Dengan demikian, teori legitimasi memprediksi bahwa perusahaan menerapkan tanggung jawab lingkungan dan sosial untuk melegitimasi operasinya ketika norma dan harapan masyarakat terhadap entitas bisnis berubah atau entitas bisnis menganggap diri mereka melanggar norma dan harapan masyarakat yang ada. Teori legitimasi banyak digunakan dalam literatur untuk menjelaskan praktik pelaporan *corporate sustainability* (Lu dan Cortese, 2015). Sesuai teori legitimasi, perusahaan perlu memiliki legitimasi dalam arti lisensi sosial untuk beroperasi (Deegan, 2002). Teori ini menunjukkan bahwa perusahaan terlibat dalam pelaporan keberlanjutan untuk mencari legitimasi dan ini sangat penting bagi perusahaan (Haniffa & Cooke, 2005).

Hubungan antara masyarakat dan bisnis dijelaskan dengan konsep kontrak sosial (Shocker dan Sethi, 1974). Mathews (1993) menjelaskan ide kontrak sosial “kontrak sosial

akan terjadi antara perusahaan dan individu anggota masyarakat". Pengungkapan *corporate sustainability* dapat ditafsirkan sebagai mekanisme untuk memastikan komitmen terhadap kontrak sosial (Freundlieb *et al.*, 2014; Muttakin *et al.*, 2015).

Penelitian ini menempatkan *corporate social responsibility* sebagai variabel independen. Hal ini karena untuk keberlanjutan jangka panjang perusahaan harus mendapatkan legitimasi dari masyarakat dengan memenuhi tuntutan atau harapan dari masyarakat tentang bagaimana perusahaan seharusnya bersikap (Deegan, 2002). *Corporate social responsibility* muncul sebagai akibat dampak negative dan ketimpangan sosial yang timbul dalam masyarakat atas keberadaan perusahaan. Tanggung jawab perusahaan tidak sebatas pada indikator ekonomi (*economic focused*) dalam laporan keuangan, tetapi harus juga memperhitungkan faktor-faktor sosial (*social dimentions*) sebagai dampak keberadaan perusahaan baik internal maupun eksternal.

Ketika perusahaan mendapatkan legitimasi di masyarakat, maka perusahaan dengan mudah mengakses sumber daya. Terjadi efisiensi dan efektivitas dalam operasional perusahaan sehingga kinerja perusahaan meningkat dan terjamin keberlanjutan perusahaan jangka panjang, yang meningkatkan *firm value*. Dampak peningkatan kinerja perusahaan serta jaminan keberlanjutan, maka terjadi penurunan risiko perusahaan dan peningkatan citra perusahaan, sehingga *perusahaan* berpeluang untuk mendapatkan sumber pendanaan murah.

2.1.4 Teori Signalling

Teori *signalling* menyatakan pihak perusahaan memiliki informasi yang lebih baik tentang perusahaan dan terdorong untuk menyampaikan informasi kepada pihak eksternal untuk meningkatkan harga saham (Ross, 1977). Teori ini menjelaskan bahwa laporan

keuangan yang baik merupakan sinyal bagus karena perusahaan telah beroperasi dengan baik. Informasi laporan keuangan harus disampaikan oleh manajemen kepada investor dan kreditur untuk mengurangi asimetri informasi. Pengambilan keputusan investasi oleh investor dipengaruhi oleh informasi yang dipublikasikan perusahaan (Jogiyanto, 2003).

Ketika pengumuman perusahaan mengandung nilai positif, maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman perusahaan diterima oleh pasar. Teori signaling memberikan hal yang bagus untuk membedakan perusahaan dengan menginformasikan kepada pasar tentang prospek perusahaan. Kinerja masa lalu perusahaan mencerminkan kinerja masa depan. Sehingga kinerja masa lalu yang tidak bagus kurang dipercaya oleh pasar (Wolk dan Tearney, 1997).

Perusahaan dalam mencapai profitabilitas yang tinggi akan dengan mudah dicapai dengan adanya *cost of capital* yang rendah, karena terjadi efisiensi dan efektivitas dalam penggunaan dana perusahaan untuk operasional. Profitabilitas perusahaan merupakan informasi penting bagi investor. Informasi ini akan direspon oleh pasar setelah dipublikasikan, sehingga meningkatkan *firm value*.

2.1.5 Firm Value

2.1.5.1 Pengertian Firm Value

Memakmurkan pemegang saham dengan memaksimalkan *firm value* adalah merupakan tujuan perusahaan yang paling utama (Salvatore, 2005; Brigham dan Houston, 2011). Sebagian besar perusahaan publik sekarang menggunakan nilai saham sebagai ukuran kinerja manajemen selain kinerja keuangan. Beberapa peneliti terdahulu memberikan pengertian *firm value* dan pentingnya *firm value*.

Firm value sangat penting karena dengan *firm value* yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Salvatore, 2005; Bowman dan Ambrosini, 2007). *Firm value* tercermin dalam harga saham perusahaan dan merupakan persepsi investor atas keberhasilan pengelolaan sumber daya perusahaan (Fama, 1978). *Firm value* diperoleh dengan mengkombinasikan arus kas masa depan dan biaya modal perusahaan (Brigham dan Daves, 2011, p. 7). Husnan (2008, p. 7) mendefinisikan *firm value* sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan dijual.

Firm Value menggambarkan kondisi perusahaan (Villalonga dan Amit, 2006). Keown (2011, p. 35) berpendapat *firm value* merupakan nilai pasar hutang dan saham perusahaan yang beredar, sehingga *firm value* merupakan deskripsi keyakinan pasar atas kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Husnan dan Pudjiastuti (2012) mendefinisikan *firm value* adalah persepsi investor terhadap perusahaan.

Ehrhardt dan Brigham (2010) menyatakan *firm value* merupakan nilai sekarang dari arus kas di masa yang akan datang pada tingkat diskonto rata-rata tertimbang biaya modal. Menurut Gitman *et al.* (2006) *firm value* adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila asset perusahaan dijual sesuai nilai pasarnya, sebagaimana pernyataan Gitman *et al.* (2006, p. 352) sebagai berikut:

“the actual amount per share of common stock that would be received if all the firm's assets were sold for their market value.”

Laporan keuangan yang merupakan cerminan kinerja perusahaan juga sering dikaitkan dengan *firm value*. Investor bisa memberikan nilai berbeda dengan nilai buku perusahaan. Harga saham akan semakin tinggi jika kesempatan investasi tinggi, demikian juga kinerja perusahaan dalam laporan keuangan. Penilaian oleh investor ini

menggambarkan prospek perusahaan, karena penilaian ini merupakan penilaian kolektive dari investor. Selanjutnya kompensasi manajemen seringkali dikaitkan dengan perkembangan harga saham.

Firm value bisa mengalami kenaikan maupun penurunan seiring operasional perusahaan. Nilai perusahaan yang maksimal dapat dicapai melalui fungsi-fungsi pelaksanaan manajemen keuangan yang tepat. Hal ini karena setiap keputusan keuangan yang diambil akan berpengaruh terhadap keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada *firm value* (Fama dan French, 1998). Pelaku pasar memerlukan *firm value* sebagai indikator untuk menilai perusahaan secara keseluruhan (Nurlela dan Islauddin, 2008).

Dari uraian di atas, pengertian *firm value* adalah menggambarkan deskripsi keyakinan pasar atau persepsi investor terhadap keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya untuk menghasilkan keuntungan, yang dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Dalam memilih peluang investasi, perusahaan akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah untuk menghasilkan keuntungan yang tinggi.

2.1.5.2 Pengukuran Firm Value

Pengukuran *firm value* bisa dilihat dari harga sahamnya, karena *firm value* merupakan harga yang bersedia dibayar oleh investor seandainya perusahaan tersebut dijual. Perusahaan yang menerbitkan sahamnya di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator *firm value* (Husnan dan Pudjiastuti, 2012). Sebagian besar perusahaan publik sekarang menggunakan nilai saham sebagai ukuran kinerja manajemen selain ukuran kinerja keuangan.

Kesimpulan dari berbagai pendapat di atas adalah harga saham merupakan cerminan *firm value*. Harga saham yang semakin meningkat menggambarkan kenaikan *firm value* dan kemakmuran pemegang saham. Sementara pengukuran kinerja perusahaan dikenal ukuran kinerja alternative yang menggunakan harga pasar saham, yaitu *Market Value Added (MVA)* dan *Economic Value Added (EVA)* (Ehrhardt dan Brigham, 2010, p. 67). MVA adalah perbedaan nilai pasar ekuitas dan jumlah modal ekuitas. Sedangkan EVA adalah perbedaan laba operasi setelah pajak dan biaya modal setelah pajak. EVA mengukur pengaruh tindakan manajerial sejak pendirian perusahaan (Brigham dan Houston, 2011, p. 50).

Analisis rasio sebagai ukuran nilai perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham menurut Brigham dan Daves (2011, p. 262) *price earning ratio (PER)*, *price book value ratio (PBVR)*, dan *market book ratio*. Selanjutnya pendekatan analisis nilai perusahaan juga di kemukakan oleh Lindenberg dan Ross (1981) dan Chung dan Pruit (1994) yang di kenal dengan *Tobin's q*. *Tobin's q* merupakan perbandingan nilai pasar saham perusahaan dan nilai buku hutang dengan *total assets*.

Tobin's q banyak digunakan oleh peneliti untuk mengukur *firm value*. Beberapa peneliti terdahulu yang menggunakan adalah (Ammann *et al.*, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Connelly *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Siagian *et al.*, 2013; Villanueva-Villar *et al.*, 2016). *Tobin's q* merupakan indikator penguji efektivitas perusahaan dari perspektive investasi yang menunjukkan prestasi manajemen puncak (Wolfe dan Saaia, 2003).

Tobin's q merupakan biaya yang dibutuhkan untuk mengganti assets yang dimiliki perusahaan (Widjaja dan Maghviroh, 2011).

Konsep *tobin's q* sangat berharga karena mengestimasi pasar keuangan saat ini terkait nilai hasil pengembalian investasi. *Tobin's q* semakin tinggi menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan yang baik. Investor semakin besar kerelaanya berkorban lebih untuk memiliki perusahaan, karena nilai pasar *assets* perusahaan semakin tinggi. Jadi *tobin's q* merupakan ukuran yang baik tentang efektivitas manajemen dalam memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis perusahaan.

Tobin's q merupakan perbandingan antara nilai pasar *assets* dan estimasi jumlah uang pengganti seluruh *assets* perusahaan saat ini, yang dinyatakan dengan formula:

$Tobin's q = \text{Market Value of assets} / \text{estimated replacement cost}$ (Lindenberg dan Ross, 1981). Perhitungan dengan rumus *Tobin's q* tersebut diperlukan data yang banyak dan rumit, meskipun sebenarnya sangat bermanfaat bagi analisis keuangan (Sukamulja, 2004).

Rumus tersebut kurang aplikatif dalam mendukung keputusan yang cepat. Chung dan Pruitt (1994) mengusulkan mempermudah penghitungan *Tobin's q* namun tetap mempertahankan akurasinya, dengan formula:

$$Tobin's q = (MVS + PS + D) / TA.$$

Keterangan:

MVS: *Market Value of all outstanding share*

PS: *Preferred stock*

D: *Debt*

TA: *total asset.*

Dalam rumus ini nilai *replacement cost* dari keseluruhan *asset* adalah sama dengan nilai buku *asset*. Berlaku juga untuk nilai saham preferen dan *liabilities* jangka panjang

dengan asumsi nilai buku sama dengan nilai pasar. Hasil perbandingan perhitungan rumus *Tobin's q* yang asli dengan penyederhanaan ini menunjukkan bahwa rumus penyederhanaan bisa menggantikan yang asli (Chung dan Pruitt, 1994).

Copeland (2002) memberikan bukti bahwa *Tobin's q* dapat diterapkan pada berbagai jenis perusahaan. Namun demikian rasio ini juga memiliki beberapa kelemahan antara lain yang dikemukakan oleh Erickson dan Whited (2000), yang menyatakan bahwa jika terjadi gelembung harga saham, atau penyimpangan persistensi antara nilai pasar saham yang menyajikan nilai diskonto ekspektasi masa depan, maka hal ini akan menyebabkan kesalahan persistensi dengan menggunakan nilai sesungguhnya sebagai variabel penting untuk menilai *Tobin's q* saat ini.

Meskipun memiliki kekurangan, *Tobin's q* digunakan sebagai pengukuran *firm value* dalam penelitian ini, karena model ini telah mempertimbangkan nilai pasar dan juga banyak digunakan oleh para peneliti dan merupakan ukuran yang lebih teliti serta dapat diterapkan diberbagai perusahaan. Banyaknya peneliti yang menggunakan *Tobin's q* menunjukkan ukura ini relatif valid.

2.1.6 Cost of Capital

2.1.6.1 Pengertian Cost of Capital

Fungsi utama *cost of capital* adalah memastikan perusahaan tersebut memiliki kemampuan untuk meningkatkan ukuran bisnis dan terus beroperasi dalam skala besar. Akhirnya, ini melibatkan keputusan penting mengenai banyak aspek termasuk mengelola hutang jangka panjang, pengelolaan aset dan manajemen modal. Mengelola biaya modal menjadi salah satu isu terpenting di perusahaan dimana banyak eksekutif keuangan

berusaha untuk mengidentifikasi tingkat *cost of capital* yang sesuai. Agar investasi menjadi bernilai, *return* modal harus diprediksi lebih tinggi dari pada *cost of capital*. Karena investor menempatkan modal mereka untuk bekerja agar mendapatkan keuntungan maksimal dari organisasi. Oleh karena itu, perusahaan harus memperoleh keuntungan maksimal sehingga dapat memuaskan investor dan juga dapat meningkatkan *firm value* (Sattar, 2015).

Biaya modal (*cost of capital*) merupakan unsur pertama dalam proses penganggaran modal. Kebijakan pembiayaan dan investasi mempengaruhi *cost of capital* perusahaan. Jadi *cost of capital* ditentukan oleh jenis pendanaan perusahaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi. *Cost of capital* adalah batas minimum imbal hasil investasi yang harus dicapai oleh perusahaan karena merupakan biaya riil modal untuk berinvestasi.

Brigham dan Daves (2011) menyatakan *cost of capital* merupakan *determinant* dari *firm value*, dengan faktor penentu meliputi keputusan pendanaan, risiko perusahaan, risiko pasar, dan tingkat suku bunga. Perusahaan akan mengusahakan untuk tingkat *cost of capital* yang rendah sehingga *firm value* meningkat (Modigliani dan Miller, 1958; Weston dan Copeland, 2010). Gitman (2000, p. 470) menyatakan:

“The cost of capital is the rate of return that a firm must earn on the projects in which it invests to maintain the market value of its stock. It can also be thought of as the rate of return required by the market suppliers of capital to attract their funds to the firm.”

Definisi ini memberikan pengertian *cost of capital* adalah tingkat pengembalian investasi yang harus dihasilkan perusahaan untuk mempertahankan nilai pasar sahamnya atau tingkat pengembalian yang diminta oleh pemasok pasar modal atas tingkat pengembalian dana dari perusahaan. *Cost of capital* adalah *rate of return* yang diperlukan

pada berbagai jenis pendanaan dan merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan investor atas dana yang diinvestasikan.

Brigham dan Houston (2011, p. 23) menyatakan target struktur modal yang optimal yaitu dengan *cost of capital* yang rendah harus ditetapkan oleh perusahaan agar bisa memaksimalkan nilai perusahaan. Ward (1999) menyatakan perusahaan dalam membiayai operasinya menggunakan komponen modal yang meliputi berbagai efek (termasuk obligasi konversi, saham preferen dan hutang). Seiring meningkatnya risiko perusahaan, maka pemegang ekuitas akan meminta imbal hasil yang lebih tinggi. Masalahnya adalah apakah kenaikan ini lebih besar dari efek meminjam modal pada tingkat bunga yang lebih rendah (tetap) dari pemegang hutang. Oleh karena itu, argumen tersebut bergantung pada efek bersih dari penyesuaian biaya modal rata-rata (Ward, 1999).

Ditinjau dari sisi investor, tinggi rendahnya tingkat keuntungan yang disyaratkan merupakan tingkat keuntungan (*rate of return*) yang mencerminkan tingkat risiko, aktiva yang dimiliki, struktur modal dan faktor lain seperti manajemen. Sedangkan bagi perusahaan, besarnya *required rate of return* merupakan biaya modal (*cost of capital*) yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan modal tersebut. Perbandingan *rate of return* dan *cost of capital* digunakan dalam pengambilan keputusan proyek investasi dalam perusahaan. Gitman *et al.* (2006) menyatakan jika risiko dipertahankan konstan, proyek dengan tingkat pengembalian di atas *cost of capital* akan meningkatkan *firm value*, dan sebaliknya. Saham perusahaan akan semakin berisiko ketika asimetri informasi semakin tinggi, sehingga investor akan mengharapkan *return* yang lebih besar. Secara umum

tingkat keuntungan yang disyaratkan investor juga tinggi ketika risiko perusahaan tinggi dan ini berarti *cost of capital* juga tinggi.

Dari uraian di atas, pengertian *cost of capital* adalah rata-rata tertimbang dari seluruh *rate of return (cost)* individual yang disyaratkan atas pendanaan dari hutang dan ekuitas untuk mendanai investasi dan operasional perusahaan.

2.1.6.2 Komponen Cost of Capital

Komponen *cost of capital* meliputi biaya hutang, saham preferen dan saham biasa (Brigham dan Daves, 2011, p. 320). Biaya modal dan hutang ditentukan oleh pasar modal dan kredit perusahaan. Biaya akan lebih tinggi jika tingkat suku bunga secara umum bergerak lebih tinggi (seperti yang terjadi pada saat inflasi). Jika perusahaan dengan risiko kredit yang tinggi dan terlalu banyak bergantung pada kebangkrutan risiko utang, perusahaan berada dalam industri berisiko dan perusahaan beroperasi dalam lingkungan yang berisiko. Biaya modal ekuitas meyakinkan investor bahwa *firm value* akan tumbuh cukup cepat sehingga investor dapat memberikan return yang sesuai. Ayeni dan Olaoye (2015) menjelaskan investor dapat memberi nilai pada perusahaan di masa mendatang, menentukan tingkat diskonto yang sesuai, dan harga maksimum yang akan mereka bayar dengan harga yang berlaku.

2.1.6.3 Pengukuran Cost of Capital

Cost of capital dapat dihitung secara individual dan secara keseluruhan. Biaya modal secara keseluruhan merupakan biaya modal dari seluruh jenis modal yang digunakan. Biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital / WACC*) digunakan

dalam memperhitungkan biaya modal secara keseluruhan, karena biaya modal berbeda-beda untuk masing-masing jenis modal.

Salah satu pendekatan pengukuran biaya modal yang banyak digunakan untuk melakukan estimasi adalah dengan pendekatan CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) yang diperkenalkan oleh Treynor, Sharpe dan Litner. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko spesifik/risiko tidak sistematis (*spesific risk /unsystematic risk*) (Brigham dan Daves, 2011, p. 323).

Para peneliti menggunakan *weighted everage cost of capital* (WACC) dalam mengukur *cost of capital*, diantaranya Ramly (2012), Mohamad dan Saad (2012) dan Li dan Foo (2015). Perusahaan dalam operasionalnya hamper dipastikan menggunakan lebih dari satu jenis sumber pendanaan. Penelitian ini menggunakan WACC dalam pengukuran *cost of capital*. WACC digunakan karena menggambarkan keseluruhan biaya modal yang dipakai oleh perusahaan dalam investasi dan operasional perusahaan. WACC di hitung dengan formula: $WACC = wd.kd (1-t) + wce. ks$ (Modigliani dan Miller, 1958).

2.1.7 Corporate Governance

2.1.7.1 Pengertian Corporate Governance

Pembahasan pemisahan fungsi kepemilikan dan kontrol dalam sebuah perusahaan mengawali munculnya *corporate governance* (Berle dan Means, 1932). Selanjutnya berkembang luas definisi *corporate governance* baik oleh perorangan maupun institusi. Lashgari (2004) menyatakan *corporate governance* berkaitan dengan pengelolaan hubungan antara berbagai pemangku kepentingan perusahaan. Shleifer dan Vishny

(1997) menyatakan *corporate governance* menyangkut cara dimana pemasok dana dan perusahaan sendiri memastikan pengembalian investasi. Definisi ini didasarkan pada teori keagenan dan hubungan *principal-agent*, yang menyatakan bahwa delegasi dari tanggung jawab manajemen sebagai agen menciptakan masalah *adverse selection* dan *moral hazard* yang mengakibatkan biaya *agency*. Ini mengindikasikan bahwa *corporate governance* merupakan alat pengendali manajer. Ehrhardt dan Brigham (2010, p. 531) menyatakan:

“corporate governance can be defined as the set of laws, rules, and procedures that influence a company’s operations and the decisions made by its managers.”

Definisi tersebut menjelaskan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat undang-undang, peraturan, dan prosedur yang mempengaruhi operasi perusahaan dan keputusan yang dibuat oleh pemilik. Lebih jauh lagi Brigham dan Daves (2011) menyatakan *corporate governance* sebagai seperangkat aturan serta prosedur yang memastikan bahwa manajer memang menerapkan prinsip-prinsip manajemen berbasis nilai, untuk memastikan tujuan kunci pemegang saham yaitu memaksimalkan kekayaan diimplementasikan. Sebagaimana pernyataan Brigham dan Daves (2011, p. 374) sebagai berikut:

“corporate governance, which is defined as the set of rules and procedures that ensure that managers do indeed employ the principles of value-based management. The essence of corporate governance is to make sure that the key shareholder objective—wealth maximization—is implemented”.

Corporate governance adalah serangkaian mekanisme, meliputi struktur, sistem dan proses yang mengarahkan dan mengendalikan dewan komisaris dan direksi dalam menjalankan perusahaan untuk memberikan nilai tambah perusahaan yang berkesinambungan dalam jangka panjang sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan. (Suprayitno *et al.*, 2016).

Daily *et al.* (2003) menyatakan *governance* adalah ketentuan umum yang digunakan dalam penerapan sumber daya dan penyelesaian konflik antara berbagai pihak dalam organisasi, ini menunjukkan *corporate governance* merupakan alat penyelesaian konflik. *Corporate governance* adalah tentang menempatkan struktur, proses dan mekanisme bisnis serta urusan perusahaan untuk meningkatkan nilai pemegang saham jangka panjang dengan akuntabilitas manajer dan peningkatan kinerja perusahaan. Melalui struktur, proses dan mekanisme seperti itu, masalah *agency* dapat ditangani sedemikian rupa sehingga kepentingan manajer lebih selaras dengan pemegang saham (Fan, 2004).

Corporate governance memberikan keyakinan kepada investor atas kinerja manajemen untuk menginvestasikan dana perusahaan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Investor mendapat kepastian atas imbal hasil dari dana yang telah diinvestasikan. (Larcker *et al.*, 2007).

Uraian di atas menjelaskan pengertian *corporate governance* merupakan serangkaian mekanisme untuk mengatur hubungan semua *stakeholder* perusahaan. Indikator untuk menilai pelaksanaan *corporate governance* meliputi hak pemegang saham, perlakuan yang sama terhadap pemegang saham, peran pemangku kepentingan, keterbukaan dan transparansi, serta tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direktur (Siagian *et al.*, 2013). Pelaksanaan *corporate governance* diharapkan perusahaan dikelola secara baik untuk menjaga kepentingan pemegang saham atas keamanan dan pengembalian investasi.

2.1.7.2 Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Menurut *Cadbury Report* (1992) prinsip utama GCG ada 3 (tiga), yaitu keterbukaan, integritas dan akuntabilitas. Prinsip dasar *Good Corporate Governance* (GCG) menurut *Organization for Economic Corporation and Development* (OECD) meliputi kewajaran (*fairness*), akuntabilitas (*accountability*), transparansi (*transparency*), dan tanggungjawab (*responsibility*). Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) menambahkan prinsip independen (*independency*). Prinsip – prinsip tersebut digunakan untuk mengukur kualitas GCG yang telah diterapkan oleh perusahaan (Lukviarman, 2016).

Hubungan keagenan yang menjadi awal munculnya konsep *corporate governance*, diterjemahkan dengan desain dua arti yaitu “arti secara sempit” dan “arti secara luas” dalam model GCG FEB UGM. Di dalam "arti secara sempit," GCG FEB UGM menerangkan hubungan antara pemilik modal (investor), dewan komisaris (BOD: *Board of Director*) dan direksi (CEO: *Chief of Executive Officer*).

Selanjutnya Gama Rispro FEB UGM dalam “arti secara luas” mendefinisikan empat konstruk dasar yang membentuk sebuah konsep tata kelola korporasi (*corporate governance*) sebuah perusahaan yang baik, yaitu kewajaran, transparansi, pertanggungjelas dan pertanggungjawaban.

Kewajaran, yang bermakna sebagai proses perujukan hukum, regulasi dan aturan-aturan yang digunakan untuk perlindungan hak pemegang saham. Transparansi, yang bermakna sebagai luasan informasi yang tersaji dengan jelas secara publik, informasi yang akurat baik secara formal maupun informal, praktik berterima umum yang terkait dengan pasar modal dan didalamnya termasuk asas dan sistem hukum, kebijakan makroekonomika dan fiskal pemerintah, norma dan praktik akuntansi, etika, korupsi, dan

regulasi, kebudayaan serta budaya yang berlaku di masyarakat secara umum. Pertanggungjelasan memiliki makna bahwa segala hukum, regulasi dan aturan yang mengisyaratkan untuk dilaksanakan secara nyata oleh perusahaan melalui (1) pembentukan fungsi organik di dalam perusahaan, (2) pemisahan fungsi, wewenang, tanggung jawab dan tugas pokok, (3) pembentukan kapabilitas dan kompetensi sumberdaya manusia yang memadai, dan (4) dalam pelaksanaannya, yang memerlukan kode etik untuk mencegah terjadinya perilaku yang menyimpang. Pertanggungjawaban, yang bermakna sebagai perujukan, pengadopsian, pengimplementasian dan pengembangan hukum, regulasi dan aturan-aturan oleh perusahaan dalam rangka mendukung tujuan pemerintah untuk mencegah terjadinya kegagalan pasar.

Corporate governance penting untuk kinerja perusahaan dan keberlanjutannya. Sebagian besar penelitian dibidang ini menunjukkan mekanisme *corporate governance* mempengaruhi dimensi pelaporan keuangan dan kinerja perusahaan. Selain itu mekanisme *governance* perusahaan memiliki efek positif serupa pada dimensi lain dari kinerja perusahaan selain pelaporan keuangan.

2.1.7.3 Tujuan dan Manfaat Penerapan *Corporate Governance*

Keberadaan *corporate governance* sangat bermanfaat dalam perkembangan ekonomi dan kesejahteraan sosial. Pertama, dalam pencapaian kesuksesan bisnis *corporate governance* menyediakan ukuran kinerja. Kedua, menjamin peningkatan kesejahteraan telah didistribusikan secara merata dan dapat dipertanggungjawabkan.

(Lukviarman, 2016, p. 17).

Peningkatan kinerja perusahaan melalui pengawasan adalah merupakan inti dari *corporate governance*. Hal ini dilakukan dengan manajemen pemantauan kinerja dan

manajemen akuntabilitas berdasarkan kerangka aturan dan peraturan untuk pemangku kepentingan. Manfaat penerapan *good corporate governance* meliputi: (Daniri, 2005)

1. Mengurangi biaya agen. Pelimpahan wewenang kepada manajemen megakibatkan adanya biaya yang harus di tanggung oleh pemegang saham. Biaya ini timbul akibat penyalahgunaan wewenang dan diperlukan pengawasan untuk mencegahnya.
2. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*). Ini terjadi sebagai akibat penurunan tingkat resiko perusahaan.
3. Meningkatkan citra perusahaan yang berdampak pada peningkatan nilai saham perusahaan.
4. Dukungan bagi para pemangku kepentingan di lingkungan perusahaan. Memaksimalkan kekayaan dan kemakmuran pemegang saham dengan adanya strategi dan kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan.

2.1.7.4 Mekanisme Corporate Governance

Mekanisme diperlukan dalam penerapan *corporate governance* agar dalam penerapannya sesuai dengan tujuan perusahaan. Mekanisme *corporate governance* adalah alat yang digunakan oleh prinsipal untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen serta memantau dan mengontrol agen (Balasubramanian dan George, 2012).

Menurut Denis dan McConnell (2003) mekanisme *corporate governance* antara lain meliputi (1) mekanisme internal oleh Dewan Komisaris (di bantu Komite Audit) dan (2) mekanisme eksternal, yaitu pengawasan oleh pasar dan sistem hukum yang berlaku (regulasi). Selanjutnya pengontrolan terhadap agen dilakukan oleh dewan komisaris, sebagai sistem pengaturan institusional yang dikembangkan sebagai pengganti pengawasan langsung oleh pemegang saham (Blair, 1995). Pemegang saham berhak

mendapatkan hak untuk mengawasi perusahaan karena kontribusinya terhadap sumber daya keuangan bagi perusahaan (Engelen, 2002).

Mekanisme *corporate governance* merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan pengawasan terhadap keputusan tersebut. Walsh dan Seward (1990) menjelaskan mekanisme meliputi pengendalian internal dan eksternal.

Mekanisme pengendalian internal dilakukan oleh perusahaan dengan menyusun seperangkat aturan yang disetujui oleh prinsipal dan agen tentang pengaturan mekanisme bagi hasil terkait return dan risiko. Kontrak insentif jangka panjang adalah merupakan salah satu pilihan mekanisme (Walsh dan Seward, 1990). Memberi kepemilikan saham kepada manajer adalah salah satu contoh insentif pada manajer dalam kontrak jangka panjang apabila *firm value* atau kemakmuran pemegang saham meningkat (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham sehingga *firm value* meningkat karena juga meningkatkan kekayaan manajer sendiri.

Mekanisme pengendalian eksternal dilakukan oleh pasar. Menurut teori pasar untuk pengendalian perusahaan (*market for corporate control*), nilai pasar perusahaan yang tercermin dalam harga saham akan menurun ketika manajemen berperilaku menguntungkan diri sendiri. Pergantian manajer perlu dilakukan untuk memperbaiki kinerja perusahaan. Dengan demikian bekerjanya tindakan menguntungkan manajer sendiri bisa di hambat dengan *market for corporate* (Jensen dan Meckling, 1976).

Watts dan Zimmerman (1986) menyatakan ditinjau dari kontrak keagenan, peningkatan pengawasan dan transparansi dengan mekanisme *corporate governance*

dapat menurunkan *monitoring costs* karena adanya penurunan asimetri informasi. Tingkat *return* yang diterima pemilik atas investasinya akan terjamin dengan mekanisme ini (Shleifer dan Vishny, 1997).

2.1.7.5 Pengukuran *Corporate Governance*

Para peneliti menggunakan pengukuran *corporate governance* secara sederhana (simple) dan indeks. Penggunaan indeks bertujuan untuk memperoleh gambaran yang lengkap tentang implementasi *corporate governance* dalam perusahaan. Namun demikian perlu diketahui bahwa penggunaan *system governance* yang paling efektif tergantung pada konteks dan pada keadaan tertentu perusahaan, sehingga penggunaan indeks dalam pengukuran *corporate governance* tergantung pada kondisi yang ada (Romano dan Bolton, 2008). Schnyder (2012) menyarankan kembali kepada pengukuran *corporate governance* yang lebih simple karena pengukuran peringkat menghasilkan pengukuran yang kurang efektif. Kelemahan dari pengukuran yang simple ini adalah tidak bisa menggambarkan praktek *corporate governance* secara menyeluruh.

Penelitian *corporate governance* dengan pengukuran yang simple lebih di dominasi pada karakteristik dewan komisaris yang merupakan mekanisme penting dalam *corporate governance*, meliputi ukuran dewan komisaris, pendidikan anggota dewan komisaris, proporsi komisaris independen, dan jumlah rapat dewan komisaris. Selain itu beberapa peneliti juga menggunakan variabel kepemilikan institusional, struktur kepemilikan, hak pemegang saham, dan komposisi direktur dalam mengukur praktek *corporate governance*. Penggunaan *corporate governance index* yang bisa menggambarkan praktek *corporate governance* secara menyeluruh juga telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya (Ammann *et al.*, 2011; Siagian *et al.*, 2013).

Di Indonesia pengukuran *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) telah dilakukan oleh IICG. Penilaian CGPI oleh IICG dilakukan dengan serangkaian tahapan meliputi *self assessment*, pemeriksaan kelengkapan dokumen, penilaian penyusunan makalah, dan observasi ke perusahaan. Penilaian CGPI melibatkan peran aktif dewan komisaris, direksi, pemegang saham, manajemen dan karyawan serta pihak eksternal seperti investor, pemasok, pelanggan, serikat pekerja, lembaga pembiayaan, asuransi, perusahaan afiliasi, dan auditor eksternal sebagai *stakeholder* perusahaan. Aspek penilaian meliputi komitmen, transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independensi, keadilan, kepemimpinan, kapabilitas, strategi, risiko, etika, budaya, dan keberlanjutan.

Tersedianya CGPI ini sangat bermanfaat dalam melakukan penelitian terkait *corporate governance*. Penelitian terkait *corporate governance* di Indonesia bisa menggunakan CGPI dalam pengukuran *corporate governance*. Terbatasnya perusahaan publik yang mengikuti program CGPI dari IICG merupakan kendala bagi peneliti untuk mendapatkan jumlah data yang memadai. Mengatasi kelemahan tersebut, penelitian Siagian *et al.* (2013) pada perusahaan publik di Indonesia mengembangkan indeks *corporate governance* berdasarkan *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD), Num dan Lam (2006), Standard & Poor's & national of Singapore (2004) dan prinsip-prinsip yang dikembangkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD). Indeks terdiri dari lima indikator yaitu hak pemegang saham, perlakuan yang sama terhadap pemegang saham, peran pemangku kepentingan, keterbukaan dan transparansi, dan tanggung jawab dewan komisaris. Penilaian didasarkan pada publikasi laporan *corporate governance* di *annual report* dan web perusahaan.

Penelitian ini menggunakan pengukuran indeks yang dikembangkan oleh Siagian *et al.* (2013). Alasan penggunaan pengukuran ini, karena pengukuran dengan menggunakan indeks telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya (Ammann *et al.*, 2011; Siagian *et al.*, 2013) dan telah mengadopsi prinsip-prinsip *corporate governance* serta menggambarkan praktek *corporate governance* perusahaan secara menyeluruh.

2.1.8 Corporate Social Responsibility

2.1.8.1 Pengertian Corporate Social Responsibility

The World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), suatu lembaga internasional yang berdiri tahun 1995 dan beranggotakan lebih dari 120 *multinational company* yang berasal dari 30 negara, dalam publikasinya *Making Good Business Sense* mendefinisikan *Corporate Social Responsibility* atau tanggung jawab sosial perusahaan sebagai "komitmen dunia usaha untuk terus menerus bertindak secara etis, beroperasi secara legal dan berkontribusi untuk peningkatan ekonomi, bersamaan dengan peningkatan kualitas hidup dari karyawan dan keluarganya sekaligus juga peningkatan kualitas komunitas lokal dan masyarakat secara lebih luas. (Wibisono, 2007).

Gray *et al.* 1987 mendefinisikan *corporate social responsibility (CSR)* : "...proses komunikasi sosial dan lingkungan dari organisasi ekonomi terhadap kelompok tertentu dan masyarakat luas. Melibatkan tanggung jawab organisasi (terutama perusahaan), diluar tanggung jawab keuangan kepada pemilik modal, khususnya pemegang saham. Perusahaan mempunyai tanggung jawab lebih luas dibanding hanya untuk mencari uang bagi pemegang saham. Sebagaimana di kutip Belal (2001), sebagai berikut:

... the process of communicating the social and environmental effects of organisations' economic actions to particular interest groups within society and to society at large. As such, it involves extending the accountability of organisations (particularly companies), beyond the traditional role of providing a financial account to the owners of capital, in particular, shareholders. Such an extension is predicated upon the assumption that companies do have wider responsibilities than simply to make money for their shareholders."

