

PENGARUH KINERJA *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE* (ESG) TERHADAP
BIAYA UTANG (*COST OF DEBT*) DI INDONESIA TAHUN 2019-2023



SKRIPSI

Oleh:

Salsabilla Karunia Fitri

No. Mahasiswa: 21312115

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2024

PENGARUH KINERJA *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE* (ESG) TERHADAP
BIAYA UTANG (*COST OF DEBT*) DI INDONESIA TAHUN 2019-2023

SKRIPSI

Ditulis, disusun, dan diajukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk mencapai
derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi, Fakultas Bisnis dan
Ekonomika, Universitas Islam Indonesia.

Oleh:

Nama: Salsabilla Karunia Fitri

No.Mahasiswa: 21312115

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2024

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi yang saya susun ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan oleh pihak lain untuk memperoleh gelar sarjana di suatu perguruan tinggi. Selain itu, berdasarkan pengetahuan saya, tidak ada karya atau pendapat yang pernah ditulis dan diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan dicantumkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya bersedia menerima hukuman atau sanksi apapun sesuai dengan peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 15 Maret 2025

Penulis,

48333AKX587316570
(Salsabila Karunia Fitri)

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

PENGARUH KINERJA *ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE* (ESG) TERHADAP
BIAYA UTANG (*COST OF DEBT*) DI INDONESIA TAHUN 2019-2023

SKRIPSI

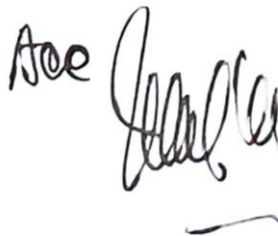
Diajukan Oleh:

Nama: Salsabilla Karunia Fitri

No.Mahasiswa: 21312115

Yogyakarta, 20 Februari 2025

Telah disetujui dan disahkan oleh Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Noor Endah Cahyawati', with a horizontal line underneath.

Noor Endah Cahyawati, Dra., M.Si., CMA., CAPM

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**PENGARUH KINERJA ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) TERHADAP BIAYA
UTANG (COST OF DEBT) DI INDONESIA TAHUN 2019-2023**

Disusun oleh : SALSABILLA KARUNIA FITRI

Nomor Mahasiswa : 21312115

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan Lulus
pada hari, tanggal: Rabu, 16 April 2025

Penguji/Pembimbing Skripsi : Noor Endah Cahyawati, Dra., M.Si., CMA., CAPM

Penguji : Erna Hidayah, Dra., M.Si., Ak., CA.

Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFrA, CertIPSAS.

MOTTO

“Kamu tidak akan pernah tahu hadiah apa yang telah Allah siapkan untukmu di masa depan. Jalani setiap langkah yang telah engkau mulai dan hadapilah semua yang ada di depanmu saat ini. Meskipun keadaan saat ini mungkin tidak sesuai dengan apa yang telah engkau rencanakan, percayalah bahwa rencana-Nya jauh lebih baik untukmu. Lakukan semua ini semata-mata untuk meraih ridho Allah SWT.”

“Boleh jadi kamu membenci sesuatu, padahal ia amat baik bagimu, dan boleh jadi (pula) kamu menyukai sesuatu, padahal ia amat buruk bagimu; Allah mengetahui, sedang kamu tidak mengetahui.”

(QS. Al-Baqarah [2]: 216)

“Dan aku menyerahkan urusanku kepada Allah”

(QS. Al-Ghafir [40]: 44)

KATA PENGANTAR

Bismillaahirrahmaanirrahiim

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabaraktuh

Alhamdulillah, penulis mengucapkan puji dan syukur kepada Allah SWT atas limpahan rahmat, taufik, dan hidayah-Nya. Berkat karunia-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **"Pengaruh Kinerja *Environmental, Social, Governance* (ESG) terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*) di Indonesia Tahun 2019-2023"**. Shalawat serta salam semoga senantiasa terlimpah kepada junjungan kita, Nabi Muhammad SAW, utusan Allah yang membawa cahaya petunjuk bagi seluruh umat manusia.

Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata-1 pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia. Penulis menyadari bahwa dalam proses penyusunan skripsi ini sangat tidak mudah, terdapat berbagai tantangan dan kekurangan dalam penulisan ini. Namun, berkat doa, dukungan, serta bimbingan dari berbagai pihak, penulisan skripsi ini akhirnya dapat terselesaikan dengan baik. Oleh karena itu, dengan penuh rasa syukur, penulis mempersembahkan skripsi ini sebagai bukti dari semangat, dan usaha penulis kepada orang-orang tersayang. Penulis juga ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Allah SWT yang telah memberikan segala nikmat berupa kesehatan, kekuatan, ketabahan kepada penulis, sehingga penulis mampu menyelesaikan penyusunan skripsi Program Sarjana Strata-1.
2. Bapak Giyanto selaku ayah dari penulis dan Ibu Hartutik selaku Ibunda penulis yang selalu memberikan semangat serta dukungan tiada henti kepada penulis untuk menyelesaikan penulisan skripsi. Terimakasih banyak atas doa tiada hentinya, memberikan cinta dan kasih sayang tanpa batas, dan selalu mengusahakan yang terbaik

- untuk penulis hingga penulis tidak kekurangan sedikit pun dalam menempuh pendidikannya sehingga bisa mencapai titik saat ini. Semoga ayah dan bunda senantiasa dalam lindungan Allah Swt, diberikan kesehatan dan umur yang panjang agar bisa selalu mengantarkan penulis mencapai cita-citanya, dan selalu dapat membanggakan keluarga
3. Sabrina Elysia sebagai saudara kadung penulis yang selalu memberikan dukungan dan perhatian tiada henti kepada penulis
 4. Ibu Noor Endah Cahyawati, Dra., M.Si., CMA., CAPM selaku dosen pembimbing penulisan skripsi yang telah memberikan ilmu dan pengarahan tiada henti kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan tugas akhir. Penulis sangat berterimakasih atas dedikasi yang telah ibu berikan, baik ilmu, arahan, waktu untuk membimbing penulis. Penulis juga memohon maaf jika selama menjadi mahasiswa bimbingan mungkin ada perbuatan yang tidak berkenan. Semoga Ibu dan sekeluarga selalu sehat, ilmu yang telah diberikan dapat bermanfaat dikemudian hari, dan semoga apa yang telah ibu berikan kepada penulis, Allah jadikan ladang pahala untuk ibu dan sekeluarga.
 5. Bapak Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D. selaku Rektor Universitas Islam Indonesia, beserta seluruh jajaran pimpinan Universitas Islam Indonesia
 6. Bapak Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D. CrfA, CertIPSAS selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia
 7. Bapak Drs. Dekar Urumsah, S.E., S.Si., M.Com(IS)., Ph.D., CFrA selaku ketua Jurusan Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia
 8. Bapak Prof. Rifqi Muhammad, S.E., S.H., M.Sc., Ph.D. selaku Ketua Program Studi Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia

9. Seluruh Bapak/Ibu Dosen dan Staf Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu, arahan, bimbingan selama penulis menjadi mahasiswa. Semoga ilmu yang penulis dapatkan menjadi berkah dan dapat diterapkan dalam dunia kerja.
10. Muhammad Fadly Vio selaku dosen, dan Coach MonsoonSim Tim Los Toros yang senantiasa selalu memberikan arahan kepada penulis. Terimakasih telah membawa penulis sejauh ini, memberikan pengalaman-pengalaman yang tak terlupakan menjadi Juara Monsoonsim 2023 di tingkat Nasional dan Internasional. Penulis juga mengucapkan terimakasih banyak atas segala bantuan yang telah diberikan kepada penulis saat penyusunan skripsi ini. Semoga Allah membalas segala kebaikan yang Mas Vio berikan kepada penulis
11. Fauzan Dwi Pamungkas selaku partner penulis yang selalu mendukung penulis dalam hal baik apapun. Terimakasih atas waktu, perhatian, tenaga yang telah dikorbankan kepada penulis, hingga penulis berhasil melewati semu hingga saat ini, dan mendampingi penulis dalam suka maupun duka. Semoga Allah senantiasa memberi kesehatan, kekuatan, dilancarkan segala urusan untuk menggapai cita-citamu, dan selalu kebersamai penulis hingga akhir waktu nanti.
12. Ratri Hidayati Varinov selaku sahabat penulis dari awal perkuliahan. Mungkin saat ini waktu bersama penulis tidak sebanyak dulu, semoga pertemanan ini tidak pernah berhenti ya. Semoga Allah selalu mempermudah jalan mu, diberikan kesehatan. Penulis sangat senang bisa mengenalmu sejauh ini
13. Tim MonsoonSim Terbaik dengan penulis “Los Toros” yang beranggotakan Reva, Othman, Karim, Trisya, kalian orang-orang hebat, dan berprestasi. Terimakasih telah berjuang bersama-sama dalam kompetisi ini, menciptakan kenangan yang tak pernah

penulis lupakan. Sekali lagi penulis mengucapkan terima kasih banyak atas kesempatan, ilmu, kerjasama, suka duka, dan kebersamaannya selama ini. Semoga kalian semua menjadi orang-orang hebat, dapat tercapai segala keinginannya, jangan pernah lupakan kenanga ini yaa, sampai bertemu di cerita selanjutnya

14. Attina Sabila, Nurul Istiqomah, Zakia Putri selaku sahabat seperjuangan dengan penulis dalam kondisi apapun. Terimakasih telah menjadi tempat bertukar cerita dan keluh kesah, selalu mendukung satu sama lain. Dimanapun kalian berada nanti, semoga Allah selalu melindungi kalian, tercapai segala cita-citanya, dan semoga kita selalu bersama sampai akhir waktu nanti
15. Aurel Zanetta dan Zein Bunga selaku sahabat penulis yang selalu dukung apapun yang penulis lakukan. Terimakasih atas bantuan, kerjasama, kenangan indah yang dilalu bersama penulis. Semoga pertemanan ini tidak pernah terhenti sampai kapanpun, semangat untuk menempuh perjalanan hidup selanjutnya, jangan pernah menyerah
16. Pihak-pihak yang telah berkontribusi, memberikan bantuan, serta dukungannya dalam bentuk apapun saat penyusunan skripsi ini, yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.
17. Salsabilla Karunia Fitri, selaku penulis skripsi ini, seseorang yang tidak pantang menyerah, meskipun banyak ketakutan yang akan terjadi didepan sana, namun berhasil melewati semuanya dengan baik. Terimakasih atas jerih payah selama ini, tangis, tawa, semangat yang masih naik turun, selalu mengusahakan yang terbaik untuk orang-orang tersayang, dan tidak memilih menyerah meskipun banyak badai yang menimpa jalanmu. Tetap percayalah bahwa segala sesuatu yang dilakukan dengan sepenuh hati, meskipun harus melewati jalan yang berduri, maka semuanya akan selesai dan menjadi kenyataan. Sekali lagi terimakasih tidak memilih untuk menyerah, dan terus berjalan. Semoga Allah

selalu mendampingi jalan mu meraih kesuksesan, menjadi kebanggaan orang tua dan orang-orang terdekat.

Sebagai penutup, penulis mengharapkan agar skripsi ini dapat memberikan kontribusi yang signifikan bagi berbagai pihak, khususnya dalam bidang akuntansi dan penelitian akademik. Penulis juga berharap skripsi ini dapat menjadi landasan awal bagi perkembangan pengetahuan yang lebih luas di masa depan. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki banyak kekurangan. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan segala bentuk saran dan kritik yang membangun demi penyempurnaan karya ini di waktu mendatang. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca dan menjadi referensi yang berguna dalam pengembangan ilmu pengetahuan, terutama dalam bidang akuntansi.

Akhir kata, penulis berharap agar segala kebaikan yang telah diberikan kepada penulis mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah SWT. Semoga ilmu yang diperoleh dalam penyusunan skripsi ini dapat bermanfaat bagi diri penulis sendiri maupun bagi orang lain.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Yogyakarta, 14 Maret 2025

Penulis



Salsabilla Karunia F

DAFTAR ISI

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME	iii
LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI.....	iii
BERITA ACARA SKRIPSI.....	v
MOTTO	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
ABSTRAK.....	xviii
ABSTRACT	xix
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian.....	9
BAB 2 KAJIAN PUSTAKA	11
2.1 Landasan Teori	11
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	11
2.1.2 Teori Isyarat (<i>Signaling Theory</i>)	12
2.1.3 Teori Stakeholder (<i>Stakeholder Theory</i>)	13
2.1.4 ESG.....	15
2.2 Penelitian Terdahulu	18
2.3 Hipotesis Peneitian	26
2.3.1 Hubungan Kinerja ESG terhadap Biaya Utang (Cost of Debt).....	26
2.3.2 Hubungan <i>Evironmental</i> terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)	27
2.3.3 Hubungan <i>Social</i> terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)	28
2.3.4 Hubungan <i>Governance</i> terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)	29
2.4 Kerangka/Model Penelitian	1

BAB 3 METODE PENELITIAN	2
3.1 Populasi dan Sample	2
3.2 Variabel Penelitian	3
3.2.1 Variabel Independen	3
3.2.2 Variabel Dependen	4
3.2.3 Variable Kontrol	6
3.3 Metode Pengumpulan Data	8
3.4 Teknis Analisis Data	9
3.4.1 Analisis Statistik Deskripti	10
3.4.2 Pengujian Model Data Panel	11
3.4.3 Model Regresi Data Panel	14
3.4.4 Analisis Regresi Data Panel	18
3.4.5 Uji Asumsi Klasik	19
3.4.6 Uji Hipotesis	21
BAB 4 PEMBAHASAN	24
4.1 Sumber Penelitian dan Analisis Data	24
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	24
4.2.1 Kinerja ESG (<i>ESG Score</i>)	26
4.2.2 Kinerja Lingkungan (<i>Environmental Pillar Score</i>) - ENS	26
4.2.3 Kinerja Sosial (<i>Social Pillar Score</i>) - SOS	26
4.2.4 Kinerja Tata Kelola (<i>Governance Pillar Score</i> GS)	27
4.2.5 Ukura Perusahaan (<i>Size</i>)	27
4.2.6 Profitabilitas (<i>Leverage</i>)	28
4.2.7 ROE	29
4.2.8 Fixed Asset Ratio (FA)	29
4.3 Uji Pemilihan Model	30
4.3.1 Hasil Uji Chow	31
4.3.2 Hasil Uji Hausman	32
4.4 Uji Asumsi Klasik	32
4.4.1 Uji Normalitas	33
3.4.7 Uji Multikolinearitas	35

4.5	Hasil Regresi Data Panel.....	37
4.6	Uji Hipotesis	42
4.6.1	Uji Koefisien Determinasi (R-Squared)	42
4.6.2	Uji F.....	44
4.6.3	Uji T.....	45
4.7	Pembahasan.....	49
4.7.1	Hubungan Kinerja ESG Terhadap Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>).....	49
4.7.2	Hubungan <i>Environmental</i> Terhadap Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>).....	51
4.7.3	Hubungan <i>Social</i> Terhadap Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>).....	55
4.7.4	Hubungan <i>Governance</i> Terhadap Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>)	57
BAB 5	KESIMPULAN	60
5.1	Kesimpulan.....	60
5.2	Implikasi Penelitian	61
5.3	Keterbatasan Penelitian	63
5.4	Saran	64
DAFTAR PUSTAKA		65
LAMPIRAN		70

