

The Role of Good Corporate Governance in Mitigating Financial Constraints

Elryanti^{1✉}, Arif Budi Satrio²

^{1,2}Universitas Widya Dharma Pontianak

elryanti.lien@gmail.com

Abstract

Understanding the role of good corporate governance in mitigating financial constraints is increasingly urgent due to fluctuating capital market pressures. Access to external financing determines their ability to invest and ensure company sustainability. This study aims to analyze the role of corporate governance in the dynamics of funding access for companies in the non-primary consumer goods sector in Indonesia during the 2020-2024 period. Funding access reflects financial constraints using the SA Index as a proxy, while corporate governance is determined based on structural indicators and governance disclosure. The results of the regression modeling analysis indicate that companies with better governance tend to face lower funding constraints. This study concludes that governance plays a significant role in strengthening company credibility and reducing financing risks. These findings are useful as they can serve as a basis for companies and stakeholders in formulating more effective governance strategies and funding policies.

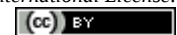
Keywords: Good Corporate Governance, Financial Constraints, Firm Size, Capital, Financing.

Abstrak

Pemahaman terkait peranan tata kelola perusahaan yang baik dalam mengurangi kendala keuangan semakin mendesak sebab tekanan pasar modal yang fluktuatif. Akses ke pembiayaan eksternal menjadi penentu kemampuan mereka dalam berinvestasi dan menjamin keberlanjutan perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peranan tata kelola perusahaan pada dinamika akses pendanaan perusahaan Sektor Barang Konsumsi Non-primer di Indonesia selama periode 2020-2024. Akses pendanaan yang mencerminkan kendala keuangan dengan proksi SA Index sedangkan tata kelola perusahaan ditentukan berdasarkan indikator struktural dan pengungkapan tata kelola. Hasil analisis dengan permodelan regresi menunjukkan perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik cenderung menghadapi hambatan pendanaan yang lebih rendah. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tata kelola berperan penting dalam memperkuat kredibilitas perusahaan dan mengurangi risiko pembiayaan. Temuan ini bermanfaat yang dapat menjadi dasar bagi perusahaan dan pemangku kepentingan dalam merumuskan strategi tata kelola dan kebijakan pendanaan yang lebih efektif.

Kata kunci: Tata Kelola, Kendala Keuangan, Ukuran Perusahaan, Modal, Pembiayaan.

INFEB is licensed under a Creative Commons 4.0 International License.



1. Pendahuluan

Kendala keuangan merupakan isu fundamental dalam topik manajemen keuangan perusahaan karena dapat menghambat pendanaan untuk proyek investasi yang menguntungkan, sehingga berpotensi menekan inovasi [1], menghambat pertumbuhan [2], dan menurunkan efisiensi investasi [3]. Perusahaan dengan hambatan keuangan yang tinggi akan lebih rentan mengalami *crash* harga saham yang dipicu oleh penimbunan informasi negatif dan meningkatnya risiko *default* [4].

Akar persoalan dari kendala keuangan sering kali berkaitan dengan asimetri informasi dan biaya keagenan sebagaimana dijelaskan oleh Teori Agensi [5]. Teori ini menekankan adanya potensi konflik kepentingan antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer (agen) yang memicu munculnya biaya agensi serta memperlebar kesenjangan informasi [5]. Dalam konteks ini, tata kelola perusahaan berfungsi sebagai mekanisme pengendalian untuk menyelaraskan kepentingan pihak-pihak terkait dan menurunkan biaya tersebut [6]. Literatur sebelumnya juga menunjukkan

bahwa tata kelola yang kuat dapat mengurangi kendala keuangan melalui penurunan asimetri informasi [7]. Kendala keuangan terbukti menurunkan efisiensi investasi, namun mekanisme tata kelola yang kuat dapat mereduksi dampak negatif tersebut [8].

Berbagai penelitian empiris menunjukkan bahwa praktik *good corporate governance* (GCG) mampu mengurangi kendala keuangan dan meningkatkan efisiensi investasi [1] [8] [9] [10] [11] [12]. GCG serta preferensi investor institusional terbukti berperan penting dalam menurunkan hambatan pembiayaan, terutama pada perusahaan non-BUMN dan sektor industri sekunder maupun tersier [1]. Kinerja GCG mampu meningkatkan efisiensi investasi melalui pengurangan *under-investment*, terutama dengan menekan hambatan pembiayaan [10]. Sejalan dengan itu, peningkatan tata kelola terbukti menurunkan kendala pembiayaan melalui mekanisme informasi dan akses sumber daya, terutama pada perusahaan non-BUMN [11]. Studi lainnya melaporkan bahwa ukuran, independensi, kompetensi, dan keberagaman dewan secara signifikan berkontribusi dalam menurunkan

tingkat kendala keuangan perusahaan [13]. Dewan yang efektif mendorong perusahaan dengan hambatan keuangan rendah untuk menahan kas lebih besar dan menurunkan konflik keagenan [14].