Implikasi tanggung jawab sosial ini adalah pada kehendak publik, bahwa sumber daya harus digunakan tidak terbatas hanya untuk kepentingan perusahaan tetapi juga untuk kepentingan sosial yang lebih luas (Frederick, 1960). Lebih jauh lagi Sethi (1975) menjelaskan bahwa implikasi tanggung jawab sosial atas perilaku perusahaan sampai tingkat yang sesuai dengan norma-norma sosial, nilai-nilai, dan kinerja yang diharapkan.

Tanggung jawab sosial ini didalam bisnis meliputi harapan-harapan ekonomi, hukum, etika dan diskresioner yang dimiliki organisasi masyarakat pada suatu titik waktu tertentu (Carroll, 1977). *The Jakarta Consulting Group* mendefinisikan *corporate social responsibility* meliputi tanggung jawab yang diarahkan ke dalam (internal), yaitu pada pemegang saham (profitabilitas dan pertumbuhan) dan keluar (eksternal) perusahaan, yaitu peran perusahaan sebagai pembayar pajak dan penyedia lapangan kerja, meningkatkan kesejahteraan dan kompetensi masyarakat, dan memelihara lingkungan untuk generasi mendatang (Susanto, 2009, p. 11). Komodromos (2015) mendefinisikan *corporate social responsibility* adalah proses dalam suatu perusahaan, dimana manajer memikirkan dan mendiskusikan hubungan dan peran mereka dengan para pemangku kepentingan untuk kebaikan bersama untuk pemenuhan dan pencapaian peran.

Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa *corporate social responsibility* adalah komitmen dunia usaha untuk bertanggung jawab kepada seluruh

stakeholders dengan menjalankan bisnisnya secara *ethic* untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan dan keberlanjutan usaha.

2.1.8.2 Keberadaan Corporate Social Responsibility

Joh Elkington dalam bukunya *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line in 21st Century Business* (1998) semakin mempopulerkan istilah *corporate social responsibility* yang telah digunakan dalam konteks global sejak 1970. Elkington mengemas *Corporate Social Responsibility* kedalam *profit*, *planet*, dan *people*, yang kemudian dikenal dengan istilah 3P yang merupakan satu kesatuan seperti tersaji dalam Gambar 2.2 (Elkington, 1997) Komponen penting *sustainable development* yang dikembangkan *the World Commission on Environment and Development* (WCED) dalam Brundtland Report (1987) adalah *economic growth*, *environmental protection*, dan *social equity*. Perusahaan yang baik harus peduli terhadap kelestarian lingkungan dan kesejahteraan masyarakat, tidak hanya memburu keuntungan secara ekonomi.



Sumber: Elkington (1997)

Gambar 2.2
Konsep Tripple Button Line

Inisiatif sosial perusahaan dieksplorasi menjadi 6 (enam) oleh Kotler dan Lee (2005), yaitu:

1. *Cause Promotions*: penyediaan dana sebagai kontribusi dalam meningkatkan kesadaran dan kepedulian masalah sosial.
2. *Cause-Related Marketing*: komitmen untuk menyumbangkan sebagian pendapatan untuk kegiatan amal.
3. *Corporate Social Marketing*: Perusahaan mengkampanyekan perubahan perilaku perusahaan dalam meningkatkan kesehatan, keamanan, lingkungan, dan kesejahteraan masyarakat.
4. *Corporate Philanthropy*: perusahaan berkontribusi pada badan amal dalam bentuk hibah tunai, sumbangan, dan/atau jasa.
5. *Community Volunteering*: perusahaan lewat karyawan dan mitra bisnis mendukung organisasi masyarakat di wilayah operasi perusahaan.
6. *Socially Responsible Business Practices*: perusahaan melaksanakan praktik bisnis diskresioner mendukung kegiatan sosial yang meningkatkan kesejahteraan masyarakat dan melindungi lingkungan.

Undang-Undang No. 40/2007 tentang Perseroan Terbatas mewajibkan perseroan yang bidang usahanya dibidang atau terkait dengan bidang sumber daya alam untuk melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan dan melaporkan pelaksanaan tanggung jawab tersebut di Laporan Tahunan. Kritik terhadap Undang-undang tersebut adalah seharusnya *corporate social responsibility* adalah kewajiban semua perusahaan, tidak hanya perusahaan yang bidang usahanya terkait dengan sumber daya alam. Hal ini sejalan dengan tujuan menjalankan *corporate social responsibility* adalah menjaga

keberlangsungan hidup perusahaan jangka panjang. Citra perusahaan yang buruk, yang sering dimunculkan di media massa, jelas tidak mendukung kelancaran operasional perusahaan dan bersifat kontra produktif terhadap upaya peningkatan produktivitas dan keuntungan. Menurut William Swope dari Intel Corporation, 2007 dalam *Asian Forum on corporate social responsibility* menyampaikan bahwa reputasi perusahaan kini tidak lagi semata-mata dihasilkan oleh *good market performance*, melainkan juga oleh *good corporate social responsibility*. *Corporate social responsibility* yang dengan baik dijalankan oleh perusahaan akan memberikan keunggulan kompetitif karena inovasi, cara berfikir jangka panjang, hubungan yang strategis dengan pemangku kepentingan, keterbukaan serta penciptaan sebuah organisasi belajar.

Corporate social responsibility (CSR) dalam ISO 26000 yang telah memberikan kesadaran bagi semua pihak bahwa tanggung jawab sosial bukan hanya tanggung jawab korporat, yang dituangkan dalam *International Guidance for Social Responsibility* menjelang akhir 2010, antara lain:

1. Tanggung jawab sosial pada masyarakat dan lingkungan atas dampak keputusan dan kegiatannya melalui perilaku yang transparan dan etis
2. Memberikan kontribusi terhadap kesehatan dan kesejahteraan masyarakat serta pembangunan berkelanjutan
3. Mengambil tanggung jawab harapan dari *stakeholder*
4. Sesuai dengan hukum yang berlaku dan konsisten dengan norma-norma perilaku internasional
5. Terintegrasi di seluruh organisasi

Klaim, tuntutan, resolusi dan bentuk lainnya dari *stakeholder* terhadap perusahaan akibat perilaku perusahaan dapat dikurangi dengan peningkatan kinerja sosial (Douglas *et al.*; 2004).

2.1.8.3 Manfaat *Corporate Social Responsibility*

Fokus *corporate social responsibility* yang dijalankan oleh perusahaan diantaranya laba, lingkungan dan masyarakat. Laba yang diperoleh perusahaan selain untuk pembayaran deviden, inovasi dan pengembangan perusahaan, pemenuhan kewajiban perpajakan, juga digunakan untuk memenuhi kewajiban perusahaan kepada masyarakat di wilayah operasi perusahaan terutama terkait lingkungan. Perusahaan berpartisipasi dalam pelestarian lingkungan agar terpelihara kualitas kehidupan manusia yang baik dalam jangka panjang. Selain pelestarian lingkungan juga perhatian terhadap masyarakat sekitar dengan program-program peningkatan kompetensi diberbagai bidang yang pada gilirannya mampu meningkatkan kualitas hidup masyarakat.

Manfaat aktivitas tanggung jawab sosial perusahaan menurut Susanto (2009, p.14), meliputi:

1. Mengurangi resiko dan tuduhan terhadap perlakuan tidak pantas yang diterima perusahaan dari masyarakat. Masyarakat akan merasakan manfaat dari aktivitas tanggung jawab sosial yang dijalankan oleh perusahaan dan jangka panjang akan meningkatkan citra perusahaan.
2. Melindungi perusahaan dalam meminimalkan dampak buruk akibat suatu krisis yang dialami oleh perusahaan. Masyarakat akan menyikapi dengan tenang jika timbul isu negative terhadap produk perusahaan, sehingga relative tidak mempengaruhi kinerja perusahaan.

secara keseluruhan.

3. Keterlibatan dan kebanggaan karyawan. Reputasi yang baik atas perusahaan memberikan rasa kebanggaan pada karyawan dan menimbulkan loyalitas untuk meningkatkan kinerja perusahaan.
4. Tanggung jawab sosial perusahaan merupakan kepedulian perusahaan kepada *stakeholder*, sehingga memberikan harmonisasi perusahaan dengan *stakeholdernya*.
5. Meningkatkan penjualan karena konsumen akan lebih menyukai produk dari perusahaan yang bereputasi baik sebagai efek pelaksanaan tanggung jawab sosial yang dijalankan oleh perusahaan.
6. Mendapatkan insentif-insentif lainnya seperti insentif pajak dan berbagai perlakuan khusus lainnya.

Pendapat Pratiwi (2012) sebagaimana dikutip Mardikanto (2014, p. 138) lebih jauh menyampaikan manfaat *corporate social responsibility* bagi perusahaan: (1) meningkatkan citra perusahaan, (2) konsumen dapat lebih mengenal perusahaan sebagai perusahaan yang selalu melakukan kegiatan yang baik bagi masyarakat, (3) memperkuat "*Brand*" perusahaan dengan pemberian produk gratis kepada masyarakat, (4) mengembangkan kerja sama dengan para pemangku kepentingan untuk membuka relasi, (5) membedakan perusahaan dengan pesaingnya, dengan menonjolkan keunggulan komparatifnya, (6) menghasikan inovasi dan pembelajaran untuk meningkatkan peran dan posisi perusahaan dalam bisnis global, (7) peluang akses pembiayaan bagi perusahaan, (8) peningkatan harga saham dengan menyelaraskan kegiatan *corporate social responsibility* dengan bisnis inti, (9) mendapatkan *social license*

to operate dalam menjalankan roda bisnis (10) menurunkan resiko bisnis perusahaan akibat hubungan perusahaan dengan *stakeholder*, (11) perluasan akses sumber daya yang diperlukan oleh perusahaan, (12) perluasan akses pasar dengan adanya loyalitas konsumen sehingga bisa menembus pangsa pasar baru, (13) menurunkan biaya produksi dengan mendaur ulang limbah pabrik kedalam proses produksi, (14) memperbaiki hubungan dengan *stakeholder* dengan komunikasi yang baik sehingga meningkatkan *trust stakeholder* terhadap perusahaan, (15) memperbaiki hubungan dengan regulator, karena meringankan beban pemerintah dalam peningkatan kesejahteraan lingkungan dan masyarakat, (16) meningkatkan loyalitas karyawan sehingga meningkatkan produktivitas karyawan dengan adanya kebanggaan atas aktivitas perusahaan, (17) peningkatan kredibilitas perusahaan dengan adanya peluang mendapatkan penghargaan terkait aktivitas *corporate social responsibility*.

Pemerintah dan masyarakat juga menerima manfaat *corporate social responsibility*, meliputi: (Mardikanto, 2014, p. 132)

1. Bagi Masyarakat

Masyarakat dapat mengembangkan diri dan usahanya sehingga sasaran untuk mencapai kesejahteraan tercapai.

2. Manfaat *corporate social responsibility* bagi pemerintah

Tercipta hubungan antara pemerintah dan perusahaan dalam mengatasi berbagai masalah sosial, seperti kemiskinan, rendahnya kualitas pendidikan, minimnya akses kesehatan, dan permasalahan lainnya. Tugas pemerintah dalam menciptakan kesejahteraan bagi rakyatnya menjadi ringan dengan adanya partisipasi dari pihak

swasta melalui kegiatan *corporate social responsibility*. Kehadiran *corporate social responsibility* memberikan kontribusi kepada pemerintah, dalam bentuk:

- a. Dukungan pembiayaan, utamanya karena keterbatasan anggaran pemerintah untuk membiayai pembangunan yang berkaitan dengan penanggulangan kemiskinan.
- b. Dukungan sarana dan prasarana (ekonomi, kesehatan, pendidikan/pelatihan, tempat ibadah, sarana olah raga, kesenian, dan lain-lain), baik yang dikembangkan maupun yang dibangun melalui dana *corporate social responsibility*.
- c. Dukungan keahlian, melalui keterlibatan personil perusahaan utamanya pada kegiatan pengembangan kapasitas masyarakat.
- d. Keterlibatan pegiat LSM dalam kegiatan *corporate social responsibility* merupakan sumber belajar, utamanya dalam menumbuhkan, menggerakkan, dan memelihara partisipasi masyarakat dalam pembangunan.

3. Manfaat *corporate social responsibility* bagi perusahaan

Perusahaan yang menerapkan *corporate social responsibility* dengan benar akan mendapatkan dampak positive bagi keberlangsungan perusahaan itu sendiri.

2.1.8.4 *Corporate Social Responsibility* dan Bisnis

Corporate social responsibility sangat terkait dengan keberlanjutan bisnis perusahaan. Aktivitas *corporate social responsibility*, diharapkan bisa memenuhi seluruh kewajibannya dan terjamin *sustainability* dalam jangka panjang. Perilaku etis perusahaan

dengan menjalankan *corporate social responsibility* memungkinkan perusahaan meningkatkan keuntungan jangka panjang dengan adanya situasi saling percaya antara perusahaan dan *stakeholder* (Susanto, 2009). Keberlanjutan meliputi: (Suprayitno *et al.*, 2016)

1. Keberlanjutan perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan dalam pencapaian tujuan bisnis dan peningkatan nilai jangka panjang bagi pemegang saham dengan adanya integrasi aspek sosial, ekonomi dan lingkungan dalam strategi bisnis perusahaan.
2. Keberlanjutan lingkungan, yaitu praktek-praktek bisnis perusahaan yang berkontribusi terhadap kualitas lingkungan secara jangka panjang meliputi pengurangan emisi karbon, manajemen limbah dan daur ulang

Aktivitas *corporate social responsibility* dilaporkan perusahaan dalam *sustainability report*. *Sustainability report* di Indonesia belum merupakan kewajiban bagi perusahaan seperti laporan keuangan dan sifatnya masih *voluntary*, sehingga belum dianggap penting bagi sebagian besar emiten. Sebagai emiten yang telah melaporkan juga belum melaporkan secara rutin setiap tahun. Tambahan biaya penyusunan laporan mungkin menjadi penyebab keengganan perusahaan publik untuk menyusun laporan. Perlunya regulasi terkait dengan sifat pelaporan mengingat pentingnya aktivitas *corporate social responsibility* bagi perusahaan, masyarakat, dan pemerintah. Menurut Sarwono Kusumaatmadja (ketua team Juri *Sustainability Report Award*) meski sifatnya sukarela, laporan keberlanjutan amat penting bagi bisnis sebuah perusahaan. Terutama kaitannya untuk pengembangan bisnis bersama pemangku kepentingan.

2.1.8.5 Pengukuran *Corporate Social Responsibility*

Pengukuran kinerja *corporate social responsibility* yang telah dikembangkan adalah *Guidelines Reporting Initiative* (GRI). GRI mengembangkan item-item dalam pelaporan sosial. GRI menyusun standar dengan dasar pemikiran yang sederhana (GRI, 2006). GRI secara umum telah diverifikasi karena telah mendapat dukungan yang kuat dari perusahaan di dunia yang merupakan pertemuan *multistakeholders*. GRI mampu mendorong perusahaan untuk menyusun target, serta mampu mencapai target yang direncanakan dan melaporkannya.

GRI mendorong perusahaan untuk membuat kontrak perjanjian dengan *stakeholder* dan memberikan kebebasan untuk memilih indikator kemajuan yang paling sesuai untuk pelaporan perusahaan dan hubungannya dengan *stakeholder* (GRI, 2013). GRI memiliki tujuan membantu *stakeholder* mengetahui proses untuk mencapai keberlanjutan (*sustainability*). Selain itu GRI memiliki misi agar pelaporannya berada pada tingkat yang sama dengan laporan keuangan dengan adanya pengembangan kerangka laporan yang dapat diterima umum, yang selanjutnya dikenal dengan laporan keberlanjutan (*sustainability report*).

Para peneliti menggunakan indeks dalam pengukuran kinerja *corporate social responsibility*. Penggunaan indeks dalam pengukuran aktivitas *corporate social responsibility*, bertujuan untuk memperoleh gambaran yang lengkap. Perusahaan publik di Indonesia melaporkan aktivitas *corporate social responsibility* dalam laporan keberlanjutan perusahaan maupun terintegrasi dengan laporan tahunan perusahaan. Penyusunan laporan keberlanjutan menggunakan panduan GRI. Penelitian sebelumnya yang menggunakan indeks *corporate social responsibility* berpedoman pada GRI dalam

pengukuran kinerja sosial perusahaan diantaranya Becchetti *et al.* (2012); Cajias *et al.* (2014) dan Rahmawati *et al.* (2014). Mempertimbangkan hal di atas, penelitian ini juga menggunakan indeks GRI dalam mengukur *corporate social responsibility*. Dalam penilaian indeks *corporate social responsibility*, sesuai dengan yang dilaporkan perusahaan dalam *sustainability report*.

Standar GRI dari masa ke masa mengalami perkembangan, seperti terlihat pada Gambar 2.3. Generasi pertama standar pelaporan dimulai pada tahun 2000 dan telah mengalami perkembangan seperti tersaji pada Gambar 2.3.



Gambar 2.3
Lini masa standar GRI G1 – GRI Standards

2.2. Hasil Penelitian Terdahulu

2.2.1 Hubungan *corporate governance* dan *firm value*

Kajian empirik mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value* telah dilakukan oleh beberapa peneliti dengan menggunakan pengukuran yang simpel terkait *corporate governance*, yaitu menggunakan mekanisme *corporate governance* (Huang, 2010; Jo dan Harjoto, 2011; Berthelot *et al.*, 2012; Connelly *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Singhal, 2014; Zabri *et al.*, 2015; Lozano *et al.*, 2016; Villanueva-Villar *et al.*, 2016) dan peneliti lainnya menggunakan pengukuran secara menyeluruh menggunakan index (Ammann *et al.*, 2011; Li *et al.*, 2012; Nur'ainy *et al.*, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014; Ararat *et al.*, 2017). Pengukuran *firm value* juga beragam yang digunakan oleh

para peneliti, yaitu kinerja keuangan dan kinerja pasar, diantaranya ROA, ROE, EVA, dan *Tobin's q*.

Penelitian Huang (2010) di Taiwan dengan sampel 297 perusahaan elektronik di Taiwan. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* (kepemilikan institusi, kepemilikan pemerintah, dewan komisaris independen) meningkatkan kinerja keuangan yang diukur dengan ROA. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Ammann *et al.* (2011) pada 22 negara maju periode 2003 sampai dengan 2007, menunjukkan *corporate governance* berhubungan positive dengan *firm value* yang diproksi dengan *Tobin's q*.

Penelitian lain dilakukan oleh Connelly *et al.* (2012) dengan sampel 216 perusahaan non keuangan di *Stock Exchange of Thailand* (SET) di Thailand menemukan *corporate governance* (struktur kepemilikan) meningkatkan *firm value* yang diukur dengan *Tobin's q*. Selanjutnya penelitian Li *et al.* (2012) menemukan *corporate governance* yang kuat meningkatkan *firm value* di Rusia dengan data dari *compustat global* sebanyak 308 perusahaan observasi tahun 2002 sampai dengan 2009. *Corporate governance* diukur dengan struktur kepemilikan, hak pemegang saham, informasi keuangan dan operasional, komposisi direksi, dan struktur manajemen meningkatkan *firm value*. Lebih jauh lagi ditemukan peran likuiditas. Setiap tindakan yang diambil untuk memperbaiki likuiditas perusahaan memiliki dampak positive pada tingkat transparansi dan pengungkapan serta *firm value* yang di ukur dengan *Tobin's q*.

Siagian *et al.* (2013) melakukan penelitian dengan sampel 188 perusahaan di Bursa Efek Indonesia dan memberikan bukti empiris *corporate governance* meningkatkan *firm value* yang diukur dengan PBV, *Tobin's q* dan ROA. Pengukuran *corporate governance* menggunakan *index* pengembangan dari IICD, Num dan Lam

(2006), Standard & Poor's & National of Singapore (2004), dan prinsip-prinsip OECD. *Index corporate governance* dikembangkan dengan lima bagian yaitu hak pemegang saham, perlakuan yang sama terhadap pemegang saham, peran pemangku kepentingan, keterbukaan dan transparansi, dan tanggung jawab dewan komisaris. Index ini dikembangkan karena penggunaan *index corporate governance* di Indonesia masih jarang. Penilaian index dengan melihat pada laporan tata kelola perusahaan.

Penelitian di Indonesia juga dilakukan oleh Nur'ainy *et al.* (2013), dengan sampel 40 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2006 sampai dengan 2010. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* meningkatkan *corporate performance* yang diukur dengan *economic value added* (EVA). Peningkatan kinerja keuangan merupakan indikator dalam peningkatan *firm value*. Penelitian lain dilakukan oleh Singhal (2014) di India. Penelitian dengan sampel 22 perusahaan di Bursa Efek Bombay (BSE) dan periode observasi tahun 2004 sampai 2013 menemukan indikator *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan dengan kinerja dan *firm value*. Selain itu, hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan dan komisaris independen memiliki dampak positif terhadap *firm value* yang diproksi dengan *Tobin's q*. Ukuran dewan komisaris dan CEO/MD *duality* memiliki dampak negative pada *firm value*. Peningkatan jumlah dewan komisaris menyiratkan kemungkinan kolusi yang lebih besar. Dan berada di dua kekuasaan dapat menghambat perusahaan dalam pengambilan keputusan.

Selanjutnya penelitian Villanueva-Villar *et al.* (2016) pada perusahaan yang *listing* di *Spanish Stock Exchange* tahun 2002 sampai dengan 2012, memberikan hasil peningkatan jumlah dewan komisaris dan komisaris independen meningkatkan *firm value*

yang diproksikan dengan *Tobin's q*. Penelitian di Eropa dilakukan oleh Lozano *et al.* (2016), dengan meneliti di 16 negara Eropa tahun 2000 sampai dengan 2009 dengan sampel 1064 perusahaan (8467 observasi) ditemukan pentingnya struktur kepemilikan dalam mekanisme *corporate governance* untuk meningkatkan *firm value* yang diproksi dengan *market capitalization*. Penelitian di Turki dilakukan oleh Ararat *et al.* (2017), dengan periode penelitian tahun 2006-2012, menemukan hubungan yang kuat antara *corporate governance* dan *firm value* yang di ukur dengan *Tobin's q*.

Beberapa hasil penelitian lainnya menunjukkan *corporate governance* berperan lemah, tidak berpengaruh, dan berpengaruh negative terhadap *firm value* (Hidalgo *et al.*, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Berthelot *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014; Zabri *et al.*, 2015). Penelitian Jo dan Harjoto (2011) dengan sampel perusahaan di Amerika Serikat periode penelitian 1993 sampai dengan 2004. Hasil penelitian menunjukkan mekanisme *corporate governance* (kepemimpinan komisaris, komisaris independen, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan institusional) memainkan peran yang lemah dalam meningkatkan *firm value* yang di ukur dengan *Tobin's q*.

Penelitian tentang jumlah dewan direksi yang efektif dilakukan oleh Hidalgo *et al.* (2011), dengan sampel 100 perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Meksiko tahun 2005-2007. Hasil penelitian menunjukkan peningkatan anggota dewan direksi sampai dengan 15 memberikan efek menguntungkan dan di atasnya memberikan efek merugikan. Temuan ini mengkonfirmasi tentang *good corporate governance* yang menganjurkan 15 anggota untuk efektivitas dan kohesi internal. Berthelot *et al.* (2012) yang meneliti pada 199 perusahaan yang terdaftar di Kanada tahun 2004 dan 2005

dengan 355 observasi juga menemukan hasil yang sama. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* (komisaris independen dan pertemuan dewan komisaris) tidak berhubungan dengan nilai buku dan nilai pasar perusahaan.

Corporate governance menurunkan *firm value* juga ditemukan oleh Kumar dan Singh (2013) yang meneliti dengan sampel 176 perusahaan yang terdaftar di *Bombay Stock Exchange* India. Hasil penelitian menunjukkan ukuran dewan komisaris berhubungan negatif dengan *firm value* yang diukur dengan *Tobin's q*. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan tinggi (lebih dari 40%) memiliki *firm value* yang tinggi. Ukuran dewan komisaris yang besar dimungkinkan tidak dapat membuat keputusan strategis karena masalah koordinasi dan komunikasi sehingga menghasilkan *firm value* yang rendah. Tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi memberikan cukup *insentive* dan *control* untuk memantau dan meningkatkan *firm value*.

Penelitian di Inggris oleh Mouselli dan Hussainey (2014) dengan sampel perusahaan Inggris yang terdaftar di London *Stock Exchange* Januari 2003 sampai dengan Desember 2008 sejumlah 1514 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap *firm value* yang diproksi dengan *Tobin's q*. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh Zabri *et al.* (2015) yang menemukan peningkatan ukuran dewan komisaris menurunkan ROA dan tidak berpengaruh terhadap ROE. Penelitian dilakukan pada 86 perusahaan publik terkemuka di Malaysia tahun 2008 sampai dengan 2012.

Hasil-hasil penelitian di atas, menggambarkan masih belum jelas arah hubungan *corporate governance* dan *firm value*, sehingga peran *corporate governance* dalam meningkatkan *firm value* memberikan celah kepada peneliti untuk melakukan pengujian.

Penelitian ini akan melakukan pengujian pada perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan telah melaporkannya dalam laporan tata kelola perusahaan.

2.2.2 Hubungan *corporate social responsibility* firm value

Corporate social responsibility sangat penting bagi perusahaan untuk mempertahankan kelangsungan hidup dalam jangka panjang dan peningkatan *firm value*.

Penelitian Ding *et al.* (2016) dengan data dari KLD dan *Center for Research in Security Prices* (CRSP) periode 1991 - 2009 menemukan dampak nilai kegiatan *corporate social responsibility* terhadap *firm value* sangat bergantung pada posisi relative industri. Hanya perusahaan yang membedakan diri dengan yang lainnya yang bisa meningkatkan *firm value*. Aktivitas *corporate social responsibility* industri dan nilai investasi harus dipertimbangkan secara hati-hati. Manfaat *corporate social responsibility* dapat diraih ketika perusahaan mampu mengkomunikasikan profil *corporate social responsibility* mereka mengingat tujuan investor adalah untuk mengejar keuntungan.

Kajian empirik mengenai hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value* telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Para peneliti menggunakan ukuran *firm value* berdasarkan kinerja akuntansi (Dunn dan Sainty, 2009; Chen dan Wang, 2011; Mallin *et al.*, 2014; Chiang *et al.*, 2015; Usman dan Amran, 2015; Wang *et al.*, 2016) dan kinerja pasar seperti (Junaedi, 2005; Fiori *et al.*, 2007; Jo dan Harjoto, 2011; Jang *et al.*, 2013; Ding *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2016).

Penelitian di Kanada dilakukan oleh Dunn dan Sainty (2009) dengan sampel 104 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan peningkatan kinerja sosial meningkatkan *firm value* yang diproksikan ROE. Jo dan Harjoto (2011) meneliti pada perusahaan Amerika

Serikat periode penelitian 1993 - 2004. Hasil penelitian menunjukkan keterlibatan *corporate social responsibility* berpengaruh positive terhadap *firm value* yang diukur dengan *Tobin's q*. Penelitian di China oleh Chen dan Wang (2011) periode 2007 - 2008 menemukan aktivitas *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* pada tahun berjalan dan tahun setelahnya. Penelitian tersebut menggunakan ROA dan ROS sebagai proksi *firm value*. Penelitian mendasarkan pada teori *stakeholder* dengan menentukan 9 jenis pemangku kepentingan (*stakeholder, operator, employee, kreditor, supplier, distributor, customer, government, dan community*).

Jang *et al.* (2013) meneliti 130 perusahaan Korea dengan periode pengamatan 1998 - 2005 dan menemukan peningkatan *corporate social responsibility* dapat meningkatkan *firm value* yang diproksi dengan *Tobin's q*. Mallin *et al.* (2014) meneliti pada industri perbankan di 13 negara periode 2010 - 2011 dan menemukan bank syariah banyak terlibat kegiatan sosial. Lebih banyak komitmen terhadap visi dan misi, manajemen, dimensi produk, dan sedikit perhatian terhadap dimensi lingkungan. Secara keseluruhan hasil penelitian menemukan peningkatan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* yang diproksikan dengan kinerja keuangan.

Selanjutnya Usman dan Amran (2015) melakukan analisis tiap komponen *corporate social responsibility*. Penelitian di Bursa Efek Nigeria dengan sampel 68 perusahaan periode 2010-2012, menunjukkan perusahaan di Nigeria menggunakan inisiatif *corporate social responsibility* untuk mengkomunikasikan kinerja sosial mereka. Pengungkapan keterlibatan masyarakat, produk, dan pelanggan dan pengungkapan sumber daya manusia ditemukan meningkatkan *firm value* yang diukur dengan kinerja keuangan (ROA). Namun terkait dengan kinerja lingkungan di temukan berhubungan negative.

Peneliti lainnya adalah Chiang *et al.* (2015) pada 105 perusahaan elektronik di Jepang tahun 2005-2011, dengan bukti empiris *corporate social responsibility* terkait lingkungan meningkatkan *firm value* yang diproksikan dengan kinerja keuangan pendapatan sebelum pajak dan laba bersih dan sebaliknya untuk aktivitas yang terkait dengan emisi. Hasil ini memberikan bukti tambahan untuk konsekuensi positive dari perilaku lingkungan perusahaan dan pembangunan berkelanjutan.

Penelitian di KLD's stats database oleh Li *et al.* (2016), dengan 27.893 observasi periode 1998 sampai dengan 2013 yang mewakili 2.944 perusahaan, ditemukan aktivitas *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value*. Wang *et al.* (2016) meneliti pada perusahaan konstruksi internasional dengan sampel 30 perusahaan dan 210 observasi periode 2007 sampai dengan 2013 ditemukan hubungan yang kuat antara *corporate social responsibility* atas pengembalian asset dan laba bersih per saham. Temuan ini menunjukkan kesempatan bagi para eksekutif perusahaan konstruksi internasional untuk memanfaatkan tanggung jawab sosial mereka untuk menciptakan kinerja keuangan.

Berbeda dengan yang dibahas di atas, beberapa peneliti menemukan hasil *corporate social responsibility* tidak berpengaruh dan bahkan berpengaruh negative terhadap *firm value* (Aras *et al.*, 2010; Crisostomo *et al.*, 2011; Becchetti *et al.*, 2012).

Penelitian Crisostomo *et al.* (2011) di Brasil dengan sampel 78 perusahaan yang terdiri dari 37 persen perusahaan non keuangan. Periode pengamatan tahun 2001 sd 2006 dengan jumlah observasi 296, menemukan *corporate social responsibility* periode berjalan dan periode sebelumnya menurunkan *firm value* periode berjalan. Namun setelah dilihat per indikator *corporate social responsibility* untuk aktivitas yang berkaitan dengan aktivitas sosial eksternal saat ini dan periode sebelumnya tidak berpengaruh terhadap *firm value*

saat ini. Sedangkan aktivitas yang terkait dengan karyawan dan lingkungan berpengaruh negative. Selanjutnya penelitian Aras *et al.* (2010) tidak ditemukan hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value* yang diukur dengan profitabilitas. Penelitian tersebut menggunakan sampel 100 perusahaan di *Istambul Stock Exchange* (ISE) di Turki dengan periode penelitian 2005 sampai dengan 2007. Penelitian di Indonesia pada perusahaan yang mengikuti program proper dari Kementerian Lingkungan Hidup, kinerja lingkungan perusahaan meningkatkan kinerja keuangan ROE dan ROA (Titisari dan Alviana, 2012).

Penelitian Becchetti *et al.* (2012) pada *Domini 400 social index* periode 1990 sampai dengan 2004 menunjukkan aktivitas *corporate social responsibility* meningkat seiring waktu dan peningkatan aktivitas ini menurunkan nilai pemegang saham yang diproksi dengan *cumulative abnormal return*. Sebagai salah satu komponen inti strategi perusahaan *corporate social responsibility* sangat penting untuk meminimalkan konflik dengan para pemangku kepentingan. Namun sementara perusahaan sibuk mengadopsi dan meningkatkan praktek *corporate social responsibility*, literature akademik pemahaman dampak aktivitas *corporate social responsibility* masih terbatas.

Liu dan Zhang (2016) melakukan penelitian dengan sampel industri dengan polusi berat di China, periode observasi 2008 sd 2014 dengan sampel sejumlah 77 perusahaan dan 968 observasi. Hasil penelitian menunjukkan *corporate social responsibility* tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Namun, hubungan yang menguntungkan dengan para pemangku kepentingan yang dihasilkan dari melakukan tanggung jawab sosial dapat membawa efek positif untuk perusahaan hanya setelah jangka waktu tertentu. Setelah dilakukan dengan pengujian *lag 1 phase* dan *2 phase*, *corporate social responsibility* berpengaruh positive terhadap *firm value*.

Hasil-hasil penelitian di atas, menggambarkan masih belum jelas arah hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value*, sehingga peran *corporate social responsibility* dalam meningkatkan *firm value* memberikan celah kepada peneliti untuk melakukan pengujian. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang telah menjalankan *corporate social responsibility* dan dilaporkan dalam *sustainability report*.

2.2.3 Hubungan *cost of capital* dan *firm value*

Cost of capital merupakan bagian penting dalam menciptakan *firm value*. Hasil kajian empirik menunjukkan *cost of capital* berpengaruh terhadap *firm value* (Mohamad dan Saad, 2012; Albanez, 2015; Ibrahim dan Ibrahim, 2015; Sattar, 2015). Penelitian Mohamad dan Saad (2012) dengan sampel 415 perusahaan yang terdaftar di pasar utama Bursa Malaysia dari tahun 2005 hingga 2010 menunjukkan hubungan yang signifikan antara biaya modal dengan *firm value* dan *profitabilitas*. Biaya modal perusahaan ditentukan di pasar modal dan berkaitan erat dengan tingkat risiko yang terkait dengan investasi baru, aset yang ada, dan struktur modal perusahaan. Keseluruhan laba korporasi harus mendapatkan akses operasi bisnis untuk menambah atau mempertahankan nilai saham saat ini. Dengan demikian pendekatan pembiayaan spesifik perusahaan dan rata-rata tertimbang biaya modal (*weighted average cost of capital* WACC) adalah penting untuk manajemen keuangan yang baik. Penelitian Ibrahim dan Ibrahim (2015) di Nigeria periode 2008 sampai dengan 2010 menunjukkan biaya modal tidak berpengaruh terhadap *firm value* yang diukur dengan kinerja keuangan (ROA dan ROE).

Selanjutnya Albanez (2015) meneliti dengan sampel 235 perusahaan di Brazil selama periode 2000-2011. Hasil penelitian menunjukkan ketika biaya modal ekuitas

tinggi, perusahaan-perusahaan di Brazil mengikuti *pecking order* memberikan preferensi untuk pembiayaan utang. Namun, keputusan ini didasarkan pada biaya alternatif sumber pendanaan bukan hanya pada hirarki yang ditetapkan oleh *pecking order* teori, karena asimetri informasi antara agen (pelaku pasar). Terjadinya asimetri informasi akan mempengaruhi perilaku investor sehingga berpengaruh pada harga pasar saham.

Penelitian di KSE 100 Index dengan sampel penelitian perusahaan tekstil dengan periode penelitian tahun 2004-2012 oleh Sattar (2015), menemukan penurunan biaya modal meningkatkan *firm value* dan tingkat pengembalian assets (ROA).

Hasil penelitian yang telah dibahas di atas menunjukkan penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value*. Selanjutnya penelitian ini menempatkan *cost of capital* sebagai variabel mediasi dalam hubungan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. Alasan yang mendasari adalah, penerapan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dapat mengurangi risiko perusahaan dengan adanya peningkatan kinerja perusahaan yang meningkat karena citra perusahaan dan jaminan keberlanjutan perusahaan. Selanjutnya perusahaan berpeluang untuk mendapatkan sumber pendanaan yang murah.

2.2.4 Hubungan *corporate governance* dan *cost of capital*

Brigham dan Daves (2011) menyatakan peningkatan *firm value* bisa dilakukan dengan meningkatkan arus kas yang tersedia untuk didistribusi ke investor atau dengan menurunkan *cost of capital*. Seiring perkembangan perekonomian, manajer dalam meningkatkan *free cash flow* lebih dituntut untuk inovasi dalam perusahaan yang tentunya membutuhkan pendanaan. Penurunan *cost of capital* bisa dilakukan perusahaan melalui peningkatan kepercayaan investor, sehingga tidak menuntut tingkat

pengembalian yang tinggi. Hal ini bisa dicapai jika manajemen menjalankan tata kelola perusahaan dengan baik yang dikenal dengan *corporate governance*.