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	19
Tabel 3. 1 Kriteria Penentuan Sampel	2
Tabel 4. 1 Hasil Statistik Deskriptif	25
Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow	31
Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman	32
Tabel 4. 4 Hasil Uji VIF ESG.....	35
Tabel 4. 5 Hasil Uji VIF Komponen ESG	36
Tabel 4. 6 Hasil Uji Regresi ESG.....	39
Tabel 4. 7 Hasil Uji Regresi Environmental Pillar	40
Tabel 4. 8 Hasil Regresi Social Pillar.....	40
Tabel 4. 9 Hasil Regresi Governance Pillar	41
Tabel 4. 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi dan Uji F	42
Tabel 4. 11 Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	43
Tabel 4. 12 Hasil Uji F	44
Tabel 4. 13 Hasil Uji T ESG.....	46
Tabel 4. 14 Hasil Uji Environmental Pillar	46
Tabel 4. 15 Hasil Uji Social Pillar.....	47
Tabel 4. 16 Hasil Uji Governance Pillar.....	47

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian	1
Gambar 4. 1 Uji Normalitas	34

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. 1 Daftar Perusahaan Sampel	70
Lampiran 1. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	71
Lampiran 1. 3 Hasil Uji Model Chow	72
Lampiran 1. 4 Hasil Uji Model Hausman	72
Lampiran 1. 5 Hasil Uji Normalitas	74
Lampiran 1. 6 Hasil Uji VIF ESG	74
Lampiran 1. 7 Hasil Uji VIF Komponen ESG	75
Lampiran 1. 8 Hasil Regresi ESG	76
Lampiran 1. 9 Hasil Regresi Environmental Pillar	77
Lampiran 1. 10 Hasil Regresi Social Pillar	78
Lampiran 1. 11 Hasil Regresi Governance Pillar	79

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap biaya utang (*Cost of Debt*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2023. Kinerja ESG semakin diakui sebagai faktor penting yang dipertimbangkan dalam strategi bisnis perusahaan; namun, pengaruhnya terhadap biaya utang masih menimbulkan perdebatan yang signifikan. Penelitian ini menggunakan metode regresi data panel dengan sampel yang terdiri dari 30 perusahaan yang memiliki data ESG lengkap dan data lain yang diperlukan selama rentang waktu yang telah ditentukan. Variabel independen dalam penelitian ini meliputi ESG Score dan tiga pilar ESG, yaitu *Environment Pillar Score*, *Social Pillar Score*, serta *Governance Pillar Score*. Variabel kontrol yang digunakan mencakup ukuran Perusahaan (Size), *leverage*, rasio aset tetap (FA), dan profitabilitas (ROE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG secara keseluruhan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap biaya utang, yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi justru menghadapi biaya utang yang lebih besar. Temuan ini bertentangan dengan hipotesis awal dan mengindikasikan bahwa penerapan ESG di Indonesia masih menghadapi berbagai tantangan. Kreditur cenderung lebih memprioritaskan profitabilitas dan stabilitas keuangan jangka pendek ketimbang komitmen terhadap ESG. Selain itu, tingginya biaya implementasi ESG, minimnya insentif pembiayaan hijau, serta peningkatan biaya kepatuhan juga turut berkontribusi pada tingginya biaya utang di kalangan perusahaan dengan skor ESG tinggi. Penelitian ini menekankan pentingnya mencapai keseimbangan antara strategi keberlanjutan dan manajemen keuangan sehingga penerapan ESG tidak menjadi beban yang secara signifikan meningkatkan biaya utang.

Kata kunci: ESG, *Environmental, Social, Governance*, *Cost of Debt*, Regresi Data Panel.

ABSTRACT

This study aims to analyze the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on the cost of debt for companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) during the 2019–2023 period. ESG performance is increasingly recognized as a crucial factor in corporate business strategies; however, its effect on the cost of debt remains a subject of significant debate. This study employs panel data regression with a sample of 30 companies that have complete ESG data and other relevant financial information over the specified period. The independent variables in this study include the ESG Score and its three pillars: the Environmental Pillar Score, the Social Pillar Score, and the Governance Pillar Score. The control variables consist of firm size (Size), leverage, fixed asset ratio (FA), and profitability (ROE). The findings indicate that ESG performance overall has a positive and significant impact on the cost of debt, suggesting that companies with higher ESG scores face higher borrowing costs. These results contradict the initial hypothesis and suggest that ESG implementation in Indonesia still faces various challenges. Creditors tend to prioritize short-term profitability and financial stability over ESG commitments. Additionally, the high cost of ESG implementation, the lack of green financing incentives, and increased compliance costs further contribute to the higher cost of debt among companies with strong ESG performance. This study underscores the importance of balancing sustainability strategies with financial management to ensure that ESG adoption does not become a financial burden that significantly increases the cost of debt.

Keywords: ESG, Cost of Debt, Environmental, Social, Governance, Panel Data Regressi

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Saat ini, perusahaan tidak hanya harus memusatkan perhatian pada kinerja keuangan, tetapi juga mempertimbangkan dampak lingkungan dan sosial yang dihasilkan dari kegiatan bisnisnya. Pandangan konvensional yang hanya berfokus pada profitabilitas perusahaan dinilai tidak lagi memadai untuk memenuhi kebutuhan para pemangku kepentingan. Tekanan dari masyarakat serta meningkatnya isu keberlanjutan mengharuskan perusahaan untuk lebih memperhatikan tanggung jawab sosial dan lingkungan yang melekat pada operasional mereka. (Scholtens, 2008).

Salah satu cara yang dapat diambil oleh perusahaan untuk menegaskan komitmennya terhadap tanggung jawab sosial dan lingkungan adalah dengan mengimplementasikan praktik ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Konsep ESG mencakup tiga aspek utama yang digunakan untuk mengevaluasi dampak serta tanggung jawab perusahaan terhadap lingkungan dan masyarakat, serta cara perusahaan tersebut dikelola. Dengan meningkatnya kesadaran global mengenai isu keberlanjutan, ESG kini telah menjadi fokus utama dalam dunia bisnis dan keuangan. Saat ini, ESG bukan hanya sekedar alat untuk mematuhi peraturan atau meningkatkan reputasi perusahaan saja, akan tetapi telah menjadi strategi bisnis yang signifikan yang berpengaruh pada keberlanjutan jangka panjang perusahaan. Saat ini di Indonesia ESG masih dalam tahap pengembangan, meskipun banyaknya tuntutan dari berbagai pihak seperti investor dan kreditur semakin mendorong perusahaan untuk mengikuti prinsip-prinsip berkelanjutan ini.

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa penerapan prinsip-prinsip ESG (*Environmental, Social, Governance*) tidak hanya berdampak pada reputasi perusahaan, tetapi juga berpengaruh signifikan terhadap kinerja finansial secara keseluruhan. Salah satu aspek keuangan yang menjadi perhatian adalah biaya utang, yaitu biaya yang harus ditanggung perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan melalui pinjaman, berupa bunga. Faktor-faktor yang

memengaruhi biaya utang ini termasuk persepsi risiko para kreditur. Semakin rendah risiko yang dinilai oleh kreditur terhadap suatu perusahaan, semakin rendah pula biaya utang yang akan ditanggung oleh perusahaan tersebut. Dalam hal ini, kinerja ESG yang baik dapat berperan untuk mengurangi persepsi risiko kreditur, sehingga memungkinkan perusahaan untuk memperoleh pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah. Perusahaan yang menerapkan praktik ESG dengan baik biasanya dianggap memiliki risiko yang lebih rendah, sehingga dapat lebih mudah mendapatkan biaya utang yang lebih terjangkau dari para pemberi pinjaman (OECD, 2020). Oleh karena itu, pemahaman tentang hubungan antara praktik *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan biaya utang menjadi sangat krusial bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan strategis.

Terdapat beberapa pengaruh ESG terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*), yang pertama yaitu mengenai aspek Lingkungan atau *Environment*. Dalam konteks ESG merujuk pada bagaimana suatu perusahaan mengelola dampak operasionalnya terhadap lingkungan, seperti pengelolaan limbah, penggunaan energi, serta emisi karbon. Perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik cenderung dipandang lebih bertanggung jawab dalam menghadapi risiko lingkungan, seperti perubahan iklim dan bencana alam. Hal ini mengurangi risiko jangka panjang yang mungkin dihadapi perusahaan, termasuk risiko litigasi, denda, atau kerugian akibat kerusakan lingkungan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik sering kali dianggap lebih stabil oleh para kreditur.

Kedua yaitu Aspek Sosial (*social*) yang mencakup bagaimana perusahaan berinteraksi dengan masyarakat, termasuk bagaimana perusahaan memperlakukan karyawan, pelanggan, dan komunitas sekitar. Perusahaan yang berkomitmen pada hak-hak karyawan, kesetaraan gender, serta tanggung jawab sosial sering kali lebih mampu mengelola konflik sosial dan menjaga stabilitas internal. Hal ini dapat mengurangi risiko ketidakpastian yang mungkin timbul akibat

konflik tenaga kerja, boikot konsumen, serta ketidakpuasan masyarakat. Semua ini berpotensi memengaruhi pandangan kreditur terhadap risiko yang dihadapi perusahaan..

Aspek ketiga yang perlu diperhatikan yaitu Tata Kelola (*Governance*), yang berfokus pada struktur dan proses pengambilan keputusan di tingkat manajemen perusahaan. Tata kelola yang baik ditandai dengan adanya transparansi, akuntabilitas, dan mekanisme pengawasan yang ketat terhadap manajemen. Perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik cenderung lebih mampu menghindari skandal keuangan, praktik korupsi, atau penyalahgunaan aset, yang dapat berdampak pada stabilitas keuangan perusahaan. Kreditur biasanya melihat perusahaan dengan tata kelola yang baik sebagai entitas yang lebih dapat dipercaya dan memiliki manajemen risiko yang efektif.

Biaya utang merupakan elemen yang krusial dalam struktur modal perusahaan, karena berpengaruh terhadap biaya pendanaan yang wajib dibayarkan oleh perusahaan kepada para kreditur. Perusahaan yang dapat mengelola risiko secara efektif, termasuk risiko yang berkaitan dengan aspek lingkungan dan sosial, umumnya akan dianggap lebih stabil oleh pihak kreditur, yang pada gilirannya dapat memudahkan akses terhadap pembiayaan dengan biaya yang lebih rendah. Sebaliknya, perusahaan yang tidak sukses dalam mengelola risiko terkait dengan *Environmental, Social, and Governance* (ESG) berpotensi dianggap lebih berisiko oleh kreditur, sehingga dapat menghadapi suku bunga pinjaman yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung oleh pemberi pinjaman. Ketika perusahaan menerapkan praktik ESG yang kuat, hal ini dapat mengurangi berbagai risiko, seperti risiko reputasi, risiko operasional, dan risiko hukum yang mungkin timbul dari dampak negatif kegiatan bisnis terhadap lingkungan dan masyarakat. Pengurangan risiko-risiko tersebut membuat perusahaan dianggap lebih kredibel dan dapat diandalkan oleh kreditur (Goss & Roberts, 2011).

Selain itu, penerapan praktik ESG yang baik dapat meningkatkan transparansi serta pengungkapan informasi perusahaan. Hal ini berpotensi mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan kreditur, sehingga kreditur dapat lebih tepat dalam menilai profil risiko perusahaan (Menz, 2010). Pada penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kinerja ESG yang baik dapat mempengaruhi keputusan kreditur dalam menilai risiko suatu perusahaan. (Shi et al., 2024) Mengungkapkan bahwa di China, perusahaan yang memiliki skor ESG yang lebih tinggi cenderung memperoleh biaya utang yang lebih rendah karena dianggap lebih stabil serta memiliki manajemen risiko yang lebih baik. Penelitian ini menyoroti bahwa para kreditur, khususnya bank, mulai mempertimbangkan kinerja ESG sebagai salah satu faktor dalam menentukan tingkat suku bunga pinjaman. Selain itu, (Becchetti et al., 2023) juga menemukan bahwa perusahaan yang terlibat dalam praktik *Corporate Social Irresponsibility* (kebijakan mengenai tanggung jawab sosial perusahaan yang tidak sesuai) cenderung menghadapi peningkatan biaya modal, termasuk biaya utang, sebagai akibat dari tingkat risiko yang lebih tinggi.

Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh (Wahyuningtyas et al., 2024) ditemukan bahwa di Indonesia dan Malaysia, perusahaan yang memiliki ESG yang lebih baik cenderung mengalami biaya ekuitas yang lebih rendah. Hal ini mencerminkan bahwa pasar modal mulai memberikan apresiasi terhadap perusahaan yang menerapkan praktik ESG, yang pada akhirnya berdampak pada penurunan biaya modal perusahaan. Namun, pengaruh langsung kinerja ESG terhadap biaya utang di Indonesia masih belum banyak dieksplorasi. Mengingat bahwa perusahaan di Indonesia menghadapi risiko lingkungan dan sosial yang cukup tinggi, penting untuk meneliti lebih lanjut bagaimana kinerja ESG memengaruhi biaya utang perusahaan di Indonesia.

Penelitian sebelumnya telah menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara kinerja ESG dan biaya utang. Salah satu studi utama yang dijadikan acuan dalam penelitian ini adalah

penelitian yang dilakukan oleh (Shi et al., 2024) yang dipublikasikan dalam jurnal berjudul "*ESG Performance and Cost of Debt*". Penelitian tersebut menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di pasar modal China dengan periode pengamatan dari tahun 2018 hingga 2020. Data yang digunakan berasal dari basis data CSMAR dan Wind, dengan variabel utama berupa skor ESG perusahaan, serta variabel kontrol seperti ukuran perusahaan (*Size*), *leverage*, profitabilitas, kepemilikan negara (*State-Owned Enterprise/SOE*), usia perusahaan (*Age*), rasio aset tetap (*Fixed Assets/FA*), efek tetap industri (*Industry Fixed Effects/Ind FE*), dan efek tetap tahun (*Year Fixed Effects/Year FE*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah, dikarenakan peningkatan transparansi, pengelolaan risiko yang lebih baik, serta pengurangan asimetri informasi antara perusahaan dan kreditur. Selain itu, penelitian ini juga mengidentifikasi bahwa dampak ESG terhadap biaya utang lebih signifikan di negara-negara dengan regulasi yang lebih ketat terkait keberlanjutan.

Di Indonesia, penerapan ESG di kalangan perusahaan publik masih relatif baru. Meskipun demikian, pemerintah telah mulai mendorong implementasi ESG melalui berbagai kebijakan dan regulasi, seperti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 51/POJK.03/2017 mengenai Keuangan Berkelanjutan. Regulasi ini mengharuskan perusahaan publik untuk menyusun dan melaporkan kinerja keberlanjutan mereka melalui laporan tahunan.

Namun, implementasi ESG di Indonesia masih menghadapi beberapa tantangan yang signifikan, termasuk keterbatasan pemahaman manfaat jangka panjang ESG, terutama dalam hal pengelolaan risiko dan pengurangan biaya pendanaan. Selain itu, kurangnya infrastruktur dan sumber daya untuk mendukung penerapan ESG yang komprehensif juga menjadi salah satu kendala yang dihadapi. Di sisi lain, ESG di Indonesia masih cenderung lebih banyak diadopsi oleh perusahaan besar dan perusahaan multinasional, sementara perusahaan kecil dan menengah masih menghadapi kendala dalam penerapannya. Tidak hanya itu, kreditur di Indonesia, termasuk

bank dan lembaga keuangan lainnya, masih dalam tahap awal mengintegrasikan kriteria ESG ke dalam proses penilaian risiko kredit mereka.