Pada masa krisis, seperti selama pandemi COVID-19, GCG terbukti berkontribusi terhadap pengurangan kendala pembiayaan melalui peningkatan efisiensi intermediasi keuangan [9]. Bahkan dalam sektor dengan intensitas karbon tinggi, praktik GCG khususnya aspek lingkungan terbukti meningkatkan akses kredit dan memperkuat reputasi perusahaan sehingga mampu menurunkan hambatan pembiayaan [12].

Dalam konteks inovasi, tata kelola perusahaan dan diversifikasi risiko terbukti memperkuat keputusan inovatif, terutama pada perusahaan dengan tingkat kendala keuangan tinggi [15]. Hal ini menjadi penting mengingat keberlanjutan dan daya saing perusahaan sangat bergantung pada kemampuan berinovasi di tengah ketidakpastian eksternal. Selain itu, bukti sebelumnya juga menunjukkan bahwa *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang dikombinasikan dengan tata kelola yang kuat dapat mengurangi kendala keuangan, dan tata kelola yang efektif memperkuat dampak CSR tersebut [16]. Pada era digital, keuangan digital dilaporkan mampu menurunkan risiko keuangan perusahaan melalui pengurangan hambatan pembiayaan, dan efek ini diperkuat oleh mekanisme tata kelola perusahaan yang baik [17].

Meskipun demikian, tata kelola perusahaan tidak selalu memiliki peranan dalam memitigasi kendala keuangan. GCG yang baik justru dapat mendorong pembayaran dividen yang lebih besar sebagai upaya pemberian sinyal ke publik guna menekan ketimpangan informasi (*signaling theory* [18]). Perusahaan yang menghadapi kendala keuangan cenderung mempertahankan kas dan menurunkan distribusi dividen [19] tentu bertentangan dengan konsep pembayaran dividen.

GCG yang terbukti terkait dengan perilaku penghindaran pajak, di mana perusahaan dengan keterbatasan keuangan cenderung lebih aktif melakukan *tax avoidance* [20], juga memiliki relasi yang kompleks. Beberapa penelitian menemukan korelasi positif antara *tax avoidance* dan kinerja GCG, tetapi hubungan tersebut melemah pada perusahaan dengan kendala keuangan tinggi [21]. Selain itu, aktivitas asing, CSR, dan koneksi politik dilaporkan meningkatkan *tax avoidance*, namun tata kelola yang kuat dapat meredam dampak tersebut, meskipun kendala keuangan justru memperkuat pengaruh CSR [22].

Berbagai kajian mengindikasikan bahwa tata kelola perusahaan yang baik berpotensi menurunkan kendala pembiayaan. Namun, temuan empiris masih menunjukkan hasil yang beragam. Sejumlah penelitian menyimpulkan bahwa tata kelola yang kuat mampu meningkatkan akses terhadap kredit, memperbaiki efisiensi investasi, serta menurunkan risiko

pembiayaan [1] [8] [9] [10] [11] [12]. Penelitian lain melaporkan bahwa kendala pembiayaan berkorelasi negatif dengan tata kelola serta meningkatkan risiko perusahaan, termasuk risiko *crash* harga saham, penghindaran pajak, dan ketidakstabilan peringkat ESG [4] [21] [22] [23] [24]. Namun, peranan tata kelola tidak selalu demikian apabila mengacu pada konsep *signaling theory*. Beberapa temuan juga menunjukkan bahwa efektivitas tata kelola sangat dipengaruhi oleh karakteristik dewan, kapabilitas manajerial, dan kecenderungan perilaku oportunistik perusahaan [8] [14] [20].