Corporate governance mencakup mekanisme yang dimaksudkan untuk mengurangi risiko keagenan dengan peningkatan monitoring tindakan manajemen, membatasi perilaku oportunistik manajer dan meningkatkan kualitas arus informasi perusahaan. Mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan *firm value* yang biasanya diukur dengan kinerja pasar atau kinerja akuntansi. *Firm value* terbentuk saat perusahaan menikmati pengurangan *cost of capital* (Ramly dan Rashid, 2010). Singhal (2014) mengemukakan *corporate governance* memainkan peran penting dalam menjelaskan variasi *cost of capital* perusahaan. *Corporate governance* bisa menciptakan nilai bagi perusahaan dan kekayaan pemegang saham. Nilai tercipta pada saat perusahaan mendapatkan laba atas investasi (*return on capital employed / ROCE*) lebih tinggi dari biaya modal yang diinvestasikan (*weighted average cost of capital/WACC*).

Penelitian hubungan *corporate governance* dan *cost of capital* telah dilakukan oleh beberapa peneliti (Byun *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly dan Rashid, 2010; Ramly, 2012; Gomes, 2014). Byun *et al.* (2008) memberikan bukti empiris peningkatan *corporate governance* meningkatkan kualitas pelaporan keuangan, sehingga menurunkan biaya modal ekuitas. Perlindungan hak pemegang saham merupakan praktik *corporate governance* yang memiliki dampak paling signifikan menurunkan biaya modal ekuitas. Kebijakan dewan direksi dan pengungkapan juga penting dalam mengurangi biaya modal ekuitas. Secara keseluruhan menunjukkan bahwa praktik *corporate governance* mengurangi biaya ekuitas melalui pengurangan masalah keagenan dan

asimetri informasi. Penelitian tersebut dilakukan di Korea tahun 2001-2004 dengan total observasi 478.

Chen *et al.* (2009) menemukan *corporate governance* menurunkan biaya modal ekuitas. Penelitian dilakukan di 25 negara berkembang dengan sampel 276 perusahaan tahun 2001 dan 283 perusahaan tahun 2002. Efek *corporate governance* ini lebih terasa di negara-negara yang memberikan perlindungan hukum yang relative buruk bagi investor. *Corporate governance* dan perlindungan pemegang saham oleh negara saling menggantikan dalam mengurangi biaya ekuitas. Huang *et al.* (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memberikan peluang kepentingan manajer sejalan dengan pemegang saham sehingga menurunkan masalah *agency* dan biaya modal ekuitas.

Selanjutnya kepemilikan manajerial dapat menggantikan hak pemegang saham dalam mempengaruhi biaya modal ekuitas. Tinjauan kritis oleh Ramly dan Rashid (2010) menyimpulkan *corporate governance* mencakup spektrum mekanisme yang luas yang dimaksudkan untuk mengurangi risiko keagenan dengan meningkatkan pengawasan tindakan manajemen, pembatasan perilaku oportunistik manajer, dan meningkatkan kualitas arus informasi perusahaan. Secara teoritis, perusahaan yang memiliki perangkat pemantauan yang kuat termasuk perlindungan hak-hak pemangku kepentingan yang kuat akan dapat membatasi tingkat penyalahgunaan kekuasaan manajerial dan dengan hati-hati mengalokasikan sumber daya. Jenis perusahaan ini memiliki risiko lebih rendah dan akses ke sumber modal lebih murah dari pada perusahaan lain. Selanjutnya Ramly (2012) melakukan penelitian empirik pada perusahaan publik di Malaysia periode 2003 sampai dengan 2007. Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* mengurangi biaya modal ekuitas. Hasil penelitian juga memberikan kesimpulan bahwa di pasar negara

berkembang dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi *corporate governance* lebih berkualitas sehingga sedikit terjadi konflik keagenan dan memperoleh manfaat ekonomi yang signifikan.

Hasil yang sama juga disajikan oleh Gomes (2014) yang meneliti pada 42 perusahaan di Portugal tahun 2011 dan 2012. Penelitian tersebut memberikan bukti empiris kualitas *corporate governance* dapat menyebabkan biaya hutang lebih rendah. Relevansi praktis dari penelitian ini adalah ketika perusahaan memperbaiki tata kelola dapat menurunkan biaya pembiayaan hutang. Penelitian ini memberikan kajian tentang dampak kebijakan *corporate governance* secara keseluruhan terhadap biaya hutang karena mempengaruhi persepsi risiko investasi.

Hasil-hasil penelitian di atas, menggambarkan hubungan yang negative *corporate governance* dan *cost of capital*, sehingga peran *corporate governance* dalam meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana investasi memberikan celah kepada peneliti untuk melakukan pengujian. Penelitian ini menggunakan laporan tata kelola perusahaan dalam mengukur *index corporate governance*, yang bisa diakses oleh investor dan menjadi informasi pendukung pengambilan keputusan bagi investor.

2.2.5 Hubungan *corporate social responsibility* dan *cost of capital*

Selain *corporate governance* yang penting dalam pengelolaan perusahaan, menjalankan bisnis secara *ethic* harus dijalankan oleh perusahaan. Aktivitas yang dikenal dengan *corporate social responsibility* ini diharapkan meningkatkan kepercayaan investor karena perusahaan telah mengutamakan kepentingan *stakeholder* sehingga meningkatkan produktivitas karyawan dan citra perusahaan. Selanjutnya terjadi

penurunan risiko investasi dengan jaminan keberlanjutan perusahaan, yang berdampak pada penurunan *cost of capital*. Penelitian yang menghubungkan *corporate social responsibility* dan biaya modal (*cost of capital*) telah dilakukan oleh beberapa peneliti (Dhaliwal *et al.*, 2011; Jang *et al.*, 2013; Cajias *et al.*, 2014; Dhaliwal *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015; Li dan Foo, 2015). Para peneliti menggunakan index GRI dalam mengukur *corporate social responsibility*.

Dhaliwal *et al.* (2011) menemukan perusahaan dengan biaya modal ekuitas yang tinggi mulai melaksanakan *corporate social responsibility* di tahun berjalan dan selanjutnya terjadi pengurangan biaya modal ekuitas. Sampel penelitian tersebut adalah 213 perusahaan di Amerika Serikat periode 1993 sampai dengan 2007. Penelitian lanjutan oleh Dhaliwal *et al.* (2014) di 31 negara periode 1995 sampai dengan 2007 dengan sampel 1093 perusahaan dan 5135 observasi menemukan aktivitas sosial menurunkan biaya modal ekuitas dan lebih terasa di negara-negara yang berorientasi pada pemangku kepentingan. Lebih jauh lagi juga ditemukan adanya hubungan substitusi potensial antara kinerja sosial dan kinerja keuangan.

Selanjutnya Cajias *et al.* (2014) melakukan penelitian di Amerika Serikat dengan sampel 2.300 perusahaan periode 2003 sampai dengan 2010 menunjukkan perusahaan dengan *corporate social responsibility* yang tinggi dapat mengurangi biaya modal ekuitas dalam jangka pendek, namun mengalami dampak sebaliknya dalam jangka panjang. Komitmen jangka panjang terhadap keberlanjutan dan tanggung jawab sosial dikaitkan dengan efek keuangan positif bagi perusahaan dan pemegang saham. Hasil penelitian Ge dan Liu (2015) di Amerika Serikat dengan sampel 4.260 perusahaan publik di Amerika Serikat tahun 1992 sampai dengan 2009 juga menunjukkan hasil yang sama.

Perusahaan dengan kinerja *corporate social responsibility* yang tinggi dapat menerbitkan obligasi dengan bunga lebih rendah.

Penelitian Li dan Foo (2015) di China dengan sampel 1.015 perusahaan menemukan kinerja *corporate social responsibility* berhubungan negative dengan biaya modal, artinya semakin tinggi kualitas tanggung jawab sosial, menurunkan biaya modal ekuitas. Hasil penelitian di Korea oleh Jang et al. (2013) dengan sampel 130 perusahaan periode 1998 – 2005 memberikan hasil yang berbeda. *Corporate social responsibility* meningkatkan *cost of capital*, dimungkinkan karena kinerja *corporate social responsibility* bukan informasi yang berguna untuk para investor di pasar modal Korea.

Hasil-hasil penelitian di atas, menggambarkan masih belum jelas arah hubungan *corporate social responsibility* dan *cost of capital*, sehingga peran *corporate social responsibility* dalam meningkatkan kepercayaan investor atas keberlanjutan jangka panjang perusahaan memberikan celah kepada peneliti untuk melakukan pengujian.

Penelitian ini menggunakan *sustainability report* yang disusun berdasarkan GRI dalam mengukur *index corporate social responsibility* yang bisa diakses oleh investor dan menjadi informasi pendukung pengambilan keputusan bagi investor.



BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

3.1. Kerangka Konseptual Penelitian

Tujuan utama perusahaan adalah memberikan kemakmuran kepada pemegang saham (Brigham dan Daves, 2011). Kemakmuran sesaat tentunya tidak di harapkan, namun lebih fokus pada kemakmuran jangka panjang. Kemakmuran jangka panjang ini tercermin dalam *firm value* yang tinggi. Peningkatan *firm value* dan mempertahankannya dalam jangka panjang sangat penting bagi perusahaan, untuk keberlanjutan dan meningkatkan kepercayaan investor atas keamanan investasi.

Peningkatan *firm value* bisa dilakukan melalui penurunan *cost of capital* dan perusahaan akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah (Brigham dan Daves, 2011). Penting bagi perusahaan menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* untuk mencapai tujuan tersebut. Penelusuran empirik menunjukkan *cost of capital* yang rendah meningkatkan *firm value* (Mohamad dan Saad, 2012; Albanez, 2015; Ibrahim dan Ibrahim, 2015). Penurunan *cost of capital* sebagai cerminan peningkatan kepercayaan investor. Terkait penurunan *cost of capital* dengan implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility*, terdapat 3 hal yang dapat di jelaskan. Mekanisme *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dapat : (1) meningkatkan kinerja perusahaan, karena perusahaan telah dikelola dengan baik sehingga terjadi efisiensi dan efektivitas, serta peningkatan produktivitas karyawan dengan adanya aktivitas *corporate social responsibility* bagi karyawan; (2) meningkatkan

citra positif perusahaan. *Corporate governance* membentuk citra positif di internal dan *corporate social responsibility* membentuk citra positif eksternal; (3) memberikan peluang perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan murah karena terjadi peningkatan kepercayaan investor.

Perkembangan perusahaan menyebabkan adanya pemisahan antara kepemilikan dan manajemen perusahaan yang dikelola secara modern (Berle dan Means, 1932) dan merupakan tahapan pertama konsep *corporate governance* (Denis dan McConnell, 2003). Menurut teori keagenan, potensi terjadi konflik kepentingan ketika perusahaan diserahkan pengelolaannya oleh pemilik kepada pihak manajemen (Jensen, 1993). Zogning (2017) menjelaskan bahwa pemilik (*shareholder*) dan manajer (*agent*) menginginkan return yang tinggi atas proyek-proyek investasi, namun memiliki kepentingan yang berbeda terhadap resiko investasi yang potensi menimbulkan konflik. Prinsip-prinsip *corporate governance* merupakan perangkat internal yang bisa mengurangi konflik yang ada, sehingga tujuan perusahaan tercapai (Fama, 1980).

Penelusuran empirik tentang hubungan *corporate governance* dan *firm value* masih bervariasi. Para peneliti menemukan *corporate governance* meningkatkan *firm value* (Huang, 2010; Ammann *et al.*, 2011; Connelly *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2012; Nur'ainy *et al.*, 2013; Siagian *et al.*, 2013; Lozano *et al.*, 2016; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Ararat *et al.*, 2017). Sebaliknya beberapa peneliti lainnya menemukan *corporate governance* berperan lemah, tidak berpengaruh, dan berpengaruh negative terhadap *firm value* (Hidalgo *et al.*, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Berthelot *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014; Zabri *et al.*, 2015). Temuan ini mengkonfirmasi bahwa pengaruh *corporate governance* dalam meningkatkan *firm value* belum jelas.

Selain fokus pada pengelolaan secara modern dengan *corporate governance* yang baik, perusahaan juga harus mengutamakan kepentingan seluruh *stakeholder* dan dituntut berperilaku *ethic* dalam menjalankan kegiatan usaha untuk mencapai keberlanjutan jangka panjang. Elkington (1997) menyampaikan perusahaan harus peduli terhadap kesejahteraan masyarakat dan kelestarian lingkungan, tidak hanya memburu keuntungan ekonomi saja. Sejalan dengan teori *stakeholder* yang dikemukakan Freeman (2001), perusahaan harus memberikan manfaat kepada seluruh *stakeholder*. Teori *stakeholder* berfokus pada pentingnya hubungan pemangku kepentingan dan mengakui dampak *stakeholder* pada keberlanjutan perusahaan dan kesuksesan perusahaan (Hill dan Jones, 1992).

Perusahaan juga semakin menyadari bahwa hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan tempat perusahaan beroperasi sangat penting untuk kelangsungan hidup perusahaan (Haniffa dan Cooke, 2005). Sesuai teori legitimasi, perusahaan perlu memiliki legitimasi dalam arti lisensi sosial untuk beroperasi (Deegan, 2002). Teori ini menunjukkan bahwa perusahaan terlibat dalam pelaporan keberlanjutan untuk mencari legitimasi dan ini sangat penting bagi perusahaan (Haniffa & Cooke, 2005). Perusahaan harus mengutamakan kepentingan *stakeholder* dan mendapatkan legitimasi di masyarakat untuk mencapai *sustainability* jangka panjang dan memperoleh kepercayaan dari investor dan masyarakat. Kepercayaan investor dan masyarakat atas keberlangsungan jangka panjang ini, selanjutnya meningkatkan *firm value*.

Penelusuran empirik tentang hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value* masih bervariasi. Para peneliti menemukan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* (Chen dan Wang, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Jang *et al.*, 2013;

Mallin *et al.*, 2014; Chiang *et al.*, 2015; Usman dan Amran, 2015; Ding *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2016; Wang *et al.*, 2016). Sebaliknya beberapa peneliti lainnya menemukan hasil sebaliknya *corporate social responsibility* menurunkan *firm value* (Aras *et al.*, 2010; Crisostomo *et al.*, 2011). Penelitian Liu dan Zhang (2016) juga menemukan *corporate social responsibility* menurunkan *firm value* pada periode berjalan, tetapi meningkatkan *firm value* pada 1 dan 2 periode berikutnya. Temuan ini menunjukkan bahwa belum ada kejelasan arah hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value*.

Hasil penelitian hubungan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dengan *firm value* di atas menunjukkan belum jelasnya peran *corporate governance* dan *corporate social responsibility* dalam meningkatkan *firm value*. Sementara itu, *cost of capital* merupakan determinan *firm value* dan perusahaan akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah. *Corporate governance* dan *corporate social responsibility* merupakan langkah untuk menurunkan *cost of capital*. Dimungkinkan ketidakkonsistenan hubungan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *firm value*, karena adanya pengaruh tidak langsung melalui *cost of capital*.

Penerapan *corporate governance* mengurangi *asymetri informasi* dan selanjutnya mengurangi konflik keagenan terutama antara investor dan manajemen. Hal ini karena perusahaan telah dikelola dengan baik berdasarkan prinsip-prinsip kewajaran, akuntabilitas, transparansi, dan tanggung jawab. Investor percaya akan pengelolaan dana didalam perusahaan, sehingga menurunkan biaya monitoring dan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian. Singhal (2014) menyatakan *corporate governance* memainkan peran penting dalam menjelaskan variasi biaya modal perusahaan.

Penerapan *corporate governance* tidak bisa dilepaskan dari tambahan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. *Corporate governance* yang baik dapat mengurangi tingkat pengembalian ekuitas yang diharapkan sepanjang hal tersebut mengurangi biaya monitoring dan audit pemegang saham, yang menyebabkan *cost of capital* lebih kecil (Shleifer dan Vishny, 1997). Cajias *et al.* (2014) dan Li *et al.* (2016) menyebutkan belum ada kejelasan bahwa *corporate governance* yang lebih baik sebenarnya terkait dengan *firm value* yang lebih tinggi, karena biaya yang terkait dengan penerapan *corporate governance* yang lebih baik dapat lebih besar daripada manfaatnya.

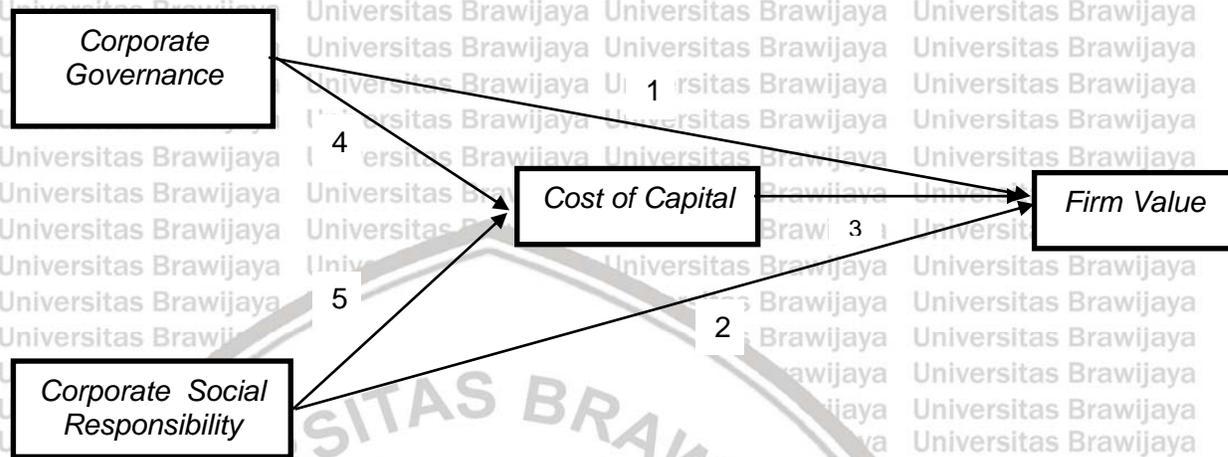
Mekanisme corporate governance menurunkan biaya pemantauan karena mengurangi waktu dan sumberdaya untuk memantau manajer perusahaan. Hal ini karena mekanisme *corporate governance* membatasi perilaku agen. Biaya pemantauan ini biasanya dikompensasikan kepada tingkat pengembalian, sehingga dengan penerapan *corporate governance* menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi. Penelusuran empirik memberikan bukti bahwa *corporate governance* dapat menurunkan *cost of capital* (Byun *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly, 2012; Gomes, 2014; Singhal, 2014).

Selanjutnya, dengan penerapan *corporate social responsibility* perusahaan telah menjalankan bisnisnya dengan mengutamakan *stakeholder* dan mendapatkan *legitimasi* di masyarakat. Keberlanjutan jangka panjang perusahaan terjaga, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur, menurunkan risiko investasi, dan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi yang berdampak pada penurunan *cost of capital*.

Penelusuran empirik hubungan *corporate social responsibility* dan *cost of capital* juga bervariasi. Para peneliti menemukan *corporate social responsibility* menurunkan *cost of capital* (Dhaliwal *et al.*, 2011; Cajias *et al.*, 2014; Dhaliwal *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015; Li dan Foo, 2015). Sebaliknya Jang *et al.* (2013) memberikan bukti empiris *corporate social responsibility* meningkatkan *cost of capital*. Hasil penelitian tersebut belum jelas menginformasikan pengaruh *corporate social responsibility* dalam meningkatkan atau menurunkan *cost of capital*. Namun sebagian besar bukti empiris menunjukkan *corporate social responsibility* menurunkan *cost of capital*.

Aktivitas *corporate governance* dan *corporate social responsibility* mendukung pengelolaan bisnis yang baik sehingga menurunkan *cost of capital*. Diharapkan *required of return* selalu berada di atas *cost of capital* dan memberikan sinyal bagus kepada investor tentang kinerja perusahaan dan berdampak pada peningkatan *firm value*. Sejalan pernyataan Brigham dan Daves (2011) bahwa penurunan *cost of capital* akan meningkatkan *firm value*.

Berdasarkan uraian diatas penelitian ini penting untuk dilakukan. Secara ringkas kerangka konseptual penelitian tersaji pada Gambar 3.1 berikut:



Sumber: Dikembangkan untuk Penelitian Disertasi
Gambar 3.1.

Kerangka Konseptual Penelitian

Keterangan:

1. (Ammann *et al.*, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Connelly *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Siagian *et al.*, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014; Lozano *et al.*, 2016; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Ararat *et al.*, 2017)
2. (Ammann *et al.*, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Becchetti *et al.*, 2012; Ding *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2016)
3. (Mohamad dan Saad, 2012; Albanez, 2015; Ibrahim dan Ibrahim, 2015)
4. (Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly dan Rashid, 2010; Ramly, 2012)
5. (Luo dan Bhattacharya, 2009; Dhaliwal *et al.*, 2011; El *et al.*, 2011; Cajias *et al.*, 2014; Dhaliwal *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015)

3.2. Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

3.2.1 Pengaruh Corporate Governance terhadap Firm Value

Asumsi model pilihan dalam *teori agency* menurut Carr dan Brower (2000) salah satunya adalah *behavior-based*, yakni *principal* harus memonitor perilaku agen.

Mekanisme *corporate governance* menganggap bahwa pihak manajemen perusahaan adalah agen bagi pemegang saham akan bertindak dengan penuh kesadaran mereka sendiri secara arif, bijaksana dan adil kepada pemegang saham (Daniri, 2005).

Penerapan *corporate governance* dilaksanakan dengan prinsip-prinsip yang telah mapan (transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan keadilan) sehingga

meningkatkan monitoring atas perilaku agen. Peningkatan monitoring melalui mekanisme *corporate governance* akan meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur atas pengelolaan dana perusahaan. Peningkatan *corporate governance* akan meningkatkan *firm value* (Huang, 2010; Zabri *et al.*, 2015). Maug (1998) berpendapat bahwa investor selalu memantau perusahaan untuk melakukan investasi. Peningkatan akuntabilitas pengelolaan dana perusahaan dengan *corporate governance* akan meningkatkan kepercayaan investor, menurunkan konflik keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan meningkatkan *firm value*.

Para peneliti memberikan bukti empiris *corporate governance* meningkatkan *firm value* (Huang, 2010; Ammann *et al.*, 2011; Connelly *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2012; Nur'ainy *et al.*, 2013; Siagian *et al.*, 2013; Lozano *et al.*, 2016; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Ararat *et al.*, 2017). Beberapa peneliti lainnya memberikan bukti empiris *corporate governance* berperan lemah, tidak berpengaruh, dan menurunkan *firm value* (Hidalgo *et al.*, 2011; Jordan Harjoto, 2011; Berthelot *et al.*, 2012; Kumar dan Singh, 2013; Mouselli dan Hussainey, 2014; Zabri *et al.*, 2015). Valuasi perusahaan yang lebih tinggi diharapkan bisa dicapai perusahaan dengan menjalankan *corporate governance*. Hipotesis penelitian ini dirumuskan:

Hipotesis 1 : *Corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value*.

3.2.2 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap *Firm Value*

Selain menjalankan tata kelola yang baik, perusahaan dituntut untuk berperilaku *ethic*. Perusahaan tidak hanya mengejar keuntungan ekonomi, tetapi juga bertanggung jawab terhadap sosial dan lingkungan dengan aktivitas *corporate social responsibility*.

Sejalan dengan teori *stakeholder*, Freeman (2001) menyatakan perusahaan harus dikelola

untuk kepentingan pemangku kepentingannya, yang didefinisikan sebagai karyawan, pemodal, pelanggan, dan masyarakat. Perusahaan harus mengutamakan kepentingan *stakeholder* untuk mencapai keberlangsungan hidup jangka panjang (Belal, 2001). Aktivitas perusahaan mengutamakan kepentingan *stakeholder* dikenal dengan *corporate social responsibility* (Elkington, 1997). Margolis dan Walsh (2003) memberikan bukti empiris adanya hubungan positif antara investasi dalam kegiatan tanggung jawab sosial dan kinerja keuangan.

Aktivitas perusahaan merupakan sumber informasi bagi *stakeholder* eksternal dalam keputusan mengalokasikan sumber daya mereka untuk perusahaan (Mahon, 2002). *Corporate social responsibility* adalah usaha perusahaan dalam meningkatkan reputasi perusahaan dan mendapatkan legitimasi dari masyarakat di wilayah operasi. Fontaine *et al.* (2006) menjelaskan teori legitimasi bahwa menggunakan sumber daya dalam operasi perusahaan bergantung pada korespondensi perilaku terhadap peraturan dan nilai yang diakui oleh masyarakat. Legitimasi yang dimaksud adalah untuk mendapatkan "lisensi untuk beroperasi" pada kondisi yang tidak dianggap sebagai pemangsa lingkungan alam dan sosial.

Para peneliti memberikan bukti empiris *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* (Fiori *et al.*, 2007; Chen dan Wang, 2011; Jo dan Harjoto, 2011; Jang *et al.*, 2013; Mallin *et al.*, 2014; Chiang *et al.*, 2015; Usman dan Amran, 2015; Ding *et al.*, 2016; Li *et al.*, 2016; Wang *et al.*, 2016). Beberapa peneliti lainnya memberikan bukti empiris *corporate social responsibility* tidak berpengaruh dan menurunkan *firm value* (Aras *et al.*, 2010; Crisostomo *et al.*, 2011; Becchetti *et al.*, 2012).

Aktivitas perusahaan yang mengutamakan kepentingan *stakeholder* dan legitimasi dari masyarakat tempat perusahaan beroperasi, akan meningkatkan citra/reputasi perusahaan untuk menjaga keberlanjutan. Sejalan dengan teori *stakeholder* Hill dan Jones (1992) yang berfokus pada pentingnya hubungan pemangku kepentingan dan mengakui dampak *stakeholder* pada keberlanjutan dan kesuksesan perusahaan.

Peningkatan reputasi perusahaan meningkatkan kepercayaan pihak eksternal terutama investor dan kreditur terhadap kinerja perusahaan dalam pengelolaan sumber daya. Peningkatan kepercayaan dan peningkatan reputasi perusahaan memberikan informasi keberlangsungan perusahaan jangka panjang sehingga *firm value* meningkat. Dengan demikian hipotesis penelitian ini dirumuskan:

Hipotesis 2 : *Corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value*.

3.2.3 Pengaruh *Cost of Capital* terhadap *Firm Value*

Brigham dan Daves (2011) menyatakan *cost of capital* adalah determinan *firm value*. *Cost of capital* merupakan biaya dari keseluruhan sumber pendanaan perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan berasal dari bauran hutang, saham preferen dan saham biasa. Dengan demikian pendekatan pembiayaan spesifik dan rata-rata biaya modal perusahaan adalah penting bagi perusahaan dalam memutuskan penganggaran modal (Albanez, 2015).

Manajemen akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah untuk mencapai *firm value* yang tinggi (Gitman *et al.*, 2006). Perusahaan lebih mampu bersaing untuk mendapatkan profitabilitas yang tinggi dengan *cost of capital* yang rendah dan memberikan informasi bagus kepada investor. Hal ini sejalan dengan teori *signaling*,

penerima informasi akan bertidak sesuai dengan informasi yang diterima (Spence, 1973). Informasi profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal kepada investor tentang prospek perusahaan masa mendatang, sehingga meningkatkan kepercayaan investor (Brigham dan Houston, 2011). Bukti empiris menunjukkan *cost of capital* yang rendah meningkatkan *firm value* (Mohamad dan Saad, 2012; Sattar, 2015). Namun penelitian Ibrahim dan Ibrahim (2015) pada UKM di Nigeria menemukan *cost of capital* tidak terkait dengan *firm value*, yang diproksikan dengan kinerja keuangan.

Mengingat pentingnya penganggaran modal dalam mencapai tujuan perusahaan, untuk mencapai tingkat keuntungan yang diharapkan maka *cost of capital* adalah merupakan nilai yang sangat penting. Perusahaan berusaha untuk mencapai *cost of capital* yang rendah, untuk meningkatkan peluang perusahaan menghasilkan profitabilitas yang tinggi dan berdampak pada peningkatan kepercayaan investor sehingga meningkatkan *firm value*. Hipotesis penelitian adalah:

Hipotesis 3 : *Cost of capital* berpengaruh terhadap *firm value*.

3.2.4 Pengaruh Corporate Governance terhadap Cost of Capital

Clarke (2008) menjelaskan model keagenan yang menggunakan teori *agency* positive bahwa mekanisme *governance* mengurangi konflik keagenan dan sistem informasi yang membatasi perilaku oportunistik agen. Selanjutnya Carr dan Brower (2000) menjelaskan model keagenan *behavior-based* bahwa prinsipal harus memonitor perilaku agen. Sistem monitoring yang berjalan melalui mekanisme *governance*, akan mengurangi biaya monitoring yang dilakukan oleh prinsipal. Penurunan biaya monitoring ini akan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi, meningkatkan kepercayaan

investor dan kreditur serta menurunkan *cost of capital*. Selain itu *corporate governance* yang dijalankan oleh perusahaan meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur terhadap pengelolaan dana. Hal ini karena terjadi efisiensi dan efektivitas dalam perusahaan yang meningkatkan kinerja perusahaan. Peningkatan kepercayaan ini menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi.

Doidge *et al.* (2007) menyatakan bahwa sebuah perusahaan dengan *corporate governance* yang sehat dapat mengurangi biaya pembiayaan (*cost of fund*). Penting bagi perusahaan untuk menemukan cara dan berusaha meningkatkan kualitas *corporate governance* agar saham perusahaan diminati oleh investor, meskipun dalam implementasinya tidak mudah (Lukviarman, 2016). Singhal (2014) dalam penelitiannya menemukan *corporate governance* memainkan peran penting dalam menjelaskan variasi biaya modal perusahaan. *Corporate governance* bisa menciptakan nilai bagi perusahaan dan kekayaan pemegang saham. Nilai tercipta ketika perusahaan mampu mendapatkan laba atas investasi lebih tinggi dari biaya modal yang diinvestasikan. Para peneliti memberikan bukti empiris *corporate governance* menurunkan *cost of capital* (Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly, 2012; Singhal, 2014).

Berbagai argumen memprediksi bahwa *corporate governance* yang lebih baik dikaitkan dengan *cost of capital* yang lebih rendah. *Corporate governance* dapat meningkatkan citra perusahaan sebagai dampak peningkatan kinerja perusahaan. Selanjutnya perusahaan berpeluang untuk mendapatkan sumber pendanaan yang murah.

Berdasarkan uraian diatas maka rumusan hipotesis penelitian ini adalah:

Hipotesis 4: *Corporate governance* berpengaruh terhadap *cost of capital*.

3.2.5 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap *Cost of Capital*

Teori *stakeholder* berfokus pada pentingnya hubungan pemangku kepentingan dan mengakui dampak *stakeholder* pada keberlanjutan perusahaan dan kesuksesan perusahaan (Hill dan Jones, 1992). Keberlangsungan hidup perusahaan ini meliputi keberlangsungan ekonomi, keberlangsungan sosial, dan keberlangsungan lingkungan (Suprayitno *et al.*, 2016). Metode untuk mengelola berbagai kelompok dan hubungan dengan cara yang strategis dirancang oleh pihak manajemen (Freeman, 2010). Aktivitas perusahaan yang mengutamakan kepentingan *stakeholder* dikenal dengan *corporate social responsibility* (Elkington, 1997). *Stakeholder* diperluas ke dalam kelompok pemangku kepentingan dan kepentingan pemangku kepentingan yang diperhitungkan untuk dua alasan utama, yaitu strategis (berkaitan dengan kelancaran perusahaan) dan normative (berkaitan dengan pihak yang berkepentingan dengan kebutuhan moral yang memuaskan) (Enyinna, 2013).

Teori legitimasi menyatakan hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan di wilayah operasi perusahaan menentukan kelangsungan hidup perusahaan (Haniffa dan Cooke, 2005). Selanjutnya, Evan dan Freeman (1993) menyatakan kinerja keuangan organisasi ditentukan oleh penyediaan *stakeholder* mereka atas sumber daya sesuai tanggapan mereka atas tindakan organisasi. Reputasi organisasi ditentukan oleh keputusan *stakeholder* untuk memberikan atau berhenti menyediakan sumber daya untuk organisasi.

Para peneliti memberikan bukti empiris *corporate social responsibility* menurunkan *cost of capital* (Dhaliwal *et al.*, 2011; Cajias *et al.*, 2014; Dhaliwal *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015; Li dan Foo, 2015). *Corporate social responsibility* ini berdampak pada keberlanjutan

perusahaan, meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur, dan menurunkan risiko investasi. Peningkatan kepercayaan dan penurunan risiko ini menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian yang menurunkan biaya modal perusahaan. Perusahaan dengan biaya modal ekuitas yang tinggi mulai melaksanakan *corporate social responsibility* di tahun berjalan dan selanjutnya terjadi pengurangan biaya modal ekuitas (Dhaliwal *et al.*, 2011). Dhaliwal *et al.* (2014) menemukan *corporate social responsibility* secara signifikan lebih kuat di negara-negara yang berorientasi pada pemangku kepentingan.

Aktivitas *corporate social responsibility* mampu meningkatkan kinerja perusahaan karena terjadi peningkatan produktivitas karyawan. Selain itu aktivitas *corporate social responsibility* juga meningkatkan citra perusahaan. Berdasarkan uraian di atas maka rumusan hipotesis adalah :

Hipotesis 5 : *Corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *cost of capital*.

3.2.6 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value* melalui *Cost of Capital*

Salah satu model keagenan menurut Carr dan Brower (2000) adalah *behavior-based*, yakni prinsipal harus memonitor perilaku agen. Monitoring dilakukan untuk mengurangi perilaku oportunistis agen dengan menerapkan mekanisme *governance*.

Mekanisme *corporate governance* menjelaskan hubungan antara berbagai pihak dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan. Monks dan Minow (2004) dalam (Lukviarman, 2016) menyatakan *corporate governance* muncul sebagai upaya menjaga hubungan 3 aktor penting dalam setiap korporasi (pemilik, manajemen, dan dewan komisaris). Mekanisme *corporate governance* mengurangi konflik keagenan dengan sistem monitoring. Manajemen perusahaan akan bertindak dengan penuh

kesadaran mereka sendiri secara arif, bijaksana dan adil kepada pemegang saham (Daniri, 2005). *Corporate governance* yang baik dapat mengurangi masalah keagenan karena dapat mengendalikan dan mengarahkan kegiatan operasional perusahaan serta pihak-pihak yang terlibat didalamnya.

Corporate governance menurunkan biaya monitoring, meningkatkan kepercayaan investor dengan terjadinya peningkatan kinerja, dan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi. Perusahaan dengan *corporate governance* yang sehat dapat mengurangi biaya pembiayaan, karena keyakinan investor atas dana yang diinvestasikan telah dikelola dengan baik (Doidge *et al.*, 2007). Perusahaan akan selalu mengupayakan untuk mempunyai *cost of capital* yang rendah (Gitman *et al.*, 2006). Biaya modal yang rendah mencerminkan tingkat kepercayaan investor yang tinggi terhadap manajemen perusahaan. *Cost of capital* yang rendah bisa dicapai oleh perusahaan dengan cara menerapkan *corporate governance* yang baik. Seiring dengan *corporate governance* yang bagus, meningkatkan kinerja perusahaan. Penerapan *corporate governance* yang baik dapat memonitoring kinerja insider untuk meningkatkan keuntungan perusahaan. Selanjutnya meningkatkan citra positive perusahaan yang berdampak pada peningkatan kinerja saham perusahaan, sehingga *firm value* meningkat (Singhal, 2014). Terciptanya *corporate governance* yang baik memberikan pengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*.

Para peneliti memberikan bukti empirik mekanisme *corporate governance* menurunkan *cost of capital* (Chen *et al.*, 2009; Huang *et al.*, 2009; Ramly, 2012; Singhal, 2014). Selanjutnya beberapa hasil penelitian menunjukkan penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value* (Mohamad dan Saad, 2012; Albanez, 2015; Ibrahim dan Ibrahim,

2015). *Corporate governance* yang baik meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur, sebagai dampak dari peningkatan citra positive perusahaan, menurunkan biaya monitoring, dan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi. Selanjutnya, akan menurunkan *cost of capital*, terjadi peningkatan profitabilitas yang berdampak pada peningkatan *firm value*. Berdasarkan uraian tersebut maka penelitian ini menempatkan *cost of capital* sebagai variabel mediasi pada hubungan *corporate governance* dan *firm value*. Hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 6 : *Corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital*.