Salah satu alasan utamanya yaitu karena ketergantungan perusahaan di Indonesia pada pendanaan berbasis utang. Berdasarkan data Bank Indonesia, Utang Luar Negeri (ULN) Indonesia pada Agustus 2023 tercatat sebesar 396,4 miliar dolar AS, di mana sektor swasta, termasuk BUMN, memiliki utang sebesar 204,1 miliar dolar AS. Hal ini mencerminkan masih dominannya peran utang dalam struktur pendanaan perusahaan di Indonesia. Dalam konteks ini, biaya utang menjadi komponen krusial dalam struktur modal perusahaan dan memiliki implikasi langsung terhadap profitabilitas serta daya saing. Oleh karena itu, memahami bagaimana praktik ESG dapat mempengaruhi biaya utang perusahaan di Indonesia menjadi sangat penting.

Selain itu, urgensi penelitian ini juga didorong oleh beberapa faktor fundamental lainnya. Pertama, fungsi ESG disclosure sebagai mekanisme reduksi asimetri informasi yang semakin kritis di pasar dengan spread kredit yang relatif tinggi. Penelitian (Goss & Roberts, 2011) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG dapat menurunkan biaya utang dengan mengurangi ketidakpastian yang dihadapi kreditur. Kedua, evolusi dalam penilaian risiko kredit oleh perbankan Indonesia yang mulai mengintegrasikan metrik ESG. Laporan Keberlanjutan Bank Mandiri tahun 2023 menegaskan komitmen bank dalam mendorong transisi menuju ekonomi hijau serta berupaya menjadi pelopor dalam inisiatif ESG melalui transformasi digital dan berbagai upaya lainnya. Hal ini tercermin dalam penerapan aspek-aspek ESG dalam strategi operasional serta bisnis, pengukuran emisi karbon yang dihasilkan, dan penilaian secara menyeluruh terhadap parameter-parameter ESG. Seiring dengan perkembangan ini, lembaga keuangan di Indonesia mulai mempertimbangkan faktor ESG dalam proses evaluasi risiko kredit mereka, yang berpotensi akan berdampak pada keputusan pemberian kredit dan biaya utang yang dikenakan kepada perusahaan.

Penelitian ini mengandung beberapa keterbaruan jika dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu, yang pertama yaitu penelitian ini berfokus pada perusahaan di Indonesia, yang masih jarang diteliti dalam konteks hubungan antara ESG dan biaya utang. Sebagian besar penelitian terdahulu, termasuk (Shi et al., 2024), menggunakan sampel perusahaan dari Cina, yang memiliki regulasi, kondisi pasar, dan tingkat adopsi ESG yang berbeda dibandingkan dengan Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini memberikan wawasan spesifik mengenai bagaimana ESG berpengaruh terhadap biaya utang dalam konteks Indonesia, seperti rendahnya kesadaran perusahaan terhadap manfaat ESG dan keterbatasan regulasi yang mengikat.

Kedua, penelitian ini menggunakan variabel kontrol yang juga telah digunakan dalam penelitian sebelumnya, seperti ukuran perusahaan (*Size*), *leverage*, profitabilitas (ROE), serta rasio aset tetap (FA). Berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Shi et al., 2024) yang memasukkan variabel kontrol lainnya seperti efek tetap industri (*Ind FE*), kepemilikan negara (SOE), usia perusahaan (*Age*), serta efek tetap tahun (*Year FE*). Pengurangan variabel pada penelitian ini agar hanya berfokus pada variabel yang lebih relevan dalam konteks perusahaan yang beroperasi di Indonesia. Oleh karena itu, melalui pendekatan ini, penelitian yang saya lakukan bertujuan untuk memberikan hasil yang lebih terarah dalam menganalisis hubungan antara ESG dan biaya utang, tanpa terpengaruh oleh faktor eksternal yang mungkin kurang signifikan.

Ketiga, penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai bagaimana ESG dapat berfungsi sebagai mekanisme pengurangan risiko dalam konteks pasar keuangan Indonesia, di mana struktur pendanaan masih didominasi oleh utang bank. Sebagian besar perusahaan di Indonesia masih mengandalkan pinjaman bank sebagai sumber utama pendanaan eksternal, sehingga pemahaman mengenai bagaimana ESG memengaruhi biaya utang dalam sistem keuangan yang berbasis perbankan menjadi semakin relevan. Dengan meningkatnya fokus terhadap

keberlanjutan dan tanggung jawab sosial, penerapan ESG menjadi semakin penting dalam menentukan stabilitas keuangan perusahaan, termasuk biaya utang.

Dengan demikian, penelitian ini diharapkan mampu memberikan wawasan yang baru mengenai bagaimana ESG memengaruhi biaya utang perusahaan di Indonesia, mengisi kesenjangan dalam literatur terkait hubungan ESG dan biaya utang, serta bukti empiris yang lebih kuat mengenai nilai ekonomis dari praktik ESG yang baik di Indonesia. Penelitian ini dilaksanakan dengan sampel yang mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam rentang waktu tahun 2019-2023. Oleh karena itu, penelitian ini berjudul **“Pengaruh Kinerja *Environmental, Social, Governance* (ESG) Terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*) di Indonesia Tahun 2019-2023”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka didapatkan rumusan masalah sebagai berikut ini :

1. Bagaimana pengaruh kinerja *Environmental, Social, dan Governance* (ESG) terhadap biaya utang perusahaan?
 - Apakah setiap komponen ESG (*Environmental, Social, Governance*) memberikan kontribusi yang berbeda terhadap biaya utang?
2. Bagaimana pengaruh komponen Lingkungan (*Environmental*) terhadap biaya utang perusahaan?
 - Apakah komponen Lingkungan (*Environmental*) memberikan kontribusi yang berbeda terhadap biaya utang?
3. Bagaimana pengaruh komponen Sosial (*Social*) terhadap biaya utang perusahaan?
 - Apakah komponen Sosial (*Social*) memberikan kontribusi yang berbeda terhadap biaya utang?

4. Bagaimana pengaruh komponen Pemerintahan (*Governance*) terhadap biaya utang perusahaan?
 - Apakah komponen Pemerintahan (*Governance*) memberikan kontribusi yang berbeda terhadap biaya utang?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Mengetahui sejauh mana kinerja ESG secara keseluruhan baik *Environmental*, *Social*, dan *Governance* mempengaruhi biaya utang yang harus dibayarkan perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh spesifik dari masing-masing aspek ESG, apakah aspek lingkungan, sosial, atau tata kelola perusahaan memberikan dampak yang lebih signifikan dalam mengurangi persepsi risiko kreditur dan, pada akhirnya dapat berkontribusi pada penurunan biaya utang perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan sejumlah manfaat, baik dalam konteks akademis maupun dalam praktik :

1. Penelitian ini akan memperkaya literatur terkait hubungan antara penerapan ESG dan biaya utang (*Cost of Debt*) di Indonesia, khususnya di pasar negara berkembang yang masih relatif kurang dieksplorasi. Hasil penelitian ini mampu memberikan pandangan baru mengenai pengaruh ESG terhadap struktur keuangan perusahaan di Indonesia dan bagaimana variabel-variabel ESG mempengaruhi persepsi risiko kreditur.
2. Pengelolaan biaya utang yang lebih efisien, Perusahaan dapat memahami bagaimana kinerja ESG yang baik dapat menurunkan persepsi risiko kreditur, sehingga penelitian ini dapat membantu mereka dalam memperoleh pembiayaan dengan biaya yang lebih rendah. Penelitian ini juga berpotensi mendorong perusahaan untuk lebih serius dalam

mengadopsi serta melaporkan praktik-praktik ESG sebagai bagian dari strategi pengelolaan risiko dan pengurangan biaya modal.

3. Seiring dengan meningkatnya perhatian investor global terhadap praktik keberlanjutan, penelitian ini dapat memberikan kontribusi yang bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk lebih kompetitif dalam menarik pendanaan internasional, terutama melalui instrumen keuangan berkelanjutan seperti obligasi hijau (*green bonds*) dan pendanaan ESG lainnya.
4. Kreditur dan investor dapat memanfaatkan hasil penelitian ini sebagai panduan untuk lebih memahami peran kinerja ESG dalam menilai risiko perusahaan. Mereka dapat mempertimbangkan faktor-faktor ESG sebagai bagian integral dari proses penilaian risiko kredit dan investasi, yang pada akhirnya dapat meningkatkan kualitas keputusan pembiayaan.
5. Penelitian ini juga dapat mendorong lembaga keuangan untuk lebih memperhatikan kinerja ESG perusahaan dalam proses penilaian risiko pinjaman, sehingga meningkatkan akuntabilitas dan transparansi di sektor keuangan.
6. Penelitian ini dapat memberikan wawasan bagi regulator tentang bagaimana ESG dapat berperan dalam stabilitas sistem keuangan dengan mengurangi risiko sistemik yang mungkin timbul dari perusahaan yang tidak mengelola risiko keberlanjutan dengan baik.
7. Penelitian ini dapat menjadi referensi bagi akademisi dan peneliti yang tertarik untuk melakukan studi lebih lanjut mengenai pengaruh ESG terhadap berbagai aspek keuangan perusahaan, termasuk biaya modal, kinerja saham, dan keberlanjutan jangka panjang. Penelitian ini juga dapat memicu studi lanjutan mengenai peran ESG di sektor-sektor spesifik di Indonesia atau di kawasan Asia Tenggara.

BAB 2

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan pertama kali diperkenalkan oleh (Jensen & Meckling, 1976a), mereka menjelaskan bahwa hubungan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajemen (agen) sering kali dipengaruhi oleh konflik kepentingan yang muncul akibat perbedaan tujuan serta akses terhadap informasi. Sebagai pihak yang bertanggung jawab menjalankan operasional perusahaan, agen memiliki informasi yang lebih lengkap dibandingkan prinsipal. Ketidakseimbangan dalam hal informasi ini memungkinkan agen untuk mengambil keputusan yang lebih menguntungkan untuk dirinya sendiri, meskipun Keputusan tersebut tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemilik. Fenomena ini dikenal sebagai *Agency Theory*. Dalam suatu perusahaan, konflik keagenan dapat mengarah pada pengambilan keputusan yang meningkatkan risiko perusahaan, seperti praktik pengelolaan aset yang buruk, manipulasi laporan keuangan, atau kurangnya transparansi dalam pengelolaan dana.

Teori keagenan menjelaskan adanya potensi konflik kepentingan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajemen (agen). Konflik ini muncul akibat adanya ketidakseimbangan informasi, dimana manajemen (agen) sering kali memiliki akses terhadap informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan (principal) dan dapat bertindak berdasarkan kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemilik. Hal ini meningkatkan risiko yang dapat berdampak pada stabilitas dan kepercayaan pihak eksternal, seperti kreditur.

Dalam konteks ESG, tata kelola (*governance*) memiliki peranan yang krusial dalam mengurangi konflik yang mungkin timbul. Melalui penerapan praktik tata kelola yang baik, seperti transparansi dalam laporan keuangan, mekanisme kontrol internal yang efektif, serta tingkat akuntabilitas yang tinggi, perusahaan dapat lebih baik dalam mengelola risiko keagenan yang ada. Hal ini meningkatkan kepercayaan para kreditur, sehingga perusahaan dapat memperoleh pinjaman dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Sebagai contoh, perusahaan yang memiliki dewan direksi independen atau komite audit yang transparan lebih cenderung dianggap kredibel oleh kreditur.

Teori keagenan menjadi landasan penting dalam penelitian ini untuk menjelaskan bagaimana tata kelola yang baik dalam ESG berperan dalam mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, yang pada akhirnya berdampak pada biaya utang perusahaan. Dengan menerapkan prinsip-prinsip tata kelola yang efektif, perusahaan dapat meminimalkan risiko keuangan yang dirasakan oleh kreditur, serta meningkatkan tingkat kepercayaan dan memperoleh pembiayaan dengan suku bunga yang lebih rendah. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris yang menunjukkan bahwa tata kelola yang baik dalam kerangka ESG tidak hanya bermanfaat bagi keberlanjutan perusahaan, tetapi juga memiliki dampak langsung terhadap efisiensi biaya pendanaan.

2.1.2 Teori Isyarat (*Signaling Theory*)

Teori Isyarat pertama kali diperkenalkan oleh Michael Spence melalui artikel berjudul "*Job Market Signaling*" pada tahun 1973. Dalam konteks pasar tenaga kerja, Spence menjelaskan bahwa pelamar kerja dapat memanfaatkan kualifikasi pendidikan mereka sebagai sinyal kepada pemberi kerja mengenai kemampuan yang dimiliki. Dengan cara ini, teori ini membantu mengurangi asimetri informasi antara kedua pihak (Spence, 1973a).

Teori Isyarat (*Signaling Theory*) menjelaskan bagaimana suatu perusahaan menggunakan pengungkapan informasi sebagai sinyal kepada pasar atau kreditur untuk mengurangi ketidakpastian. Sinyal ini mengidentifikasi bahwa perusahaan memiliki kredibilitas, stabilitas, dan manajemen risiko yang baik, sehingga meningkatkan kepercayaan pihak eksternal seperti kreditur atau investor. Informasi ini sering kali berupa tindakan atau pengungkapan tertentu yang dapat dijadikan sebagai sinyal kredibilitas perusahaan yang dapat diandalkan oleh pihak eksternal. Dalam situasi di mana kreditur memiliki informasi yang terbatas, perusahaan dapat menggunakan sinyal positif untuk menunjukkan stabilitas dan tanggung jawabnya.

Pengungkapan kinerja ESG dapat berfungsi sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki manajemen risiko yang baik dan berkomitmen terhadap keberlanjutan. Kreditur yang menerima sinyal ini akan cenderung memandang perusahaan sebagai entitas yang lebih stabil, sehingga bersedia menawarkan tingkat bunga yang lebih rendah. Contoh sinyal ESG meliputi publikasi laporan keberlanjutan, komitmen perusahaan untuk mencapai net zero emissions, atau penghargaan yang diterima atas inisiatif sosialnya.

2.1.3 Teori Stakeholder (*Stakeholder Theory*)

Teori Stakeholder merupakan suatu landasan yang krusial dalam memahami hubungan antara perusahaan dan pemangku kepentingan (*stakeholders*). Pemangku kepentingan ini mencakup pihak internal, seperti karyawan, manajemen, dan pemegang saham, serta pihak eksternal, termasuk pelanggan, komunitas lokal, pemasok, regulator, dan lingkungan. Teori ini diperkenalkan oleh R. Edward Freeman dalam bukunya yang berjudul *Strategic Management: A Stakeholder Approach* pada tahun 1984. Dalam buku tersebut, Freeman menekankan bahwa perusahaan tidak semata-mata bertanggung jawab kepada pemegang saham dalam upaya memaksimalkan keuntungan, melainkan juga

kepada seluruh pihak yang terpengaruh oleh operasi perusahaan. Teori ini berkembang melalui tiga pendekatan utama: normatif yang menekankan tanggung jawab moral perusahaan terhadap *stakeholder*, instrumental yang melihat hubungan baik dengan *stakeholder* sebagai strategi untuk mencapai tujuan bisnis, dan deskriptif yang menjelaskan bagaimana perusahaan sebenarnya berinteraksi dengan *stakeholder*. Dengan memperhatikan kepentingan *stakeholder*, perusahaan dapat membangun hubungan yang lebih baik, yang pada gilirannya meningkatkan stabilitas perusahaan.