Permasalahan ini menjadi semakin relevan jika dikaitkan dengan kondisi perekonomian Indonesia yang saat ini ditandai oleh melemahnya konsumsi kelas menengah [25], perlambatan ekonomi akibat tekanan global dan domestik [26], serta munculnya fenomena *doom spending* di kalangan generasi muda [27]. Berdasarkan uraian tersebut, masalah penelitian terletak pada belum jelasnya bagaimana GCG berfungsi dalam menurunkan kendala keuangan dalam situasi ekonomi yang rentan. Oleh karena itu, tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh GCG terhadap kendala keuangan perusahaan. Secara akademik maupun praktis, penelitian ini diharapkan dapat memperjelas hubungan yang masih kontradiktif serta memberikan dasar empiris untuk penguatan tata kelola dan strategi keberlanjutan dalam rangka meningkatkan ketahanan finansial perusahaan.

Berdasarkan keseluruhan uraian sebelumnya dan memperhatikan pentingnya CGG dari perspektif teori keagenan, dapat diasumsikan adanya keterkaitan antara mekanisme tata kelola perusahaan dan tingkat kendala keuangan yang dihadapi perusahaan. Penerapan tata kelola yang baik dan transparan dapat menjadi sinyal kredibel mengenai kualitas perusahaan serta prospeknya di masa mendatang. Sinyal positif tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menurunkan persepsi risiko, sehingga mempermudah perusahaan memperoleh pembiayaan eksternal dengan biaya yang lebih rendah [28]. Dengan demikian, hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa penerapan GCG yang lebih kuat akan menurunkan tingkat kendala keuangan karena mekanisme tata kelola yang efektif mampu meminimalkan asimetri informasi serta meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur.

2. Metode Penelitian

Kajian ini memuat seluruh entitas yang termasuk dalam industri barang konsumsi non-primer di Bursa Efek Indonesia, dengan populasi awal sebanyak 166 emiten dan rentang waktu pengamatan mulai tahun 2020 hingga 2024. Sampel yang digunakan berjumlah 144 emiten berdasarkan kriteria kelengkapan data sesuai kebutuhan penelitian. Data yang dianalisis merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan.

Pendekatan regresi data panel tidak seimbang digunakan sebagai metode analisis untuk menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kendala

keuangan, dengan *firm size* sebagai variabel kontrol. Data yang telah terkumpul kemudian diolah dan dianalisis menggunakan perangkat lunak Eviews 13. Penelitian ini menggunakan indeks tata kelola perusahaan yang bersifat komprehensif dan mencakup 14 indikator terkait aspek pengungkapan, fungsi dewan, serta etika dan konflik kepentingan [29] [30] termasuk keberadaan komisaris independen dan komite audit [29]. Tata kelola yang baik ditandai oleh efektivitas pengawasan komisaris independen dan komite audit dipercaya mampu meningkatkan transparansi serta memperkuat kepercayaan investor. Mekanisme ini juga membantu perusahaan menurunkan masalah keagenan dan meningkatkan efisiensi investasi [31] [32]. Hal tersebut pada akhirnya mempermudah perusahaan memperoleh pembiayaan eksternal dengan biaya yang lebih kompetitif [33], serta meningkatkan kualitas informasi keuangan sehingga menurunkan risiko asimetri informasi [34].

Mengacu pada studi sebelumnya [29], pertanyaan-pertanyaan tersebut dikelompokkan ke dalam tiga sub-indeks: Etika dan konflik kepentingan (4 pertanyaan), komposisi dan fungsi dewan direksi (4 pertanyaan), dan pengungkapan (6 pertanyaan). Setiap sub-indeks dihitung sebagai jumlah poin yang diperoleh untuk setiap pertanyaan dibagi dengan jumlah pertanyaan. Indeks keseluruhan kemudian dihitung untuk setiap perusahaan menggunakan persamaan berikut:

$$CGQ\ index = \frac{\sum \text{weighted average of the tree subindexes}}{3} \times 100$$

Indikator kendala keuangan disimbolkan dengan FC (SA). Detail indikator dan sumber literatur terkait pengukuran variabel tersaji pada Tabel 1.