3.2.7 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap *Firm Value* melalui *Cost of Capital*

Perusahaan dituntut untuk berperilaku *ethic* dalam menjalankan bisnisnya dan mengutamakan kepentingan *stakeholder*. Aktivitas perusahaan mengutamakan kepentingan *stakeholder* di kenal dengan *corporate social responsibility* (Elkington, 1997). Hill dan Jones (1992) menjelaskan teori *stakeholder* berfokus pada pentingnya hubungan pemangku kepentingan dan mengakui dampak *stakeholder* pada keberlanjutan perusahaan dan kesuksesan perusahaan. Freeman (2001) menyatakan perusahaan harus dikelola untuk kepentingan pemangku kepentingannya. Belal (2001) mempertegas pernyataan ini bahwa perusahaan harus mengutamakan kepentingan *stakeholder* untuk mencapai keberlangsungan hidup jangka panjang.

Aktivitas perusahaan merupakan sumber informasi bagi *stakeholder* eksternal dalam keputusan mengalokasikan sumber daya mereka untuk perusahaan (Mahon, 2002). Fontaine *et al.* (2006) menjelaskan teori legitimasi bahwa untuk menggunakan

sumber daya dalam operasi perusahaan bergantung pada korespondensi perilaku terhadap peraturan dan nilai yang diakui oleh masyarakat.

Kelangsungan hidup perusahaan diperlukan hubungan baik perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan di wilayah operasi (Haniffa dan Cooke, 2005). Selanjutnya, Evan dan Freeman (1993) menyatakan kinerja keuangan organisasi ditentukan oleh penyediaan *stakeholder* mereka atas sumber daya sesuai tanggapan mereka atas tindakan organisasi. Reputasi organisasi ditentukan oleh keputusan *stakeholder* untuk memberikan atau berhenti menyediakan sumber daya untuk organisasi.

Corporate social responsibility menjadi isu penting dalam dunia bisnis, karena aktivitas operasi perusahaan mengharuskan perusahaan memperhatikan dan peduli terhadap lingkungan dan sosialnya. Dengan menjalankan *corporate social responsibility* diharapkan akan memperoleh legitimasi yang kuat dari masyarakat dan menjaga keberlanjutan perusahaan. Selanjutnya timbul kepercayaan investor dan kreditur pada perusahaan yang tinggi, peningkatan citra perusahaan, penurunan risiko investasi, dan penurunan ekspektasi tingkat pengembalian investasi. Penurunan ekspektasi tingkat pengembalian investasi ini menurunkan *cost of capital* dan berdampak pada peningkatan *firm value*, dengan adanya kesempatan bagi perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas yang tinggi.

Para peneliti memberikan bukti empirik aktivitas *corporate social responsibility* menurunkan *cost of capital* (Dhaliwal *et al.*, 2011; Cajias *et al.*, 2014; Dhaliwal *et al.*, 2014; Ge dan Liu, 2015; Li dan Foo, 2015). Selanjutnya penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value* (Mohamad dan Saad, 2012; Albanez, 2015; Ibrahim dan Ibrahim, 2015). Berdasarkan uraian tersebut maka penelitian ini menempatkan *cost of capital* sebagai

variabel mediasi pada hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value*. Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 7 : *Corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital*

3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

3.3.1 *Firm Value*

Firm value adalah deskripsi keyakinan pasar atau persepsi investor atas keberhasilan perusahaan dalam pengelolaan sumber daya untuk menghasilkan keuntungan. Penelitian ini dalam pengukuran *firm value* menggunakan *Tobin's q* yang dikembangkan oleh Chung dan Pruitt (1994). Nilai *Tobin's q* yang diperoleh dalam satuan persentase diartikan bahwa jika nilai *Tobin's q* berada di atas 1 menggambarkan saham dalam kondisi *overvalued*, yang artinya manajemen berhasil mengembangkan perusahaan sehingga merupakan peluang investasi bagi investor. Hal ini mengindikasikan bahwa investor berpeluang lebih besar untuk melakukan investasi pada perusahaan ini dibanding pada perusahaan dengan *Tobin's q* di bawah 1. Perusahaan yang memiliki *Tobin's q* yang tinggi cenderung memiliki keunggulan bersaing yang besar. *Tobin's q* di bawah 1 menggambarkan saham perusahaan dalam kondisi *undervalued* dan *Tobin's q* sama dengan 1 menggambarkan saham perusahaan dalam kondisi rata-rata. Formula untuk menghitung *Tobin's q* adalah:

$Tobin's\ q = (MVE + DEBT) / TA$ (Chung dan Pruitt, 1994)

Keterangan:

MVE : *Market Value of Equity* (harga pasar saham biasa yang beredar, dihitung dari harga pasar akhir tahun di kalikan *outstanding stock*)

DEBT : nilai buku hutang

TA : *Total Assets*

3.3.2 Corporate Governance

Corporate governance adalah serangkaian mekanisme yang digunakan untuk mengatur hubungan semua *stakeholder* perusahaan agar perusahaan dikelola secara baik untuk menjaga kepentingan pemegang saham atas keamanan dan pengembalian investasi. *Corporate governance* dalam penelitian diukur dengan *corporate governance index* (CGI) yang dikembangkan oleh Siagian *et al.* (2013) (lampiran 6). Indikator *corporate governance* meliputi (1) hak pemegang saham (terdiri dari 6 item pengungkapan); (2) perlakuan yang sama terhadap pemegang saham (4 item); (3) peran pemangku kepentingan (4 item) ; (4) keterbukaan dan transparansi (27 item); dan (5) tanggung jawab dewan direksi (38 item). Penilaian diawali dengan *content analysis* pendekatan dikotomi yaitu setiap item *corporate governance* dinilai 1 jika dijalankan oleh perusahaan dan nilai 0 jika tidak dijalankan (Haniffa dan Cooke, 2005). Pengukuran menggunakan metode indeks yang tidak memperhatikan bobot masing-masing item. Hal ini mengacu pada pendapat Suhardjanto (2008) yang menyatakan bahwa sistem dikotomi dengan bobot yang sama adalah yang obyektif dan umum digunakan pada penelitian pengungkapan sebelumnya. Ceklist dilakukan pada laporan tata kelola perusahaan. Selanjutnya *Indeks Corporate Governance* di hitung sebagai berikut: $CGI_j = \sum X_{ij} / n_j$

Keterangan :

CGI_j : *Corporate Governance Index* perusahaan j

$\sum X_{ij}$: jumlah item yang dijalankan oleh perusahaan

n_j : jumlah item total

Dengan demikian, $0 \leq CGI_j \leq 1$

3.3.3 *Corporate Social Responsibility*

Corporate social responsibility adalah komitmen dunia usaha untuk bertanggung jawab kepada seluruh *stakeholders*, dengan menjalankan bisnisnya secara *ethic* untuk mencapai kemakmuran *stockholder* dengan melaksanakan tanggung jawab sosial dan lingkungan dalam mencapai keberlanjutan usaha dalam jangka panjang. *Corporate social responsibility* dalam penelitian ini diproksikan dengan *corporate social responsibility index* (CSRI) berdasarkan index GRI yang dipublikasikan dalam *sustainability report* perusahaan. Indikator *corporate social responsibility* meliputi (1) ekonomi; (2) lingkungan; dan (3) sosial. Pengukuran *corporate social responsibility index* (CSRI) menggunakan *contents analysis*, dengan menggunakan pendekatan dikotomi yaitu setiap item dalam instrumen diberi nilai 1 jika telah dijalankan oleh perusahaan dan nilai 0 jika belum dijalankan (Haniffa dan Cooke, 2005). *Ceklist* dilakukan pada laporan keberlanjutan (*sustainability report*) perusahaan, yang telah disusun berpedoman pada *Global Reporting Initiative* (GRI) dan telah menerbitkan referensi silang GRI. *Ceklist* dilakukan sesuai dengan pedoman GRI yang berlaku dan digunakan oleh perusahaan pada *sustainability report*, meliputi G3, G3.1, dan G4. Item pengungkapan untuk indikator ekonomi dalam G3, G3.1, dan G4 sebanyak 9 item, indikator lingkungan dalam G3 dan G3.1 sebanyak 30 item dan dalam G4 sebanyak 34 item, indikator sosial dalam G3 sebanyak 40 item, G3.1 sebanyak 45 item, dan G4 sebanyak 48 item (Lampiran 7).

Pengukuran menggunakan metode indeks tidak memperhatikan bobot masing-masing item. Metode pengukuran ini digunakan sama dengan pengukuran *corporate governance* mengacu pada Suhardjanto (2008). Rumus untuk mengetahui skor atau *index corporate social responsibility* adalah dengan menghitung persentase jumlah item praktek *corporate social responsibility* yang dilaporkan dibagi dengan total item, sebagai berikut :

$$CSRlj = \sum Xij / nj$$

Keterangan :

CSRlj : *Index corporate social responsibility* perusahaan j

$\sum Xij$: jumlah item yang dijalankan oleh perusahaan

nj : jumlah item total

Dengan demikian, $0 \leq CSRlj \leq 1$

3.3.4 Cost of Capital

Biaya modal (*cost of capital* / CoC) adalah rata-rata tertimbang dari seluruh *rate of return* (*cost*) individual yang disyaratkan atas pendanaan dari hutang dan ekuitas untuk mendanai investasi atau operasional perusahaan. Pengukuran *cost of capital* dalam penelitian ini diprosikan dengan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighte Average Cost of Capital* / WACC).

Formula: $WACC = wd.kd (1-t) + wce. Ks$ (Modigliani dan Miller, 1958)

Keterangan:

WACC : biaya modal rata-rata tertimbang

w_d : bobot untuk utang [total hutang/(total hutang + total ekuitas saham biasa)]

k_d : biaya komponen hutang [Beban bunga tahun berjalan / (total hutang jangka pendek dan jangka panjang tahun berjalan)] (Francis et al., 2005).

t : tax [(laba bersih sebelum pajak – laba bersih setelah pajak)/laba bersih sebelum pajak] (Moh Al-Tamimi dan Obeidat, 2013)

w_{ce} : bobot untuk ekuitas saham biasa [total ekuitas saham biasa/(total hutang + total ekuitas saham biasa)]

k_s : tingkat pengembalian yang diperlukan atas saham (menggunakan pendekatan CAPM), dengan formula: $k_s = k_{rf} + (k_m - k_{rf}) \beta$ (Sharpe, 1964)

k_{rf} : suku bunga bebas risiko (menggunakan suku bunga ORI rata-rata tahunan yang di peroleh dari <http://bi.go.id/moneter/birate>)

k_m : tingkat pengembalian yang diharapkan atas pasar ($IHSG_t - IHSG_{t-1}$)/ $IHSG_{t-1}$

Data IHSG di peroleh dari www.ticmi.com dan www.duniainvestasi.com

β : koefisien beta saham, sebagai index risiko saham (di hitung dengan meregresikan return pasar sebagai variabel independen dan return saham individual sebagai variabel dependen 3 tahun terakhir). Return saham dan indeks pasar di hitung dengan formula : $R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$

Keterangan:

R_{it} = return saham i atau indeks pasar pada periode t.

P_{it} = harga saham i atau indeks pasar pada periode t (data di peroleh dari www.duniainvestasi.com dan www.ticmi.com).

P_{it-1} = harga saham i atau indeks pasar pada periode t-1 (data di peroleh dari www.duniainvestasi.com dan www.ticmi.com)



BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Jenis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian, yaitu menguji pengaruh *corporate governance* (CG) dan *corporate social responsibility* (CSR) terhadap *firm value* (FV) dengan *cost of capital* (CoC) sebagai variabel mediasi, maka penelitian ini termasuk jenis penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yang bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai hubungan (kausalitas) antar variabel melalui pengujian hipotesis. Model hubungan dibangun dari kajian teoritis teori keagenan, teori legitimasi, teori *signalling*, dan teori *stakeholder* serta dari hasil-hasil penelitian terdahulu. Selanjutnya, hipotesis dirumuskan berdasarkan kerangka teoritis dan bukti-bukti empiris hasil-hasil penelitian terdahulu.

Berdasarkan pendekatan penelitian, penelitian ini dilakukan pada bidang penelitian sosial pada ranah manajemen khususnya manajemen keuangan dengan paradigma *positivisme*. Pendekatan ini sering disebut pendekatan *mainstream* atau pendekatan kuantitatif yang mendasarkan pada fenomena empiris yang dapat diamati (*observable*), dapat diulang (*repeatable*), dapat diukur (*measurable*), teruji (*testable*) dan dapat diramalkan (*predictable*). Tiga syarat pertama merupakan syarat yang diberlakukan atas obyek ilmu pengetahuan sedangkan dua syarat berikutnya diberlakukan atas proposisi-proposisi ilmiah.

4.2 Populasi dan Sampel Penelitian

4.2.1 Populasi Penelitian

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan go publik di Indonesia, dengan kriteria populasi adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010 – 2017.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan (*Sustainable Reporting / SR*) dengan referensi silang *Global Reporting Initiative* (GRI) yang termuat dalam laporan tahunan (*annual report*) tahun 2010 - 2017 dan bisa diakses melalui *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) maupun *website* resmi perusahaan.
3. Menerbitkan SR dengan referensi silang GRI dan menerbitkan laporan tata kelola (*corporate governance*) baik yang termuat dalam laporan tahunan (*annual report*) tahun 2010 - 2017 dan bisa diakses melalui *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) maupun *website* resmi perusahaan.
4. Perusahaan menyajikan laporan keuangan lengkap tahun 2010 - 2017 dalam mata uang rupiah, kriteria ini dimaksudkan agar peneliti tidak melakukan penyesuaian yang dikawatirkan menimbulkan kesalahan hitung dan interpretasi.

Penggunaan periode pengamatan 2010 – 2017, didasarkan pada beberapa pertimbangan:

1. Penggunaan tahun 2010 sebagai periode awal pengamatan

Penelitian ini menggunakan basis data yang berasal dari laporan tahunan perusahaan, termasuk laporan keberlanjutan (*sustainability report*) dan laporan tata kelola perusahaan. Pengukuran *corporate social responsibility* menggunakan index *corporate*

social responsibility yang ada di dalam *sustainability report*. Sementara, *sustainability report* mulai rutin diterbitkan tiap periode oleh perusahaan *go public* sejak tahun 2010.

2. Periode tahun 2017 sebagai periode akhir pengamatan

Pengumpulan data secara lengkap dilakukan pada akhir tahun 2018. Pada tahun tersebut publikasi laporan tahunan adalah laporan tahun 2017. Guna memperlancar proses pengumpulan, pengolahan, dan analisis data, peneliti melakukan *cut off data* menggunakan laporan tahunan 2017. Oleh karena itu, data laporan tahunan lengkap yang diperoleh adalah laporan tahunan sampai dengan tahun 2017.

Pemilihan pada perusahaan yang menerbitkan *sustainability report*, didasarkan pada pertimbangan :

1. *Sustainability report* menyajikan informasi melengkap *financial report* dan penting bagi *stakeholder* perusahaan.
2. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengeluarkan Peraturan OJK No. 51/POJK.03/2017 tentang Penerapan Keuangan Berkelanjutan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik.

Hasil survey pendahuluan di Bursa Efek Indonesia diperoleh kerangka populasi perusahaan yang terdaftar tahun 2010 – 2017 dan menerbitkan *sustainability report* pada tahun 2015 dan 2016 sebanyak 48 perusahaan. Data tahun 2017 hanya terkait dengan variabel *firm value*. Data perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* diperoleh dari NCSR. Perusahaan publik pertama kali menerbitkan dan kontinuitas terbitan bervariasi. Selanjutnya peneliti memperoleh data *sustainability report* dari berbagai sumber diantaranya *website National Center for Sustainability Reporting (NCSR)*, menelusur ke

website perusahaan serta mengirimkan *e mail* kepada perusahaan untuk mendapatkan *sustainability report* yang tidak tersedia di website perusahaan maupun website NCSR. Berdasarkan informasi dari NCSR perusahaan yang menerbitkan *sustainability report* untuk tahun 2015 sejumlah 51 perusahaan. Penelusuran lanjutan terdapat 3 (tiga) perusahaan yang sebenarnya merupakan 1 (perusahaan) yaitu PT. Semen Gresik Tbk / PT. Semen Indonesia Tbk, PT. Wijaya Karya Beton Tbk / PT. Wijaya Karya Tbk, dan PT. INCO / PT. VALE.

Peneliti menggunakan data *sustainability report* perusahaan sejak tahun 2010, meskipun laporan *sustainability report* sudah ada yang dilaporkan oleh perusahaan sejak tahun 2004. Hal ini dikarenakan berdasarkan data yang di peroleh dari *National Center for Sustainability Reporting* (CSR), masih terlalu sedikit perusahaan yang melaporkan *sustainability report* untuk tahun 2004 sampai dengan 2009.

4.2.2 Sampel Penelitian

Berdasarkan kriteria-kriteria populasi terpilih perusahaan yang memenuhi persyaratan sebagai anggota sampel yakni sebanyak 27 perusahaan, tersaji pada Tabel 4.1. Pengamatan dilakukan selama 7 periode yakni periode 2010 – 2017, jumlah data yang di amati sebanyak 189. Periode pengamatan adalah tahun 2010 – 2017, yaitu rentang waktu untuk mengamati peristiwa-peristiwa yang terjadi di perusahaan, baik peristiwa yang berkaitan dengan keuangan maupun non keuangan.

Data penelitian bukan merupakan data *panel balance*, karena tidak semua perusahaan memiliki data untuk periode penelitian. Hal ini disebabkan *sustainability report* masih bersifat suka rela sehingga tidak setiap tahun perusahaan menerbitkan laporan ini, meskipun sifatnya sangat penting untuk melihat kinerja perusahaan,

melengkapi informasi laporan keuangan. Periode penelitian ini adalah selama 7 tahun dan setiap perusahaan minimal 6 (enam) tahun menerbitkan *sustainability report* secara berturut-turut. Analisa data dengan PLS *missing data* 20% - 30% masih bisa di atasi (Hair *et al.*, 2014, p. 46). Penelitian dengan data panel yang tidak seimbang juga dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya diantaranya (Chen *et al.*, 2009; Siagian *et al.*, 2013; Dhaliwal *et al.*, 2014; Mouselli dan Hussainey, 2014; Li *et al.*, 2016; Lozano *et al.*, 2016; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Ararat *et al.*, 2017). Hasil seleksi sampel tersaji dalam Tabel 4.1, Tabel 4.2, dan Tabel 4.3.

Tabel 4.1
Hasil seleksi sampel penelitian

Keterangan	Jumlah perusahaan
Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016	539
Perusahaan tidak menerbitkan <i>Sustainability Report</i> tahun 2016	(491)
Perusahaan yang telah menerbitkan <i>Sustainability Report</i> tahun 2016	48
Perusahaan yang menerbitkan SR tahun 2010-2016 dengan missing data lebih dari 20%	(21)
Perusahaan menerbitkan sustainability report dengan missing data 20% dan tidak menerbitkan laporan <i>coporate governance</i>	(0)
Jumlah perusahaan sampel	27
Jumlah observasi data/perusahaan (tahun 2010 – 2016)	189

Sumber: BEI, Nopember 2017 dan web perusahaan

Seluruh perusahaan yang terpilih dijadikan sebagai sampel penelitian. Oleh karena itu, tehnik sampling pada penelitian ini disebut tehnik sampling jenuh/sensus.

Secara lengkap perusahaan yang terpilih sebagai sampel tersaji pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2
Daftar Perusahaan Sampel

No.	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1.	Aneka Tambang (Persero) Tbk., PT.	ANTM
2.	Astra Agro Lestari Tbk., PT.	AALI
3.	Astra International Tbk., PT.	ASII
4.	Bank CIMB Niaga Tbk., PT.	BNGA
5.	Bank Internasional Indonesia Tbk. PT.	BNII
6.	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk., PT.	BBNI
7.	Bank Tabungan Negara (Persero), Tbk	BBTN
8.	Holcim Indonesia Tbk., PT.	SMCB
9.	Indika Energy Tbk., PT.	INDY
10.	International Nickel Indonesia, Tbk., PT.	INCO
11.	Jasa Marga (Persero) Tbk	JSMR
12.	Semen Gresik (Persero) Tbk., PT./Semen Indonesia	SMGR
13.	Telekomunikasi Indonesia Tbk., PT.	TLKM
14.	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk., PT.	PGAS
15.	Petrosea Tbk., PT.	PTRO
16.	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
17.	United Tractors Tbk., PT.	UNTR
18.	Wijaya Karya (Persero) Tbk., PT.	WIKA
19.	Bukit Asam (Persero) Tbk., PT.	PTBA
20.	Adira Dinamika Multi Finance Tbk., PT	ADMF
21.	Bank Danamon Indonesia Tbk., PT	BDMN
22.	Bakrie Sumatera Plantations Tbk., PT.	UNSP
23.	Timah (Persero) Tbk., PT	TINS
24.	XL Axiata Tbk., PT.	EXCL
25.	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk., PT.	BBRI
26.	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk., PT	INTP
27.	Bank OCBC NISP Tbk., PT.	NISP

Sumber: BEI, Nopember 2017 dan web perusahaan

4.3 Jenis dan Sumber Data

Data sekunder digunakan dalam penelitian ini, yang di ambil dari laporan tahunan perusahaan publik di Indonesia tahun 2010 sampai dengan 2017. Laporan tahunan perusahaan meliputi: *annual report* (laporan tahunan), *sustainability report* (laporan keberlanjutan), laporan tata kelola (*corporate governance*), dan laporan keuangan. Seluruh data diambil dari publikasi *ICMD*, *website* Bursa Efek Indonesia, *web*

perusahaan, dan media lainnya (<http://finance.yahoo.com> dan <http://ticmi.com>). Laporan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan digunakan dalam penelitian ini karena mempunyai kredibilitas yang tinggi dan digunakan *stakeholder* sebagai sumber informasi (Deegan dan Rankin, 1997).

4.5 Metode Analisis Data

4.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan dalam penelitian ini untuk menggambarkan karakteristik variabel penelitian, agar mudah dipahami dan diinterpretasikan. Analisis ini digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi, yang meliputi nilai maksimum, minimum, dan rata-rata. Berdasarkan nilai yang diperoleh, selanjutnya dilakukan analisis yang bertujuan untuk mengungkap fenomena yang terdapat pada setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *corporate governance*, *corporate social responsibility*, *cost of capital* dan *firm value*.

4.5.2 Statistik inferensial

Penelitian ini menggunakan analisis statistik inferensial, yaitu suatu analisis yang dilakukan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah dirumuskan. Pendekatan yang digunakan adalah *Partial Least Square* (PLS) dengan analisis menggunakan *software WarpPLS*. Alasan penggunaan *Partial Least Square* (PLS) adalah terdapat beberapa hipotesis yang belum mempunyai landasan teori yang kokoh. Hipotesis penelitian tersebut berkaitan dengan variabel mediasi dalam pengaruh *corporate governance* dan

corporate social responsibility terhadap *firm value*. PLS mampu digunakan untuk menguji hubungan kausal variabel penelitian yang belum banyak dukungan teori atau penelitian tersebut bersifat *eksplanatory* (Ghozali dan Latan, 2014). Alasan lainnya adalah PLS mampu untuk menganalisis konstruk dengan indikator reflektif dan formatif (Hair *et al.*, 2014).

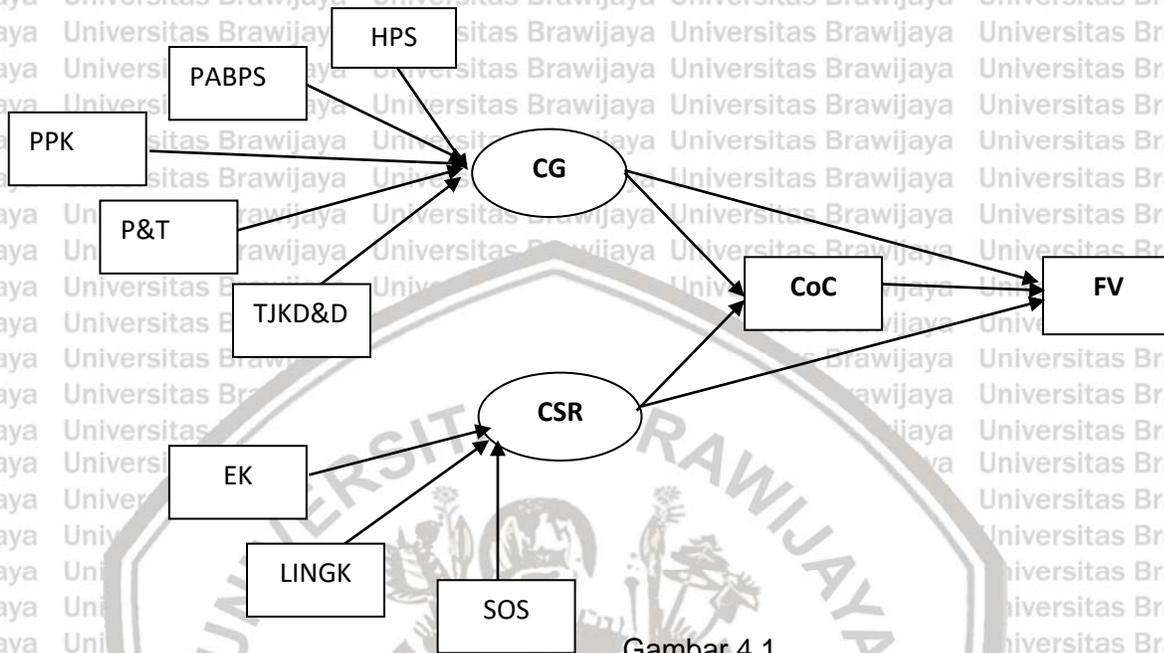
4.5.3 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur. Model analisis jalur variabel laten dalam PLS terdiri dari dua tahap yaitu (Jogiyanto, 2011):

1. Menggambarkan *measurement model/outer model*

Menggambarkan hubungan setiap indikator dengan variabel latennya. Indikator pada penelitian ini adalah indikator formatif. Uji untuk indikator formatif dilakukan :

- a. *Measurement model*. Hubungan variabel laten dengan indikatornya harus signifikan, dengan melihat nilai *weight* setiap indikator.
- b. *Multicollinearity*. Hubungan antar indikator harus terbebas dari *multicollinearity*, dengan melihat nilai VIF setiap indikator. Terjadi *multicollinearity* jika nilai VIF antara 5-10.



Gambar 4.1
Diagram Jalur

Keterangan:

- HPS : Hak Pemegang Saham
- PABPS : Perlakuan yang Adil Bagi Pemegang Saham
- PPK : Peran Pemangku Kepentingan
- P&T : Pengungkapan Dan Transparansi
- TJKD&D : Tanggung Jawab Dewan Komisaris Dan Direksi
- EK : Ekonomi
- LINGK : Lingkungan
- SOS : Sosial
- CG : *Corporate Governance*
- CSR : *Corporate Social Responsibility*
- CoC : *Cost of Capital*
- FV : *Firm Value*

2. Menggambarkan *structural model* atau *inner model*

Structural model memberikan gambaran hubungan antar variabel laten dan diuji dengan menggunakan:

- a. Analisis jalur (*path analysis*): menguji signifikansi pengaruh antar variabel laten dalam penelitian. Nilai *path analysis* dapat dilihat dari hasil *path coefficients* dan p-

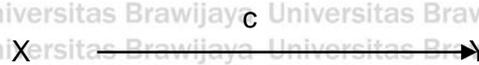
values untuk signifikansi model prediksi.

b. *Goodness of fit*: menguji variabilitas variabel laten model penelitian. Setelah memenuhi *goodness of fit*, dilakukan uji struktural dengan koefisien determinasi (R^2), yang merupakan ukuran tingkat variabilitas perubahan variabel eksogen terhadap variabel endogen. Uji struktural yang ke dua dengan *predictive relevance* (Q^2)

3. Analisis Mediasi menggunakan PLS

Solimun (2011) meneliti tentang pengujian variabel mediasi atau intervening. Dalam pengujian mediasi, beberapa peneliti menggunakan teknik analisis SEM atau PLS (Hair *et al.*, 2014). Pengujian untuk mediasi tidak cukup hanya jika berdasarkan analisa model yang melibatkan variabel mediasi. Hasil analisis ini menunjukkan suatu variabel sebagai variabel mediasi, tetapi belum tentu benar.

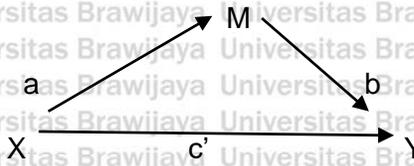
Pengukuran mediasi pertama kali di teliti oleh Sobel (1982). Baron dan Kenny (1986) menjelaskan bahwa untuk menguji efek mediasi, terlebih dahulu harus dilakukan pemodelan variabel bebas (independen variabel) terhadap variable terikat (dependen variabel) sebagai berikut:



Gambar 4.2 Pengaruh X terhadap Y sebelum efek mediasi

Koefisien jalur c pada Gambar 4.2 di atas di namakan pengaruh total (*total effect*).

Pengaruh X terhadap Y dapat di mediasi oleh variabel M, dalam bentuk model mediasi sebagai berikut:



Gambar 4.3
Pengaruh X terhadap Y sesudah efek mediasi

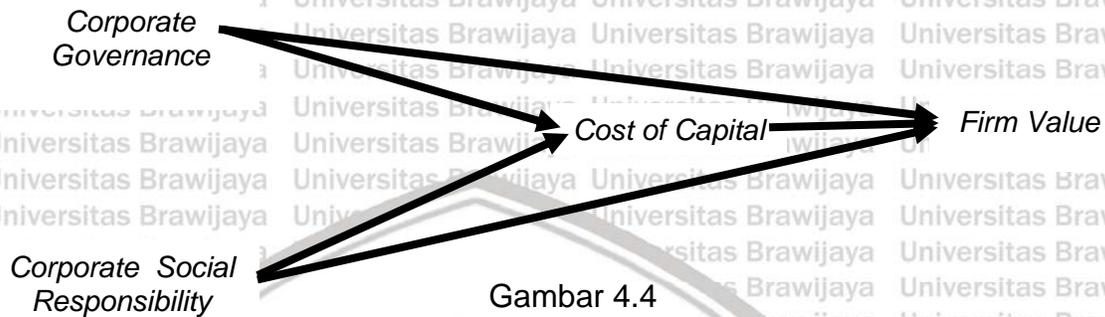
Koefisien jalur c' adalah pengaruh langsung (*direct effect*). Mediasi lengkap (*complete mediation*) dalam kasus di atas terjadi jika variabel X menjadi tidak signifikan terhadap Y sesudah mengikutsertakan efek mediasi, atau dengan kata lain koefisien jalur c' menjadi tidak signifikan. Mediasi sebagian (*partial mediation*) terjadi jika koefisien jalur c' signifikan, akan tetapi nilainya lebih rendah dibandingkan koefisien jalur c .

Sobel test adalah salah satu alat dalam pengujian analisa mediasi. Dari hasil analisis PLS, diperoleh koefisien jalur a beserta standar error dan koefisien jalur a (atau disebut s_a), dan diperoleh koefisien jalur b (atau disebut s_b). *Sobel test* akan menghasilkan *standard error* dari pengaruh tidak langsung X terhadap Y melalui mediasi M, yaitu koefisien ab , dengan standar deviasi ab adalah sebagai berikut:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 s_a^2 + a^2 s_b^2} \qquad Z_{hitung} = \frac{a \times b}{\sqrt{b^2 s_a^2 + a^2 s_b^2}}$$

Dari nilai Z_{hitung} di peroleh nilai p value. Jika nilai p value $< 0,05$ mengindikasikan adanya pengaruh mediasi variabel M pada pengujian hubungan X terhadap Y.

Pada penelitian ini, model jalur penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 4.4
Diagram Jalur Penelitian

Gambar 4.4 di atas terlihat bahwa pada penelitian ini melibatkan variabel mediasi/intervening. Model penelitian di atas pada dasarnya dibentuk dari 2 (dua) analisis mediasi sebagai berikut:

- Pengujian mediasi *cost of capital* pada pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value*.
- Pengujian mediasi *cost of capital* pada pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value*.

BAB V
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Deskripsi Variabel Penelitian

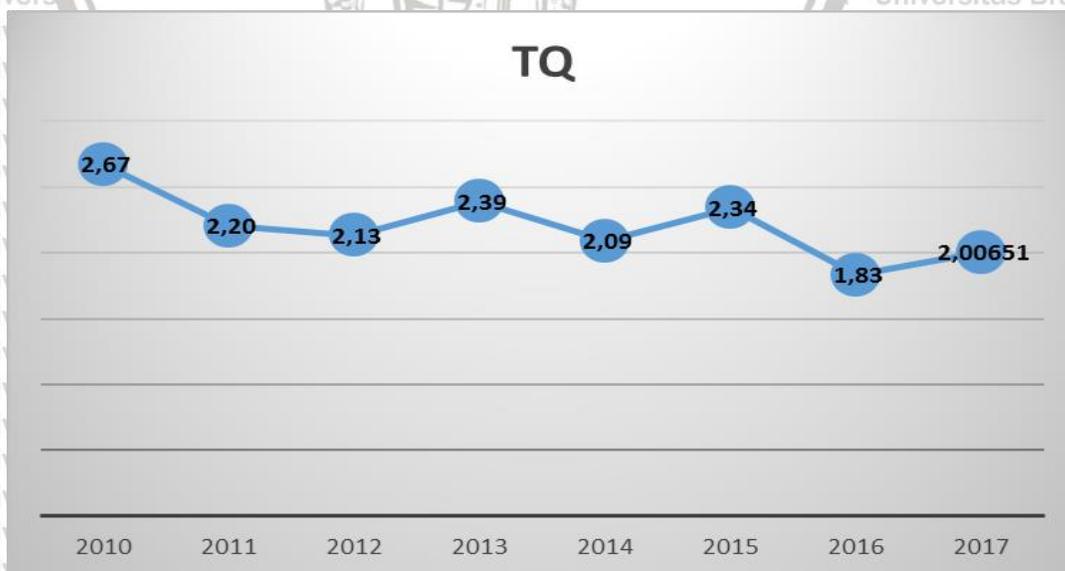
Analisis statistik deskriptif disajikan pada bagian ini untuk memberikan gambaran umum variabel penelitian, meliputi nilai minimum dan maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Tujuan penyajian statistik deskriptif adalah agar memperoleh gambaran secara umum karakteristik dan nilai variabel penelitian yang di teliti. Nilai statistik deskriptif disajikan sebagai berikut :

5.1.1 Deskripsi variabel *firm value*

Tabel 5.1
Deskripsi Variabel *Firm Value*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Tobin's q</i>	189	.59	5.32	1.6491	.89070

Sumber: Lampiran 3



Gambar 5.1
Grafik rata-rata *Tobin's q* Perusahaan tahun 2010 – 2017

Hasil analisis deskriptif variabel *firm value* yang tersaji pada Tabel 5.1 dan secara rata-rata untuk tahun 2010 – 2017 tersaji pada Gambar 5.1. Nilai deskriptif variabel *firm value* memberikan gambaran bahwa *firm value* yang diprosikan *Tobin's q* mempunyai nilai rata-rata 1,6491 dengan deviasi standar 0,89070 serta nilai minimum 0,59; dan nilai maksimum sebesar 5,32.

Selanjutnya jika di lihat dari rata-rata setiap sampel penelitian dalam kurun waktu 2010 sampai dengan 2016 (lampiran 4A) terdapat 2 (dua) perusahaan dengan rata-rata *Tobin's q* di bawah 1 (satu), yaitu PTRO dan UNSP sebesar 0,81 dan 0,92. Nilai rata-rata *Tobin's q* yang paling tinggi adalah UNVR sebesar 19,83. Sebagian besar dari sampel penelitian nilai rata-rata *tobins'q* berada di atas 1. Disamping itu rata-rata *Tobins'q* tahun 2010 sampai dengan 2016 juga berada di atas 1, seperti tersaji pada Gambar 5.1 (Lampiran 4B).