Teori *stakeholder* memberikan dasar untuk menjelaskan bagaimana pengelolaan hubungan yang baik dengan *stakeholder* dapat mengurangi risiko perusahaan dan memengaruhi persepsi kreditur. Pada aspek *Environmental* (Lingkungan), perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan, seperti pengelolaan limbah atau pengurangan emisi karbon, dapat menghindari konflik dengan regulator atau komunitas lokal yang berpotensi merusak reputasi perusahaan. Pada aspek *Social* (Sosial), tindakan seperti memperhatikan hak-hak karyawan, mendukung komunitas lokal, dan menjalankan program CSR mencerminkan kepedulian perusahaan terhadap *stakeholder* sosial, yang dapat meningkatkan stabilitas operasional. Sementara itu, pada aspek *Governance* (Tata Kelola), praktik tata kelola yang transparan dan akuntabel memperkuat hubungan kepercayaan dengan *stakeholder* internal maupun eksternal, termasuk kreditur.

Teori *Stakeholder* sangat relevan dengan penelitian ini karena perusahaan yang mempertimbangkan kepentingan *stakeholder* cenderung lebih stabil secara operasional dan finansial. Stabilitas ini dapat mengurangi risiko reputasi, konflik sosial, dan litigasi, sehingga berdampak pada penurunan persepsi risiko para kreditur terhadap perusahaan. Selain itu, pengungkapan kinerja ESG berfungsi sebagai sinyal kepada kreditur bahwa perusahaan tersebut memiliki manajemen risiko yang baik, yang mengurangi asimetri

informasi dan mendorong penurunan tingkat bunga pinjaman. Dengan pendekatan normatif, teori ini menyoroti tanggung jawab perusahaan untuk melibatkan *stakeholder* sebagai kewajiban moral. Dalam pendekatan instrumental, hubungan yang baik dengan *stakeholder* dilihat sebagai strategi untuk meningkatkan efisiensi biaya modal. Sedangkan pendekatan deskriptif dapat digunakan untuk menunjukkan bagaimana hubungan ESG dan *stakeholder* terjadi dalam praktik, terutama di Indonesia yang masih berada pada tahap awal dalam implementasi ESG. Sebagai contoh, perusahaan yang berkomitmen pada hak-hak karyawan dan kesejahteraan komunitas cenderung lebih dipercaya oleh kreditur.

2.1.4 ESG

ESG (*Environmental, Social, Governance*) merupakan suatu kerangka kerja yang digunakan untuk mengevaluasi bagaimana cara perusahaan mengelola aspek-aspek baik lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam aktivitas operasionalnya. Kerangka ini membantu mengukur dampak dan tanggung jawab perusahaan terhadap berbagai pemangku kepentingan serta bagaimana faktor non-finansial dapat memengaruhi keberlanjutan jangka panjang perusahaan. ESG tidak hanya sekadar kepatuhan terhadap regulasi atau upaya menjaga citra perusahaan, tetapi juga merupakan strategi bisnis yang berorientasi pada pengelolaan risiko dan penciptaan nilai jangka panjang. Setiap aspek ESG memiliki dimensi yang unik dan saling berinteraksi, sehingga memungkinkan perusahaan untuk lebih tangguh dalam menghadapi tantangan global yang terus berkembang. Dalam konteks keuangan, ESG memiliki keterkaitan dengan biaya utang, di mana perusahaan yang menerapkan praktik ESG dengan baik sering kali dianggap memiliki risiko yang lebih rendah oleh kreditur dan investor.

Konsep ESG berkembang sebagai respons terhadap keterbatasan pendekatan bisnis tradisional yang hanya berfokus pada kinerja keuangan dan kepentingan pemegang saham (*shareholders*). Salah satu tonggak penting dalam perkembangan ini adalah didirikannya *Global Reporting Initiative* (GRI) pada tahun 1997, yang bertujuan untuk menyediakan pedoman standar dalam pelaporan keberlanjutan. Seiring waktu, pelaporan ESG semakin mendapatkan perhatian global, terutama setelah diperkenalkannya *United Nations Global Compact* (UNGC) pada tahun 2000 dan prinsip-prinsip Investasi bertanggung jawab (*Principles for Responsible Investment*) pada tahun 2006. Inisiatif-inisiatif ini mendorong perusahaan untuk mengintegrasikan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola ke dalam strategi bisnis mereka guna meningkatkan transparansi, manajemen risiko, dan daya saing jangka panjang.

1. *Environmental* (Lingkungan)

Dalam konteks ini *Environmental* mencakup cara perusahaan mengelola dampak operasionalnya terhadap lingkungan. Praktik yang baik dalam aspek ini, meliputi pengurangan emisi karbon, penggunaan energi secara efisien, serta pengelolaan limbah, dapat menurunkan risiko lingkungan yang dapat berdampak pada biaya utang perusahaan. Perusahaan yang tidak mematuhi regulasi lingkungan atau yang terlibat dalam kerusakan lingkungan cenderung menghadapi risiko hukum, reputasi, dan denda yang lebih tinggi. Dalam jangka panjang, kreditur yang melihat perusahaan menghadapi risiko lingkungan yang tinggi akan menetapkan suku bunga pinjaman yang lebih tinggi sebagai bentuk kompensasi terhadap potensi kerugian yang mungkin timbul.

2. *Social* (Sosial)

Pilar sosial dalam ESG berfokus pada dampak yang timbul oleh perusahaan terhadap masyarakat dan karyawan. Selain itu, pilar ini juga memerhatikan cara perusahaan mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan eksternal dan internal. Ini mencakup kebijakan mengenai keberagaman dan inklusi, hak asasi manusia, hubungan dengan masyarakat sekitar, serta kesejahteraan karyawan. Perusahaan yang tidak mengelola aspek sosial dengan baik dapat menghadapi ketidakpuasan konsumen, protes sosial, atau ketegangan dengan karyawan yang dapat mengganggu operasi mereka dan meningkatkan risiko finansial. Kreditur cenderung lebih percaya pada perusahaan yang memperlakukan karyawan dan komunitas dengan baik, karena perusahaan tersebut dianggap lebih stabil secara sosial. Risiko sosial yang lebih rendah berarti perusahaan tersebut lebih dapat dipercaya untuk melunasi utang mereka, yang pada gilirannya menurunkan biaya utang yang dikenakan kepada perusahaan.

3. *Governance* (Tata Kelola)

Tata Kelola atau *Governance* merupakan aspek yang sangat penting dalam ESG karena mencakup struktur manajemen dan kebijakan pengambilan keputusan perusahaan. Praktik tata kelola yang buruk, seperti kurangnya transparansi, penghindaran akuntabilitas, atau pengelolaan yang tidak etis, dapat meningkatkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan, baik dari segi finansial maupun reputasi. Sedangkan Tata kelola yang baik akan meningkatkan kredibilitas perusahaan dan mengurangi risiko skandal atau penyalahgunaan aset. Perusahaan yang terlibat dalam praktik tata kelola yang buruk, seperti manipulasi laporan keuangan atau skandal korupsi, berisiko lebih tinggi gagal bayar, sehingga kreditur cenderung menetapkan bunga pinjaman yang lebih tinggi.

Perusahaan dengan tata kelola yang baik, seperti pengawasan internal yang kuat, dewan direksi independen, dan kebijakan anti-korupsi yang jelas, akan dianggap lebih stabil dan dapat dipercaya oleh para kreditur. Oleh karena itu, kreditur lebih cenderung menawarkan pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah kepada perusahaan yang memiliki tata kelola yang kuat karena mereka dianggap lebih mampu mengelola risiko dan menghindari kerugian finansial.

Dengan mengintegrasikan teori-teori ini, penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi peran ESG sebagai strategi penting dalam mengelola risiko keuangan dan meningkatkan efisiensi pembiayaan perusahaan, terutama di Indonesia yang masih dalam tahap awal implementasi ESG.

2.2 Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian yang saya lakukan, hubungan antara *Environmental, Social, and Governance* (ESG) terhadap biaya utang (*Cost of Debt*) dapat dikaji lebih dalam melalui berbagai penelitian yang ada sebelumnya. ESG menjadi salah satu faktor yang penting dalam menilai kinerja keuangan perusahaan, terutama dalam perspektif risiko kredit dan kepercayaan *stakeholder*, yang relevan dengan teori *stakeholder* dan teori legitimasi. Beberapa penelitian terdahulu telah menguji bagaimana penerapan ESG mempengaruhi biaya utang (*Cost of Debt*) yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil-hasil penelitian menunjukkan hubungan yang bervariasi antara kinerja ESG, pengungkapan ESG, dan biaya utang, bergantung pada konteks sektor industri, dimensi ESG yang diteliti, serta metode pengukuran yang digunakan. Ringkasan dari penelitian terdahulu yang memiliki keteraitan dengan hubungan ESG dan Biaya Utang atau *Cost of Debt* dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
Yongdong Shi, Shijie Zheng, Pengsong Xiao, Hongxian Zhen, &Tong Wu (2024)	Perusahaan di China periode tahun 2018- 2020	ESG Performance and Cost of Debt	Independen: Kinerja ESG perusahaan Dependen: <i>Cost of Debt</i> . Kontrol: Ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , profitabilitas, kepemilikan negara, usia perusahaan, rasio aset tetap, serta efek tetap industri dan tahun.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah. Hal ini disebabkan oleh peningkatan transparansi, pengelolaan risiko yang lebih baik, dan pengurangan asimetri informasi antara perusahaan dan kreditur.
Endah Tri Wahyuningtyas, Lalu Muhammad Syahril Majidi, Muis Murtadho, Musriha,	102 perusahaan yang terdaftar di Indonesia dan	<i>Environment</i> , <i>Social</i> , <i>Governance</i> <i>Performance</i> <i>and Capital</i> <i>Structure</i> :	Independen: Kinerja ESG, diukur berdasarkan indikator komunitas, lingkungan, sosial, dan tata kelola.	kinerja ESG memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
Dina Anggraeni Susesti, Niken Savitri Primasari	Malaysia periode 2015 hingga 2020	<i>Evidence in Indonesia and Malaysia</i>	Dependen: Struktur modal perusahaan, diukur menggunakan rasio <i>Debt-to-Equity</i> (DER) dan <i>Debt-to-Asset</i> (DAR). Kontrol: Ukuran perusahaan, <i>Return on Assets</i> (ROA), dan <i>Market-to-Book Ratio</i> (MBR)	biaya utang. Artinya, perusahaan dengan kinerja ESG yang baik cenderung memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah, tetapi tidak mempengaruhi biaya utang secara signifikan.
Yizhou Wu	data dari perusahaan publik di Amerika Serikat selama periode tertentu	<i>The Impact of Corporate ESG Performance on Debt Financing Costs.</i>	Independen: Skor ESG Perusahaan Dependen: Cost of Debt Kontrol : Ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan rating kredit.	Perusahaan dengan skor ESG lebih tinggi mengalami penurunan biaya utang. Faktor utama adalah persepsi kreditur bahwa perusahaan dengan praktik ESG baik memiliki manajemen risiko yang lebih baik dan

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
				stabilitas keuangan yang lebih tinggi. ESG juga meningkatkan transparansi perusahaan, mengurangi asimetri informasi, dan menurunkan premi risiko kredit.
Li Yang	Studi teoretis, tidak menggunakan sampel empiris	<i>A Theoretical Study of the Impact of ESG Performance on the Cost of Corporate Debt Financing</i>	Dependen: Biaya utang perusahaan Independen: <i>ESG Performance</i> Kontrol: Risiko keuangan, kebijakan regulasi, dan transparansi perusahaan	Secara teoretis, ESG dapat mengurangi biaya utang dengan meningkatkan kepercayaan kreditur dan mengurangi ketidakpastian keuangan. Namun, efek ESG terhadap biaya utang bergantung pada regulasi dan

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
				kesadaran kreditur terhadap faktor keberlanjutan.
Carlos Francisco Alves, Lilian Lima Meneses	Perusahaan di negara-negara OECD dengan Jumlah sampel: ± 3.500 perusahaan dalam periode 2012–2021	<i>ESG scores and debt costs: Exploring indebtedness, Agency costs, and financial system impact</i>	Independen: <i>ESG Scores</i> . Dependen: Biaya utang (<i>Interest Rate on Corporate Loans</i>) Kontrol: Ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , profitabilitas, risiko kredit, dan tingkat suku bunga	Hubungan negatif antara skor ESG dan biaya utang lebih kuat pada perusahaan dengan leverage tinggi. Sistem keuangan yang lebih maju lebih mempertimbangkan ESG dalam keputusan kredit.
Leonardo Becchett, Doriana Cucinelli, Federica Ielasi, Monica Rossolini	Perusahaan global dengan insiden ESG misconduct	<i>Corporate Social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct</i>	Independen: <i>ESG Misconduct</i> . Dependen: <i>Cost of Debt</i> dan <i>Cost of Equity</i> .	ESG misconduct meningkatkan biaya ekuitas karena investor menganggap perusahaan lebih berisiko.

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
	Jumlah sampel: ± 500 perusahaan dengan pelanggaran ESG dalam periode 2010–2022	<i>and the cost of equity</i>	Kontrol: Ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , dan volatilitas pasar	Namun, biaya utang tidak terlalu terpengaruh oleh ESG misconduct.
Hanifah Oktafiyani, Dewita Puspawati, Widowati D Permatasari	Perusahaan publik di Indonesia dengan Jumlah sampel: ± 150 perusahaan dalam periode 2015-2022	<i>ESG Performace, debt equity choices, and rapid adjustment in indonesia</i>	Dependen: <i>Debt-to-Equity Ratio</i> Independen: <i>ESG Score</i> Kontrol: Profitabilitas, <i>leverage</i> , ukuran perusahaan	Perusahaan dengan ESG tinggi lebih memilih ekuitas dibanding utang.

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
Arum Pujiastuti, R Yunita, F Astuti	Perusahaan publik di Indonesia Jumlah sampel: ± 180 perusahaan di Indonesia	Faktor-faktor yang mempengaruhi pengungkapan ESG pada Perusahaan di Indonesia	Dependen: <i>ESG Disclosure</i> Independen: Regulasi, tekanan investor, tata kelola	Faktor utama yang mempengaruhi pengungkapan ESG adalah regulasi dan tekanan pasar.
Muhammad Nurul Houqe, Kamran Ahmed, Grant Richardson	Perusahaan multinasional dari berbagai negara dengan Jumlah sampel: ± 4.000 perusahaan dalam periode 2010-2022	The Effect of <i>Environmental, Social, and Governance Performance</i> Factors on Firms' <i>Cost of Debt: International Evidence</i>	Independen: ESG Performance. Dependen: <i>Cost of Debt</i> .	Pengaruh ESG terhadap biaya utang bervariasi berdasarkan negara dan regulasi lokal.
Nicholas Apergis, Thomas Poufinas,	Perusahaan di Eropa		Dependen:	Perusahaan dengan skor ESG yang lebih

Peneliti	Sample	Judul	Variabel	Hasil
Alexandros Antonopoulos	dengan Jumlah sampel: ± 2.200 perusahaan dalam periode 2010-2020		<p><i>Cost of Debt (yield spread)</i></p> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>ESG scores</i> • E, S, G <i>pillars</i> <p>Kontrol: Ukuran perusahaan, <i>leverage</i>, likuiditas, dan profitabilitas</p>	<p>tinggi memiliki biaya utang yang lebih rendah.</p> <p>Skor ESG yang baik berhubungan dengan penilaian obligasi yang lebih baik dan spread yang lebih rendah.</p>
Gimede Gigante & Davide Manglaviti	perusahaan non-keuangan di Eropa selama periode 2018-2020	<i>The ESG effect on the cost of debt financing: A sharp RD analysis</i>	<p>Dependen: <i>Cost of Debt</i></p> <p>Independen: <i>ESG Score</i></p> <p>Kontrol:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ukuran perusahaan, • Profitabilitas • <i>leverAge</i> 	<p>Tidak ditemukan bukti signifikan bahwa kinerja ESG yang lebih baik berhubungan dengan pengurangan biaya utang. Temuan menunjukkan potensi hubungan positif namun tidak konsisten.</p>

2.3 Hipotesis Penelitian

2.3.1 Hubungan Kinerja ESG terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)

Dalam *Stakeholder Theory* menekankan bahwa perusahaan yang mempertimbangkan kepentingan semua pemangku kepentingan (bukan hanya pemegang saham) cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dan memiliki risiko yang lebih rendah. Penelitian terdahulu seperti yang diungkapkan oleh (Menz, 2010) menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan ESG yang baik cenderung memiliki biaya pendanaan lebih rendah karena risiko kebangkrutan, volatilitas, dan biaya operasional yang lebih kecil akibat pengelolaan keberlanjutan yang baik. Hal ini menguntungkan pemangku kepentingan dan mengurangi risiko pada *debtholders*, sehingga menurunkan *Cost of Debt*.