Tabel 1.Operasional Variabel

Indikator	Pengukuran	Sumber Literatur
Variabel Dependen (Y): Kendala Keuangan		
<i>Size-Age Index</i>	$SA = (-0,737 \times Size) + (0,043 \times Size^2) - (0,040 \times Age)$	[35] [36] [37] [38]
Variabel Independen (X): GCG		
Pengungkapan konflik kepentingan	Informasi mengenai transaksi pihak berelasi atau potensi konflik kepentingan diungkapkan dalam laporan tahunan/ <i>website</i> . <i>Dummy</i> : 1 = Memenuhi, 0 = Tidak.	[29] [39]
Pengungkapan sanksi terhadap manajemen	Perusahaan mencantumkan informasi sanksi terkait pelanggaran tata kelola dalam laporan tahunan atau sumber resmi lainnya. <i>Dummy</i> : 1 = Ada laporan sanksi, 0 = Tidak.	[29] [39]
Ketepatan waktu laporan keuangan	Perusahaan menerbitkan laporan keuangan wajib sebelum atau pada 31 Maret. <i>Dummy</i> : 1 = Tepat waktu, 0 = Tidak.	[29] [39]
Kepatuhan terhadap IFRS	Perusahaan menyusun laporan keuangan berdasarkan IFRS, <i>Dummy</i> : 1 = Tepat waktu, 0 = Tidak.	[29] [39]
Auditor eksternal <i>Big Four</i>	Auditor perusahaan berasal dari salah satu Big Four (EY, PwC, KPMG, Deloitte). <i>Dummy</i> : 1 = Ya, 0 = Tidak.	[29] [39]
Pengungkapan kompensasi CEO dan dewan	Informasi kompensasi eksekutif diungkapkan secara public. <i>Dummy</i> : 1 = Diungkapkan, 0 = Tidak.	[29] [39]
Pemisahan peran CEO dan ketua dewan direksi	CEO dan ketua dewan adalah individu yang berbeda. <i>Dummy</i> : 1 = Terpisah, 0 = Tidak.	[29] [39]
Kepemilikan komite pemantau	Perusahaan memiliki salah satu komite tata kelola. <i>Dummy</i> : 1 = Memenuhi, 0 = Tidak.	[29] [39]
Komposisi dewan independen	Minimal 1/3 anggota dewan adalah independen dan mayoritas adalah direktur eksternal. <i>Dummy</i> : 1 = Memenuhi, 0 = Tidak.	[29] [39]
Ukuran dewan yang ideal	Jumlah anggota dewan 5–9 orang sesuai praktik terbaik internasional. <i>Dummy</i> : 1 = Memenuhi, 0 = Tidak.	[29] [39]
Tidak adanya denda/penalti tata kelola	Perusahaan bebas dari denda SCA terkait pelanggaran tata kelola selama setahun terakhir. <i>Dummy</i> : 1 = Ada denda, 0 = Tidak.	[29] [39]
Keberadaan unit audit internal	Perusahaan memiliki unit audit internal aktif. <i>Dummy</i> : 1 = Ada, 0 = Tidak.	[29] [39]
Program pengembangan manusia dan sosial	Perusahaan melakukan program CSR terkait pengembangan sosial dan SDM. <i>Dummy</i> : 1 = Ada, 0 = Tidak.	[29] [39]
Kontribusi terhadap lingkungan	Perusahaan menggunakan material ramah lingkungan/berkontribusi pada pelestarian lingkungan. <i>Dummy</i> : 1 = Ada, 0 = Tidak.	[29] [39]
Variabel Kontrol (C): <i>Firm Size</i>		
<i>Firm Size</i>	Log natural dari total aset.	[40] [41] [42] [43]

3. Hasil dan Pembahasan

Hasil statistik deskriptif dalam studi ini disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	Obs.	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Y	600	12,177	11,885	18,900	2,380	2,772
X	600	89,874	91,670	100,000	63,890	6,105
C	600	27,733	27,631	31,845	20,207	1,755

Penentuan model estimasi data panel terdapat tiga model estimasi, yakni *Fixed Effect Model* (FEM), *Common Effect Model* (CEM), dan *Random Effect Model* (REM), yang akan diuji mana paling memadai guna penerapan dalam studi ini. Uji ini dilakukan dengan menguji uji *f-restricted* (Chow test), uji Hausman, serta uji *Lagrange Multiplier* (LM test). Proses penentuan model regresi pada tahap awal dilakukan melalui Uji Chow. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-square sebesar 0,000, yang berada di bawah ambang signifikansi 0,05. Dengan demikian, model FEM dinilai lebih sesuai dibandingkan CEM. Selanjutnya, dilakukan Uji Hausman yang menghasilkan nilai probabilitas sebesar 1,5599, yang melebihi batas signifikansi 0,05. Hasil ini mengindikasikan bahwa REM lebih tepat digunakan dibandingkan FEM menurut uji tersebut. Untuk memastikan ketepatan model, dilakukan pula LM test, yang menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000, sesuai dengan tingkat signifikansi 0,05. Berdasarkan keseluruhan hasil pengujian, model yang paling sesuai untuk penelitian ini adalah model REM.