Tobin's q menggambarkan persepsi investor pasar saham atau keyakinan pasar atas keberhasilan pengelolaan sumber daya untuk menghasilkan keuntungan. *Tobin's q* merupakan nilai pasar saham dan hutang terhadap total asset perusahaan. Rata-rata *Tobin's q* berada di atas 1, artinya investor berpeluang lebih besar untuk melakukan investasi pada perusahaan karena saham dalam kondisi *overvalued* dan perusahaan memiliki keunggulan bersaing yang besar, artinya valuasi perusahaan tinggi.

5.1.2 Deskripsi variabel corporate governance

Tabel 5.2
Deskripsi Variabel corporate governance

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Hak pemegang saham	189	.50	1.00	.9126	.12978
Perlakuan yang adil bagi pemegang saham	189	.50	1.00	.7831	.10265

Tabel 5.2 (lanjutan)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Peran pemangku kepentingan	189	.75	1.00	.8138	.10901
Pengungkapan dan transparansi	189	.63	.93	.8025	.06801
Tanggung jawab dewan komisaris dan direksi	189	.55	.89	.7679	.07730

Sumber: Lampiran 3



Gambar 5.2 Grafik Rata-rata Indeks *Corporate Governance* Perusahaan tahun 2010 – 2016

Tabel 5.2 dan Gambar 5.2 menyajikan analisis deskriptif *corporate governance*. Dilihat perkembangan indeks *corporate governance* tahun 2010 sampai dengan 2016 yang tersaji pada Gambar 5.2 (Lampiran 4B), terjadi peningkatan dan hanya tahun 2014 mengalami penurunan. Hal ini artinya perusahaan semakin baik dalam menjalankan mekanisme *corporate governance* dan mengalami peningkatan setiap tahun. Secara umum nilai rata-rata indeks *corporate governance* tinggi, artinya mekanismenya telah

dijalankan dengan baik dan diharapkan kinerja perusahaan meningkat. Analisis deskriptive masing-masing indikator *corporate governance* seperti tersaji pada Tabel 5.2 dijelaskan sebagai berikut:

5.1.2.1 Hak Pemegang Saham

Indikator hak pemegang saham dengan nilai minimum dan maksimum sebesar 0,50 dan 1,00. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,9126 dengan deviasi standar 0,12978. Indikator hak pemegang saham dengan rata-rata yang tinggi, menunjukkan dalam pembuatan kebijakan dan pengambilan keputusan perusahaan memperhatikan kepentingan pemegang sahamnya. Indikator hak pemegang saham meliputi penyampaian informasi kepada pemegang saham terkait pengangkatan direksi dan komisaris, penunjukan uditor, pembayaran dividen, dan persetujuan remunerasi dewan komisaris dan direksi, serta saham perusahaan yang di miliki dewan komisaris berada dibawah 25%.

5.1.2.2 Perlakuan yang Adil bagi Pemegang Saham

Selanjutnya perlakuan yang adil bagi pemegang saham yang merupakan indikator *corporate governance* yang kedua, menunjukkan nilai minimum dan maksimum sebesar 0,050 dan 1,00. Nilai rata-rata 0,7831 dengan deviasi standar 0,10265. Nilai rata-rata yang tinggi menunjukkan perusahaan telah memperlakukan secara adil pemegang saham mayoritas dan minoritas. Namun demikian nilai belum sempurna sebesar 1,00, dimungkinkan hal ini terjadi adanya potensi kepentingan saham minoritas terabaikan, karena kepentingan pemegang saham mayoritas yang mempunyai hak pengendalian atas keputusan di perusahaan. Tata kelola perlakuan yang adil bagi pemegang saham meliputi tidak terdapat kasus insider trading yang melibatkan direksi dan komisaris,

penjelasan transaksi pihak terkait yang mempengaruhi perusahaan, tidak terdapat kasus ketidakpatuhan sehubungan dengan transaksi pihak terkait, dan pemberitahuan pertemuan pemegang saham umum.

5.1.2.3 Peran Pemangku Kepentingan

Indikator *corporate governance* yang ketiga adalah peran pemangku kepentingan menunjukkan hasil minimum 0,75 dan maksimum 1,00, serta nilai rata-rata 0,8138 dengan deviasi standar 0,10901. Nilai rata-rata Peran pemangku kepentingan sebesar 0,8138 mengindikasikan peran pemangku kepentingan cukup tinggi. Kepentingan karyawan dan masyarakat menjadi perhatian perusahaan untuk mencapai keberlanjutan perusahaan. Tata kelola peran pemangku kepentingan meliputi kebijakan perusahaan terkait kesehatan dan kesejahteraan karyawan, pemangku kepentingan utama (pelanggan, kreditur, dan pemasok), masalah lingkungan, dan insentif jangka panjang bagi karyawan.

5.1.2.4 Pengungkapan dan Transparansi

Pengungkapan dan transparansi merupakan indikator *corporate governance* yang ke empat. Hasilnya menunjukkan nilai minimum 0,63 dan nilai maksimum 0,93 serta rata-rata 0,8025 dengan deviasi standar 0,06801. Hasil rata-rata meskipun tidak sebesar 1,00 telah menunjukkan angka yang cukup tinggi. Hasil ini mengindikasikan perusahaan telah *fair disclosure* dalam pengungkapan hasil kinerjanya sebagai komunikasi kepada publik. Tata kelola pengungkapan dan transparansi meliputi informasi perubahan struktur kepemilikan, kualitas laporan keuangan, transaksi saham yang dilakukan oleh direksi, beberapa jalur akses informasi tentang perusahaan, ketepatan penyampaian laporan keuangan, dan informasi terperinci tentang dewan komisaris.

5.1.2.5 Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi

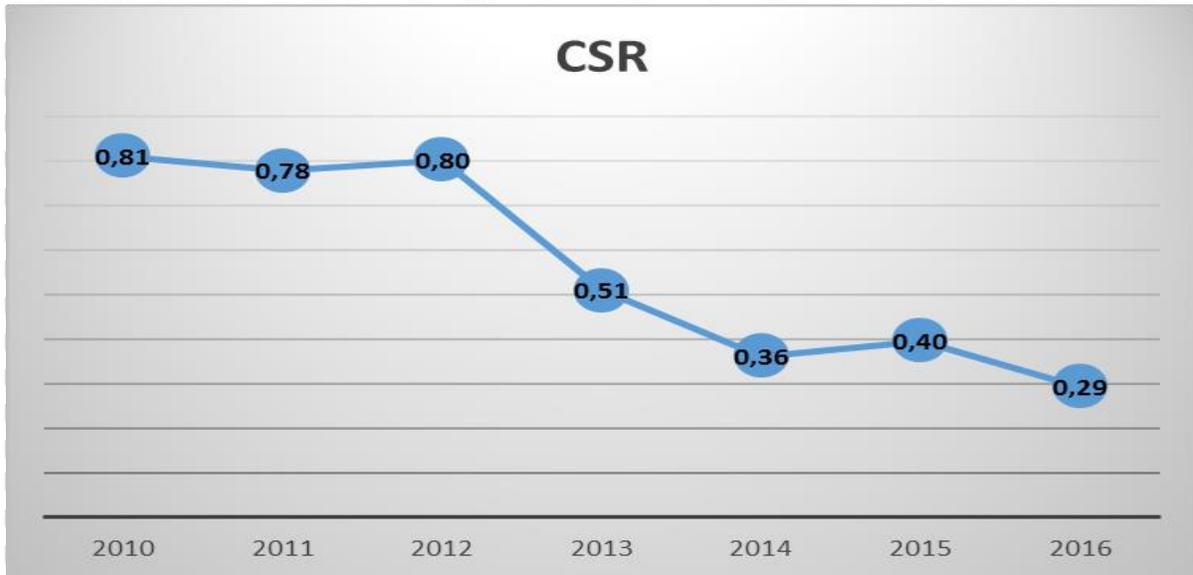
Indikator tanggung jawab dewan komisaris dan direksi yang merupakan indikator yang terakhir menunjukkan nilai minimum dan maksimum sebesar 0,55 dan 0,89, serta nilai rata-rata 0,7679 dengan deviasi standar 0,07730. Kehadiran dewan komisaris dan dewan direksi adalah penting bagi perusahaan dalam merumuskan kebijakan dan pengambilan keputusan untuk mencapai tujuan perusahaan. Nilai rata-rata meskipun tidak sempurna 1,00 tetapi telah menunjukkan nilai rata-rata yang cukup tinggi, ini menunjukkan peran komisaris dan direksi sangatlah penting dalam *corporate governance*. Tata kelola tanggung jawab dewan komisaris dan direksi meliputi peraturan tata kelola (mengatur system nilai, tanggung jawab, dan kode etik dewan direksi), laporan dewan komisaris dalam laporan tahunan, visi/misi perusahaan, pelatihan tata kelola bagi direksi, laporan aktivitas dewan direksi dan komisaris, penilaian kinerja individu dewan komisaris dan dewan direksi, dan mekanisme pemilihan serta aktivitas komite audit.

5.1.3 Deskripsi variabel *corporate social responsibility*

Tabel 5.3
Deskripsi Variabel *corporate social responsibility*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ekonomi	178	.11	1.00	.6787	.27871
Lingkungan	177	.03	1.00	.5292	.34351
Sosial	179	.08	1.00	.5454	.30486

Sumber: Lampiran 3



Gambar 5.3
Grafik Rata-rata Corporate Social Responsibility Perusahaan tahun 2010 – 2016

Hasil analisis deskriptif *corporate social responsibility* tersaji pada Tabel 5.3 dan Gambar 5.3 (Lampiran 4B). Perkembangan *index corporate social responsibility* tahun 2010 sampai dengan 2016 yang tersaji pada Gambar 5.3, terlihat semakin menurun. Hal ini selintas mengindikasikan implementasi *corporate social responsibility* semakin menurun. Namun dimungkinkan hal ini terjadi karena transisi standar pelaporan dan kemampuan perusahaan dalam penyusunan *sustainability report*. Analisis deskriptive masing-masing indikator *corporate social responsibility* seperti tersaji pada Tabel 5.3 dijelaskan sebagai berikut:

5.1.3.1 Ekonomi

Indikator ekonomi dengan nilai minimum dan maksimum sebesar 0,11, dan 1,00, dengan rata-rata 0,6787 dan deviasi standar 0,27871. Rata-rata indikator ekonomi 0,6768 menunjukkan pengelolaan manajemen ekonomi perusahaan, yang meliputi kinerja ekonomi, keberadaan pasar, dampak ekonomi tidak langsung, dan praktek pengadaan

sudah baik. Namun demikian angka rata-rata ini masih jauh dari angka 1,00 mengindikasikan masih banyak perusahaan yang belum sepenuhnya menjalankan *corporate social responsibility* dengan pendekatan manajemen ekonomi.

Pendekatan kinerja ekonomi meliputi informasi nilai ekonomi langsung yang dihasilkan dan didistribusikan, baik berdasarkan dasar akrual dan kas, implikasi keuangan dan risiko lainnya serta peluang untuk kegiatan organisasi karena perubahan iklim, cakupan definisi manfaat kewajiban rencana organisasi, dan bantuan keuangan dari pemerintah yang diterima perusahaan. Pendekatan keberadaan pasar, yaitu rasio upah standar dibandingkan dengan upah minimum daerah setempat di lokasi yang signifikan dari operasi; proporsi manajemen senior dipekerjakan dari masyarakat setempat di lokasi operasi yang penting (signifikan). Pendekatan dampak ekonomi tidak langsung, yaitu pengembangan dan dampak investasi infrastruktur dan layanan yang didukung terutama untuk kepentingan publik secara komersial, termasuk luasnya dampak. Dan pendekatan pengadaan, yang meliputi kebijakan, praktek dan proporsi pengeluaran pada pemasok lokal di wilayah operasi perusahaan.

5.1.3.2 Lingkungan

Indikator *corporate social responsibility* yang kedua adalah lingkungan. Tabel 5.3 menyajikan analisis deskriptif yang menunjukkan nilai minimum 0,03, sedangkan nilai maksimum 1,00. Nilai rata-rata sebesar 0,5292 dengan deviasi standar 0,34351. Rata-rata yang masih jauh dari angka 1,00 dimungkinkan masih adanya perusahaan yang belum secara serius menerapkan manajemen lingkungan. Namun demikian nilai rata-rata sebesar 0,5292 termasuk cukup tinggi. Pengelolaan **manajemen lingkungan** meliputi aspek bahan, energi, air, keanekaragaman hayati, emisi, limbah, kepatuhan terhadap

hukum yang berlaku, transportasi, pemasok, dan mekanisme keluhan terhadap dampak lingkungan dari operasi perusahaan.

Aspek bahan ini meliputi jumlah kebutuhan yang digunakan untuk memproduksi barang dan jasa serta bahan yang digunakan sebagai bahan masukan yang didaur ulang. Aspek energy meliputi jumlah konsumsi energi yang berasal dari sumber yang tidak dapat diperbaharui, energi yang di konsumsi berasal dari organisasi, rasio intensitas energy, pengurangan konsumsi energi yang dicapai sebagai akibat langsung dari konservasi dan inisiatif efisiensi, dan penurunan energi dari standar produk dan layanan.

Aspek air meliputi volume air yang digunakan dan sumber-sumbernya, banyaknya sumber air yang tersedia serta persentase dan volume total air daur ulang dan digunakan kembali. Aspek keanekaragaman hayati (*biodiversity*), meliputi lokasi dan ukuran tanah yang dimiliki, disewa, dikelola, tidak kawasan lindung dan daerah nilai keanekaragaman hayati tinggi di luar kawasan lindung, dampak signifikan dari aktivitas, produk, dan layanan pada keanekaragaman hayati yang diproteksi di kawasan lindung dan daerah nilai keanekaragaman hayati tinggi di luar kawasan lindung, habitat yang dilindungi, serta daftar dan jumlah spesies konservasi nasional dengan habitat di daerah yang terkena operasi, dengan tingkat risiko kepunahan.

Aspek emisi meliputi jumlah emisi gas rumah kaca secara langsung dan tidak langsung yang berat, rasio intensitas emisi gas rumah kaca, pengurangan emisi gas rumah kaca dan pengurangan yang dicapai, serta emisi zat perusak ozon berat dan emisi udara lainnya. Aspek limbah dan sampah berat total dari limbah berdasarkan jenis dan metode pembuangan, jumlah dan volume tumpahan yang signifikan, persentase sampah diangkut dikirim secara internasional, nilai keanekaragaman hayati dan habitat air yang

berhubungan secara signifikan dipengaruhi oleh pelepasan organisasi.

Aspek produk dan layanan meliputi pengurangan dampak lingkungan dari produk dan jasa, dan tingkat mitigasi dampak, persentase produk yang dijual dan bahan kemasan mereka yang di daur ulang. Aspek kepatuhan meliputi nilai uang denda yang signifikan dan jumlah sanksi non-moneter untuk non-kepatuhan terhadap hukum lingkungan dan peraturan. Aspek transportasi meliputi dampak lingkungan yang signifikan atas aktivitas transportasi produk dan barang lainnya dan bahan yang digunakan untuk operasi organisasi, dan transportasi tenaga kerja. Aspek penilaian lingkungan pemasok meliputi persentase pemasok baru yang disaring berdasarkan kriteria lingkungan, dampak penting lingkungan negatif yang sebenarnya dan yang potensial di *supply chain* dan tindakan yang diambil. Aspek mekanisme keluhan meliputi jumlah keluhan tentang dampak lingkungan yang gagal ditangani dan memutuskannya melalui mekanisme pengaduan formal.

5.1.3.3 Sosial

Sosial merupakan indikator *corporate social responsibility* (CSR) yang ke tiga. Analisis deskriptif tersaji pada Tabel 5.3 menunjukkan hasil minimum 0,08 dan maksimum 1,00, serta nilai rata-rata 0,5454 dengan deviasi standar 0,30486. Nilai rata-rata sosial sebesar 0,5454 yang masih jauh dari angka 1,00 dimungkinkan masih adanya perusahaan yang belum secara serius menerapkan manajemen sosial. Pengelolaan **manajemen sosial** meliputi praktek ketegakerjaan, kemasyarakatan dan tanggung jawab produk yang baik.

Aspek ketegakerjaan meliputi jumlah dan tingkat *turnover* karyawan serta manfaat yang diberikan pada karyawan, manajemen hubungan, kesehatan dan keselamatan

kerja, pendidikan dan pelatihan, keragaman dan kesetaraan kesempatan, remunerasi, pemasok dengan penilaian praktek tenaga kerja, dan mekanisme keluhan. Aspek hak asasi manusia meliputi perjanjian investasi yang memasukkan klausul mengenai HAM dan jumlah jam untuk melaksanakan pekerja berdasarkan aspek HAM, diskriminasi dan tindakan korektif, kebebasan berserikat, tenaga kerja anak-anak terkait dengan resikonya, pemaksaan tenaga kerja, praktek keamanan compulsory: prosentase tenaga keamanan (satpam) yang mendapatkan pendidikan formal, jumlah kejadian atau pelanggaran yang melibatkan hak-hak penduduk pribumi (frepol), jumlah serta prosentase penilaian terhadap HAM dan dampaknya, supplier baru yang telah disaring berdasarkan kriteria HAM, dampak negatif baik aktual maupun potensial terhadap *supplier chain*, dan mekanisme keluhan HAM.

Aspek kemasyarakatan meliputi kegiatan yang telah diimplementasikan pada komunitas lokal, dampak penilaian, program yang dikembangkan berdasarkan pada proses keterlibatan organisasi pada aspek sosial dan lingkungan, kegiatan yang berdampak negatif terhadap komunitas lokal, jumlah dan prosentase kegiatan yang beresiko terkait dengan korupsi dan telah mengidentifikasi resiko, kebijakan, prosedur, komunikasi dan pelatihan mengenai anti korupsi, kejadian korupsi dan tindakan yang telah dilakukan, jumlah sumbangan untuk politik kepada negara atau partai, jumlah kegiatan legal terkait anti *trust*, monopoli dan dampak atau hasil kegiatan tersebut, pernyataan mengenai sanksi moneter terkait dengan ketidakpatuhan terhadap undang-undang dan regulasi, prosentase supplier baru yang telah ditelaah dengan kriteria tertentu yang berdampak pada kepentingan masyarakat atau society, kemungkinan dampak negatif pada masyarakat terkait kegiatan yang dilakukan dan rantai nilai (*supply*

chain), dan keluhan atau komplain masyarakat terkait kegiatan organisasi dan diselesaikan melalui mekanisme yang formal.

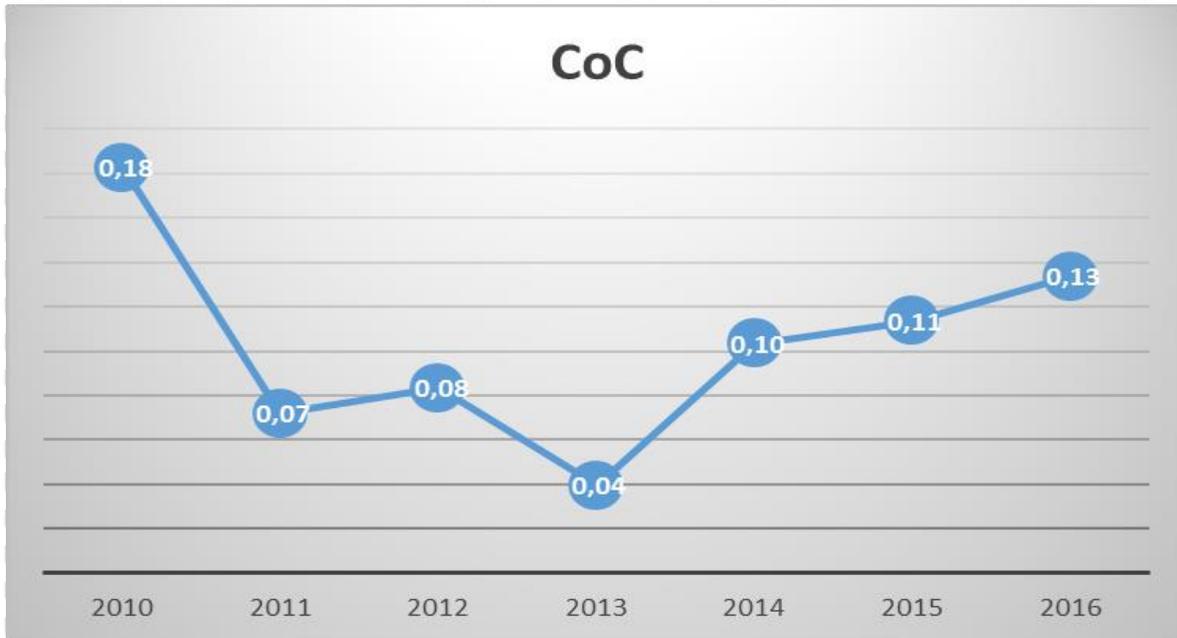
Aspek tanggung jawab produk meliputi produk dan jasa yang memiliki kategori aman dan sehat, jumlah kejadian karena ketidak patuhan dengan undang-undang terkait kesehatan dan keselamatan produk/jasa dan dampaknya terhadap keberlangsungan produk (*product life cycle*), informasi terkait produk dan jasa (komponen, isi/content, cara membuang, keamanan) dijelaskan dalam pelabelan, jumlah kejadian karena ketidak patuhan dengan undang-undang dan peraturan terkait ketersediaan informasi produk dan labeling, hasil survey kepuasan pelanggan, apakah organisasi menjual produk yang dilarang pada pasar tertentu, jumlah kejadian karena ketidak patuhan dengan undang-undang dan peraturan terkait periklanan, promosi dan sponsorship, komplain dari pelanggan terkait privasi pelanggan dan hilangnya data-data pelanggan, dan jumlah denda karena ketidakpatuhan terhadap peraturan dan undang-undang terkait provisi dan penggunaan produk / jasa.

5.1.4 Deskripsi variabel *cost of capital*

Tabel 5.4
Deskripsi Variabel *cost of capital*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CoC	189	.02	0.21	.0577	.08188

Sumber: Lampiran 3

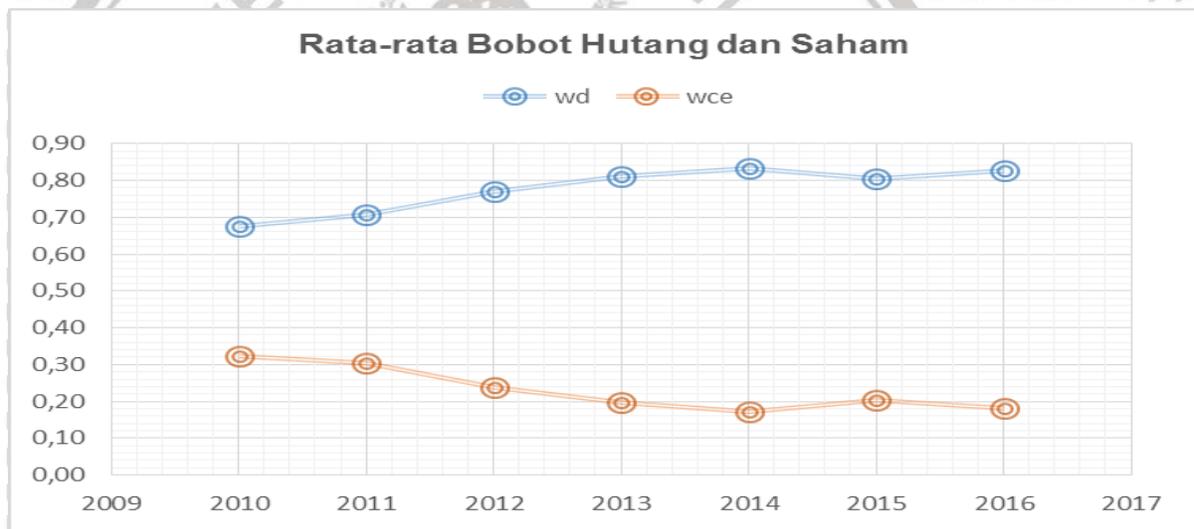


Gambar 5.4
Grafik Rata-rata Cost of Capital Perusahaan Tahun 2010 – 2016

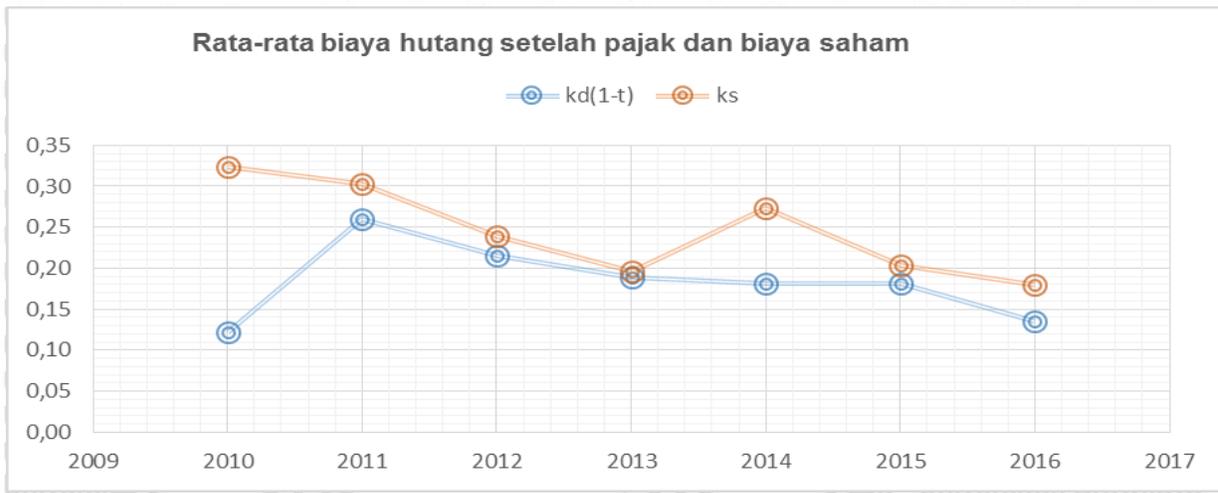
Hasil analisis deskriptif *cost of capital* yang diproksi dengan *weighted average cost of capital (WACC)* tersaji pada Tabel 5.4 dan secara rata-rata untuk tahun 2010 – 2016 tersaji pada Gambar 5.6 (Lampiran 4B). Nilai deskriptif variabel *cost of capital* memiliki nilai rata-rata 0,0577 dengan deviasi standar 0,03788 serta nilai minimum dan maksimum sebesar 0,02 dan 0,21. Nilai WACC ini adalah merupakan rata-rata tertimbang dari biaya hutang perusahaan dan biaya modal saham. Rata-rata tertimbang biaya hutang adalah bobot hutang dibanding total hutang dan ekuitas saham biasa dari biaya komponen hutang setelah pajak. Rata-rata tertimbang biaya modal saham adalah bobot saham biasa dibanding total hutang dan ekuitas saham biasa dari tingkat pengembalian yang diperlukan atas saham biasa, yang di hitung dengan pendekatan CAPM.

Selanjutnya jika dilihat dari rata-rata setiap sampel penelitian dalam kurun waktu 2010 sampai dengan 2016 (lampiran 4A) paling tinggi adalah SMCB sebesar 0,14 dan terendah adalah PTRO sebesar 0,03. Disamping itu rata-rata *cost of capital* tahun 2010 sampai dengan 2016 mengalami penurunan sampai dengan tahun 2013, namun selanjutnya mengalami kenaikan seperti tersaji pada Gambar 5.4.

Dilihat dari komponen pembiayaan perusahaan sampel lebih banyak menggunakan pendanaan hutang dibanding saham dan biaya hutang juga lebih rendah dibanding biaya saham, seperti tersaji pada Gambar 5.5. dan Gambar 5.6.



Gambar 5.5
Grafik Rata-rata Bobot Hutang dan Saham Perusahaan Tahun 2010 – 2016



Gambar 5.6 Grafik Rata-rata Biaya Hutang dan Saham Perusahaan Tahun 2010 – 2016

5.2 Hasil Pengujian Hipotesis

5.2.1 Outer model

Tabel 5.5 Hasil Analisa Model Pengukuran Indikator

Variabel	CG	CSR	CoC	TQ	Type	Niai p-value	VIF
CG Hak pemegang saham	0.379	0	0	0	Formative	<0.001	1.314
CG Perlakuan yang adil bagi pemegang saham	0.358	0	0	0	Formative	<0.001	1.337
CG Peran pemangku kepentingan	0.139	0	0	0	Formative	0.025	1.107
CG Pengungkapan dan transparansi	0.308	0	0	0	Formative	<0.001	1.224
CG Tanggung jawab dewan komisaris dan direksi	0.470	0	0	0	Formative	<0.001	1.403
CSR Ekonomi	0	0.355	0	0	Formative	<0.001	3.595
CSR Lingkungan	0	0.353	0	0	Formative	<0.001	3.367
CSR Sosial	0	0.361	0	0	Formative	<0.001	4.380
CoC CoC	0	0	1	0	Formative	<0.001	0
Tobin's q Tobin's q	0	0	0	1	Formative	<0.001	0

Sumber: Lampiran 5

Penelitian ini menggunakan model pengukuran indikator formatif untuk semua variabel. Hasil indikator *weight* menyajikan bobot indikator, perhitungan variabel latennya. Setiap skor variabel laten di hitung sebagai sebuah kombinasi linier dari indikator-indikatornya, dimana bobot merupakan koefisien regresi berganda yang menghubungkan indikator-indikator variabel laten. Tabel hasil bobot indikator memberikan hasil *p value* dan VIF yang digunakan untuk mengevaluasi variabel laten formatif. Evaluasi kelayakan pengukuran variabel laten formatif menggunakan 2 (dua) kriteria (1) bobot (*weight*) harus signifikan yaitu dengan *p value* di bawah 0,05 dan (2) nilai VIF di bawah 5. Jika kedua syarat tersebut terpenuhi maka pengukuran konstruk formatif dinilai layak.

Hasil evaluasi indikator *corporate governance* ditunjukkan pada Tabel 5.5, dengan nilai *p value* di bawah 0,05, masing-masing adalah 0,379, *p-value*<0,001; 0,358, *p-value*<0,001; 0,139, *p-value*=0,025; 0,308, *p-value*<0,001; dan 0,47, *p-value*<0,001. Nilai *variance inflation factor* (VIF) kelima indikator tersebut adalah 1,314; 1,337; 1,107; 1,224; dan 1,403 berada dibawah 5 menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas antar indikator. Hasil nilai *p-value* dan VIF didukung nilai bobot indikator yang memenuhi kriteria kelayakan pengukuran variabel laten, membuktikan bahwa kelima indikator tersebut merupakan pembentuk variabel *corporate governance*. Dari lima indikator yang paling kuat (dominan) mencerminkan variabel *corporate governance* adalah tanggung jawab dewan komisaris dan direksi. Hal ini berarti dalam penilaian *corporate governance* lebih banyak ditentukan oleh indikator tanggung jawab dewan komisaris dan direksi.

Selanjutnya hasil evaluasi indikator *corporate social responsibility* ditunjukkan pada Tabel 5.5, dengan nilai *p-value* ketiga indikator adalah 0,355, *p-value*<0,001; 0,353,

$p\text{-value} < 0,001$; dan $0,361$, $p\text{-value} < 0,001$ yang nilainya di bawah $0,05$. Ketiga indikator mempunyai nilai *variance inflation factor* (VIF) di bawah 5 (lima), yaitu sebesar $3,595$; $3,367$; dan $4,38$. Hal ini menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas antar indikator. Hasil nilai $p\text{ value}$ dan VIF di dukung nilai bobot indikator yang memenuhi kriteria kelayakan pengukuran variabel laten, membuktikan bahwa ekonomi, sosial, dan lingkungan merupakan pembentuk variabel *corporate social responsibility*. Dari tiga indikator tersebut yang paling kuat (dominan) mencerminkan variabel *corporate social responsibility* adalah sosial. Hal ini berarti dalam penilaian *corporate social responsibility* lebih banyak ditentukan oleh indikator sosial.

Variabel *cost of capital* dan *firm value* di bentuk satu indikator, dengan demikian nilai bobot indikator dari variabel-variabel tersebut adalah $1,000$ dan signifikan kurang dari $0,05$. Hasil evaluasi indikator *cost of capital* dan *firm value* ditunjukkan pada Tabel 5.5.

5.2.2 Inner model

Analisis struktural model dilakukan dengan pengujian inner model, untuk memastikan bahwa model struktural yang dibangun *robust* dan akurat. Beberapa indikator digunakan untuk mengevaluasi inner model, yaitu uji *goodness of fit* model, koefisien determinasi (R^2), dan *predictive relevance*.

5.2.2.1 Uji Goodness of Fit Model

Tabel 5.6 menunjukkan bahwa model adalah fit, seluruh pengujian *model fit and quality indices* terpenuhi. Dengan demikian model baik dan dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena yang dikaji dan dapat digunakan untuk pengujian hipotesis.

Tabel 5.6
Hasil Uji Goodness of Fit Model

No	Model fit and quality indices	Kriteria Fit	Hasil Analisis	Keterangan
1	Average path coefficient (APC)	P<0,05	0,249; P<0,001	Baik
2	Average R-squared (ARS)	P<0,05	0,203; P=0,001	Baik
3	Average adjusted R-squares (AARS)	P<0,05	0,192; P=0,002	Baik
4	Average block VIF (AVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$	1,012	Baik
5	Average full collinearity, VIF (AFVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$	1,183	Baik
6	TenenhauGof (GoF)	Small $\geq 0,1$ Medium $\geq 0,25$ Large $\geq 0,36$	0,403	Baik
7	Sympson's paradox ratio (SPR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1	1,000	Ideal
8	R-squared contribution ratio (RSCR)	Acceptable if $\geq 0,9$, ideally = 1	1,000	Ideal
9	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if $\geq 0,7$	1,000	Baik
10	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if $\geq 0,7$	1,000	Baik

Sumber: Lampiran 5

5.2.2.2 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Setelah model yang dibangun memenuhi uji *goodness of fit* dilakukan pengujian struktural. Pengujian struktural yang pertama dilakukan dengan memperhatikan nilai determinasi (*R-squared*). Berdasarkan Tabel 5.7 koefisien determinasi (R^2) *firm value* adalah 0,334 dan R^2 *cost of capital* 0,071, mengandung makna bahwa nilai tersebut memenuhi syarat untuk diteruskan pada proses selanjutnya. *Corporate governance, corporate social responsibility*, dan *cost of capital* mampu menjelaskan *firm value* sebesar 33,4%.

Tabel 5.7
Hasil Uji Koefisien Determinasi

	R Square
<i>Firm Value</i>	0,334
<i>Cost of Capital</i>	0,071

Sumber: Lampiran 5.