Menurut perspektif *overinvestment view* dalam teori *agensi*, investasi dalam ESG dapat dilihat sebagai bentuk pemborosan sumber daya oleh manajemen, terutama jika tidak memberikan keuntungan finansial yang jelas. Hal ini dapat meningkatkan risiko bagi kreditur, sehingga menyebabkan kenaikan *cost of debt*. Sebaliknya, dari perspektif *risk mitigation view*, investasi ESG dapat mengurangi risiko hukum, reputasi, dan regulasi, yang pada akhirnya menurunkan risiko gagal bayar dan biaya pendanaan perusahaan.

Pada penelitian (Goss & Roberts, 2011) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki komitmen yang kuat terhadap tanggung jawab sosial cenderung memiliki akses yang lebih mudah terhadap pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah karena persepsi risiko yang lebih baik oleh bank. Studi ini juga mengidentifikasi bahwa perusahaan dengan skor ESG buruk menghadapi biaya kredit yang lebih tinggi akibat peningkatan risiko default.

Sehingga berdasarkan teori dan penelitian di atas, dapat diasumsikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ESG dan *cost of debt*, di mana perusahaan dengan skor ESG yang lebih baik cenderung menikmati tingkat biaya pendanaan yang lebih rendah. Oleh karena itu, didapatkan hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H1: Penerapan praktik ESG yang lebih tinggi berpengaruh negatif terhadap biaya utang (*Cost of Debt*).

2.3.2 Hubungan *Environmental* terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Didukung oleh teori sinyal (*Signaling Theory*), hipotesis penelitian ini menunjukkan bahwa dimensi *environmental* dari ESG memiliki hubungan negatif terhadap biaya utang. Menurut teori ini, perusahaan yang memiliki kinerja lingkungan yang baik memberikan sinyal positif kepada kreditur bahwa mereka mampu mengelola risiko lingkungan dengan efektif. Hal ini mengurangi persepsi risiko kreditur terhadap perusahaan, yang pada gilirannya menurunkan biaya utang (Rong & Kim, 2024).

Pada penelitian yang dilakukan oleh (El Ghoul et al., 2011) menemukan bahwa perusahaan dengan skor lingkungan tinggi cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah. Ini karena kinerja lingkungan yang baik diasosiasikan dengan pengurangan risiko litigasi dan peningkatan reputasi perusahaan. Sementara itu, pada penelitian (Bauer & Hann, 2010) menyebutkan bahwa pengelolaan risiko lingkungan yang efektif dapat meningkatkan kepercayaan kreditur, sehingga memperbaiki kondisi pembiayaan.

Ditambah oleh studi yang dilakukan oleh (Goss & Roberts, 2011) mengidentifikasi bahwa kreditur cenderung menghargai perusahaan dengan praktik keberlanjutan yang baik, karena dianggap memiliki risiko sistemik yang lebih rendah. Penelitian-penelitian ini memberikan bukti bahwa kinerja lingkungan yang positif memiliki dampak signifikan terhadap penurunan biaya utang.

Sehingga berdasarkan teori dan penelitian di atas, dapat diasumsikan bahwa hubungan antara *environmental* dan *cost of debt* bersifat negatif, di mana perusahaan dengan skor *environmental* lebih baik cenderung menikmati biaya pendanaan yang lebih rendah.

H2: Kinerja Environmental dari ESG berpengaruh negatif terhadap biaya utang (Cost of Debt).

2.3.3 Hubungan Social terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)

Dimensi sosial dari ESG mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga hubungan dengan berbagai pemangku kepentingan, seperti karyawan, komunitas, dan konsumen. Berdasarkan *Stakeholders Theory*, perusahaan yang mempertimbangkan kebutuhan pemangku kepentingan cenderung memiliki stabilitas yang lebih baik, sehingga mengurangi risiko reputasi dan litigasi (Freeman & Mcvea, 2001). Hal ini menciptakan kepercayaan di kalangan kreditur, yang dapat mengarah pada penurunan biaya utang.

Selain itu, (Bauer & Hann, 2010) menunjukkan bahwa dimensi sosial ESG berkontribusi dalam membangun hubungan baik dengan masyarakat sekitar, yang menciptakan citra positif bagi perusahaan. Hubungan ini dapat menurunkan risiko konflik sosial yang berpotensi mempengaruhi operasi perusahaan. Dalam konteks kreditur, perusahaan dengan citra baik dipersepsikan memiliki risiko default lebih rendah, sehingga mendapatkan keuntungan berupa bunga utang yang lebih rendah. Penelitian ini juga menggarisbawahi bahwa dimensi sosial penting untuk keberlanjutan jangka panjang perusahaan.

Ditambah dengan adanya penelitian dari (Goss & Roberts, 2011) mencatat bahwa perusahaan dengan kinerja sosial yang lemah cenderung menghadapi biaya utang yang

lebih tinggi. Hal ini disebabkan oleh persepsi bahwa perusahaan tersebut kurang mampu menangani risiko sosial, seperti pemogokan karyawan atau boikot konsumen. Sebaliknya, perusahaan dengan kinerja sosial yang baik dipandang lebih stabil dan bertanggung jawab, yang meraiik bagi kreditur. Dengan demikian, dimensi sosial ESG dapat menjadi faktor penting dalam menurunkan biaya utang perusahaan.

H3: Kinerja *Social* dari ESG berpengaruh negatif terhadap biaya utang (*Cost of Debt*).

2.3.4 Hubungan *Governance* terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Dimensi tata kelola (*Governance*) dalam kerangka ESG memiliki hubungan yang signifikan dan negatif terhadap biaya utang perusahaan (*cost of debt*). Tata kelola yang baik mencerminkan kualitas manajemen perusahaan terkait transparansi, akuntabilitas, serta kemampuan mengelola risiko keuangan dan operasional. Dalam Teori Agensi (*Agency Theory*), seringkali terjadi konflik kepentingan antara manajemen yang bertindak sebagai agen dan pemegang saham atau kreditur yang berperan sebagai prinsipal, yang dapat mengakibatkan munculnya biaya agen. Tata kelola yang baik bertujuan untuk mengurangi konflik ini melalui mekanisme pengawasan yang efektif, seperti adanya dewan komisaris independen dan kebijakan anti-korupsi. (Jensen & Meckling, 1976b) menyoroti bahwa Perusahaan yang memiliki tata kelola yang kuat dapat mengurangi asimetri informasi. Hal ini memberikan jaminan kepada kreditur bahwa perusahaan memiliki pengelolaan risiko yang baik.

Teori Isyarat (*Signaling Theory*) juga relevan, karena pengungkapan praktik tata kelola yang baik mengirimkan sinyal positif kepada kreditur bahwa perusahaan memiliki mekanisme pengawasan yang efektif dan risiko gagal bayar yang rendah (Spence, 1973b). Informasi ini membantu kreditur mengurangi ketidakpastian dalam mengevaluasi kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya.

Studi oleh (Ashbaugh-Skaife et al., 2006a) mengungkapkan bahwa perusahaan yang menerapkan praktik tata kelola yang kuat umumnya memiliki risiko kredit yang lebih rendah, sehingga kreditur memberikan tingkat bunga yang lebih kompetitif. Hal ini disebabkan oleh anggapan bahwa perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik cenderung memiliki stabilitas keuangan yang lebih baik juga dan lebih kecil kemungkinannya untuk terlibat dalam skandal atau masalah hukum. Selain itu, transparansi yang dihasilkan dari tata kelola yang baik mengurangi ketidakpastian kreditur dalam menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan, sebagaimana yang dijelaskan oleh (Healy & Palepu, 2001).

Tata kelola yang baik juga mencakup penyampaian informasi yang akurat dan tepat waktu kepada publik, seperti laporan keuangan dan laporan keberlanjutan. Menurut (Bhojraj & Sengupta, 2003), perusahaan dengan tata kelola yang baik cenderung mendapatkan penilaian kredit yang lebih tinggi, yang berimplikasi pada biaya utang yang lebih rendah. Tata kelola yang baik juga membantu perusahaan menghindari risiko fraud atau penyalahgunaan aset, yang menjadi faktor penting bagi kreditur dalam mengevaluasi risiko gagal bayar.

Selain itu, (Bauer & Hann, 2010) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki tata kelola yang kuat cenderung memiliki spread utang yang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang menerapkan tata kelola yang lemah. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan tidak hanya berperan dalam meningkatkan efisiensi operasional, tetapi juga berfungsi sebagai indikator stabilitas dan kredibilitas di hadapan para kreditur. (Eccles et al., 2014) juga menyatakan bahwa dengan tata kelola yang baik dapat memperkuat reputasi perusahaan, yang tidak hanya menarik minat investasi tetapi juga memengaruhi penurunan biaya pembiayaan.

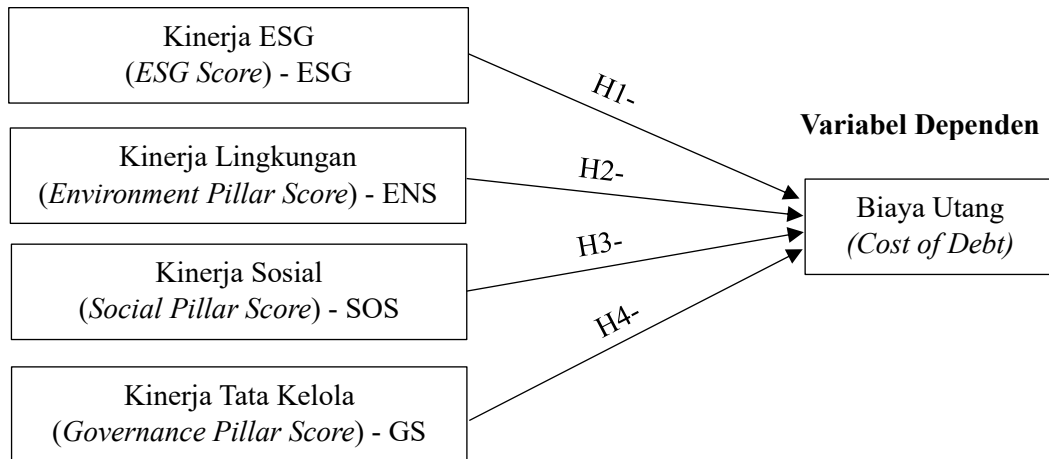
Secara keseluruhan, tata kelola dalam ESG memainkan peran penting dalam membangun kepercayaan dan kredibilitas perusahaan di mata kreditur. Praktik tata kelola yang kuat memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki mekanisme pengawasan internal yang baik, mampu mengelola risiko secara efektif, dan memiliki struktur manajemen yang transparan dan akuntabel. Dengan demikian, perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah. Sebagai konsekuensinya, Perusahaan tersebut dapat mengakses pembiayaan dengan Tingkat suku bunga yang lebih rendah. Berdasarkan hal tersebut, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H4: Kinerja Governance dari ESG berpengaruh negatif terhadap biaya utang (Cost of Debt).

2.4 Kerangka/Model Penelitian

Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian

Variabel Independen



Variabel Kontrol

Size (Corporate Size) - Natural logarithm of total assets
LEV (Corporate leverage) - Total liabilities divided by total assets
Roe (Profitability) - Net profit divided by total assets
FA (Fixed assets ratio) - Net value of fixed assets divided by total assets
Ind FE (Industry fixed effects) - Dummy variables for industry codes; manufacturing requires two industry codes
Year FE (Year fixed effects) - Year dummy variable

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sample

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2023. Dengan fokus pada perusahaan selain perbankan yang memiliki kelengkapan data yang relevan terkait dengan aspek *Environmental*, *Social*, and *Governance* (ESG) serta *Cost of Debt*. Pemilihan populasi ini bertujuan untuk memastikan data yang diambil kredibel, akuntabel, serta konsisten selama periode penelitian. Dalam menentukan sampel yang akan digunakan, penelitian ini mengadopsi metode *purposive sampling* dengan kriteria tertentu, yang diambil dari *database* Thomson Reuters, guna memastikan relevansi dan kualitas data yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 3. 1 Kriteria Penentuan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2023.	902
2	Perusahaan yang tidak berpartisipasi dalam penelitian pemeringkatan ESG yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI)	(812)
3	Perusahaan dengan tidak memiliki kelengkapan data ESG selama periode 2019-2023	(47)
4	Perusahaan dengan tidak memiliki kelengkapan data Penelitian lainnya	(13)
	Total Perusahaan yang digunakan	30
TOTAL SAMPLE		150

3.2 Variabel Penelitian

3.2.1 Variabel Independen

Selain dikenal sebagai variabel bebas, variabel tidak terikat, atau variabel eksogen, variabel independen merupakan variabel yang berdampak pada variabel lain atau mempengaruhi variabel lain. Variabel independen biasanya dilambangkan menggunakan huruf X. Variabel terikat dapat mengalami perubahan, baik peningkatan maupun penurunan, sebagai akibat dari adanya variabel independen. Dalam penelitian ini, aktivitas ESG suatu perusahaan digunakan sebagai variabel independen; pengukuran aktivitas ini dilakukan oleh Thomson Reuters pada puluhan ribu perusahaan publik di seluruh dunia. Thomson Reuters adalah perusahaan pemeringkat terkemuka yang menilai portofolio perusahaan dengan memasukkan peristiwa kontroversial (material) baru pada tahun fiskal terakhir dengan skor pasti antara 0 dan 100, yang lebih tinggi daripada skor yang diberikan oleh perusahaan lain dalam industri ini. Variabel independen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

A. Kinerja Lingkungan (*Social Pillar Score*) - ENS

Indikator untuk variabel kinerja lingkungan adalah skor pilar yang mengevaluasi dampak perusahaan terhadap ekosistem alami, yang mencakup udara, tanah, dan air (Velte, 2019). Penilaian pilar kinerja lingkungan ini diambil dari Penilaian Pilar Kinerja Lingkungan Thomson Reuters dari Revinitif.

B. Kinerja Sosial (*Social Pillar Score*) - SOS

Variabel kinerja sosial adalah skor pada dimensi yang mengukur seberapa baik sebuah perusahaan dapat membangun kepercayaan dan loyalitas dengan karyawan, pelanggan, dan masyarakatnya. Skor ini diperoleh melalui *Social Pillar Score* Revinitif Thomson Reuters (Velte, 2019).