Pengujian asumsi klasik mencakup multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan korelasi GCG dan *firm size* sebesar 0,079 yang menunjukkan permasalahan multikolinearitas. Tidak terdapatnya permasalahan heteroskedastisitas dengan metode Glejser ditunjukkan oleh nilai signifikansi GCG 0,934 dan *firm size* 0,755. Akhirnya, uji autokorelasi dengan metode Durbin-Watson menunjukkan nilai 1,929 yang berarti tidak teridentifikasi autokorelasi atau bebas dari autokorelasi positif maupun negatif. Hasil pengujian peranan tata kelola pada kendala keuangan perusahaan, disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3. Tata Kelola Perusahaan pada Kendala Keuangan

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	-27,201	0,327	-83,216	0,000
X	-0,0028	0,001	-2,638	0,009
C	1,431	0,011	126,929	0,000

Koefisien determinasi menunjukkan bahwa model regresi yang dimanfaatkan pada studi ini dipengaruhi sebesar 96,32 persen oleh variabel bebas, yakni GCG dan *firm size*. Sementara itu, 3,68 persen sisanya terpengaruh oleh sejumlah faktor lain yang tidak terkait kedalam ruang lingkup kajian ini. Hasil pada Tabel 3 mengindikasikan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap kendala keuangan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin optimal praktik *corporate governance* yang diterapkan, maka semakin rendah hambatan pembiayaan yang dihadapi perusahaan. Hasil ini mengonfirmasi hipotesis penelitian dan konsisten dengan berbagai studi terdahulu yang menegaskan bahwa tata kelola

perusahaan mampu mereduksi konflik keagenan, meningkatkan kualitas informasi, serta memperluas akses pendanaan eksternal.

Hubungan negatif tersebut sejalan dengan Teori Agensi [5] dan Teori Sinyal [18], yang menjelaskan bahwa tata kelola yang kuat melalui keberadaan komite audit, proporsi komisaris independen, penerapan kode etik, pengungkapan konflik kepentingan, serta pemisahan peran CEO dan *Chairman* berperan dalam menurunkan asimetri informasi dan meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata investor maupun kreditur. Temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa tata kelola efektif dapat menurunkan risiko informasi serta memperbaiki akses pendanaan [7]. Konsistensi ini juga terlihat pada kajian yang menegaskan bahwa GCG meningkatkan efisiensi intermediasi keuangan, menekan *under-investment*, dan memperbesar peluang perusahaan memperoleh kredit, termasuk pada sektor-sektor berisiko tinggi [1] [8] [10] [11] [12]. Bahkan, beberapa penelitian menemukan bahwa tata kelola dewan yang kuat mampu memberikan perlindungan tambahan ketika perusahaan menghadapi tekanan eksternal, seperti praktik *tax avoidance* [14] [20]. Selain itu, penguatan fungsi audit internal dalam kerangka GCG juga berkontribusi dalam menekan kendala keuangan, karena mendorong manajemen untuk menerapkan mekanisme kerja pengawasan dan pengendalian yang lebih efektif [44].

Relevansi temuan penelitian ini semakin kuat bila dikaitkan dengan kondisi ekonomi Indonesia baru-baru ini. Melemahnya daya beli kelas menengah [25], perlambatan ekonomi akibat tekanan global maupun domestik [26], serta fenomena *doom spending* pada generasi muda [27] memberikan tekanan tambahan terhadap pendanaan dan manajemen kas perusahaan. Dalam kondisi tersebut, perusahaan yang memiliki struktur GCG kuat lebih mampu menjaga stabilitas internal, mempertahankan kepercayaan kreditur, dan mengelola risiko keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan berfungsi sebagai mekanisme pertahanan penting dalam menghadapi ketidakpastian makroekonomi.