5.2.2.3 Predictive Relevance (Q^2)

Pengujian struktural yang kedua adalah relevansi prediktif (*predictive relevance*). Relevansi prediktif yaitu nilai Q^2 0,38129 dan nilai tersebut lebih besar dari nol mengindikasikan variabel *corporate governance*, *corporate social responsibility*, dan *cost of capital* mempunyai relevansi prediktif pada variabel *firm value*.

$$Q^2 = 1 - (1 - R1^2)(1 - R2^2) = 1 - (1 - 0,071)(1 - 0,334) = 0,38129$$

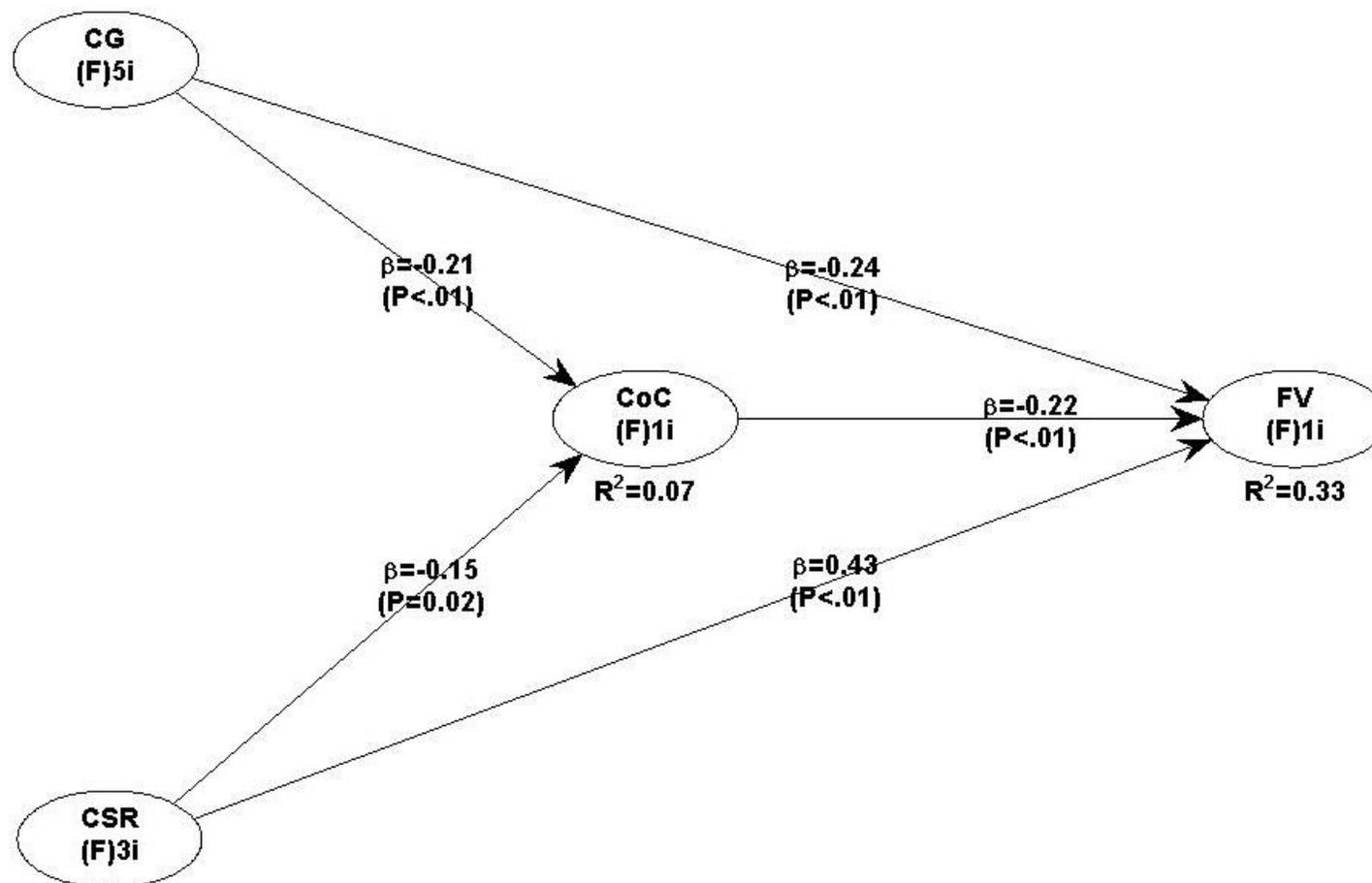
5.2.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan nilai signifikan yang diperoleh dari masing-masing jalur dalam model penelitian.

5.2.3.1 Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung

Pengujian hipotesis pengaruh langsung *corporate governance*, *corporate social responsibility*, dan *cost of capital* terhadap *firm value*, tersaji pada Tabel 5.8. Tabel tersebut menyajikan hasil estimasi koefisien jalur (*path coefficient*), nilai *p-value* serta signifikansi hubungan antar variabel.

Berdasarkan Gambar 5.7 dan Tabel 5.8, tampak bahwa dari 5 (lima) pengaruh langsung yang diuji, semua signifikan.



Gambar 5.7
Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 5.8
Hasil Analisa Pengaruh Langsung

Hipotesis	Variabel Independen	Variabel Dependen	Koef. Jalur	p-value	Keterangan
H1: CG → FV	CG	FV	-0,24***	<0,01	Signifikan
H2: CSR → FV	CSR	FV	0,43***	<0,01	Signifikan
H3: CoC → FV	CoC	FV	-0,22***	<0,01	Signifikan
H4: CG → CoC	CG	CoC	-0,21***	<0,01	Signifikan
H5: CSR → CoC	CSR	CoC	-0,15**	0,02	Signifikan

Keterangan: CG= *corporate governance*; CSR= *corporate social responsibility*; CoC= *cost of capital*; FV= *firm value*; Analisis Utama = *Firm Value* di ukur dengan *Tobins Q*.

*** signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$, ** signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$

Sumber: Lampiran 5

Berdasarkan Tabel 5.8 selanjutnya dapat dijelaskan hasil analisa pengaruh langsung.

Hipotesis 1 : *Corporate Governance* berpengaruh terhadap *Firm Value*

Hasil pengujian pada Tabel 5.8 diperoleh nilai koefisien jalur pengaruh langsung *corporate governance* terhadap *firm value* diperoleh nilai sebesar -0,24 dan *p-value* <0,01. Hasil ini menginformasikan bahwa hipotesis pertama (H1) yang menyatakan *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value* **diterima**. Koefisien jalur yang bertanda negative, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara keduanya adalah berlawanan. Hal ini memberikan kesimpulan bahwa peningkatan kinerja *corporate governance* memberikan bukti menurunkan *firm value*. Mekanisme *corporate governance* yang dijalankan dengan prinsip-prinsip *transparency*, *accountability*, *responsibility*, *independency*, dan *fairness* menurunkan *firm value*. Investor dan kreditur tidak menganggap implementasi *corporate governance* sebagai informasi yang relevan untuk dipertimbangkan dalam menilai perusahaan dan cenderung menganggap sebagai pemborosan. Hal ini sejalan dengan Li *et al.* (2012) yang memberikan bukti empiris dengan sampel perusahaan di Rusia, yang merupakan salah satu negara berkembang. Kondisi ini sama dengan perusahaan di Bursa

Efek Indonesia yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Dilihat dari nilai rata-rata *corporate governance* (tersaji pada Gambar 5.2) berada di atas 0,8. Selanjutnya dilihat dari sumbangan indikator *corporate governance*, tanggung jawab dewan komisaris dan direksi memberikan kontribusi paling besar yaitu 0,47 (tersaji pada Tabel 5.5). Keberadaan dewan komisaris dan direksi seringkali kurang efektif dalam memutuskan kebijakan operasional perusahaan.

Hipotesis 2 : Corporate Social Responsibility berpengaruh terhadap firm value.

Hasil analisis pengaruh langsung *corporate social responsibility* terhadap *firm value* diperoleh nilai koefisien jalur 0,43 dan *p-value* <0,01, yang tersaji pada Tabel 5.8. Hasil ini menginformasikan bahwa hipotesis kedua (H2) yang menyatakan *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value* diterima. Koefisien jalur yang bertanda positive, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara keduanya adalah searah. Hal ini menginformasikan bahwa peningkatan kinerja *corporate social responsibility* dapat memberikan bukti meningkatkan *firm value*. Manajemen ekonomi, manajemen lingkungan, dan manajemen sosial yang dijalankan oleh perusahaan meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur terhadap perusahaan. Dilihat dari nilai pengukuran indikator pada Tabel 5.5, indikator manajemen sosial memberikan kontribusi paling besar terhadap variabel *corporate social responsibility* yaitu sebesar 0,361. Manajemen sosial yang meliputi praktek ketegakerjaan, kemasyarakatan dan tanggung jawab produk yang baik sangat penting dalam menjamin keberlanjutan perusahaan.

Hipotesis 3 : Cost of Capital berpengaruh terhadap firm value

Hasil pengujian antara variabel *cost of capital* dan *firm value* menghasilkan nilai koefisien jalur -0,22 dan *p-value* <0,01, yang tersaji pada Tabel 5.8. Hasil ini memberikan

kesimpulan bahwa hipotesis ketiga (**H3**) yang menyatakan *cost of capital* berpengaruh terhadap *firm value* **diterima**. Koefisien jalur bertanda negative, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara keduanya adalah berlawanan. Hal ini berarti bahwa semakin rendah *cost of capital* terbukti dapat meningkatkan *firm value*. Semakin rendah rata-rata tertimbang biaya pendanaan hutang dan modal saham perusahaan, perusahaan mempunyai kesempatan meningkatkan *firm value* karena lebih besar peluang perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

Hipotesis 4 : Corporate Governance berpengaruh terhadap Cost of Capital

Hasil pengujian antara variabel *corporate governance* dengan *cost of capital* menghasilkan nilai koefisien jalur -0,21 dan *p-value* <0,01, yang tersaji pada Tabel 5.8. Hasil ini memberikan bukti bahwa hipotesis keempat (**H4**) yang menyatakan *corporate governance* berpengaruh terhadap *cost of capital* **diterima**. Koefisien jalur bertanda negative, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara keduanya adalah berlawanan. Hal ini berarti bahwa peningkatan implementasi *corporate governance* dapat memberikan bukti terhadap penurunan *cost of capital*. Terjadi peningkatan efisiensi dan kinerja sebagai hasil dari penerapan prinsip-prinsip *corporate governance*, yang berdampak pada peningkatan citra positive perusahaan. Selanjutnya terjadi peningkatan kepercayaan investor atas pengelolaan dana perusahaan dan menurunkan *cost of capital*.

Hipotesis 5 : Corporate Social Responsibility berpengaruh terhadap Cost of Capital

Hasil analisis pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *cost of capital* diperoleh nilai koefisien jalur -0,15 dan *p-value* 0,02, yang tersaji pada Tabel 5.8. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima (**H5**) yang menyatakan *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *cost of capital* **diterima**. Koefisien jalur bertanda

negative, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara keduanya adalah berlawanan. Hal ini dapat menginformasikan bahwa peningkatan kinerja *corporate social responsibility* dapat memberikan bukti terhadap penurunan *cost of capital*. Manajemen ekonomi, manajemen lingkungan, dan manajemen sosial yang dijalankan perusahaan meningkatkan kinerja perusahaan dan memberikan legitimasi di wilayah perusahaan beroperasi. Peningkatan kinerja dan legitimasi perusahaan meningkatkan citra positive yang meningkatkan kepercayaan investor dan memberikan peluang sumber pendanaan murah bagi perusahaan sehingga *cost of capital* semakin menurun.

5.2.3.2 Pengujian Hipotesis Pengaruh Tidak Langsung

Pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk menguji peran mediasi variabel *cost of capital* dalam hubungan antara variabel *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. Hasil pengujian tersaji pada Tabel 5.9.

Tabel 5.9
Hasil Analisa Pengaruh Tak Langsung

Hipotesis	Koef Jalur	Sobel test statistic	p-value	Ket.
H6: CG → CoC → FV	(-0,208) x (-0,216) = 0,045**	2,140038 > 1,98	0,032	Signifikan memediasi
H7: CSR → CoC → FV	(-0,151) x (-0,216) = 0,033*	1,751126 > 1,65	0,080	Signifikan memediasi

Keterangan: CG= *corporate governance*; CSR= *corporate social responsibility*; CoC= *cost of capital*; FV= *firm value*.

** signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$, * signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$

Sumber: Lampiran 5

Berdasarkan Tabel 5.9 dapat dijelaskan hasil pengujian hipotesis pengaruh tidak langsung sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Corporate Governance berpengaruh terhadap firm value melalui Cost of Capital

Hasil analisis pengaruh tidak langsung *corporate governance* terhadap *firm value* melalui *cost of capital* diperoleh nilai koefisien jalur tidak langsung sebesar 0,045 dan *p-value* 0,032, yang tersaji pada Tabel 5.9. Hasil ini menunjukkan hipotesis keenam (**H6**) yang menyatakan *corporate governance* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital* **diterima**. Hal ini menunjukkan bahwa *cost of capital* berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan *corporate governance* dan *firm value*.

Hipotesis 7: Corporate Social Responsibility berpengaruh terhadap firm value melalui Cost of Capital

Hasil pengujian pengaruh tidak langsung *corporate social responsibility* terhadap *firm value* melalui *cost of capital* diperoleh nilai koefisien jalur tidak langsung sebesar 0,033 dan *p-value* 0,064, yang tersaji pada Tabel 5.9. Hasil ini menunjukkan hipotesis ketujuh (**H7**) yang menyatakan *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *cost of capital* **diterima**. Hal ini menunjukkan bahwa *cost of capital* berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan *corporate social responsibility* dan *firm value*.

5.3 Pembahasan Hasil Penelitian

5.3.1 Pengaruh Corporate Governance terhadap Firm Value

Corporate governance merupakan mekanisme tata kelola perusahaan yang diharapkan meningkatkan *firm value*, karena terjadi peningkatan kepercayaan investor saham dan hutang atas pengelolaan dana perusahaan. Sesuai pendapat Berle dan Means (1932) yang menyatakan dibutuhkan mekanisme pengelolaan secara modern agar sesuai dengan kepentingan pemilik. Kontrak antara prinsipal dan agen, berpotensi

menimbulkan konflik karena adanya *asymetri informasi* yang disebabkan informasi yang diketahui agen lebih banyak (Jensen dan Meckling, 1976). *Corporate governance* merupakan mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan (Fama, 1980). Seperti pendapat Connelly *et al.* (2012) yang menyatakan *corporate governance* adalah suatu sistem *checks and balances* yang memberikan keuntungan dan merupakan sistem kontrol, regulasi, dan insentif untuk meminimalkan konflik kepentingan dan mencegah penipuan. Selanjutnya teori agensi yang dikembangkan dalam jalur prinsipal-agen, menjelaskan mekanisme *corporate governance* berperan dalam membatasi perilaku agen dan mengurangi *asymetri informasi* (Clarke, 2008). *Corporate governance* meningkatkan kinerja keuangan dan meningkatkan kepercayaan investor yang meningkatkan *firm value* (Singhal, 2014).

Hasil analisis menunjukkan bahwa peningkatan *corporate governance* menurunkan *firm value* (Tabel 5.8). Hal ini artinya perusahaan telah melaporkan implementasi mekanisme *corporate governance* yang semakin baik tetapi *firm value* semakin menurun. Statistik deskriptive seperti ditunjukkan pada Tabel 5.2, rata-rata indeks *corporate governance* tinggi. Nilai rata-rata yang tinggi serta meningkat setiap tahunnya, mendasarkan teori keagenan seharusnya mampu menurunkan *asymetri informasi* dan konflik keagenan sehingga meningkatkan *firm value*. Teori keagenan yang menyatakan *corporate governance* merupakan mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan dan *asymetri informasi* (Fama, 1980) dan diperlukan mekanisme pengawasan berupa *corporate governance* untuk dapat menyelaraskan kepentingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati, 2002) tidak didukung oleh penelitian ini. Hal ini dimungkinkan laporan *corporate governance* belum menjadi perhatian bagi investor, terutama investor saham

karena *corporate governance* merupakan aktivitas internal perusahaan. Gambar 5.5 menginformasikan bahwa terjadi peningkatan pendanaan lewat hutang dan terjadi penurunan pendanaan perusahaan yang berasal dari saham. Namun secara keseluruhan terjadi penurunan. *Corporate governance* meningkatkan biaya yang dimungkinkan direpson sebagai aktivitas pemborosan dalam perusahaan. Investor baru akan merespon ketika sudah benar-benar meningkatkan kinerja perusahaan yang tercermin dalam profitabilitas perusahaan dan meningkatkan kekayaan pemegang saham. Peningkatan indeks dimungkinkan perusahaan semakin meningkatkan kualitas pelaporan mengikuti standar. Seperti tersaji pada Tabel 5.2, indikator yang mempunyai rata-rata tinggi adalah indikator hak pemegang saham. Indikator lainnya rata-ratanya cenderung rendah. Hal ini juga dimungkinkan yang memberikan pengaruh negative terhadap *firm value*. Dimungkinkan adanya pengaruh tidak langsung *corporate governance* agar meningkatkan *firm value*, karena aktivitas *corporate governance* merupakan aktivitas internal perusahaan sehingga kurang bisa dinilai oleh pihak luar secara langsung.

Investor seharusnya mendapatkan informasi bahwa perusahaan telah dikelola dengan baik dengan penerapan prinsip-prinsip *corporate governance*, meliputi *transparency, accountability, responsibility, independency*, dan *fairness*. Hal ini terjadi dengan adanya sistem pengawasan melalui mekanisme *corporate governance* yang dijalankan oleh manajemen yang menurunkan perilaku oportunistis agen dan asimetri informasi. Namun penelitian ini memberikan bukti empiris peningkatan *corporate governance* menurunkan *firm value*.

Sejalan pernyataan Li *et al.* (2012) bahwa belum ada kejelasan keterkaitan pelaksanaan *corporate governance* dengan *firm value* yang lebih tinggi, karena biaya

pelaksanaan *corporate governance* bisa lebih besar dibandingkan manfaatnya. Penyebab *corporate governance* berpengaruh negative terhadap *firm value* dimungkinkan pertama respon pasar tidak secara langsung, kedua penerapan *corporate governance* hanya sekedar formalitas untuk memenuhi standar pelaporan, ketiga implementasi *corporate governance* yang belum komprehensif, keempat tanggung jawab dewan direksi dan komisaris yang belum optimal, kelima kepemilikan manajerial yang mengakibatkan menurunnya produktivitas. Masing-masing dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, dimungkinkan pasar tidak merespon secara langsung pelaksanaan *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan, melainkan membutuhkan waktu sampai benar-benar mampu meningkatkan kinerja perusahaan sehingga direspon oleh pasar. Mengingat aktivitas *corporate governance* tidak bisa diamati secara langsung oleh pasar, namun dampak dari penerapan *corporate governance* yang bisa diamati oleh investor. Sehingga dimungkinkan terjadi pengaruh secara tidak langsung dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Kedua, penerapan *corporate governance* kurang menjadi perhatian bagi investor, karena dalam penerapannya dimungkinkan perusahaan hanya memenuhi aturan. Pemegang saham meragukan tentang kualitas *corporate governance* perusahaan yang digunakan untuk melindungi kepentingan mereka dengan lebih baik. Praktek *corporate governance* pada perusahaan memang dilaksanakan, akan tetapi implementasinya hanya sekedar formalitas untuk memenuhi kewajiban perusahaan atas peraturan yang ditetapkan pemerintah. Berdasarkan statistik deskriptive pada Tabel 5.2 menunjukkan rata-rata indeks *corporate governance* tinggi dan perkembangan tahun 2010 – 2016 juga meningkat seperti tersaji pada Gambar 5.2. Sehingga investor menganggap praktek

corporate governance yang sekedar formalitas belum menjadi faktor penting yang dipertimbangkan dalam mengapresiasi *firm value*.

Ketiga, *corporate governance* belum dijalankan oleh perusahaan secara menyeluruh menjadi satu kesatuan mekanisme tata kelola, sehingga kurang dirasakan manfaatnya bagi peningkatan *firm value*. Hal ini bisa dijelaskan, meskipun nilai rata-rata indeks *corporate governance* tinggi tapi masih belum sempurna seperti tersaji pada Gambar 5.2.

Connelly *et al.* (2012) menyatakan praktik *corporate governance* dan *firm value* hanya terlihat ketika dijalankan dengan praktik yang komprehensif, bukan tindakan yang selektif dan lebih sempit. Mendasarkan pada ranking penerapan GCG dari *Asian Corporate Governance Association* (Tabel 1.1) bahwa penerapan GCG perusahaan di Indonesia belum sesuai harapan. Tabel 1.2 juga menunjukkan respon yang menurun dari perusahaan yang mengikuti kepesertaan *corporate governance perception index* (CGPI) dari IICG. Nur'ainy *et al.* (2013) menyatakan terjadi peningkatan ukuran perusahaan dengan penerapan *corporate governance* secara komprehensif dan konsisten. Penerapan *corporate governance* akan dilihat oleh investor ketika mampu meningkatkan profitabilitas, sebelum mereka menginvestasikan uang mereka.

Keempat, *corporate governance* termasuk didalamnya kehadiran dewan direksi dan dewan komisaris independen. Kehadirannya dalam fungsi pengawasan, diharapkan memberikan dampak yang tinggi terhadap *firm value*. Jika dilihat dari rata-rata indikator tanggung jawab dewan komisaris dan direksi pada Tabel 5.2, nilai rata-rata cukup tinggi. Namun demikian kurangnya pemahaman direksi dan komisaris independen terhadap perusahaan dan operasinya akan memiliki efek yang berlawanan terhadap kinerja perusahaan. Selanjutnya, proporsi komisaris independen yang besar dapat berdampak

pada penurunan *firm value*, karena mereka mungkin tidak dapat menjalankan tugas pengawasannya dengan baik sehingga kurang mendapat kepercayaan dari pemegang saham. Selain itu, komisaris independen kemungkinan tidak benar-benar berkomitmen pada perusahaan sehingga dapat menurunkan kinerja perusahaan yang dapat menurunkan *firm value*. Selanjutnya ukuran dewan direksi yang besar dapat menurunkan *firm value*. Hal ini karena mencerminkan kinerja perusahaan yang rendah, biaya operasi yang tinggi, dan masalah komunikasi yang dapat beresiko tinggi ketika berada pada lingkungan yang cepat berubah (*rapidly-changing*) sehingga dapat berdampak pada pandangan pemegang saham pada perusahaan dan menurunkan nilainya. Tabel 5.2 memberikan penjelasan indikator tanggung jawab direksi dan komisari menunjukkan rata-rata paling rendah. Perusahaan telah menjalankan mekanisme terkait tanggung jawab dewan komisaris dan dewan direksi, tetapi terdapat beberapa indikator yang belum dijalankan oleh perusahaan sehingga belum bisa memberikan kepercayaan kepada investor. Selain kehadiran dewan direksi dan komisaris, komite audit independen juga menjadi mekanisme *corporate governance*. Hadirnya komite audit independen dimungkinkan kehadirannya hanya sebagai pemenuhan formasi struktural formalitas, sehingga belum tentu memahami kondisi perusahaan dan investor meragukan kapasitas dari anggota komite audit pada perusahaan.

Kelima, mekanisme *corporate governance* berupa tingkat *managerial ownership* dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan karena efek *entrenchment* (pertahanan). Perusahaan akan kurang bernilai bila manajemen memiliki saham perusahaan, karena manajemen memiliki hak kontrol menggunakan posisinya untuk kepentingan dirinya sendiri. Indikator hak pemegang saham pada Tabel 5.2 menunjukkan

rata-rata tinggi. Indikator ini salah satu itemnya adalah kepemilikan manajerial. Sebagian besar perusahaan dalam sampel terdapat kepemilikan manajerial. Kepemilikan saham oleh manajemen seringkali diterjemahkan dalam operasional perusahaan dengan menyelaraskan kepentingan pihak manajemen sehingga perusahaan kurang produktif dan menurunkan *firm value*.

Pengukuran *corporate governance* dalam penelitian terdahulu dilakukan dengan indeks dan secara simpel. Pengukuran secara simpel meliputi dewan direktur, dewan komisaris, audit internal, struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Huang (2010) pada perusahaan elektronik di Taiwan, yang menemukan mekanisme *corporate governance* (komisaris independen, kepemilikan saham institusional asing dan lembaga keuangan domestik) memiliki dampak positif yang signifikan terhadap *firm value*. Berdasarkan pedoman *corporate governance* yang dikeluarkan oleh OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), perusahaan menugaskan direksi independen dalam meningkatkan praktek *corporate governance*. Para direksi independen harus memiliki pengetahuan profesional dan harus ada pembatasan pada kepemilikan saham mereka dan posisi yang mereka pegang secara bersamaan. Mereka harus mempertahankan independensi dalam lingkup tugas-tugas mereka dan tidak boleh memiliki kepentingan langsung atau tidak langsung di perusahaan, sehingga mampu meningkatkan *firm value*.

Beberapa penelitian lainnya yang tidak didukung oleh penelitian ini diantaranya Ammann *et al.* (2011) di 22 negara maju, Singhal (2014) di India, Ararat *et al.* (2017) di Turki dan Lozano *et al.* (2016) di 16 negara Eropa, bahwa praktek *corporate governance*

perusahaan yang diperbaiki ditingkat perusahaan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Biaya pelaksanaan mekanisme *corporate governance* tampaknya lebih kecil dari manfaatnya, menghasilkan arus kas yang lebih tinggi kepada investor dan menurunkan biaya modal perusahaan. Akibatnya, dari perspektif perusahaan *corporate governance* harus dipahami sebagai peluang daripada kewajiban dan faktor biaya murni. Nilai pasar yang tinggi dapat mencerminkan nilai perusahaan keseluruhan yang lebih tinggi bagi pemegang saham.

Penelitian ini juga tidak konsisten dengan temuan Connelly *et al.* (2012) pada perusahaan non keuangan di Thailand yang menemukan *corporate governance* (struktur kepemilikan) meningkatkan *firm value*. Selanjutnya Li *et al.* (2012) di Rusia yang menemukan *corporate governance* (struktur kepemilikan, hak pemegang saham, komposisi direksi, struktur manajemen, dan transparansi keuangan) meningkatkan *firm value*. Demikian juga dengan penelitian Villanueva-Villar *et al.* (2016) yang menemukan *corporate governance* (ukuran komisaris dan komisaris independen) meningkatkan *firm value* pada perusahaan di Spanyol. Penelitian sebelumnya di Indonesia yang dilakukan oleh Nur'ainy *et al.* (2013) pada 40 perusahaan manufaktur di BEI periode 2006-2010 dan Siagian *et al.* (2013) pada 188 perusahaan manufaktur tahun 2011-2012, juga tidak didukung oleh penelitian ini. Kedua penelitian tersebut menggunakan pengukuran indeks *corporate governance* dan *firm value* diproksi dengan *tobins'q*, PBV, ROA, dan EVA.

Penelitian Jo dan Harjoto (2011) di Amerika Serikat dan Mouselli dan Hussainey (2014) di Inggris memberikan bukti empiris yang didukung oleh penelitian ini. *Corporate governance* dan mekanisme pemantauan lainnya termasuk dewan direksi, komisaris independen, kepemilikan *blockholder*, dan kepemilikan institusional memainkan peran

yang relatif lebih lemah dalam meningkatkan *firm value*. Demikian juga penelitian Berthelot *et al.* (2012) di Kanada, yang menemukan *corporate governance*, rapat dewan direktur memiliki efek negative terhadap *firm value* yang diukur dengan kinerja akuntansi *net income*. Hal ini dimungkinkan karena seringnya rapat direksi justru menyebabkan penurunan kinerja, karena rapat dewan direksi lebih banyak reaktif dari pada proaktif. Meskipun beberapa mekanisme *corporate governance* tampaknya terkait dengan kinerja akuntansi, sangat sedikit yang terkait dengan nilai pasar ekuitas, sehingga tidak relevan bagi investor.

Selanjutnya Kumar dan Singh (2013) dalam penelitiannya di India didukung oleh penelitian ini. Ditemukan hubungan negatif antara mekanisme *corporate governance* (ukuran dewan direksi) dan *firm value*. Struktur *corporate governance* memperkenalkan direksi non eksekutif dan independen, mungkin telah mengubah dinamika yang menghasilkan *firm value* negatif untuk ukuran dewan direksi yang lebih besar. Pemantauan dan pengambilan keputusan akan lebih mudah dengan ukuran dewan direksi kecil dan ukuran dewan direksi yang besar akan menghadapi masalah bagi perusahaan untuk merencanakan rapat dewan direksi dan kesulitan dalam mengambil keputusan bersama. Ukuran dewan direksi yang lebih besar mungkin tidak dapat membuat keputusan strategis yang signifikan karena masalah koordinasi dan komunikasi yang menghasilkan *firm value* yang lebih rendah. Hubungan antara ukuran dewan direksi dan *firm value* lebih negatif untuk perusahaan kecil di banding untuk perusahaan besar.

5.3.2 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap *firm value*

Aktivitas *corporate social responsibility* menjadi semakin penting seiring dengan isu keberlanjutan usaha yang semakin mengemuka. Keberadaan perusahaan untuk

eksistensinya tidak bisa dipisahkan dengan masyarakat lingkungannya. Perusahaan selain berorientasi ekonomi menghasilkan profit, juga harus berorientasi sosial dan lingkungan. Pertumbuhan *firm value* secara berkelanjutan (*sustainable*) tidak bisa dicapai oleh perusahaan yang hanya memfokuskan pada kondisi keuangan, tetapi juga harus memperhatikan dimensi sosial dan lingkungan hidup. Perusahaan harus bertanggung jawab kepada lingkungan untuk mendapatkan legitimasi dari masyarakat. Sesuai dengan pendapat Deegan *et al.* (2000) yang menjelaskan teori *stakeholder* bahwa kinerja organisasi untuk akuntabilitas harus menyangkut kinerja sosial dan lingkungan, bukan hanya kinerja ekonomi sederhana. Selain itu teori legitimasi menyatakan perusahaan perlu memiliki legitimasi dalam arti lisensi sosial untuk beroperasi (Deegan, 2002). Freeman (2001) menegaskan bahwa perusahaan harus dikelola untuk kepentingan seluruh pemangku kepentingannya yaitu *management, local community, customers, employees, owners, dan suppliers*. Perusahaan harus menyusun strategi untuk mengelola semua kelompok *stakeholder* untuk meningkatkan *firm value* dan keberlanjutan perusahaan. Keberlanjutan jangka panjang perusahaan bisa dicapai oleh perusahaan dengan bertanggung jawab kepada seluruh *stakeholder* (Belal, 2001).

Hasil analisis menunjukkan peningkatan kinerja *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value*, ini artinya makin tinggi *corporate social responsibility* yang dijalankan perusahaan maka *firm value* semakin meningkat (Tabel 5.8). Hasil penelitian ini menerima teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa perusahaan harus memberikan manfaat bagi semua *stakeholdernya* dan bukan merupakan entitas yang mengedepankan kepentingan sendiri dalam memperoleh profit dalam operasinya (Elkington, 1997). Sejalan dengan Deegan (2002) dengan *corporate social responsibility*, maka perusahaan dapat

memenuhi tuntutan masyarakat tentang bagaimana perusahaan seharusnya bersikap. Hal ini karena perusahaan telah memperhatikan isu-isu sosial yang ada di masyarakat mengenai lingkungan, pegawai, kesehatan, dan keamanan.

Aktivitas *corporate social responsibility* yang meliputi pengelolaan manajemen ekonomi, lingkungan, dan sosial, memberikan penjelasan bahwa perusahaan telah melaksanakan tanggung jawabnya kepada *stakeholder* perusahaan. Sejalan dengan Freeman (2001) bahwa manajemen perusahaan telah mengelola perusahaan untuk kepentingan pemodal, pemasok, pegawai, pelanggan, dan masyarakat lokal. Pengelolaan aspek manajemen ekonomi dapat memberikan informasi kinerja ekonomi, keberadaan pasar, dampak ekonomi tidak langsung, dan praktek pengadaan sehingga meningkatkan efisiensi dan kinerja ekonomi perusahaan yang meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana perusahaan. Pengelolaan aspek kinerja ekonomi perusahaan dengan melaporkan nilai ekonomi langsung yang dihasilkan dan didistribusikan, implikasi keuangan dalam kegiatan organisasi, serta manfaat rencana organisasi secara jelas. Pengelolaan aspek keberadaan pasar perusahaan memperhatikan upah standar di lokasi operasi dan mengambil beberapa manajemen senior dari masyarakat setempat. Pengelolaan aspek dampak ekonomi tidak langsung diharapkan diperoleh perusahaan dengan berkontribusi pada pengembangan infrastruktur dan layanan terutama untuk kepentingan publik secara komersial. Pengelolaan aspek pengadaan dilakukan perusahaan dengan membuat kebijakan tentang proporsi pemasok lokal di lokasi operasi perusahaan.

Pengelolaan manajemen lingkungan yang dijalankan oleh perusahaan dengan menjaga kelestarian lingkungan dan kepedulian terhadap masyarakat di wilayah operasi

perusahaan sehingga meningkatkan citra positif perusahaan atas operasi perusahaan dan meningkatkan kepercayaan investor. Pengelolaan manajemen lingkungan ini meliputi aspek bahan, energi, air, keanekaragaman hayati, emisi, limbah, kepatuhan terhadap hukum yang berlaku, transportasi, pemasok, dan mekanisme keluhan terhadap dampak lingkungan dari operasi perusahaan.

Selanjutnya pengelolaan manajemen sosial perusahaan meliputi praktek ketegakerjaan, kemasyarakatan dan tanggung jawab produk yang baik juga meningkatkan kepercayaan investor. Aspek ketenagakerjaan akan meningkatkan produktivitas karyawan dan memberikan rasa kebanggaan karyawan, yang selanjutnya meningkatkan kinerja perusahaan. Aspek kemasyarakatan akan meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Sedangkan aspek tanggung jawab produk akan meningkatkan kepercayaan konsumen sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Secara keseluruhan aktivitas *corporate social responsibility* memberikan manfaat bagi perusahaan, yaitu terjadi peningkatan kinerja perusahaan, citra positif perusahaan di publik dan keberlanjutan perusahaan. Hal ini berdampak pada peningkatan kepercayaan investor yang meningkatkan *firm value*.

Hasil penelitian ini juga menerima teori legitimasi, yang menyatakan legitimasi entitas bisnis untuk beroperasi di masyarakat bergantung pada kontrak sosial implisit antara entitas bisnis dan masyarakat (Deegan, 2002). Legitimasi di masyarakat di wilayah perusahaan beroperasi diperlukan untuk *sustainability* jangka panjang perusahaan (Haniffa dan Cooke, 2005). Korespondensi perilaku perusahaan terhadap peraturan dan nilai yang diakui oleh masyarakat sangat mempengaruhi perusahaan dalam menggunakan sumber daya dalam operasinya (Fontaine *et al.*, 2006). Manajemen

lingkungan yang dijalankan oleh perusahaan terutama terkait aktivitas kemasyarakatan, memberikan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan untuk keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang. Aktivitas kemasyarakatan diantaranya kegiatan perusahaan pada komunitas lokal serta mengkomunikasikan dampak negative (jika ada) dari aktivitas perusahaan.

Apabila manfaat yang diterima *stakeholder* dapat dimaksimalkan oleh perusahaan, maka menimbulkan kepuasan bagi *stakeholder* dan *sustainability* perusahaan jangka panjang akan terjaga dengan mendapatkan legitimasi dari masyarakat. Manfaat tidak langsung yang diperoleh perusahaan yang melakukan pertanggungjawaban sosial dan melaporkannya ke publik adalah terjadi peningkatan kepercayaan konsumen atas produk perusahaan dan saham perusahaan diminati oleh investor seiring peningkatan kepercayaan investor atas *sustainability* perusahaan dan kepercayaan investasi. Kepuasan *stakeholder* dan *sustainability* jangka panjang akan meningkatkan *firm value* seiring peningkatan citra positif perusahaan.

Penelitian ini juga memberikan penjelasan yang sejalan dengan Jang *et al.* (2013) bahwa kegiatan *corporate social responsibility* bukanlah biaya, seperti yang seringkali diperdebatkan, tetapi investasi yang pada akhirnya dapat berkontribusi pada peningkatan *firm value*. Selanjutnya juga mendukung hasil empiris Ding *et al.* (2016), perilaku yang bertanggung jawab dan perilaku tidak bertanggung jawab berdampak terhadap *firm value* ketika dipertimbangkan secara relatif. Keberadaan *corporate social responsibility* perusahaan relatif dapat menjadi bagian integral untuk memahami dampak *corporate social responsibility* terhadap *firm value*. Perilaku yang bertanggung jawab yang di atas rata-rata, terkait dengan peningkatan *firm value* dan sebaliknya dapat merusak nilai.

Manajemen ekonomi, lingkungan, dan sosial telah dijalankan oleh perusahaan yang ditunjukkan rata-rata indeks berada di atas 0,5 seperti tersaji pada Tabel 5.3.