C. Kinerja Tata Kelola (*Governance Pillar Score*) - GS

Variabel kinerja tata kelola adalah skor yang menilai proses dan sistem perusahaan yang memastikan bahwa eksekutif dan anggota dewan bertindak untuk kepentingan pemegang saham (Velte, 2019). Pengukuran ini diperoleh dari *Governance Pillar Score* dari Revinitif, yang dimiliki oleh Thomson Reuters.

D. Kinerja ESG (*ESG Score*)

Variabel kinerja ESG adalah jumlah skor ESG secara keseluruhan. Variabel kinerja ESG mencakup yang pertama yaitu skor ESG perusahaan berdasarkan informasi publik, seperti kinerja lingkungan, kinerja sosial, dan kinerja tata kelola; dan yang kedua, skor kontroversi ESG untuk mengevaluasi dampak paparan negatif yang signifikan terhadap skor ESG secara keseluruhan yang diabadikan oleh media global dalam beberapa tahun terakhir. Pengukuran ini didasarkan pada Skor ESG Revinitif Thomson Reuters.

3.2.2 Variabel Dependen

Dalam penelitian keuangan, variabel dependen merupakan variabel utama yang menjadi fokus pengamatan dan dipengaruhi oleh variabel independen. Dalam penelitian ini, biaya utang (*cost of debt*) diidentifikasi sebagai variabel dependen yang bertujuan untuk mengukur biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam memperoleh dana melalui utang. *Cost of Debt* merujuk pada tingkat bunga yang harus dibayar perusahaan atas semua utang yang dimilikinya, baik itu utang jangka pendek maupun jangka panjang. Perhitungannya dapat dilakukan dengan cara menghitung rata-rata tertimbang dari suku bunga yang dibayar untuk semua jenis utang yang dimiliki perusahaan, seperti

pinjaman bank, obligasi, atau kredit komersial lainnya. Berikut adalah rumus sederhana untuk menghitung biaya utang (*cost of debt*):

$$\text{Cost of Debt} = \frac{\text{Bunga Utang Tahunan}}{\text{Jumlah Utang}}$$

Namun secara umum, *cost of debt* dihitung setelah pajak untuk memberikan gambaran yang lebih akurat tentang biaya yang sesungguhnya yang dibayar perusahaan setelah mempertimbangkan pengurangan pajak. Rumus yang lebih umum yaitu sebagai berikut:

$$\text{Cost of debt (Setelah Pajak)} = \text{Bunga Utang} \times (1 - \text{Tingkat Pajak})$$

Dalam konteks ini, biaya utang menjadi penting karena mencerminkan persepsi risiko oleh kreditor dan investor terhadap perusahaan; semakin tinggi risiko yang dipersepsikan, semakin besar biaya utang yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, *cost of debt* sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti *Environmental, Social, and Governance* (ESG) yang mencerminkan cara perusahaan mengelola risiko yang berkaitan dengan faktor eksternal dan internal.

Praktik ESG yang baik dapat menurunkan *cost of debt* perusahaan. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa perusahaan dengan skor ESG yang tinggi dianggap lebih stabil dan memiliki risiko yang lebih rendah. Penelitian oleh (Goss & Roberts, 2011) dan (Bauer & Hann, 2010) menunjukkan bahwa perusahaan yang berfokus pada tanggung jawab sosial dan pengelolaan lingkungan yang baik cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah karena dianggap lebih dapat dipercaya oleh kreditor. Selain itu, (Sharfman & Fernando, 2008) juga menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan manajemen risiko lingkungan yang efektif mampu mengurangi biaya utang mereka karena risiko gagal bayar yang lebih rendah. Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan dianalisis hubungan antara ESG dan biaya utang untuk memahami apakah perusahaan yang menerapkan

kebijakan ESG yang lebih baik dapat memperoleh pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah. Data yang diperlukan untuk penelitian ini mencakup laporan keberlanjutan perusahaan, data skor ESG dari lembaga pemeringkat seperti MSCI atau *Sustainalytics*, serta data keuangan terkait biaya utang yang tersedia dalam laporan tahunan perusahaan.

3.2.3 Variable Kontrol

Dalam penelitian ini, variabel kontrol diterapkan untuk mengisolasi pengaruh faktor-faktor lain terhadap *biaya* utang, sehingga analisis dapat lebih terfokus pada dampak dari *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Variabel kontrol ini meliputi beberapa faktor yang umumnya dianggap mempengaruhi biaya utang, seperti ukuran perusahaan, *leverage*, *Return on Equity*, dan rasio aset tetap (FA). Masing-masing variabel kontrol ini memiliki peran yang berbeda dalam struktur pembiayaan perusahaan dan memberikan gambaran lebih lengkap mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi biaya utang.

A. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Variabel *Size* merujuk pada ukuran perusahaan yang dapat diukur menggunakan logaritma natural (Ln) dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Perusahaan yang lebih besar sering dianggap lebih stabil secara finansial, memiliki akses lebih mudah ke pasar modal, dan memiliki kemampuan untuk membayar utang yang lebih baik. Akibatnya, kreditor cenderung mengenakan suku bunga yang lebih rendah kepada perusahaan besar, yang berdampak pada penurunan *cost of debt*.

Menurut (Diamond, 1991), perusahaan besar memiliki reputasi yang lebih baik dan risiko gagal bayar yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Reputasi yang baik ini meningkatkan kepercayaan kreditor, sehingga perusahaan mendapatkan suku bunga yang lebih rendah. Selain itu, perusahaan besar sering memiliki aset

likuid yang lebih banyak, meningkatkan kepercayaan kreditor. Dimana Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan rumus:

$$Size = \ln(Total Asset)$$

B. Leverage (Lev)

Leverage mengukur sejauh mana perusahaan memanfaatkan utang untuk membiayai asetnya. Perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi umumnya menghadapi risiko finansial yang lebih besar, sehingga kreditor akan menetapkan tingkat bunga yang lebih tinggi untuk mengimbangi risiko gagal bayar tersebut.

Menurut (Modigliani & Miller, 1963), perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi memiliki biaya utang yang lebih besar karena risiko kebangkrutan meningkat seiring dengan bertambahnya beban utang. Formula dari *leverage* dihitung sebagai berikut ini:

$$Leverage = \frac{Total Utang}{Total Asset}$$

C. Return on Equity (ROE)

ROE mengukur tingkat pengembalian yang dihasilkan perusahaan terhadap ekuitas pemegang saham. ROE yang tinggi mencerminkan profitabilitas perusahaan dan kemampuannya untuk menghasilkan laba, yang menurunkan persepsi risiko kreditor dan mengarah pada biaya utang yang lebih rendah. (Fama & French, 2002) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi membuat perusahaan lebih dipercaya oleh kreditor, karena menunjukkan stabilitas keuangan yang lebih baik dan kemampuan untuk membayar kewajiban utang. Formula dari ROE itu sendiri adalah:

$$ROE = \frac{Laba Bersih}{Ekuitas Pemegang Saham}$$

D. *Fixed Assets Ratio* (FA)

Rasio aset tetap mengukur seberapa besar proporsi aset tetap (seperti properti, pabrik, dan peralatan) terhadap total aset. Aset tetap yang lebih tinggi sering digunakan sebagai jaminan, sehingga meningkatkan kepercayaan kreditor dan menurunkan biaya utang. Menurut (RAJAN & ZINGALES, 1995), perusahaan dengan aset tetap tinggi cenderung memiliki akses lebih mudah ke pembiayaan dengan biaya lebih rendah.

Fixed Assets Ratio digunakan untuk mengontrol pengaruh aset tetap terhadap biaya utang. Hal ini memastikan bahwa hubungan antara ESG dan biaya utang tidak bias oleh besarnya aset tetap yang dimiliki perusahaan.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data penelitian dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang didapatkan dari lembaga pemeringkat ESG, laporan keuangan, serta dari *database* keuangan. Pendekatan ini dirancang untuk memastikan ketersediaan data yang relevan, kredibel, dan konsisten dengan tujuan penelitian, yaitu menganalisis pengaruh ESG terhadap *cost of debt* di perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2023.

Sumber utama data dalam penelitian ini adalah laporan keuangan (*financial statement*) perusahaan yang dapat diakses melalui *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) atau perusahaan yang terkait. Laporan keuangan memberikan data yang diperlukan untuk menghitung *cost of debt*, menggunakan informasi tentang beban bunga dan total utang. Sedangkan laporan keberlanjutan digunakan untuk mendapatkan data terkait kinerja ESG perusahaan. Selain itu, data skor ESG diperoleh dari lembaga pemeringkat ESG terpercaya seperti MSCI ESG

ratings, Sustainalytics, dan Bloomberg ESG data, yang memberikan evaluasi independen atas praktik keberlanjutan perusahaan.

Data tambahan dapat diperoleh dari platform keuangan seperti Osiris, Bloomberg Terminal, Thomson Reuters Eikon, atau Yahoo Finance untuk melengkapi informasi keuangan perusahaan. Pengumpulan data juga melibatkan identifikasi Ukuran Perusahaan (*size*), Provitabilitas (*Leverage*), *Return on Equity* (ROE), Biaya Asset Tetap (Fixed Asset) untuk mengontrol pengaruh variabel eksternal berdasarkan periode 2019-2023.

Pendekatan yang digunakan ini memastikan bahwa data yang digunakan kredibel, akurat, dan konsisten. Penggunaan data sekunder memungkinkan peneliti untuk memanfaatkan informasi yang sudah tersedia secara sistematis dan komprehensif, tanpa memerlukan survei atau wawancara langsung, sehingga mendukung efisiensi waktu dan biaya penelitian. Metode pengumpulan data ini dirancang untuk menghasilkan analisis yang valid dan reliabel mengenai hubungan antara ESG dan *Cost of Debt*.

3.4 Teknis Analisis Data

Metode analisis data yang diterapkan dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel, yang merupakan suatu teknik statistic yang bertujuan untuk menggabungkan data *time-series* (data berdasarkan waktu) dan *cross-sectional* (data yang melibatkan berbagai entitas). Teknik ini digunakan untuk mengevaluasi hubungan antara variabel dependen dan independen selama periode tertentu. Dalam konteks penelitian ini, regresi data panel digunakan untuk menganalisis pengaruh faktor ESG (*Environmental, Social, and Governance*) terhadap biaya utang (*cost of debt*) perusahaan-perusahaan di Indonesia pada tahun 2019-2023.

Untuk menganalisis data, dalam penelitian ini digunakan perangkat lunak EViews versi 13. Software ini dipilih karena kemampuannya yang unggul dalam menangani data panel,

pengujian statistik, dan interpretasi hasil regresi. Selain itu, EViews mendukung berbagai metode estimasi, seperti efek tetap, efek acak, serta pengujian diagnostik lainnya.

3.4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk pemahaman yang komprehensif mengenai karakteristik data yang digunakan dalam penelitian ini. Metode ini menyajikan ringkasan data dalam bentuk ukuran pemusatan, seperti rata-rata (*mean*), *median*, dan modus, serta ukuran penyebaran data, seperti deviasi standar, varians, dan rentang (*range*). Statistik deskriptif juga digunakan untuk menganalisis distribusi data dengan mengukur kemencengan (*skewness*) dan keruncingan (*kurtosis*), yang membantu dalam memahami pola distribusi dan kemungkinan adanya outlier.

Dalam penelitian ini, analisis deskriptif diterapkan untuk menganalisis skor ESG (*Environmental, Social, and Governance*), biaya utang, serta variabel kontrol yang mencakup ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas, dan rasio asset tetap. Sebagai contoh, (Shi et al., 2024) dalam jurnal yang berjudul "*ESG Performance and Cost of Debt*" menggunakan statistik deskriptif untuk menggambarkan rata-rata skor ESG, biaya utang, dan variabilitas antarperusahaan. Statistik ini memungkinkan peneliti untuk mendapatkan wawasan awal tentang distribusi data dan membantu menentukan langkah analisis lebih lanjut.

Data statistik deskriptif dalam penelitian ini akan disajikan dalam bentuk tabel untuk mempermudah interpretasi dan dilengkapi dengan grafik seperti histogram untuk menunjukkan distribusi data. Langkah ini penting untuk memvalidasi kelayakan data sebelum melanjutkan ke analisis regresi data panel. Statistik deskriptif dihitung menggunakan perangkat lunak eviews dan Microsoft Excel, yang mampu menangani data

kuantitatif secara efisien. Perangkat lunak ini juga mempermudah pembuatan tabel dan grafik untuk penyajian data.

3.4.2 Pengujian Model Data Panel

1. Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan pilihan antara model efek umum (*Common Effect*) dan model efek tetap (*Fixed Effect*). Menurut (Ghozali, 2016) Uji Chow merupakan suatu alat yang digunakan untuk menguji kesamaan koefisien atau dikenal sebagai *test for equality of coefficients*. Secara umum Uji Chow merupakan metode statistik yang digunakan untuk menentukan apakah model *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai untuk digunakan dalam analisis data panel. Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan karakteristik di antara entitas-entitas dalam model, yang tidak dapat dijelaskan oleh model CEM yang berasumsi terhadap homogenitas. Dalam penelitian data panel, model CEM mengabaikan perbedaan spesifik antar entitas, sementara model FEM mempertimbangkan adanya variasi tersebut. Oleh karena itu, Uji Chow diperlukan untuk mengidentifikasi apakah heterogenitas antar entitas harus dimasukkan dalam model untuk memberikan hasil yang lebih akurat. Ketentuan dalam Uji Chow melibatkan dua skenario utama berdasarkan nilai probabilitas yang diperoleh:

- I. Jika nilai dari probabilitas *cross-section* F atau *cross-section* Chi-square $\geq 0,05$, maka model yang dipilih adalah *Common Effect Model* (CEM) karena tidak terdapat perbedaan yang signifikan antar entitas. Dalam hal ini, pengujian tidak perlu dilanjutkan dengan uji Hausman.
- II. Jika nilai probabilitas *cross-section* Chi-square $\leq 0,05$, maka diketahui model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) karena terdapat

perbedaan signifikan antar entitas. Pengujian ini kemudian dilanjutkan dengan uji Hausman untuk memastikan model yang paling sesuai.

Pada penelitian (Shi et al., 2024) dalam studi tentang pengaruh ESG terhadap biaya utang perusahaan di China, menggunakan Uji Chow untuk memastikan bahwa perbedaan karakteristik antar perusahaan, seperti sektor industri atau ukuran perusahaan, perlu diperhitungkan dalam analisis. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model FEM lebih sesuai karena heterogenitas antar perusahaan signifikan. Dalam penelitian ini, penggunaan Uji Chow dapat membantu memastikan bahwa analisis pengaruh ESG terhadap biaya utang perusahaan di Indonesia mempertimbangkan karakteristik unik masing-masing perusahaan, sehingga menghasilkan model regresi yang lebih akurat dan valid.

2. Uji Hausman

Uji Hausman merupakan suatu metode yang digunakan untuk menentukan model regresi data panel yang lebih sesuai antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengevaluasi apakah efek acak dalam REM memiliki korelasi dengan variabel independen. Model REM mengasumsikan bahwa efek acak tidak berkorelasi dengan variabel independen, sehingga lebih efisien dalam menangkap variasi antar entitas. Namun, jika efek acak ternyata berkorelasi dengan variabel independen, maka model FEM lebih sesuai digunakan karena menghasilkan estimasi yang tidak bias dan konsisten (B. H. Baltagi, 2008). Ketentuan dalam Uji Hausman melibatkan dua skenario utama berdasarkan nilai probabilitas yang diperoleh:

- I. Apabila diketahui nilai probabilitas ($p\text{-value}$) $\geq 0,05$, maka hipotesis nol (H_0) diterima. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi antara efek

acak dan variabel independen, sehingga model *Random Effect Model* (REM) lebih sesuai.