Keseluruhan interpretasi ini selaras dengan struktur variabel GCG yang digunakan dalam penelitian, yang mencakup 14 dimensi, antara lain pengungkapan konflik kepentingan, pengungkapan sanksi terhadap manajemen, ketepatan waktu laporan keuangan, kepatuhan terhadap IFRS, penggunaan auditor eksternal *Big Four*, pengungkapan kompensasi CEO dan dewan, pemisahan peran CEO dan Ketua Dewan Direksi, keberadaan komite pemantau, proporsi dewan independen, ukuran dewan yang ideal, tidak adanya penalti terkait praktik tata kelola, keberadaan unit audit internal, program pengembangan SDM dan sosial, serta kontribusi terhadap lingkungan. Indikator-indikator tersebut secara empiris terbukti meningkatkan transparansi [34], efisiensi investasi [31], akurasi informasi, disiplin manajerial, serta

kepercayaan kreditur. Oleh karena itu, hubungan negatif yang ditemukan mencerminkan konsistensi antara desain variabel GCG dan kondisi empiris perusahaan barang konsumsi di Indonesia.

4. Kesimpulan

Penelitian ini mengindikasikan bahwa penerapan GCG mampu menurunkan kendala keuangan yang dihadapi perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa tata kelola yang efektif dapat meningkatkan kepercayaan pasar, memperkuat kredibilitas perusahaan, serta mempermudah akses terhadap sumber pendanaan eksternal. Sebaliknya, ukuran perusahaan justru terbukti meningkatkan kendala keuangan, yang mengindikasikan bahwa entitas berskala besar memiliki kebutuhan pendanaan lebih tinggi, tingkat kompleksitas operasional yang lebih besar, serta sensitivitas yang lebih kuat terhadap tekanan ekonomi. Oleh karena itu, hasil penelitian ini menegaskan bahwa kualitas tata kelola dan skala usaha merupakan faktor krusial dalam menentukan kemampuan perusahaan mengatasi hambatan pembiayaan. Hasil temuan ini dapat diaplikasikan oleh perusahaan dengan memperkuat struktur tata kelola, meningkatkan transparansi, serta mengoptimalkan fungsi pengawasan internal agar perusahaan mampu memperoleh pendanaan dengan risiko dan biaya yang lebih rendah. Implikasi praktis bagi manajemen adalah perlunya perumusan strategi pendanaan yang lebih adaptif dan responsif terhadap dinamika pasar, terutama bagi perusahaan besar yang cenderung lebih rentan terhadap tekanan kebutuhan modal. Entitas yang berhasil membangun tata kelola yang lebih kuat berpotensi menikmati akses keuangan yang lebih stabil, termasuk dalam kondisi ekonomi yang tidak menentu. Temuan ini juga bermanfaat untuk studi berikutnya. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan hasil studi ini sebagai referensi dengan mempertimbangkan risiko internal dan eksternal, memperluas cakupan sektor penelitian, serta menggunakan indikator kendala keuangan alternatif.