Beberapa manfaat yang diperoleh perusahaan dengan implementasi *corporate social responsibility*, diantaranya **pertama**, keberadaan perusahaan yang seringkali memberikan dampak buruk bagi lingkungan dapat diminimalkan dengan aktivitas *corporate social responsibility*. Aktivitas ini sebagai pelindung bagi perusahaan atas resiko dan perlakuan tidak pantas terhadap lingkungan dari komunitas yang merasakan manfaat aktivitas lingkungan dan sosial yang dijalankan perusahaan. **Kedua**, mendapatkan legitimasi dari masyarakat untuk keberlanjutan perusahaan, yang akan meningkatkan reputasi perusahaan dalam jangka panjang sehingga meningkatkan *firm value*. **Ketiga**, karyawan akan merasa bangga terlibat pada perusahaan yang menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Karyawan juga merasa terjamin kesejahteraan dan kemampuannya bekerja dengan aktivitas *corporate social responsibility* yang terkait dengan karyawan. Kebanggaan ini akan menumbuhkan loyalitas terhadap perusahaan sehingga meningkatkan motivasi kerja karyawan. Peningkatan motivasi akan meningkatkan semangat dan produktivitas karyawan. **Keempat**, *corporate social responsibility* akan meningkatkan kepercayaan konsumen kepada produk perusahaan, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini mendukung penelitian Jo dan Harjoto (2011) di Amerika dan Li *et al.* (2016) pada database KLD periode 1998-2013. Manajemen puncak menggunakan keterlibatan *corporate social responsibility* untuk meningkatkan keuntungan pribadinya dari reputasi masyarakat sosial yang dapat merusak nilai pasar perusahaan. Potensi konflik yang ada antara manajemen puncak dan pemangku kepentingan dapat dikurangi

dengan menjalankan kegiatan *corporate social responsibility* yang akhirnya bisa meningkatkan nilai tambah dengan mengurangi konflik agensi.

Penelitian Jang *et al.* (2013) di Korea periode 1998-2005, Mallin *et al.* (2014) pada bank syariah di 13 negara periode 2010-2011, dan Wang *et al.* (2016) pada perusahaan konstruksi Internasional periode 2007-2013 juga didukung oleh penelitian ini. Manfaat *corporate social responsibility* lebih bisa dinikmati untuk investor yang tercermin dalam EPS dibanding oleh perusahaan yang tercermin dalam ROA. Diperlukan sumber daya pada tahap awal dalam peningkatan kinerja keuangan perusahaan untuk melaksanakan kegiatan *corporate social responsibility* ketika belum matang dalam pelaksanaannya, meliputi uang tunai, produk, fasilitas, sumber daya manusia dan peningkatan manajemen. Karena jika kegiatan sosial perusahaan menempati sumber daya pada tahap awal tanpa memanfaatkan potensi keuntungan mereka, kinerja keuangan menurun. Ketika kegiatan sosial perusahaan mencapai tingkat yang matang, semua manfaat potensial ditransfer pada hasil nyata dan tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan.

Berbeda dengan penelitian Aras *et al.* (2010) di Turki periode 2005-2007 dan Crisostomo *et al.* (2011) di Brazil yang tidak didukung oleh penelitian ini. Demikian juga Becchetti *et al.* (2012) dengan bukti empiris dampak peristiwa terkait *sustainability report* telah meningkat dari waktu ke waktu, namun *abnormal return* signifikan negatif dalam kasus ini. Perusahaan harus memfokuskan kembali tujuan strategis mereka dalam menjalankan *corporate social responsibility* untuk para pemangku kepentingan yang lebih luas dan memaksimalkan nilai pemegang saham.

Penelitian ini juga tidak mendukung bukti empiris penelitian Liu dan Zhang (2016) pada perusahaan industri rawan lingkungan (tingkat polusi tinggi) di China periode 2008-

2014. Tingkat pengungkapan informasi sosial menurun dan lebih menekankan pada informasi lingkungan. Dilihat dari data pada periode berjalan, *firm value* akan diturunkan karena melakukan tanggung jawab sosial. Nilai ini akan meningkat untuk jangka panjang, dengan keterbukaan informasi tanggung jawab sosial yang ramah lingkungan karena sangat membantu dalam meningkatkan reputasi perusahaan dan mewujudkan pembangunan berkelanjutan perusahaan.

5.3.3 Pengaruh *Cost of Capital* terhadap *firm value*

Cost of capital memegang peranan penting dalam keputusan investasi perusahaan. Perusahaan harus memperhitungkan secara keseluruhan dari *cost of capital* seluruh sumber dana perusahaan, yang merupakan tingkat hasil paling minimal yang harus dicapai oleh investasi perusahaan (*minimum required rate of return*) agar tidak terjadi kerugian. Tingkat laba yang berada di atas *cost of capital* diharapkan meningkatkan kepercayaan investor sehingga meningkatkan harga saham dan *firm value*.

Sesuai dengan pendapat Brigham dan Daves (2011) yang menyatakan bahwa *cost of capital* merupakan determinan *firm value*. Hal ini penting karena *cost of capital* merupakan biaya riil untuk mendanai investasi dan operasional perusahaan yang berasal dari hutang dan saham (Modigliani dan Miller, 1958). Perusahaan harus mempertahankan laba, karena jika tingkat pengembalian tidak lebih tinggi dari *cost of capital*, maka perusahaan tidak dapat bertahan dan pemegang saham akan beralih ke perusahaan lain dimana mereka bisa mendapatkan manfaat maksimal. Oleh karena itu, perusahaan harus membuat strategi dalam arti dimana margin keuntungan mereka dapat dimaksimalkan dan mereka dapat memberikan manfaat kepada pemegang saham mereka.

Hasil analisis menunjukkan penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value* (Tabel 5.8). *Cost of capital* dengan rata-rata sebesar 0,0577 yang tersaji pada Tabel 5.4 menunjukkan bahwa pihak manajemen telah mengusahakan rendahnya *cost of capital*. Nilai rata-rata ini dibandingkan nilai rata-rata suku bunga Obligasi Ritel Indonesia (ORI) sebesar 0,085 lebih rendah (Lampiran 10). Penelitian ini mendukung pernyataan bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan *firm value* (Salvatore, 2005). Peningkatan *firm value* perlu memperhatikan keputusan pendanaan, tingkat suku bunga, risiko perusahaan, dan resiko pasar (Brigham dan Daves, 2011). Komponen pendanaan perusahaan berkaitan dengan biaya rata-rata pendanaan perusahaan dari modal saham dan hutang jangka panjang.

Cost of capital merupakan informasi yang sangat penting untuk dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan tingkat keuntungan yang diharapkan perusahaan. Sesuai pendapat Gitman *et al.* (2006) yang menyatakan pihak manajemen perusahaan akan selalu berusaha untuk memcapai *cost of capital* yang rendah, untuk meningkatkan *firm value*. *Cost of capital* yang rendah, memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas yang tinggi sehingga menghasilkan *free cash flow* yang tinggi seiring peningkatan pendapatan perusahaan dan peluang investasi perusahaan. Peningkatan profitabilitas merupakan informasi bagus yang meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak pada peningkatan *firm value*. Hal ini sejalan dengan teori *signaling*, profitabilitas merupakan informasi penting bagi investor (Brigham dan Houston, 2011) dan investor akan segera merespon positive atas informasi (Spence, 1973). Jangka panjang dengan profitabilitas yang tinggi perusahaan berpeluang mengikuti *packing order theory* dalam memenuhi pendanaan investasi, sehingga bisa menurunkan kembali *cost of*

capital dengan penggunaan pendanaan internal. Selanjutnya dengan *cost of capital* yang rendah terjadi efisiensi dan peningkatan profitabilitas perusahaan. Peningkatan profitabilitas merupakan sinyal baik bagi investor sehingga terjadi peningkatan kepercayaan investor yang terefleksi pada peningkatan harga saham dan berdampak pada *firm value*.

Dibandingkan penelitian sebelumnya, penelitian ini mendukung penelitian Mohamad dan Saad (2012) di Malaysia dan Albanez (2015) di Brazil, yang menemukan hubungan negative antara *cost of capital* dan *firm value*, serta biaya modal perusahaan ditentukan oleh hubungan perusahaan dengan investor. Albanez (2015) juga menemukan perusahaan akan menggunakan pendanaan hutang ketika biaya ekuitas tinggi dan selalu mengusahakan biaya modal rendah untuk meningkatkan *firm value*. Demikian juga dengan penelitian Ibrahim dan Ibrahim (2015) pada UKM di Nigeria.

Penelitian ini juga mendukung bukti empiris Sattar (2015) di Pakistan, yang menemukan dampak signifikan dari *weighted average cost of capital* (WACC) pada *firm value* dan pengembalian asset. Oleh karena itu, perusahaan harus fokus pada *firm value* dan persentase WACC. Perusahaan harus menghasilkan laba yang bermanfaat dan memberikan bagian keuntungan yang wajar kepada pemegang sahamnya sehingga mereka dapat tertarik pada perusahaan dan berinvestasi lebih banyak. Perusahaan harus fokus untuk meningkatkan *firm value*, yaitu kenaikan nilai saham serta ukuran perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi ROA dan akan mengurangi persentase WACC.

5.3.4 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Cost of Capital*

Corporate governance yang dijalankan perusahaan akan membantu perusahaan dalam pengambilan keputusan dengan lebih baik dan keputusan yang dihasilkan lebih

optimal. Hal ini dapat meningkatkan efisiensi dan budaya kerja yang lebih sehat sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Selanjutnya dampak dari beberapa hal tersebut akan menciptakan referensi positive kepada investor sehingga berpeluang untuk mendapatkan biaya pendanaan murah, terutama dari kreditur. Hal ini juga terjadi pada investor saham, karena adanya perlindungan hak bagi pemegang saham. Sesuai pendapat Doidge *et al.* (2007) bahwa *corporate governance* yang sehat dapat menurunkan biaya pembiayaan (*cost of fund*) perusahaan. Prinsipal memerlukan biaya untuk mengawasi perilaku oportunistik agen karena perbedaan kepentingan diantara keduanya (Jensen dan Meckling, 1976).

Hasil analisis menunjukkan bahwa peningkatan *corporate governance* dapat menurunkan *cost of capital* perusahaan (Tabel 5.8). Hasil penelitian ini berhasil mengkonfirmasi teori keagenan yang menyatakan mekanisme *corporate governance* berperan dalam membatasi perilaku agen dan mengurangi asimetri informasi sehingga meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana perusahaan (Clarke, 2008). Sesuai pendapat Fama (1980) yang menyatakan praktek *corporate governance* yang baik akan menurunkan masalah keagenan dan asimetri informasi, tersirat pada penurunan *cost of capital*. Ketika perusahaan menjalankan mekanisme *corporate governance* maka tata kelola perusahaan semakin baik. Efek ini lebih terasa pada investor hutang, yang bisa melihat secara langsung implementasi *corporate governance* yang merupakan aktivitas internal perusahaan seperti tersaji pada Gambar 5.5 dan Gambar 5.6.

Corporate governance dapat meningkatkan efektivitas operasional dan akuntabilitas perusahaan. Ketika prinsip-prinsip *corporate governance* yang meliputi *transparency, accountability, responsibility, independency*, dan *fairness*, dijalankan maka

terjadi sistem proses monitoring dalam manajemen perusahaan. Proses monitoring ini akan membatasi perilaku oportunistik agen dan manajemen akan memberikan informasi yang sebenarnya kepada *stakeholder* perusahaan. Sistem monitoring ini juga akan meningkatkan kinerja perusahaan dan menurunkan biaya monitoring yang harus dikeluarkan oleh prinsipal. Sistem monitoring yang baik dan akuntabilitas perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor.

Kepercayaan investor yang tinggi terhadap perusahaan memberikan peluang kepada perusahaan untuk mendapatkan pendanaan yang murah dari investor, sehingga menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi yang menurunkan *cost of capital* perusahaan. Sejalan pernyataan Chen *et al.* (2009) bahwa bagi perusahaan efek *corporate governance* pada *cost of capital* menjadi lebih penting dari pada arus kas karena merupakan ukuran yang lebih langsung dari pembiayaan perusahaan, yang mempengaruhi keputusan pembiayaan dan investasi. Efek ini lebih terasa pada investor hutang yang langsung melakukan kontrak dengan perusahaan, karena bisa langsung melihat jalannya *corporate governance* perusahaan. Terutama terkait dengan indikator pengungkapan dan transparansi dan indikator tanggung jawab dewan komisaris dan direksi, sangat berperan dalam penilaian investor hutang terhadap perusahaan untuk memutuskan investasi.

Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mendukung Byun *et al.* (2008) di Korea, yang menemukan *cost of capital* lebih rendah pada perusahaan dengan *corporate governance* yang baik, karena adanya perlindungan hak pemegang saham. Selanjutnya Chen *et al.* (2009) di 25 negara berkembang, dengan bukti empiris tingkat *corporate governance* perusahaan secara signifikan berhubungan negatif dengan biaya

ekuitas, setelah mengendalikan faktor risiko tradisional, *book-to-market*, inflasi, dan prakiraan bias analis, terutama untuk negara-negara dimana perlindungan hukum investor relatif lemah. Artinya pada negara dengan perlindungan hukum untuk investor yang lemah akan efektif dalam mengurangi biaya modal. Premi yang lebih tinggi bersedia dibayar oleh investor untuk perusahaan dengan *corporate governance* yang baik di negara dengan lingkungan aturan yang buruk (termasuk standar akuntansi). Penelitian ini mendukung Huang *et al.* (2009) di Amerika yang meneliti tentang efek mekanisme *corporate governance* (kepemilikan manajerial dan hak pemegang saham). Kepemilikan manajerial yang tinggi dikaitkan dengan biaya modal ekuitas yang lebih rendah, mendukung teori penyelarasan kepemilikan manajerial. Konsisten dengan teori substitusi, bahwa efek dari pemegang saham yang kuat dalam mengurangi biaya modal ekuitas kurang untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi. Karena kepentingan manajer selaras dengan pemegang saham, pengawasan pemegang saham menjadi kurang penting. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menikmati biaya modal ekuitas yang lebih rendah sebagai akibat dari efek penyelarasan. Penguatan hak-hak pemegang saham tidak efektif dalam mengurangi biaya modal ekuitas jika biaya keagenan perusahaan sudah dikurangi dengan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi. Di sisi lain, rendahnya kepemilikan manajerial pada perusahaan dapat mengurangi biaya modal ekuitas mereka dengan memperkuat hak-hak pemegang saham mereka.

Selanjutnya, penelitian ini mendukung Ramly (2012) di Malaysia dan Gomes (2014) di Portugal yang meneliti dengan menggunakan index *corporate governance*, dengan bukti empiris perusahaan memiliki biaya ekuitas lebih rendah ketika kualitas *corporate governance* tinggi. Struktur dan prosedur dewan direksi perusahaan, praktik yang

mempromosikan hak-hak pemegang saham, akuntabilitas dan proses audit memiliki dampak pengurangan signifikan terhadap biaya ekuitas dan biaya hutang. Dampak ini lebih terasa pada pengurangan biaya utang. Perusahaan harus meningkatkan kebijakan dan praktik tata kelola perusahaan mereka untuk menurunkan biaya modal. Sejalan juga dengan penelitian Singhal (2014) di India yang menemukan pola kepemilikan, *insider holding* serta pemegang saham Institusional berhubungan negatif dengan *cost of capital*.

5.3.5 Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap *Cost of Capital*

Konflik yang terjadi dengan para pemangku kepentingan perusahaan, dapat dikurangi dengan kegiatan *corporate social responsibility*. Aktivitas tersebut sebagai wujud pertanggungjawaban perusahaan kepada seluruh *stakeholder* yang dapat meningkatkan citra perusahaan. Sesuai dengan pendapat Freeman (2010) bahwa metode harus dirancang oleh pihak manajemen dalam mengelola kelompok-kelompok yang berhubungan dengan perusahaan dengan cara yang strategis. Enyinna (2013) juga menyatakan bahwa perusahaan harus mengelola kelompok pemangku kepentingan dan kepentingan pemangku kepentingan, sehingga harus memperhitungkan dua alasan utama strategis dan normative. Aktivitas *corporate social responsibility* diharapkan meningkatkan citra positive perusahaan sehingga perusahaan berpeluang mendapatkan sumber dana murah.

Citra positive perusahaan berdampak pada peningkatan kepercayaan investor atas keamanan investasi. Pada perusahaan dengan kinerja *corporate social responsibility* yang tinggi investor cenderung menerima tingkat pengembalian yang lebih rendah. Investor lebih memilih perusahaan-perusahaan ini dibanding perusahaan dengan kinerja *corporate social responsibility* rendah karena investor mendapatkan keyakinan atas *sustainability*

perusahaan dalam jangka panjang. Informasi kinerja *corporate social responsibility* akan mengurangi asimetri informasi di pasar modal dan akan menurunkan estimasi risiko sehingga menurunkan biaya modal. Konsekuensi ekonomi informasi aktivitas *non financial (corporate social responsibility)* bersifat substitusi dengan informasi keuangan (Dhaliwal *et al.*, 2011). Pengungkapan informasi kinerja non keuangan (*corporate social responsibility*) secara sukarela, bisa menurunkan biaya hutang (Ge dan Liu, 2015).

Hasil analisis menunjukkan bahwa terjadi penurunan *cost of capital* dengan adanya peningkatan *corporate social responsibility* (Tabel 5.8). Penelitian ini mengkonfirmasi teori *stakeholder*, bahwa perusahaan memperhatikan dampak *stakeholder* pada keberlanjutan perusahaan (Hill dan Jones, 1992). Reputasi organisasi ditentukan oleh keputusan *stakeholder* untuk memberikan atau berhenti menyediakan sumber daya untuk organisasi (Freeman, 2010). Penelitian ini juga mengkonfirmasi teori legitimasi bahwa di wilayah operasi perusahaan harus menjaga hubungan dengan masyarakat sekitar agar keberlanjutan perusahaan terjaga (Haniffa dan Cooke, 2005). Hal tersebut dapat dicapai oleh perusahaan melalui aktivitas *corporate social responsibility*, yang merupakan informasi penting bagi investor.

Corporate social responsibility yang dijalankan oleh perusahaan meliputi manajemen ekonomi, manajemen lingkungan, dan manajemen sosial meningkatkan kinerja perusahaan dan citra positif perusahaan. Tanggapan *stakeholder* atas tindakan perusahaan mempengaruhi penyediaan sumber daya untuk peningkatan kinerja keuangan organisasi (Evan dan Freeman, 1993). Peningkatan kinerja perusahaan dicapai melalui manajemen ekonomi yang dijalankan karena terjadi efisiensi dalam operasi perusahaan. Peningkatan reputasi perusahaan di wilayah operasi dicapai melalui

manajemen lingkungan dengan cara menjaga kelestarian lingkungan. Sedangkan manajemen sosial terkait karyawan akan meningkatkan motivasi dan produktivitas karyawan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Selanjutnya manajemen sosial terkait tanggung jawab produk berdampak pada peningkatan penjualan dengan adanya kepercayaan konsumen pada produk perusahaan. Aktivitas tersebut selanjutnya meningkatkan kinerja perusahaan.

Keberlanjutan dan peningkatan kinerja perusahaan dapat meningkatkan citra positive perusahaan, dan berdampak pada peningkatan kepercayaan investor. Selanjutnya perusahaan mempunyai peluang mendapatkan sumber pendanaan murah dan *cost of capital* turun. Sejalan dengan pernyataan Ge dan Liu (2015) bahwa kegiatan *corporate social responsibility* mengkonsumsi uang tunai sehingga meningkatkan risiko keuangan perusahaan, namun mengurangi asimetri informasi dan penurunan risiko bagi emiten.

Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mendukung penelitian Dhaliwal *et al.* (2011) di Amerika periode 1993-2007 dan penelitian lanjutan di 31 negara berkembang pada tahun 2014 dengan periode 1995-2007, yang memberikan bukti empiris pengungkapan pada masalah sosial menurunkan biaya modal ekuitas dan peran ini lebih kuat di negara-negara yang lebih berorientasi pada pemangku kepentingan dan tingkat opasitas keuangan yang lebih tinggi. Selanjutnya Cajias *et al.* (2014) di Amerika, menemukan adanya efek timbal balik dari agenda *corporate social responsibility* yang meningkat untuk tingkat premi ekuitas yang tinggi. Agenda *corporate social responsibility* intensif dalam mengurangi risiko yang dirasakan perusahaan dan perkiraan biaya modal. Hal ini menunjukkan bahwa keberlanjutan mempengaruhi *cost of capital*. Sementara

investasi masa lalu dalam agenda *corporate social responsibility* mengurangi risiko aktual dan tingkat pengembalian.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Ge dan Liu (2015) di Amerika periode 1992-2009 bahwa perusahaan dapat meningkatkan utang publik dengan biaya lebih rendah ketika menjalankan *corporate social responsibility* dengan lebih baik. Pemegang obligasi menghargai kinerja *corporate social responsibility* lebih untuk perusahaan yang sehat secara finansial daripada untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Pemegang obligasi lebih cenderung menggunakan informasi kinerja *corporate social responsibility* untuk menilai kelayakan kreditur (emiten) dengan *corporate governance* yang lebih lemah dan lingkungan informasi yang lebih buruk serta industri yang sensitive terhadap lingkungan. Selanjutnya Li dan Foo (2015) di China, yang menemukan terjadi peningkatan kualitas pengungkapan informasi *corporate social responsibility*. Semakin tinggi kualitas pengungkapan informasi *corporate social responsibility*, biaya modal ekuitas menjadi lebih rendah. Penurunan biaya modal ekuitas ini menunjukkan penurunan yang lebih besar di perusahaan swasta daripada BUMN.

Penelitian Jang *et al.* (2013) di Korea yang menemukan *corporate social responsibility* meningkatkan *cost of capital* tidak didukung penelitian ini. Hal ini karena kinerja *corporate social responsibility* mungkin belum dianggap penting bagi investor di Korea.

5.3.6 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Firm Value* melalui *Cost of Capital*

Praktek *corporate governance* yang baik dapat meningkatkan efisiensi dan efektivitas di dalam perusahaan karena pengelolaan sumber daya perusahaan lebih baik

dan sistem pengawasan yang berjalan dengan baik. Mekanisme *corporate governance* ini akan membatasi perilaku oportunistik agen, karena sadar tidak bisa menipu prinsipal dan mengurangi asimetri informasi. Kualitas laporan keuangan juga akan meningkat dengan penerapan *corporate governance* yang konsisten. Penyajian laporan keuangan secara wajar dan tidak melakukan rekayasa dilakukan oleh manajemen, karena laporan keuangan harus disajikan secara transparan sesuai dengan aturan dan prinsip akuntansi yang berlaku. Sejalan penelitian Huang (2010) bahwa terjadi peningkatan kualitas laporan keuangan ketika perusahaan menerapkan *corporate governance* dan berdampak pada peningkatan kepercayaan investor.

Hasil analisis bahwa *cost of capital* memediasi pengaruh *corporate governance* terhadap *firm value* (Tabel 5.9). Pengujian secara langsung *corporate governance* tidak dapat meningkatkan *firm value*. Setelah dilakukan pengujian melalui variabel mediasi *cost of capital*, mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan *firm value*. Sejalan dengan teori keagenan bahwa diperlukan mekanisme *corporate governance* untuk mengurangi konflik keagenan dan mengurangi asimetri informasi sehingga meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana perusahaan (Fama, 1980; Jensen, 1993; Clarke, 2008). Pihak manajemen akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah untuk meningkatkan *firm value* (Gitman *et al.*, 2006; Brigham dan Daves, 2011).

Pelaksanaan *corporate governance* yang baik, meningkatkan akuntabilitas dan efektivitas operasional perusahaan karena adanya keamanan investasi. Hal ini meningkatkan citra positif secara internal dan dapat meningkatkan kepercayaan investor. Hal tersebut berdampak pada kemudahan bagi perusahaan dalam mengakses

sumber pendanaan murah yang menurunkan *cost of capital* untuk keperluan operasional dan juga ekspansi perusahaan.

Penurunan *cost of capital* selanjutnya akan meningkatkan *firm value*, sejalan dengan pernyataan Brigham dan Daves (2011). Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan **pertama**, implementasi *corporate governance* dapat menurunkan asimetri informasi dengan adanya peningkatan kepercayaan investor, sehingga menurunkan risiko investasi dan menurunkan ekspektasi tingkat pengembalian investasi yang tersirat dari penurunan *cost of capital*. **Kedua**, mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan kinerja dan citra positif perusahaan sehingga bisa mendapatkan sumber dana yang murah. Artinya *corporate governance* berperan dalam menjelaskan variasi biaya modal perusahaan dan menciptakan nilai pemegang saham serta kekayaan pemegang saham ketika perusahaan dapat mendapatkan laba atas investasi di atas biaya modal rata-rata. Penurunan *cost of capital* memberikan peluang perusahaan untuk memperoleh profitabilitas yang tinggi, yang merupakan informasi yang langsung direpson oleh pasar dan berdampak pada peningkatan *firm value*.

5.3.7 Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Firm Value melalui Cost of Capital

Praktek *corporate social responsibility* yang meliputi manajemen ekonomi, lingkungan, dan sosial yang berdampak pada *sustainability* perusahaan jangka panjang akan meningkatkan citra perusahaan. Selain itu juga terjadi peningkatan kinerja perusahaan sebagai dampak dari peningkatan produktivitas karyawan. Aktivitas manajemen sosial menempatkan karyawan sebagai *stakeholder* yang dikelola dengan baik oleh perusahaan, sehingga menumbuhkan motivasi dan kepuasan kerja. Praktik

corporate social responsibility menempatkan karyawan sebagai salah satu *stakeholder* yang dikelola dengan baik oleh perusahaan, sehingga motivasi dan kepuasan kerja karyawan diperkirakan akan meningkat. Peningkatan tersebut pada tahap selanjutnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan adanya produktivitas yang tinggi dan rasa memiliki (*sense of belonging*) terhadap perusahaan.

Hasil analisis memberikan bukti empiris *corporate social responsibility* dapat meningkatkan *firm value* melalui *cost of capital* (Tabel 5.9). Hasil pengujian baik secara langsung maupun dimediasi *cost of capital*, implementasi *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value*. Hasil tersebut mengkonfirmasi teori *stakeholder* yang menyatakan *sustainability* jangka panjang perusahaan bisa dicapai oleh perusahaan dengan mengutamakan kepentingan *stakeholder* (Hill dan Jones, 1992; Elkington, 1997; Mahon, 2002).

Penelitian ini berhasil mengkonfirmasi teori legitimasi yang menyatakan bahwa hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungan di wilayah operasi sangat berperan untuk keberlangsungan hidup perusahaan dan semakin di sadari oleh manajemen perusahaan. Perusahaan harus mendapatkan legitimasi di masyarakat tempat perusahaan beroperasi untuk bisa mengakses sumber daya (Deegan, 2002; Haniffa dan Cooke, 2005). Korespondensi perilaku perusahaan terhadap peraturan dan nilai yang diakui oleh masyarakat sangat mempengaruhi perusahaan dalam menggunakan sumber daya dalam operasinya (Fontaine et al., 2006). Menurut Mahon (2002), *stakeholder* dalam memutuskan mengalokasikan sumber daya untuk perusahaan memerlukan informasi tentang aktivitas perusahaan.

Sejalan dengan pernyataan Chen dan Wang (2011) bahwa *corporate social responsibility* mengharuskan perusahaan memasukkan sumber daya untuk memenuhi persyaratan dari setiap pemangku kepentingan. Hal ini berdampak pada pemangku kepentingan internal yang akan mendedikasikan lebih banyak untuk membuat kontribusi bagi perusahaan. Pemangku kepentingan eksternal akan mengembangkan kesan yang baik terhadap perusahaan. Selain itu, konsumen akan membeli lebih banyak barang atau jasa sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Selanjutnya Usman dan Amran (2015) yang menyatakan bahwa manajemen sosial, yaitu keterlibatan masyarakat, produk dan pelanggan dan sumber daya manusia meningkatkan kinerja keuangan dan citra perusahaan. Peningkatan citra perusahaan ini akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan akses pendanaan murah sehingga *cost of capital* menurun.

Selajalan dengan pernyataan Brigham dan Daves (2011) bahwa penurunan *cost of capital* akan meningkatkan *firm value*. *Cost of capital* yang rendah memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas yang tinggi dan mendapatkan respon positif dari investor sehingga *firm value* meningkat. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan, **pertama** dalam aktivitas operasi perusahaan mengharuskan mengutamakan kepentingan *stakeholder* yang dijalankan dengan aktivitas *corporate social responsibility*. **Kedua**, *corporate social responsibility* berpotensi mengurangi asimetri informasi, tingkat transparansi sosial yang tinggi dan informasi keberlanjutan perusahaan. Hal ini berdampak pada penurunan risiko investasi sehingga menurunkan *cost of capital*. **Ketiga**, *corporate social responsibility* mampu meningkatkan citra perusahaan dengan peningkatan kinerja sehingga perusahaan bisa mengakses sumber pendanaan murah. Hal ini artinya *corporate social responsibility* berperan dalam

menjelaskan variasi biaya modal perusahaan dan menciptakan nilai pemegang saham serta kekayaan pemegang saham ketika perusahaan mendapatkan laba atas investasi di atas biaya modal rata-rata. Penelitian ini mendukung pernyataan Gitman (2000) bahwa pihak manajemen akan selalu mengusahakan *cost of capital* yang rendah dan memastikan tingkat keuntungan berada di atas *cost of capital*. *Cost of capital* yang rendah memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas tinggi yang akan direpson oleh pasar dan berdampak pada peningkatan *firm value*.

5.4 Temuan Penelitian

Hasil analisis dan ringkasan keputusan terhadap pengujian hipotesis secara keseluruhan tersaji pada Tabel 5.10 berikut:

Tabel 5.10
Ringkasan Hasil Analisa

Hip.	Hipotesis	Hasil Analisa	Effect size
H1	<i>Corporate Governance</i> berpengaruh terhadap <i>Firm Value</i>	Terbukti Koef. (b) -0,24*** Sig. <0,01	0,075
H2	<i>Corporate Social Responsibility</i> berpengaruh terhadap <i>firm value</i> .	Terbukti Koef. (b) 0,43*** Sig. <0,01	0,201
H3	<i>Cost of Capital</i> berpengaruh terhadap <i>firm value</i>	Terbukti Koef. (b) -0,22*** Sig. <0,01	0,058
H4	<i>Corporate Governance</i> berpengaruh terhadap <i>Cost of Capital</i>	Terbukti Koef. (b) -0,21*** Sig. <0,01	0,046
H5	<i>Corporate Social Responsibility</i> berpengaruh terhadap <i>Cost of Capital</i> .	Terbukti Koef. (b) -0,15** Sig. 0,02	0,025
H6	<i>Corporate Governance</i> berpengaruh terhadap <i>firm value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	Terbukti Koef. (b) 0,045** Sig. 0,032	0,104
H7	<i>Corporate Social Responsibility</i> berpengaruh terhadap <i>firm value</i> melalui <i>Cost of Capital</i>	Terbukti Koef. (b) 0,033* Sig. 0,080	0,083

***signifikan pada tingkat $\alpha=1\%$, **signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$, *signifikan pada tingkat $\alpha=10\%$
Sumber: Hasil analisa yang disajikan pada Tabel 5.8 dan Tabel 5.9, Lampiran 5.

Penelitian ini secara keseluruhan memberikan bukti empiris bahwa *corporate governance* secara langsung menurunkan *firm value* dan meningkatkan *firm value* melalui

cost of capital. Sedangkan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* secara langsung maupun tidak langsung melalui *cost of capital*. Jika dilihat dari *effect size* yang tersaji pada Tabel 5.7, keseluruhan variabel mampu menjelaskan *firm value* sebesar 33,4%. *Corporate social responsibility* memberikan *effect size* paling besar dalam menjelaskan *firm value*, yaitu sebesar 20,1% (tersaji pada Tabel 5.10). Peran mediasi *cost of capital* pada hubungan *corporate governance* terhadap *firm value* sebesar 10,4%, lebih besar dibanding peran mediasi peran mendiasi pada hubungan *corporate social responsibility* terhadap *firm value* sebesar 8,3%.

Penelitian ini mengembangkan model baru strategi perusahaan dalam menurunkan *cost of capital* untuk meningkatkan *firm value*, yaitu dengan menerapkan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Prinsip-prinsip *corporate governance* yang diterapkan perusahaan dapat meningkatkan sistem pengawasan sehingga menurunkan perilaku oportunistis agen yang meningkatkan akuntabilitas perusahaan. Secara langsung *corporate governance* menurunkan *firm value*, dimungkinkan penerapan *corporate governance* belum menjadi informasi penting dan dianggap pemborosan dalam perusahaan. *Corporate governance* dapat meningkatkan *firm value* melalui *cost of capital*. Akuntabilitas perusahaan dapat meningkatkan citra perusahaan secara internal dan berpeluang mendapatkan pendanaan murah. Hal ini terutama terjadi pada pendanaan hutang, karena *corporate governance* merupakan aktivitas internal perusahaan sehingga bisa dilihat langsung oleh investor hutang untuk memastikan keamanan investasi sehingga *cost of capital* rendah.

Fokus pengelolaan aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial perusahaan pada kepentingan *stakeholder* memberikan kepuasan kepada *stakeholder* perusahaan. Hal ini

dapat meningkatkan reputasi perusahaan dan mendapatkan legitimasi dari masyarakat di wilayah operasi perusahaan, sehingga tercapai keberlanjutan perusahaan. Peningkatan akuntabilitas dan keberlanjutan perusahaan meningkatkan citra positif perusahaan, yang memberikan kesempatan untuk mendapatkan sumber pendanaan murah sehingga menurunkan *cost of capital*, terutama dari investor hutang.

Bobot pendanaan dari hutang dari perusahaan sampel lebih tinggi dibandingkan saham yang tersaji pada Gambar 5.5, sehingga semakin menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang. *Cost of capital* yang rendah memberikan peluang yang lebih besar pada perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas yang tinggi. Sejalan dengan teori *signalling*, informasi profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal positif dan berdampak pada peningkatan *firm value*.

5.5 Implikasi Penelitian

Implikasi penelitian menjawab kontribusi yang diinginkan dalam penelitian ini.

Implikasi penelitian terdiri dari:

5.5.1 Implikasi Teoritis

Cost of capital berperan penting dalam peningkatan *firm value* yang memungkinkan perusahaan bisa bersaing dengan sukses karena biaya operasional rendah. Hasil penelitian membuktikan penurunan *cost of capital* meningkatkan *firm value*. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi pernyataan Brigham dan Daves (2011) bahwa *cost of capital* adalah determinan *firm value*. Manajemen perusahaan mengusahakan rendahnya *cost of capital* dan berusaha mendapatkan *required rate of return* berada di atas *cost of capital* (Gitman *et al.*, 2006). *Cost of capital* yang rendah memberikan peluang yang lebih besar untuk menghasilkan profitabilitas yang tinggi dengan adanya efisiensi dan

efektivitas biaya operasional. Sejalan dengan teori *signalling* (Wolk dan Tearney, 1997), informasi profitabilitas merupakan berita bagus bagi investor dan memberikan sinyal positif yang meningkatkan harga saham perusahaan yang berdampak pada peningkatan *firm value*.

Diperlukan strategi bagi pihak manajemen untuk meningkatkan kepercayaan investor dengan menurunkan *cost of capital*. Manajemen perusahaan harus memastikan bahwa dana perusahaan dikelola dengan baik dan keberlanjutan perusahaan terjaga. Hasil penelitian ini memberikan implikasi teori bahwa penting bagi manajemen perusahaan menjalankan mekanisme pengelolaan yang baik (*corporate governance*) dan bertanggungjawab kepada seluruh *stakeholder* perusahaan (*corporate social responsibility*) untuk mencapai *cost of capital* yang rendah dalam meningkatkan *firm value*.

Hasil penelitian membuktikan bahwa *corporate governance* secara langsung berpengaruh negatif terhadap *firm value*. Hal ini dimungkinkan karena implementasi *corporate governance* merupakan mekanisme internal perusahaan dan memerlukan biaya tambahan dalam perusahaan, sehingga seringkali direspon sebagai bentuk pemborosan dalam perusahaan. Pengujian pengaruh tidak langsung memberi bukti bahwa *corporate governance* dapat meningkatkan *firm value* dimediasi oleh *cost of capital*. Hasil ini menyiratkan bahwa pelaksanaan *corporate governance* harus benar dapat meningkatkan akuntabilitas perusahaan sehingga dapat mengurangi biaya monitoring dan meningkatkan efektivitas operasional perusahaan. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi teori *agency* (Jensen dan Meckling, 1976). Mekanisme *corporate governance* yang dijalankan dengan prinsip-prinsip *transparency*, *accountability*,

responsibility, *independency*, dan *fairness* memberikan sistem pengawasan dalam operasional perusahaan. Sistem pengawasan tersebut mengurangi perilaku oportunistik agen sehingga meningkatkan akuntabilitas perusahaan dan efektivitas dalam operasional perusahaan. Hal ini sejalan dengan pemikiran bahwa perusahaan memerlukan mekanisme untuk mengurangi perilaku oportunistik agen (Clarke, 2008).