- II. Apabila nilai dari probabilitas (p-value) $\leq 0,05$, maka hipotesis nol ditolak. Hal ini menunjukkan adanya korelasi antara efek acak dan variabel independen, sehingga *model Fixed Effect Model* (FEM) dianggap lebih tepat untuk digunakan.

Hasil pada penelitian (Shi et al., 2024) yang menggunakan Hausman untuk model yang sesuai menunjukkan bahwa model FEM lebih relevan karena efek acak ditemukan berkorelasi dengan variabel independen, sehingga memperkuat akurasi analisis. Demikian pula dengan penelitian ini, Uji Hausman juga dapat digunakan untuk memastikan bahwa pengaruh ESG terhadap biaya utang dianalisis menggunakan model yang tepat, sehingga menghasilkan estimasi yang lebih akurat dan valid.

3. Uji *Lagrange Multiplier* (LM)

Uji *Lagrange Multiplier* atau yang disebut dengan *LM Test* adalah metode statistik yang digunakan untuk menentukan suatu model regresi data panel yang lebih sesuai antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Random Effect Model* (REM). Pengujian ini dilakukan untuk mengevaluasi apakah variabilitas antar entitas dalam data cukup signifikan sehingga perlu dimasukkan sebagai efek acak dalam model. Model CEM mengasumsikan tidak adanya perbedaan antar entitas, sedangkan REM mengakomodasi perbedaan tersebut melalui efek acak yang bersifat spesifik untuk setiap entitas. Oleh karena itu, Uji LM digunakan untuk memutuskan apakah efek acak signifikan dan perlu dimasukkan dalam model (Breusch & Pagan, 1980).

Ketentuan dalam Uji *Lagrange Multiplier* (LM) melibatkan dua skenario utama berdasarkan nilai probabilitas yang diperoleh:

- I. Jika nilai probabilitas (p-value) $\geq 0,05$, maka hipotesis nol (H_0) diterima, yang berarti tidak ada efek acak yang signifikan. Dalam kasus ini, model *Common Effect Model* (CEM) lebih sesuai.
- II. Jika nilai probabilitas (p-value) $\leq 0,05$, maka hipotesis nol ditolak, yang berarti efek acak signifikan, sehingga model *Random Effect Model* (REM) lebih sesuai digunakan.

Dalam penelitian ini, Uji *Lagrange Multiplier* (LM) dapat membantu menentukan apakah perbedaan antar perusahaan dalam hal ESG dan biaya utang cukup signifikan untuk dimodelkan sebagai efek acak. Jika Uji LM menunjukkan efek acak signifikan, maka REM adalah model yang lebih sesuai, sehingga analisis dapat menangkap variasi antar perusahaan secara lebih akurat. Seperti penelitian terdahulu, Uji LM sering digunakan untuk mengidentifikasi apakah variabilitas antar entitas memiliki dampak signifikan terhadap hasil model. (B. Baltagi, 2005) menunjukkan bahwa Uji LM penting dalam memilih antara model CEM dan REM, terutama pada data panel dengan banyak entitas. Penelitian oleh (Apergis et al., 2022) dalam studi tentang pengaruh ESG terhadap biaya utang juga menggunakan Uji Lagrange Multiplier LM untuk memastikan bahwa efek acak memiliki kontribusi yang signifikan terhadap hubungan variabel yang dianalisis.

3.4.3 Model Regresi Data Panel

Regresi data panel merupakan sebuah teknik statistik yang digunakan guna menganalisis data yang memiliki dua dimensi yaitu data lintas entitas (*cross-section*) dan lintas waktu atau yang biasa disebut data *time-series*. Dengan menggabungkan informasi

dari kedua dimensi ini, data panel memungkinkan kita untuk melakukan analisis yang lebih mendalam dibandingkan dengan melakukan regresi *time-series* atau *cross-section* secara terpisah.

1. **Common Effect Model (CEM)**

Model Efek Umum (*Common Effect Model* - CEM) merupakan suatu metode regresi untuk data panel yang mengasumsikan bahwa hubungan antara variabel independen dan variabel dependen berlaku sama untuk semua entitas dan waktu, tanpa memperhatikan adanya perbedaan karakteristik antarentitas atau antar waktu. CEM sering digunakan sebagai langkah awal dalam analisis data panel seperti yang dilakukan pada penelitian (Shi et al., 2024), yang mengevaluasi pengaruh kinerja ESG terhadap biaya utang perusahaan. Model ini menganggap bahwa semua entitas memiliki pola hubungan yang sama antara variabel independen dan dependen, tanpa memperhatikan adanya heterogenitas dalam data. CEM bekerja dengan menyatukan data lintas entitas dan waktu menjadi satu kerangka analisis yang homogen, sehingga menghasilkan estimasi yang sederhana. Persamaan umum dari CEM yaitu:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \epsilon_{it}$$

Dimana:

- Y_{it} : Variabel dependen untuk entitas $[i]$ pada tahun $[t]$,
- X_{it} : Variabel independen untuk entitas $[i]$ pada tahun $[t]$,
- β_0 : Konstanta,
- β_1 : Koefisien regresi,
- ϵ_{it} : Error term.

2. **Fixed Effect Model (FEM)**

Fixed Effect Model (FEM) merupakan pendekatan dalam analisis regresi data panel yang digunakan untuk mengakomodasi perbedaan karakteristik antarentitas atau antarwaktu yang bersifat tetap selama periode pengamatan. Model ini mengasumsikan bahwa ada variabel tertentu yang tidak teramati namun berpengaruh terhadap variabel dependen, dan variabel tersebut dianggap tetap sepanjang waktu untuk setiap entitas. Dengan memasukkan efek tetap ini, FEM dapat mengontrol bias estimasi yang disebabkan oleh variabel tidak teramati, sehingga menghasilkan analisis yang lebih akurat. Persamaan umum dari FEM dapat dilihat sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + u_{it} + \epsilon_{it}$$

Dimana u_{it} itu merepresentasikan sebagai efek tetap yang unik untuk setiap entitas, seperti budaya perusahaan, sektor industri, atau kebijakan internal. FEM sangat efektif untuk data dengan heterogenitas tinggi antarentitas, karena dapat mengontrol perbedaan yang tidak terlihat secara langsung. Namun, kelemahannya yaitu model ini tidak dapat mengestimasi pengaruh variabel yang tidak berubah selama periode pengamatan, seperti lokasi geografis atau sektor industri, karena efek tersebut terserap dalam efek tetap.

Dalam penelitian mengenai pengaruh *Environmental, Social, Governance* (ESG) terhadap biaya utang ini, FEM relevan karena dapat mengontrol karakteristik spesifik perusahaan yang tidak berubah, seperti perbedaan sektor atau ukuran perusahaan, yang mungkin memengaruhi hubungan antara ESG dan biaya utang. Seperti pada penelitian (Shi et al., 2024) yang juga menggunakan FEM untuk menganalisis pengaruh ESG terhadap biaya utang di China, dengan mempertimbangkan karakteristik unik antarindustri yang dapat memengaruhi hasil.

Dengan kemampuan untuk menangkap efek tetap ini, FEM menjadi alat yang kuat dalam analisis data panel yang melibatkan variasi antar entitas atau waktu.

3. *Random Effect Model (REM)*

Random Effect Model (REM) merupakan metode dalam analisis regresi data panel yang digunakan ketika perbedaan antarentitas dianggap bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen. Berbeda dengan *Fixed Effect Model (FEM)* yang memperlakukan karakteristik unik setiap entitas sebagai efek tetap, REM mengasumsikan bahwa variasi antarentitas merupakan bagian dari error term yang bersifat acak. Dengan demikian, REM memungkinkan variabel independen yang tidak berubah sepanjang waktu (*time-invariant*), seperti lokasi geografis atau sektor industri, untuk tetap dianalisis. Persamaan umum REM dituliskan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + v_{it} + \epsilon_{it}$$

Dalam persamaan tersebut v_{it} merupakan sebuah komponen acak yang mencerminkan variasi antarentitas, dan ϵ_{it} merupakan error term biasa. Salah satu keunggulan utama REM yaitu efisiensinya dalam mengestimasi hubungan antar variabel karena tidak kehilangan derajat kebebasan seperti pada FEM. Model ini juga lebih fleksibel dalam menangkap pengaruh variabel yang tidak berubah sepanjang waktu. Namun, kelemahan dari REM yaitu asumsi bahwa efek acak v_{it} tidak berkorelasi dengan variabel independen, yang sering kali sulit dipenuhi dalam praktik. Jika asumsi ini dilanggar, hasil estimasi REM bisa menjadi bias dan tidak konsisten. Oleh karena itu, Uji Hausman digunakan untuk menentukan apakah REM atau FEM lebih cocok untuk data yang dianalisis, dengan mempertimbangkan ada tidaknya korelasi antara efek acak dan variabel independen.

Dalam penelitian ini, REM dapat digunakan jika perbedaan antarperusahaan, seperti sektor industri atau lokasi, dianggap sebagai variasi acak yang tidak memengaruhi hubungan utama antara ESG dan biaya utang. REM juga relevan ketika data sampel dianggap sebagai representasi dari populasi yang lebih luas, seperti seluruh perusahaan publik di Indonesia. Seperti pada penelitian (B. H. Baltagi, 2008) menjelaskan bagaimana REM dapat memberikan hasil yang lebih efisien jika asumsi efek acak terpenuhi. Dengan fleksibilitasnya, REM menjadi pilihan ideal untuk penelitian yang melibatkan data panel besar dengan variabel yang bersifat tetap dan dinamis secara bersamaan.

3.4.4 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel adalah metode statistik yang digunakan untuk menganalisis hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dengan memanfaatkan data yang memiliki dimensi lintas waktu (*time series*) dan lintas entitas (*cross-section*). Dalam penelitian ini, regresi data panel digunakan untuk menguji pengaruh kinerja ESG terhadap biaya utang perusahaan. Pendekatan ini memungkinkan analisis yang lebih mendalam karena dapat menangkap perubahan antarwaktu serta variasi antarperusahaan, sehingga menghasilkan hasil yang lebih robust dan akurat.

Salah satu keunggulan regresi data panel yaitu kemampuannya untuk mengontrol variabel yang tidak teramati tetapi bersifat tetap dalam setiap entitas, seperti budaya perusahaan atau kebijakan internal, yang tidak dapat dijelaskan dengan metode regresi sederhana. Selain itu, teknik ini dapat mengurangi bias dan meningkatkan efisiensi estimasi karena menggabungkan lebih banyak data dari dimensi waktu dan entitas. Dalam penelitian ini, regresi data panel membantu menganalisis bagaimana skor ESG secara keseluruhan, serta dimensinya (lingkungan, sosial, dan tata kelola) dapat memengaruhi

biaya utang perusahaan di Indonesia selama periode 2019-2023. Data yang digunakan mencakup informasi keuangan perusahaan, skor ESG, dan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas, dan rasio asset tetap.

Analisis regresi data panel dilakukan menggunakan perangkat lunak *Eviews*, yang dirancang untuk menangani data panel secara efisien dan mendukung berbagai jenis pengujian yang relevan untuk penelitian ini. Perangkat lunak ini dipilih karena keandalannya dalam menangani model regresi data panel, termasuk analisis hubungan antarvariabel dengan tingkat akurasi yang tinggi. Persamaan dasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Cost\ of\ Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Laverage_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Cost\ of\ Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Laverage_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Cost\ of\ Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Laverage_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Cost\ of\ Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 GS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Laverage_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FA_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

- $Cost\ of\ Debt_{it}$: Biaya utang perusahaan $[i]$ pada tahun $[t]$
- ESG_{it} : Skor total ESG perusahaan $[i]$ pada tahun $[t]$
- ENV, SOC, GOV: Dimensi lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan.
- $Controls_{it}$: Variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, *leverage*, *profitabilitas*, dan rasio asset tetap.
- ϵ_{it} : Error term.

3.4.5 Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk melihat apakah residual dalam model regresi berdistribusi normal. Residual yang berdistribusi normal penting agar hasil estimasi

tidak bias dan dapat digunakan untuk pengambilan keputusan yang akurat. Metode yang digunakan untuk pengujian ini yaitu Uji Jarque-Bera, yang menguji kesesuaian distribusi residual dengan distribusi normal berdasarkan nilai skewness (kemiringan) dan kurtosis (keruncingan). Jika hasil uji menunjukkan $p\text{-value} > 0.05$, maka residual dianggap berdistribusi normal, sedangkan jika < 0.05 , maka ada indikasi distribusi yang tidak normal sehingga mungkin diperlukan transformasi data (Ghozali, 2016).

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk memastikan bahwa tidak ada hubungan yang terlalu kuat antara variabel independen. Multikolinearitas dapat menyebabkan estimasi regresi menjadi tidak stabil dan sulit diinterpretasikan, sehingga hasil analisis menjadi kurang valid. Salah satu cara untuk mendeteksi masalah ini adalah dengan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai VIF lebih dari 10, maka ada indikasi multikolinearitas yang serius, yang berarti bahwa variabel independen memiliki korelasi tinggi satu sama lain. Selain itu, multikolinearitas juga dapat dideteksi menggunakan *Tolerance Value*, di mana nilai tolerance yang kurang dari 0.1 menunjukkan adanya masalah korelasi yang tinggi antara variabel independen. Jika ditemukan multikolinearitas, salah satu cara mengatasinya yaitu dengan menghilangkan salah satu variabel yang memiliki korelasi tinggi, menggabungkan beberapa variabel menjadi satu faktor baru atau menggunakan teknik estimasi yang lebih sesuai, misalnya regresi Ridge atau *Principal Component Analysis* (Gujarati & Porter, 2009).

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan untuk memastikan bahwa varians residual tetap konstan di seluruh nilai variabel independen. Jika varians residual berubah-

ubah, maka estimasi regresi menjadi kurang efisien dan tidak dapat diandalkan. Untuk menguji heteroskedastisitas, digunakan Uji *Breusch-Pagan*, yang menguji hubungan antara varians residual dengan variabel independen. Jika hasil uji menunjukkan p-value kurang dari 0.05, maka terdapat indikasi heteroskedastisitas yang perlu diperbaiki. Salah satu cara mengatasinya yaitu dengan menggunakan transformasi logaritma atau metode *Weighted Least Squares* (B. H. Baltagi, 2008).

4. Uji Autokorelasi

Dalam analisis regresi, uji autokorelasi dilakukan untuk mengidentifikasi apakah terdapat hubungan antara residual dalam suatu model regresi. Autokorelasi terjadi ketika nilai residual pada satu observasi berkorelasi dengan residual pada observasi lainnya, yang dapat menyebabkan hasil estimasi menjadi bias dan tidak efisien. Salah satu metode yang digunakan untuk mendeteksi autokorelasi adalah *Durbin-Watson Statistic (DW Test)*. Dasar pengambilan keputusan menggunakan uji Durbin-Watson yaitu jika nilai *Durbin-Watson (DW)* berada di antara nilai DU dan 4-DU, maka tidak terjadi autokorelasi. Sebaliknya, jika nilai $DW < DL$ atau $DW > 4-DL$, maka dapat dikatakan bahwa terjadi autokorelasi. Uji ini penting untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan memenuhi asumsi independensi residual sehingga hasil analisis lebih akurat dan dapat diandalkan (Ghozali, 2016).