Daftar Rujukan

- [1] Bai, X., Han, J., Ma, Y., & Zhang, W. (2022). ESG Performance, Institutional Investors' Preference and Financing Constraints: Empirical Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 22, S157–S168. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.013>.
- [2] Şengül, A., Pekin, S., & Alkan, U. (2025). Is Financial Constraint An Impediment to Firm's High Growth? *Borsa Istanbul Review*. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.06.009>
- [3] Wang, D., & Ding, B. (2025). The Strength of Intellectual Property Protection, Corporate Financing Constraints, and Corporate Governance Efficiency: Mechanisms and Heterogeneity Analysis. *International Review of Economics & Finance*, 103, 104449. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104449>.
- [4] He, G., & Ren, H. M. (2023). Are Financially Constrained Firms Susceptible to A Stock Price Crash? *The European Journal of Finance*, 29(6), 612–637. DOI: <https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2075280>.
- [5] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- [6] Puspitaningrum, D., & Atmini, S. (2012). Corporate Governance Mechanism and the Level of Internet Financial Reporting: Evidence from Indonesian Companies. *Procedia Economics and Finance*, 2, 157–166. DOI: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00075-5](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00075-5).
- [7] Liu, S., Liu, Y., Guo, M., Wang, R., Sun, Q., & Zhu, R. (2023). Formation Mechanism and Governance Strategies of Stigma in Public Health Emergencies: Based on Event System Theory. *Frontiers in Public Health*, 10. DOI: <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.1067693>.
- [8] Chen, M., & Kao, C. (2020). The Influence of Corporate Governance and Financial Constraints on the Speed of Employment Adjustment: An Analysis Using Mixed-Effects Models. *The Manchester School*, 88(3), 439–463. DOI: <https://doi.org/10.1111/manc.12316>.
- [9] Zhang, D., Wang, C., & Dong, Y. (2023). How Does Firm ESG Performance Impact Financial Constraints? An Experimental Exploration of the COVID-19 Pandemic. *The European Journal of Development Research*, 35(1), 219–239. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00499-6>.
- [10] Li, W., Zhu, J., & Liu, C. (2024). Environmental, Social, and Governance Performance, Financing Constraints, and Corporate Investment Efficiency: Empirical Evidence from China. *Heliyon*, 10(22), e40401. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e40401>.
- [11] Hao, Y., & Wu, W. (2024). Environment, Social, and Governance Performance and Corporate Financing Constraints. *Finance Research Letters*, 62, 105083. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105083>.
- [12] Shen, L., Zhang, W., & Ma, D. (2025). ESG Practices and Financing Constraints of Chinese High-Carbon Enterprises under Carbon Reduction Pressure: The Role of Credit Financing and Corporate Reputation. *Economic Modelling*, 152, 107252. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2025.107252>.
- [13] Usman, M., Mulchandani, K., Mulchandani, K., & Salem, R. (2025). Governance in Action: How board Characteristics Mitigate Cash Flows Classification Shifting? The Moderating Role of Financial Constraints. *Journal of Accounting Literature*, 1–35. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAL-03-2025-0147>.
- [14] Hussain, A., Gavurova, B., Ahmed, M., Khan, M. A., & Popp, J. (2023). What Matters for Corporate Cash Holdings Board Governance, Financial Constraints, or Interactions? *Sage Open*, 13(4). DOI: <https://doi.org/10.1177/21582440231210618>.
- [15] Hong, C., & Ren, T. (2025). Financial Constraints and Firm Innovation Decision: The Roles of Corporate Governance and Risk Diversification. *Emerging Markets Finance and Trade*, 61(5), 1428–1445. DOI: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2024.2420605>.
- [16] Kumar, S., Sasidharan, A., Olasiuk, H., & Vihari, N. S. (2023). Corporate Social Responsibility, Governance and Financial Constraints in Indian Listed Firms. *Global Business Review*. DOI: <https://doi.org/10.1177/09721509231152703>.
- [17] Xu, C., Pan, D., Hao, Y., & Gao, Y. (2025). Whether Digital Finance Can Reduce the Financial Risk of Real Estate Enterprises: Based on the Perspective of Corporate Governance and Financing Constraints. *ICCREM 2024*, 1111–1121. DOI: <https://doi.org/10.1061/9780784485910.105>.
- [18] Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. DOI: <https://doi.org/10.2307/1882010>
- [19] Azeem, M., Ahmad, N., Majid, S., Ur Rehman, J., & Nafees, B. (2023). Corporate Governance, Financial Constraints, and Dividend Policy: Evidence from Pakistan. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2243709. DOI: <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2243709>.
- [20] Bayar, O., Huseynov, F., & Sardarli, S. (2018). Corporate Governance, Tax Avoidance, and Financial Constraints. *Financial Management*, 47(3), 651–677. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.fmg.2018.03.001>.