Hasil penelitian pengaruh *corporate social responsibility* terhadap *firm value* memberi bukti bahwa *corporate social responsibility* dapat meningkatkan *firm value* secara langsung dan tidak langsung dimediasi oleh *cost of capital*. Hasil penelitian ini memperkuat tinjauan *firm value* dengan melihat hubungan *corporate social responsibility* dan *cost of capital* mengacu pada teori *stakeholder* (Elkington, 1997; Freeman, 2001) dan teori legitimasi (Gray *et al.*, 1995). *Corporate social responsibility* meliputi manajemen ekonomi, manajemen lingkungan, dan manajemen sosial. Terjadi efisiensi operasional perusahaan dengan adanya manajemen ekonomi yang dijalankan, sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Manajemen lingkungan yang dijalankan meningkatkan reputasi perusahaan. Demikian juga manajemen sosial terkait masyarakat dan produk. Sedangkan manajemen sosial terkait dengan karyawan meningkatkan kinerja perusahaan dengan peningkatan produktivitas karyawan.

Aktivitas *corporate social responsibility* memberikan kepuasan kepada *stakeholder* perusahaan dan mendapatkan legitimasi di wilayah operasi perusahaan. Keberlanjutan perusahaan terjaga, yang berdampak pada penurunan risiko investasi dan peningkatan kepercayaan investor. Sejalan dengan pemikiran bahwa keberadaan perusahaan harus memikirkan pemangku kepentingan dan kepentingan pemangku kepentingan, dengan memperhitungkan dua alasan utama, yaitu strategis dan normative

(Enyinna, 2013) dan untuk mendapatkan legitimasi entitas bisnis untuk beroperasi di masyarakat bergantung pada kontrak sosial implisit antara entitas bisnis dan masyarakat (Deegan, 2002). Alasan strategis, yang berkaitan dengan kelancaran perusahaan dan alasan normatif berkaitan dengan pihak yang berkepentingan dengan kebutuhan moral yang memuaskan.

Studi ini mengembangkan dan menjelaskan pengembangan suatu model baru bahwa implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility* berperan menurunkan *cost of capital* dan selanjutnya meningkatkan *firm value*. Temuan membantu membangun titik awal untuk memahami pentingnya mekanisme *corporate governance* dan *corporate social responsibility* meningkatkan *firm value* dimediasi *cost of capital*.

Penelitian ini memberikan implikasi terhadap teori agensi dalam menjelaskan fenomena *firm value*, memperluas penjelasan pengendalian konflik keagenan melalui penerapan *corporate governance* yang meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana perusahaan. Selanjutnya juga memberikan implikasi terhadap teori *stakeholder* dan teori legitimasi dalam menjelaskan fenomena *firm value*, yaitu memperluas penjelasan tanggung jawab perusahaan untuk mencapai *sustainable development*. Pengelolaan manajemen ekonomi, lingkungan, dan sosial yang dijalankan meningkatkan reputasi dan memberikan jaminan keberlanjutan perusahaan. Pelaksanaan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* secara baik, tidak hanya sekedar formalitas memenuhi standar pelaporan dapat meningkatkan kepercayaan investor dan meningkatkan citra positif perusahaan secara internal dan eksternal. Adanya citra positif perusahaan berpeluang mendapatkan pendanaan murah dan meningkatkan profitabilitas perusahaan yang berdampak pada peningkatan *firm value*. Hal ini

mengkonfirmasi teori signaling (Spence, 1973), bahwa profitabilitas merupakan informasi yang direspon positif oleh investor.

5.5.2 Implikasi Praktis

Isu keberlanjutan usaha sangat berkaitan erat dengan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Menganalisis fenomena naik turunnya *firm value* pada perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*, dapat memberikan manfaat kepada para praktisi bisnis dan regulator. Berdasarkan temuan penelitian, maka secara praktis penelitian ini bermanfaat kepada:

1. Pengambil keputusan dalam perusahaan, mengadopsi standar tata kelola perusahaan berdasarkan prinsip-prinsip *corporate governance* serta menerapkannya sesuai aturan tidak sekedar sebagai formalitas dan menjalankannya dengan komprehensif. Hal ini dapat meningkatkan akuntabilitas dan efektivitas operasional sehingga meningkatkan kepercayaan investor yang berdampak pada kemudahan mendapatkan sumber pendanaan murah.

Menyusun strategi kebijakan *corporate social responsibility* dan meningkatkan kualitas laporan dapat meningkatkan citra perusahaan dan menurunkan risiko investasi, sehingga meningkatkan kepercayaan investor serta berdampak pada kemudahan mendapatkan sumber pendanaan murah. Hasil penelitian memberikan wawasan kepada manajemen perusahaan, bahwa kegiatan *corporate social responsibility* bukan beban tetapi berkontribusi pada peningkatan *firm value* dan mendorong kegiatan *corporate social responsibility* sebagai strategi bisnis.

2. Bagi investor dan calon investor, temuan penelitian ini dapat menjadi salah satu bahan pertimbangan untuk memutuskan investasi. Implementasi *corporate*

governance merupakan informasi penting tentang akuntabilitas dan efektivitas operasional perusahaan, untuk menghindari investasi pada perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk dalam meningkatkan kinerja portofolio investasi.

Aktivitas *corporate social responsibility* merupakan informasi penting tentang keberlanjutan perusahaan, membantu lebih memahami tingkat risiko investasi untuk menghindari keputusan investasi yang salah.

3. Hasil penelitian merekomendasikan kepada **pembuat kebijakan** untuk meninjau infrastruktur hukum dan peraturan implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. Penting untuk menetapkan komitmen *corporate governance* dan *corporate social responsibility* melalui peraturan dan pengaturan kelembagaan.

Mengingat pelaporannya masih *voluntary* yang berdampak pada pelaksanaan oleh perusahaan belum optimal, peneliti merekomendasikan pelaporan *corporate social responsibility* menjadi *mandatory*. Diperlukan kerangka kerja sistem pelaporan yang baku, dimana peran lembaga swasta sebagai mitra diperlukan. Lembaga swasta seperti *National Center for Sustainability Reporting* (NCSR) dan *Institute of Certified Sustainability Practitioners* (ICSP) bisa menjadi mitra bagi pembuat kebijakan.

5.6 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini telah dilakukan dengan maksimal, namun peneliti menemukan keterbatasan yang mempengaruhi penelitian, yakni:

1. *Sustainability Report* masih bersifat *voluntary*, sehingga masih terlalu sedikit perusahaan yang menerbitkan dan belum semua perusahaan yang telah menerbitkan setiap tahun rutin mempublikasikannya.

2. Sampel penelitian ini adalah perusahaan keuangan dan non keuangan yang mempunyai karakteristik yang berbeda. Hasilnya dimungkinkan berbeda jika dianalisis secara masing-masing untuk perusahaan keuangan dan non keuangan.
3. Hasil analisis koefisien determinasi (R^2) sebesar 33,4%, hal ini menginformasikan bahwa masih banyak variabel lainnya yang mempengaruhi *firm value*.



BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

1.1 Kesimpulan

Secara umum hasil penelitian ini menginformasikan bahwa *firm value* dipengaruhi oleh penerapan *corporate governance* dan *corporate social responsibility*. *Firm value* selain dipengaruhi oleh *corporate governance* dan *corporate social responsibility* secara langsung juga dimediasi *cost of capital*. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang memberikan bukti empiris *corporate governance* dan *corporate social responsibility* berpengaruh terhadap *firm value*. *Corporate governance* meningkatkan *firm value* dimediasi *cost of capital*, sejalan dengan konsep teori *agency*. Penerapan mekanisme *corporate governance* memberikan sistem pengawasan terhadap manajemen perusahaan sehingga mengurangi perilaku oportunistik agen dan asimetri informasi. Penelitian ini juga mengkonfirmasi teori *stakeholder* dan teori legitimasi. Penerapan *corporate social responsibility* yaitu manajemen ekonomi, manajemen lingkungan, dan manajemen sosial merupakan aktivitas pertanggungjawaban perusahaan kepada *stakeholder*. Manajemen lingkungan dan manajemen sosial dapat menumbuhkan reputasi perusahaan di wilayah operasi untuk mendapatkan legitimasi beroperasi. Peningkatan *firm value* terjadi dengan adanya peningkatan profitabilitas perusahaan dengan adanya *cost of capital* yang rendah, sebagai konfirmasi teori *signalling*.

Secara rinci kesimpulan hasil penelitian adalah:

1. Implementasi *corporate governance* secara langsung tidak dapat meningkatkan *firm value*. Hal ini dimungkinkan investor masih menganggap penerapan *corporate*

governance belum menjadi informasi yang relevan dipertimbangkan. Beberapa hal sebagai penjelasan adalah **pertama**, pasar tidak langsung merespon sampai *pelaksanaan corporate governance* benar-benar meningkatkan profitabilitas perusahaan. **Kedua**, perusahaan hanya sebatas formalitas dalam memenuhi standar aturan yang berlaku dalam penerapan *corporate governance*. **Ketiga**, perusahaan belum menerapkan *corporate governance* secara komprehensif sesuai dengan standar aturan yang berlaku. **Keempat**, Mekanisme *corporate governance* (tanggung jawab dewan direksi dan dewan komisaris) belum optimal. **Kelima**, Mekanisme *corporate governance* (kepemilikan manajerial) yang menurunkan produktivitas.

2. Peningkatan *corporate social responsibility* secara langsung dapat meningkatkan *firm value*. *Corporate social responsibility* yang di jalankan perusahaan mampu meningkatkan kepercayaan investor. Hasil penelitian ini menawarkan kesimpulan yang mengembirakan tentang transisi yang sedang berlangsung menuju pelaporan terkait ekonomi, lingkungan dan sosial bersifat *mandatory*. Terkait aktivitas *corporate social responsibility* perusahaan publik di Indonesia, temuan ini dapat memberikan bukti tambahan untuk konsekuensi positif dari manajemen ekonomi, lingkungan, dan sosial untuk keberlanjutan perusahaan, yang berdampak pada peningkatan *firm value*.

3. Penurunan *cost of capital* dapat meningkatkan *firm value*. Perusahaan selalu mengusahakan rendahnya *cost of capital* dan mencapai *required rate of return* di atas *cost of capital*. Efektivitas dan efisiensi operasional perusahaan lebih mudah dilakukan dengan *cost of capital* yang rendah, sehingga memperoleh profitabilitas tinggi dan meningkatkan kepercayaan investor yang berdampak pada peningkatan *firm value*.

Peningkatan *firm value* jangka panjang tentunya sangat diharapkan. Perusahaan

harus dikelola dengan baik dengan bertanggung jawab kepada *stakeholder*, untuk mencapai *sustainability* jangka panjang. Perusahaan harus menumbuhkan citra positif secara internal maupun eksternal dalam menjalankan usahanya. *Corporate governance* yang baik dan menjalankan aktivitas *corporate social responsibility* penting bagi perusahaan untuk mencapai tujuan ini.

4. Peningkatan *corporate governance* dapat menurunkan *cost of capital*. Mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan akuntabilitas dan citra positif perusahaan secara internal sehingga perusahaan berpeluang mendapatkan sumber pendanaan murah, terutama sumber pendanaan hutang. Hal ini mengindikasikan terjadinya penurunan resiko investasi sehingga meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana investasi mereka di perusahaan.

5. Peningkatan *corporate social responsibility* dapat menurunkan *cost of capital*. Aktivitas *corporate social responsibility* berdampak pada peningkatan kinerja dan citra positif perusahaan secara eksternal, sehingga memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan murah. Memberikan jaminan keberlanjutan perusahaan yang mengindikasikan terjadinya penurunan resiko investasi sehingga meningkatkan kepercayaan investor atas pengelolaan dana investasi mereka di perusahaan.

6. *Corporate governance* yang dijalankan perusahaan dapat meningkatkan *firm value* melalui *cost of capital*. Hal ini mengindikasikan penerapan mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan akuntabilitas dan citra perusahaan secara internal sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Terjadi penurunan *cost of capital* terutama biaya pendanaan hutang. *Cost of capital* yang rendah meningkatkan efisiensi

dalam operasional perusahaan didukung dengan penerapan *corporate governance*, dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan *firm value*.

7. *Corporate social responsibility* yang dijalankan perusahaan dapat meningkatkan *firm value* melalui *cost of capital*. Pelaksanaan *corporate social responsibility* dapat meningkatkan citra perusahaan secara internal dan eksternal sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Terjadi penurunan *cost of capital*, terutama atas biaya hutang. Implementasi *corporate social responsibility* yang diintegrasikan dengan strategi bisnis dan *cost of capital* yang rendah dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan *firm value*.

1.2 Saran

1.2.1 Saran Hasil Penelitian

1. Bagi pengambil keputusan dalam perusahaan, dalam menjalankan *corporate governance* sudah seharusnya tidak hanya memenuhi standar pelaporan tetapi juga menerapkan secara benar dan komprehensif agar dapat meningkatkan citra perusahaan sehingga meningkatkan kepercayaan investor yang menurunkan *cost of capital*. Demikian juga sudah seharusnya perusahaan menerapkan *corporate social responsibility* sebagai wujud pertanggungjawaban perusahaan kepada semua *stakeholder* agar keberlanjutan perusahaan terjaga untuk jangka panjang sehingga meningkatkan citra perusahaan dan mendapatkan kepercayaan dari investor yang menurunkan *cost of capital*. Penurunan *cost of capital*, akan memberikan peluang kepada perusahaan untuk menghasilkan profitabilitas yang tinggi sehingga berdampak pada peningkatan *firm value*.

2. **Bagi investor dan calon investor**, perusahaan yang telah menjalankan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* sebagai informasi bahwa dana perusahaan telah dikelola dengan baik dan perusahaan telah menjalankan operasinya dengan mengutamakan kepentingan *stakeholder*. Hal ini memberikan informasi adanya keamanan investasi karena akuntabilitas pengelolaan perusahaan dan jaminan *sustainability* perusahaan untuk jangka panjang.
3. **Bagi pembuat kebijakan**, diperlukan peran pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam implementasi *corporate governance* dan *corporate social responsibility* terutama bagi perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. Pelaporan *corporate governance* dan *corporate social responsibility* yang sampai dengan saat ini masih bersifat *voluntary*, diharapkan untuk menjadi *mandatory*. Demikian juga regulasi terkait format pelaporan yang baku dalam pelaporan aktivitas *corporate governance* dan *corporate social responsibility*.

1.2.2 Saran untuk Penelitian Mendatang

1. Penelitian mendatang bisa menganalisis dengan perbedaan karakteristik perusahaan sampel, karena dimungkinkan hubungan antar variabel spesifik untuk kelompok perusahaan.
2. Penelitian mendatang bisa menambahkan variabel yang dimungkinkan mempengaruhi *firm value*, terutama untuk variabel non keuangan yang telah menjadi perhatian luas investor, sesuai pendapat Lev dan Gu (2016) bahwa laporan keuangan hanya menyumbang sebagian kecil dari keputusan investor. Misalkan mengembangkan "*sustainability*" sebagai variabel, yang dalam penelitian ini sebagai efek dari penerapan *corporate social responsibility*. Hal ini didasarkan pada

pernyataan Eccles dan Klimenko (2019) bahwa investor semakin serius memperhatikan *sustainability* perusahaan dan pernyataan Oh (2019) tentang nilai *sustainability* dari bisnis.



DAFTAR PUSTAKA

- ACGA. (2018). Hars decisions: Asia faces tough choices in CG reform. Retrieved 20 Juni 2019, from <https://www.acga-asia.org/cgwatch.php>
- Albanez, Tatiana. (2015). Impact of Capital Structure on The Financial Performance of Nigerian Firms *International Journal of Managerial Finance*, 11(3), 285-307.
- Ammann, Manuel, Oesch, David, and Schmid, Markus M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance* 18, 36-55.
- Ararat, Melsa, Black, Bernard S., and Yurtoglu, B. Burcin. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132.
- Aras, Guler, Aybars, Asli, and Kutlu, Ozlem. (2010). Managing corporate performance Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254.
- Ayeni, Toba Michael, and Olaoye, Babatunde Johnson. (2015). Cost of capital theory and firm value: Conceptual perspective. *International Journal of Multidisciplinary Research and Development* 2 (10), 632-636.
- Balasubramanian, N, and George, R. (2012). Corporate Governance and the Indian Institutional Context: Emerging Mechanism and Challenges In Conversation with K.V. Kamath, Chairman Infosys, and ICICI Bank. *IIMB Management Review*, 24, 213-233.
- Barnea, Amir, and Rubin, Amir. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.
- Baron, Reuben M., and Kenny, David A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Becchetti, Leonardo, Ciciretti, Rocco, Hasan, Iftekhar, and Kobeissi, Nada. (2012). Corporate social responsibility and shareholder's value. *Journal of Business Research*, 65, 1628-1635.
- Belal, Ataur Rahman. (2001). A study of corporate social disclosures in Bangladesh. *Managerial Auditing Journal*, 16(5), 274-289.
- Berle, A.A., and Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Privat Property*. United State of America: Transaction Publishers.
- Berthelot, Sylvie, Francoeur, Claude, and Labelle, Re'al. (2012). Corporate governance mechanisms, accounting results and stock valuation in Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 8(4), 332-343.
- Blair, Margaret M. (1995). Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance. *Challenge*, 38(6), 12-17.
- Bowman, Cliff, and Ambrosini, Veronique. (2007). Firm value creation and levels of strategy. *Management Decision*, 45(3), 360-371.
- Brigham, Eugene F., and Daves, Phillip R. (2011). *Intermediate Financial Management*. United States: Thomson Higher Education.

- Brigham, Eugene F., and Houston, Joel F. (2011). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Byun, Hae-Young, Kwak, Su-Keun, and Hwang, Lee-Seok. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139-184.
- Cajias, Marcelo, Fuerst, Franz, and Bienert, Sven. (2014). Can investing in corporate social responsibility lower a company's cost of capital? *Studies in Economics and Finance Vol. 31 No. 2, 2014 pp. 202-222*, 31(2), 202-222.
- Carr, J.B., and Brower, R.S. (2000). Principled Opportunism: evidence from the organizational middle. *Public Administration Quarterly*, 109-138.
- Carroll, A.B. (1977). Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Chen, Honghui, and Wang, Xiayang. (2011). Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: an empirical research from Chinese firms. *Corporate Governance*, 11(4), 361-370.
- Chen, Kevin C.W., Chen, Zhihong, and Wei, K C John. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 15, 273-289.
- Chiang, Bea, Pelham, Alfred, and Katsuo, Yuko. (2015). Environment Costs, Social Responsibility and Corporate Financial Performance - A Closes Examination of Japanese Companies *American Journal of Business Research*, 8(1).
- Chung, Kee H, and Pruitt, Stephen W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Clarke, Thomas. (2008). *Theories of Corporate Governance, the Philosophical Foundations of Corporate Governance*. London and New York: RoutleTaylor & Francis Group.
- Connelly, J. Thomas, Limpaphayom, Piman, and Nagarajan, Nandu J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1722-1743.
- Copeland, Thomas E. (2002). What Do Practitioners Want? *Journal of Applied Finance*, Spring/Summer.
- Crisostomo, Vicente Lima, Freire, Fatima de Souza, and Vasconcellos, Felipe Cortes de. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- Daily, Catherine M., Dalton, Dan R., and Jr., Albert A. Cannella. (2003). Corporate Governance: Decade of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Daniri, M.A. (2005). *Good Corporate Governance – Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia* Jakarta: Gloria Printing.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosure - A Theoretical Foundation. *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, 5(3), 282-311.
- Deegan, C, and Rankin, M. (1997). The materiality of environmental information to users of annual report. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 10(4), 562-583.

- Deegan, C, Rankin, M, and Voght, P. (2000). Firms' Disclosure Reactions to Social Incidents: Australian Evidence. *Accounting Forum*, 24(1), 120.
- Denis, Diane K., and McConnell, John J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Dhaliwal, Dan, Li, Oliver Zhen, Tsang, Albert, and Yang, Yong George. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *J. Account. Public Policy*, 33, 328-355.
- Dhaliwal, Dan S., Li, Oliver Zhen, Tsang, Albert, and Yang, Yong George. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86, 59-100.
- Ding, David K., Ferreira, Christo, and Wongchoti, Udomsak. (2016). Does it pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value. *International Review of Financial Analysis*, 47, 86-98.
- Doidge, Craig, Karolyi, G. Andrew, and Stulz, Rene M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86, 1-39.
- Douglas, Doris, and Johnson. (2004). Corporate Social Reporting in Irish Financial Institutions. *The TQM Magazine*, 6, 387-395
- Dunn, Paul, and Sainty, Barbara. (2009). The relationship among board of director characteristics, corporate social performance and corporate financial performance. *International Journal of Managerial Finance*, 5(4), 407-423.
- Eccles, Robert G., and Klimenko, Svetlana. (2019). The Investor Revolution: Shareholders are getting serious about sustainability. from Harvard Business Review
- Ehrhardt, Michael C., and Brigham, Eugene F. (2010). *Financial Management Theory And Practice*. United States: South Western Cengage Learning, Ohio.
- Eisenhardt, K.M. (1985). Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31(2), 134-149.
- El, Ghoul, S, Guedhami, Kwok, C.Y.O, and Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance* 35(9), 2388-2406.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*: Capstone, Oxford.
- Engelen, K.M. (2002). Corporate Governance, Property and Democracy: A Conceptual Critique of Shareholder Ideology. *Economy and Society*, 31(3), 391-413.
- Enyinna, Okechukwu. (2013). Is stakeholder theory really ethical? *African Journal of Business Ethics* 7(2).
- Erickson, Timothy, and Whited, Toni M. (2000). Measurement Error and the Relationship between Investment and q. *Journal of Political Economy*, 108(5), 1027 - 1057.
- Evan, W, and Freeman, R. (1993). *A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism in Beauchamp, T. and Bowie, N. (Eds), Ethical Theory and Business*, : Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Faisal, Faisal, Tower, Greg, and Rusmin, Rusmin. (2012). Legitimising Corporate Sustainability Reporting Throughout the World. *Australasian Accounting, Business and Finance*, 6(2).

- Fama, Eugene F. (1978). The Effects of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272-284.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, Eugene F., and French, Kenneth R. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *The Journal of Finance*, LIII(6), 1975 - 1998.
- Fan, Pei Sai. (2004). Review of Literature & Empirical Research on Corporate Governance.
- Fiori, Giovanni, Donato, Francesca di, and Izzo, Maria Federica. (2007). Corporate social responsibility and firms performance, an analysis Italian listed companies.
- Fontaine, Charles, Haarman, Antoine, and Schmid, Stefan. (2006). The Stakeholder Theory.
- Francis, Jere R., Khurana, Inder K., and Pereira, Raynolde. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, 80(4), 1125-1162.
- Frederick, W.C. (1960). The Growing Concern Over Business Responsibility *California Management Review*, 2, 54-61.
- Freeman, R Edward. (2001). Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Perspectives in Business Ethics 3, 144.
- Freeman, R Edward. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Freundlieb, M, M., Gräuler, and Teuteberg, F. (2014). A conceptual framework for the quality evaluation of sustainability reports *Management Research Review* 37(1), 19-44.
- Ge, Wenxia, and Liu, Mingzhi. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *J. Account. Public Policy*, 34, 597-624.
- Ghozali, Imam, and Latan, Hengky. (2014). *Partial Least Squares : Konsep, Metode dan Aplikasi*. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. (2000). *Principles of Managerial Finance* (Tenth Edition ed.): Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company.
- Gitman, Lawrence J., Zutter, Chad J., Elali, Wajeeh, and Al-Roubaie, Amer. (2006). *Principles of Managerial Finance*. Prentice Hall: Pearson Education, Inc.,
- Gomes, Mario Teixeira. (2014). The impact of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Portuguese Listed Companies. *Faculdade de Economia da Universidade do Porto*.
- Gray, R, Kouhy, R, and Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 78-101.
- GRI. (2006). Sustainability Reporting Guidelines. Retrieved 16 Juni 2017, from www.globalreporting.org
- GRI. (2013). Sustainability Reporting Guidelines. Retrieved 16 Juni 2017, from www.globalreporting.org
- Habbash, Murya. (2016). Corporate Governace and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Saudi Arabia *Journal of Economic and Social Development*, 3(1).

- Hair, Joseph F., Black, William C., Babin, Barry J., and Anderson, Rolph E. (2014). *Multivariate Data Analysis*
- Haniffa, and Cooke. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(391-430).
- Hidalgo, Ruth L., Garcia-Meca, Emma, and Martinez, Isabel. (2011). Corporate Governance and Intellectual Capital Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100, 483-495
- Hill, CW, and Jones, T. (1992). Stakholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Huang, Chi Jui. (2010). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management & Organization* 16(5).
- Huang, Henry, Wang, Quanxi, and Zhang, Xiaonong. (2009). The effect of CEO ownership and shareholder rights on cost of equity capital. *Corporate Governance*, 9(3), 255-270.
- Husnan, Suad. (2008). *Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)* (4 ed.). Yogyakarta: BPFE
- Husnan, Suad, and Pudjiastuti, Enny. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Ibrahim, Mohammed, and Ibrahim, Ali. (2015). The Effect of SMEs' Cost of Capital on Their Financial Performance in Nigeria *Journal of Finance and Accounting* 3(1), 8-11.
- Jang, Jee In, Lee, Kyungjoo, and Choi, Heon Seob. (2013). The Relation between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Evidence from Korean Firms. *Fall*, 4(2), 3-17.
- Jensen, Michael C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems *The Journal of Finance*, XLVIII(3).
- Jensen, Michael C., and Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-306.
- Jo, Hoje, and Harjoto, Maretno A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103, 351-383.
- Jogiyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Jogiyanto. (2011). *Konsep dan Aplikasi Structural Equation Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis* Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Junaedi, Dedi. (2005). Dampak tingkat pengungkapan informasi perusahaan terhadap volume perdagangan dan return saham: penelitian empiris terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2), 1-28.
- Keown. (2011). *Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*. (10 ed.). Jakarta: Indeks.
- Kiroyan, Noke. (2006). Good Corporate Governance (GCG) dan Corporate Social Responsibility (CSR) Adakah Kaitan di Antara Keduanya? . *Economics Business Accounting Review September-Desember(III)*, 45-58.
- Klapper, L., and Love, L. (2002). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets* No. 2818, *World Bank*,. Paper presented at the World Bank Policy Research Working Paper.

- Komodromos, Marcos. (2015). A critical analysis of corporate social responsibility as a PR practice in Cyprus and Greece. *Int. J. Social Entrepreneurship and Innovation*, 3(4).
- Kotler, Philip, and Lee, LEE Nancy. (2005). *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*.
- Kumar, Naveen, and Singh, J.P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance* 13(1), 88-98.
- Larcker, David F., Richardson, Scott A., and Tuna, Irem. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Lashgari, Malek. (2004). Corporate Governance: Theory and Practice *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* (September).
- Lev, Baruch, and Gu, Feng. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*.
- Li, Frank, Li, Tao, and Minor, Dylan. (2016). CEO power, corporate social responsibility, and firm value: a test of agency theory. *International Journal of Managerial Finance*, 12(5), 611-628.
- Li, Wei Xuan, Chen, Clara Chia Sheng, and Frech, Joseph J. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 13, 465-477.
- Li, Yuanhui, and Foo, Check Teck. (2015). A sociological theory of corporate finance Societal responsibility and cost of equity in China. *Chinese Management Studies*, 9(3), 269-294.
- Lindenberg, Eric B., and Ross, Stephen A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business, by The University of Chicago*, 54(1).
- Liu, Xiang, and Zhang, Chen. (2016). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production* XXX, 1-10.
- Lozano, M.Belén, Martínez, Beatriz, and Pindado, Julio. (2016). Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. *International Business Review* 25, 1333-1343.
- Lu, Y Abeysekera, and Cortese, C. (2015). Corporate social responsibility reporting quality, board characteristics and corporate social reputation: evidence from China. *Pacific Accounting Review*, 27(1), 95-118.
- Lukviarman, Niki. (2016). *Corporate Governance: Menuju Penguatan Konseptual dan Implementasi di Indonesia*. Fakultas Ekonomi Universitas andalas: PT. Era Adicitra Intermedia.
- Luo, X, and Bhattacharya, C.B. (2009). The debate over doing good: corporate social performance, strategic marketing levers, and firm- diosyncratic risk *Journal of Marketing*, 73, 198-213.
- Mahon, J F. (2002). Corporate reputation: a research agenda using strategy and stakeholder literature *Business and Society Review*, 41(4), 415-445.
- Mallin, Christine, Farag, Hisham, and Ow-Yong, Kean. (2014). Corporate social responsibility and financial performance in Islamic banks. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 103, S21-S38.

- Mardikanto, Totok. (2014). *Corporate Social Responsibility*. Bandung: Alfabeta.
- Margolis, J.D., and Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Mathews, M. R. (1993). *Socially responsible accounting*. London: Chapman & Hall.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? . *Journal of Finance*, 65-98.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Moeljadi. (2006). *Manajemen Keuangan. Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif* (Pertama ed.). Malang: Bayu Media Publishing.
- Moh'Al-Tamimi, Khaled Abdalla, and Obeidat, Samer Fakhri. (2013). Impact of cost of capital, financial leverage, and the Growth Rate of Dividends on Rate of return on investment An Empirical study of Amman stock Exchange *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(4), 59-69.
- Mohamad, Nor Edi Azhar Binti, and Saad, Noriza Binti Mohd. (2012). Cost of Capital- The Effect to Firm Value and Profitability Performance in Malaysia *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 2(4).
- Mouselli, Sulaiman, and Hussainey, Khaled. (2014). Corporate governance, analyst following and firm value. *Corporate Governance*, 14(4), 453-466.
- Muttakin, MB, Khan, A, and Azim., MI. (2015). Corporate social responsibility disclosures and earnings quality: are they a reflection of managers' opportunistic behavior? . *Managerial Auditing Journal*, 30(3), 277-298.
- Nabhani, Ahmad. (2013, 12 September). Investor Lokal Memiliki Peran Penting - Menahan Gejolak Krisis Ekonomi.
- Nur'ainy, Renny, Nurcahyo, Bagus, A, Sri Kurniasih, and B, Sugihati. (2013). Implementation of Good Corporate Governance and Its Impact on Corporate Performance: The Mediation Role of Firm Size (Empirical Study from Indonesia) *Global Business and Management Research: An International Journal*, 5(2).
- Nurlela, Rika, and Islauddin. (2008). *Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating*. Paper presented at the Simposiun Nasional Akuntansi XI, Pontianak.
- Oh, Yonghyup. (2019). Sustainability Valuation of Business (Publication no. <http://www.springer.com/series/10282>). Retrieved 01 Desember 2019, from Springer
- Rahmawati, Setyaningtyas, H., and Supriyono, E. (2014). The Effect of Corporate Social Responsibility on Financial Performance with Real Manipulation as a Moderating Variable. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, 3(2), 59-78.
- Ramly, Zulkufly. (2012). Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian listed firms *African Journal of Business Management*, 6(4), 1733-1748.

- Ramly, Zulkufly, and Rashid, Hafiz Majdi Abdul. (2010). Critical review of literature on corporate governance and the cost of capital: The value creation perspective. *African Journal of Business Management*, 4(11), 2198-2204.
- Romano, R.S. Bhagat, and Bolton, B. (2008). The Promise and Perils of Corporate Governance Indices. *Columbia Law Review*, 108, 1803-1882.
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Salvatore, Dominick. (2005). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sattar, Muhammad Shadab Abdul. (2015). Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index. *Journal of Poverty, Investment and Development* 17.
- Schnyder, Gerhard. (2012). Measuring Corporate Governance: Lessons from the Bundles Approach. Retrieved 12 Juli 2016, from University of Cambridge
- Sethi, S.P. (1975). Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytic Framework. *California Management Review*, 17, 58-64.
- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, XIX(3).
- Shleifer, A, and Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance, Vol. LII. *Journal of Finance*, LII(2), 737-783.
- Shocker, and Sethi, Melville. (1974). *An Approach to Incorporating Social Preferences in Developing Corporate Action Strategies*. Los Angeles: Publishing Company.
- Siagian, Ferdinand, Siregar, Sylvia V., and Rahadian, Yan. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4-20.
- Singhal, Akarsh. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 4(6), 36-54.
- Sobel, Michael E. (1982). Asymptotic Confidence Intervals for Indirect Effects in Structural Equation Models. *Sociological Methodology*, 13, 290-312.
- Solimun. (2011). *Analisis Multivariat Pemodelan Struktural Metode Partial Least Square - PLS*. Malang: CV Citra Malang.
- Spence, Michael. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economic*, 87(3).
- Suhardjanto, Djoko. (2008). Environmental Reporting Practices: An Evidence From Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 8(1), 33-46.
- Sukamulja, Sukmawati. (2004). Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan. *BENEFIT*, 8(1).
- Suprayitno, G., Yasni, Sedarnawati, Susandy, May, Susanty, Aries, Kusumah, Lien H., Tito, Siti Olivia, Abidin, Zaenal, Kusnawijaya, Eddy, Aryati, Titik, Naimah, Zahroh, Gusfa, Henni, Roedy, Poerwanto, Fajriya, Nurul, and Astini, Rina. (2016). Laporan Hasil riset dan Peningkatan *Corporate Governance Index 2015*. Jakarta: The Indonesian Institute for Corporate Governance.

- Susanto, A. B. (2009). *Corporate Social Responsibility : Pendekatan Strategic Manajemen dalam CSR*. Jakarta: Erlangga Group.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* (pertama ed.). Yogyakarta: Kanisius.
- Titisari, Kartika Hendra, and Alviana, Khara. (2012). Pengaruh Environmental Performance terhadap Economic Performance *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 9(1).
- Titisari, Kartika Hendra, Suwardi, Eko, and Setiawan, Doddy. (2010). *Corporate Social Responsibility (CSR) dan Kinerja Perusahaan*. Paper presented at the Proceeding SNA XIII.
- Usman, Aliyu Baba, and Amran, Noor Afza Binti. (2015). Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies. *Social Responsibility Journal* 11(4), 749-763.
- Vernimmen, Pierre. (2005). *Corporate Finance – Theory and Practice* England: John Wiley & Sons Inc.
- Villalonga, B, and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villanueva-Villar, Mónica, Rivo-López, Elena, and Lago-Penas, Santiago. (2016). On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*, 19, 233-245.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: sebuah perspektif theory agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1).
- Walsh, James P., and Seward, James P. (1990). On The Efficiency of Intenal and External Corporate Control Mechanism *Academy of Management Review*, 15, 421-428.
- Wang, Hongdi, Lu, Weisheng, Ye, Meng, Chau, K.W., and Zhang, Xiaoling. (2016). The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry. *Journal of Cleaner Production*, 137 1313-1322.
- Ward, Charles. (1999). Estimating the cost of capital. *Journal of Corporate Real Estate* 1(1), 287-293.
- Watts, R.L., and Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall: Englewood Cliffs.
- Weston, J.Fred, and Copeland, E.Thomas. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wibisono, Y. (2007). *Membedah konsep dan aplikasi CSR*. Gresik: Fascho Publishing.
- Widjaja, Fendi Permana, and Maghviroh, Rovila El. (2011). Analisis Perbedaan Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan sebelum dan sesudah adanya Komite pada Bank-bank Go Public di Indonesia. *The Indonesian Accounting Review*, 1(2), 117-134.
- Wolfe, Jiseph, and Sauaia, Antonio Carlos Aidar. (2003). The Tobin's Q as a Company Performance Indicator. *Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 30, 155-159.

Wolk, H. I., and Tearney, Michael G. (1997). *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach 4* (4 ed.): Ohio, South-Western College Publishing.

Zabri, Shafie Mohamed, Ahmad, Kamilah, and Wah, Khaw Khai. (2015). *Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia* Paper presented at the 7th International Economics & Business Management Conference.

Zogning, Félix. (2017). Agency Theory: A Critical Review. *European Journal of Business and Management* 9(2), 1-8.