- <https://doi.org/10.1111/fima.12208> .
- [21] Ariff, M. A., Kamarudin, K. A., Musa, A. Z., & Mohamad, N. A. (2024). Financial Constraints, Corporate Tax Avoidance and Environmental, Social and Governance Performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(7), 1525–1546. DOI: <https://doi.org/10.1108/CG-08-2023-0343> .
- [22] Silvera, D.L., Hizazi, A., Syurya Hidayat, M., & Rahayu, S. (2022). Financial Constraints and Corporate Governance as Moderating Variables for the Determinants of Tax Avoidance. *Investment Management and Financial Innovations*, 19(1), 274–286. DOI: [https://doi.org/10.21511/imfi.19\(1\).2022.21](https://doi.org/10.21511/imfi.19(1).2022.21) .
- [23] Bae, J., Yang, X., & Kim, M. (2021). ESG and Stock Price Crash Risk: Role of Financial Constraints. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(5), 556–581. DOI: <https://doi.org/10.1111/ajfs.12351> .
- [24] Bao, X., Sadiq, M., Tye, W., & Zhang, J. (2024). The Impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) Rating Disparities on Corporate Risk: The Mediating Role of Financing Constraints. *Journal of Environmental Management*, 371, 123113. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.123113> .
- [25] Alfian, A. H., & Arum, D. S. (2023). Akuntabilitas sebagai Penerapan Good Corporate Governance yang Mengurangi Potensi Kecurangan pada Koperasi Syariah. *Jurnal Stie Semarang (Edisi Elektronik)*, 15(2), 178–189. DOI: <https://doi.org/10.33747/stiesmg.v15i2.628> .
- [26] Asnatang, Farida, I., & Ardi, M. (2025). Implementation of Good Corporate Governance (GCG) in the Financial Management of Bumdes in Karella Village, Mare Subdistrict. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi Review*, 5(1). DOI: <https://doi.org/10.53697/emba.v5i1.2405> .
- [27] Petitsa, N. M. M. (2020). Evaluasi dan Implementasi Good Corporate Governance (Gcg) BUMN Menggunakan Model Peratingan CGCG UGM (Studi pada PT PP (Persero) Tbk). *ABIS: Accounting and Business Information Systems Journal*, 7(2). DOI: <https://doi.org/10.22146/abis.v7i2.58832> .
- [28] Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206310388419> .
- [29] Al-Gamrh, B., Ku Ismail, K. N. I., & Al-Dhamari, R. (2018). The Role of Corporate Governance Strength in Crisis and Non-Crisis Times. *Applied Economics*, 50(58), 6263–6284. DOI: <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1489513> .
- [30] Satrio, A. B. (2022). Corporate Governance Perception Index and Firm Performance in Indonesia. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 37(2), 226. DOI: <https://doi.org/10.24856/mem.v37i2.2884> .
- [31] Chen, L., Liu, C., & Wang, G. (2013). Financial Constraints, Investment Efficiency and Corporate Governance: Empirical Evidence from China. 2013 10th International Conference on Service Systems and Service Management, 445–449. DOI: <https://doi.org/10.1109/ICSSSM.2013.6602546> .
- [32] Haque, F., Arun, T. G., & Kirkpatrick, C. (2008). Corporate Governance and Capital Markets: A Conceptual Framework. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), 264–276. DOI: <https://doi.org/10.22495/cocv5i2c2p3> .
- [33] Hammond, P., & Opoku, M. O. (2023). The Mediating Effect of Going Concern and Corporate Reporting in the Relationship between Corporate Governance and Investor Confidence in Financial Institutions. *Heliyon*, 9(10), e20447. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20447> .
- [34] Nguyen, Q., Kim, M. H., & Ali, S. (2024). Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from Vietnamese Listed Firms. *International Review of Economics & Finance*, 89, 775–801. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.084> .
- [35] Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009> .
- [36] Armanious, A., & Zhao, R. (2024). Stock Liquidity Effect on Leverage: The Role of Debt Security, Financial Constraint, and Risk around the Global Financial Crisis and Covid-19 Pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 92, 103093. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103093> .
- [37] Kim, T., Lee, B. B., Meng, B., & Paik, D. G. (2023). The Effect of Accounting Conservatism on Measures of Financial Constraints. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 34(2), 166–186. DOI: <https://doi.org/10.1002/jcaf.22602> .
- [38] Majeed, M. A., Ullah, I., Ahsan, T., & Al-Gamrh, B. (2025). Investment Efficiency under Financial Constraints: The Role of CEO Power. *Research in International Business and Finance*, 79, 103059. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.103059> .
- [39] Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1–18. DOI: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143> .
- [40] Hindasah, L., Supriyono, E., & Ningri, L. J. (2021). The Effect of Good Corporate Governance and Firm Size on Financial Performance. DOI: <https://doi.org/10.2991/aer.k.210121.042> .
- [41] Khansa, L., Nugroho, W. S., & Nurcahyono, N. (2022). The Effect of Liquidity, Leverage, Profitability and Firm size on Financial Distress with GCG as a Moderation Variable. *MAKSIMUM*, 12(2), 143. DOI: <https://doi.org/10.26714/mki.12.2.2022.143-153> .
- [42] Shalit, S. S., & Sankar, U. (1977). The Measurement of Firm Size. *The Review of Economics and Statistics*, 59(3), 290. DOI: <https://doi.org/10.2307/1925047> .
- [43] Satrio, A. B. (2024). Corporate Social Responsibility Disclosure During Pandemic: What Does the Female Supervisory Board Do? *IJBE (Integrated Journal of Business and Economics)*, 8(2), 160. DOI: <https://doi.org/10.33019/ijbe.v8i2.451> .
- [44] Satrio, A. B. (2023). Corporate Financial Risks: Is There a Role of Insider Incentives? *MBR (Management and Business Review)*, 7(2), 204–220. DOI: <https://doi.org/10.21067/mbr.v7i2.9403> .