3.4.6 Uji Hipotesis

Uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara variabel independen (ESG dan dimensinya) dengan variabel dependen (biaya utang). Adapun uji hipotesis yang digunakan mencakup:

1. Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengevaluasi sejauh mana variabel independen secara kolektif dapat menjelaskan variansi dari variabel dependen. Nilai *Adjusted R²* memperhitungkan jumlah variabel independen dalam model dan memberikan ukuran seberapa baik model dapat menjelaskan data. Semakin tinggi nilai *Adjusted R²*, semakin baik model dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen dan dependen.

2. Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk menguji signifikansi model secara keseluruhan, yaitu apakah variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis yang diuji adalah:

- **H₀:** Semua koefisien variabel independen sama dengan nol (tidak ada pengaruh signifikan).
- **H₁:** Setidaknya ada satu koefisien variabel independen yang berbeda dari nol (ada pengaruh signifikan). Jika nilai p (*p-value*) dari uji F lebih kecil dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak, dan model dianggap signifikan secara statistik.

3. Uji Statistik T

Uji T digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh individual masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis yang diuji adalah:

- **H₀:** Koefisien variabel independen sama dengan nol (tidak ada pengaruh signifikan).
- **H₁:** Koefisien variabel independen berbeda dari nol (ada pengaruh signifikan).
Jika nilai p untuk variabel independen lebih kecil dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak, dan variabel tersebut dianggap signifikan secara statistik dalam memengaruhi variabel dependen.

4. Signifikansi Koefisien Regresi

Koefisien regresi memberikan informasi tentang arah (positif atau negatif) dan besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Koefisien yang signifikan menunjukkan bahwa variabel independen memiliki dampak yang relevan terhadap variabel dependen dalam konteks penelitian ini.

Hasil uji hipotesis akan dianalisis untuk memahami apakah kinerja ESG secara keseluruhan, serta masing-masing dimensinya (lingkungan, sosial, dan tata kelola), memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Selain itu, hasil ini juga akan memberikan wawasan tentang variabel kontrol yang relevan.

BAB 4

PEMBAHASAN

4.1 Sumber Penelitian dan Analisis Data

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan yaitu perusahaan-perusahaan selain perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan berpartisipasi dalam pemeringkatan ESG selama periode 2019-2023. Dari kriteria yang telah ditetapkan, didapatkan total sample sebanyak 32 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dianalisis. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yang mempertimbangkan kelengkapan data serta relevansi perusahaan dalam implementasi ESG. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan, serta database keuangan dari Osiris, *Thomson Reuters*, *Bloomberg*, dan Bursa Efek Indonesia (BEI).

Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel untuk menguji pengaruh ESG terhadap biaya utang perusahaan. Sebelum estimasi regresi, dilakukan beberapa tahapan analisis, yaitu statistik deskriptif, pemilihan model regresi panel melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM Test), serta uji asumsi klasik. Dengan pendekatan ini, penelitian diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih akurat dan dapat diandalkan. Berikut adalah hasil pengolahan data dalam penelitian ini.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berfungsi untuk menjelaskan atau menggambarkan karakteristik dari data sampel yang digunakan dalam penelitian. Menurut (Ghozali, 2016), karakteristik data dapat diukur melalui beberapa parameter, termasuk nilai minimum (terendah), maksimum (tertinggi), rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (*standard deviation*) dari setiap variabel. Dalam penelitian ini, variabel yang dianalisis meliputi biaya utang (*cost of debt*), skor ESG, dan komponen-komponen ESG, yaitu *Environmental Score*, *Social Score*, dan *Governance Score*. Biaya utang

menjadi indikator besarnya beban bunga yang harus ditanggung perusahaan dalam memperoleh pendanaan eksternal, sedangkan skor ESG menunjukkan seberapa jauh perusahaan menerapkan prinsip keberlanjutan dalam operasionalnya.

Hasil dari analisis statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai distribusi data selama periode penelitian 2019-2023, termasuk tren umum serta tingkat penyebaran masing-masing variabel. Nilai rata-rata (*mean*) memberikan indikasi umum mengenai kecenderungan data, sedangkan nilai minimum dan maksimum membantu dalam mengidentifikasi sebaran keseluruhan. Di sisi lain, standar deviasi memperlihatkan tingkat variasi data di sekitar rata-rata; semakin tinggi nilai standar deviasi, semakin besar variasi yang muncul di antara sampel, yang menandakan adanya perbedaan signifikan dalam karakteristik perusahaan yang diteliti.

Analisis ini menjadi langkah awal yang penting dalam pengambilan keputusan terkait metode estimasi yang paling tepat untuk penelitian ini. Hasil dari statistik deskriptif akan disajikan dalam tabel di bawah ini:

Tabel 4. 1 Hasil Statistik Deskriptif

Date: 03/06/25 Time: 12:31
Sample: 2019 2023

	COST_OF_DEBT	ESG	ENS	SOS	GS	SIZE	LEVERAGE	ROE	FIXED_ASSET_RA...
Mean	0.037390	50.89741	42.96025	56.28040	49.62014	22.99768	0.445057	0.113409	0.225693
Median	0.035680	51.39683	41.04747	56.49867	49.16143	24.15774	0.415231	0.097200	0.259693
Maximum	0.104481	87.71513	89.16667	95.88481	94.01335	26.82286	0.961314	1.402000	0.913348
Minimum	0.001672	13.58339	0.000000	8.745296	2.977333	14.61423	0.081018	-1.225400	-0.829721
Std. Dev.	0.023462	18.60480	24.65193	20.41231	22.76919	3.562054	0.207991	0.338891	0.305113
Skewness	0.606096	0.011357	-0.025764	-0.141438	0.073865	-1.547034	0.628498	-0.252745	-0.598578
Kurtosis	2.841882	2.065667	1.868730	2.558419	1.932886	3.823055	2.747383	11.46054	3.937970
Jarque-Bera	9.340079	5.459344	8.015172	1.718825	7.253475	64.06671	10.27408	448.9770	14.45607
Probability	0.009372	0.065241	0.018177	0.423411	0.026603	0.000000	0.005875	0.000000	0.000726
Sum	5.608458	7634.612	6444.038	8442.061	7443.020	3449.652	66.75854	17.01141	33.85399
Sum Sq. Dev.	0.082019	51574.64	90549.94	62082.67	77246.98	1890.546	6.445776	17.11218	13.87096
Observations	150	150	150	150	150	150	150	150	150

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil analisis Statistik Desriptif yang telah dijabarkan pada table diatas maka didapatkan alalisis sebagai berikut:

4.2.1 Kinerja ESG (*ESG Score*)

Berdasarkan hasil analisis, nilai *ESG Score* memiliki rata-rata sebesar 50,89 dengan nilai minimum 13,58 (pada Perusahaan Gudang Garam) dan maksimum 87,72 (pada Perusahaan Vale Indonesia). Nilai standar deviasi sebesar 18,60 menunjukkan adanya variasi yang cukup besar dalam skor ESG antar perusahaan. Distribusi *ESG Score* relatif simetris dengan skewness sebesar 0,0113 dan kurtosis 2,065. Hasil uji normalitas menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0652, sehingga distribusi *ESG Score* dapat dianggap berdistribusi normal.

4.2.2 Kinerja Lingkungan (*Environmental Pillar Score*) - ENS

Berdasarkan hasil Analisis Deskriptif menunjukkan bahwa kinerja lingkungan (*Environmental Pillar Score*) memiliki rata-rata sebesar 42,96, dengan nilai minimum 0,00 (pada perusahaan Global Mediacom) dan nilai maksimum sebesar 89,16 (pada Perusahaan Unilever). Standar deviasi yang cukup tinggi sebesar 24,65 mengindikasikan adanya perbedaan yang cukup besar dalam kinerja lingkungan antar perusahaan. Skewness bernilai -0,025 menunjukkan distribusi yang sedikit condong ke kiri, dan kurtosis sebesar 1,868 menunjukkan distribusi yang lebih mendatar dari distribusi normal. Namun, hasil uji normalitas menunjukkan nilai probabilitas 0,018 ($< 0,05$), yang berarti data ini tidak berdistribusi normal.

4.2.3 Kinerja Sosial (*Social Pillar Score*) - SOS

Kinerja sosial yang diukur menggunakan *Social Pillar Score* (SOS) menunjukkan rata-rata sebesar 56,28, dengan nilai median yang hampir sebanding, yakni 56,49. Hal ini mengindikasikan bahwa distribusi data cukup simetris. Nilai terendah yang tercatat berasal dari perusahaan Global Mediacom dengan skor 8,74, sementara nilai tertinggi diraih oleh perusahaan Bukit Asam dengan skor 95,88. Kedua angka ini menunjukkan

adanya variasi yang signifikan dalam skor sosial di antara perusahaan-perusahaan yang diteliti. Selain itu, nilai skewness yang tercatat sebesar -0,141 menunjukkan sedikit kecenderungan distribusi ke arah kiri. Sedangkan nilai kurtosis sebesar 2,558 mengindikasikan bahwa distribusi data ini mendekati bentuk normal. Hasil uji normalitas menunjukkan probabilitas sebesar 0,42 ($> 0,05$), yang berarti data ini berdistribusi normal.

4.2.4 Kinerja Tata Kelola (Governance Pillar Score GS)

Kinerja tata kelola dalam penelitian ini menunjukkan rata-rata sebesar 49,62, dengan nilai median yang hampir sebanding, yaitu 49,161. Hal ini mengindikasikan bahwa distribusi data relatif seimbang. Nilai minimum yang ditemukan dalam variabel ini pada perusahaan Charoen Pokphand Indonesia tercatat sebesar 2,977, sementara nilai maksimum mencapai 94,013 pada perusahaan Bumi Resources. Temuan ini menandakan adanya variasi yang cukup signifikan dalam praktik tata kelola di antara perusahaan-perusahaan yang diteliti. Selanjutnya, nilai skewness yang sebesar 0,073 menunjukkan bahwa distribusi data relatif simetris. Di sisi lain, nilai kurtosis sebesar 1,932 mengisyaratkan bahwa distribusi data lebih mendatar dibandingkan distribusi normal. Hasil uji normalitas menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0,0268 < 0,05$ yang menunjukkan data tidak berdistribusi normal.

4.2.5 Ukura Perusahaan (Size)

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata sebesar 22,99, dengan median 24,15. Angka-angka ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang diteliti cenderung terpusat di sekitar nilai tengah. Nilai minimum yang tercatat dalam variabel ini adalah 14,61, yang dimiliki oleh Perusahaan Vale Indonesia, sementara nilai maksimum mencapai 26,82, yang dimiliki oleh Perusahaan Astra International.

Perbedaan ini mencerminkan adanya variasi dalam ukuran perusahaan di dalam sampel penelitian, yang kemungkinan dipengaruhi oleh total aset masing-masing perusahaan. Selanjutnya, nilai skewness sebesar -1,54 menunjukkan bahwa distribusi data cenderung condong ke kiri, yang berarti kebanyakan perusahaan memiliki ukuran yang lebih besar dibandingkan dengan beberapa perusahaan yang jauh lebih kecil. Sementara itu, nilai kurtosis sebesar 3,82 menunjukkan bahwa distribusi data cukup mendekati distribusi normal, meski sedikit lebih datar. Hasil uji normalitas menunjukkan probabilitas sebesar 0,000.

4.2.6 Profitabilitas (*Leverage*)

Variabel profitabilitas yang diukur melalui *leverage* dalam penelitian ini menunjukkan rata-rata sebesar 0,445 dan nilai median sebesar 0,41. Hal ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel memiliki tingkat leverage yang cukup seimbang di sekitar nilai tengah tersebut. Leverage terendah tercatat pada angka 0,081, yang dimiliki oleh Perusahaan Media Nusantara Citra, sementara nilai maksimum mencapai 0,981 dan dimiliki oleh Perusahaan Bumi Resources. Perbedaan ini mencerminkan adanya variasi yang signifikan dalam penggunaan utang di antara perusahaan-perusahaan yang diteliti. Nilai skewness yang tercatat sebesar 0,62 menunjukkan bahwa distribusi data cenderung condong ke kanan. Ini berarti bahwa terdapat beberapa perusahaan yang memiliki tingkat leverage jauh lebih tinggi dibandingkan dengan mayoritas perusahaan lainnya. Di sisi lain, nilai kurtosis sebesar 2,74 menandakan bahwa distribusi data lebih tajam dibandingkan distribusi normal, yang menunjukkan kemungkinan adanya perusahaan-perusahaan dengan tingkat leverage yang sangat tinggi. Hasil uji normalitas pun menunjukkan probabilitas sebesar 0,005.

4.2.7 ROE

Variabel *Return on Equity* (ROE) dalam penelitian ini memiliki rata-rata sebesar 0,113 dan nilai median sebesar 0,097. Hal ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel mengalami tingkat profitabilitas yang tergolong rendah. Namun, terdapat perbedaan yang signifikan di antara perusahaan-perusahaan tersebut. Misalnya, Perusahaan Bumi Resources mencatat nilai minimum ROE sebesar -1,22, yang menunjukkan bahwa perusahaan ini mengalami kerugian yang lebih besar dibandingkan dengan ekuitasnya. Di sisi lain, Perusahaan Unilever mencatat nilai maksimum ROE sebesar 1,40, yang mencerminkan kemampuan perusahaan ini dalam menghasilkan keuntungan yang sangat tinggi dari modal yang dimiliki. Selain itu, nilai skewness yang mencapai -0,252 menunjukkan bahwa distribusi data condong ke kiri. Nilai kurtosis sebesar 11,460. Hasil uji normalitas menunjukkan probabilitas sebesar 0,000.

4.2.8 Fixed Asset Ratio (FA)

Variabel Rasio Aset Tetap (*Fixed Asset Ratio - FA*) dalam penelitian ini memiliki mean sebesar 0,22 dan median sebesar 0,25. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum, perusahaan dalam sampel memiliki proporsi aset tetap terhadap total aset yang cukup stabil. Nilai minimum dari Rasio Aset Tetap ditemukan pada Perusahaan Indosat, yaitu -0,82. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki jumlah aset tetap yang lebih kecil dibandingkan total asetnya setelah memperhitungkan akumulasi depresiasi. Di sisi lain, nilai maksimum sebesar 0,91 dimiliki oleh Perusahaan Tower Bersama Infrastructur, yang menunjukkan bahwa sebagian besar aset perusahaan ini terdiri dari aset tetap. Nilai skewness sebesar -0,598 menunjukkan bahwa distribusi data condong ke kiri, yang berarti ada beberapa perusahaan dengan rasio aset tetap yang jauh lebih rendah dibandingkan mayoritas sampel. Selain itu, nilai kurtosis sebesar 3,937

menunjukkan distribusi yang lebih runcing dibandingkan distribusi normal, yang mengindikasikan adanya perbedaan signifikan antar perusahaan dalam kepemilikan aset tetap. Hasil uji normalitas menunjukkan probabilitas sebesar 0,0007 ($< 0,05$), yang berarti data *Fixed Asset Ratio* tidak berdistribusi normal. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya perusahaan yang memiliki rasio aset tetap sangat rendah atau bahkan negatif, biasanya akibat akumulasi depresiasi yang lebih besar dibandingkan nilai buku aset tetapnya.

4.3 Uji Pemilihan Model

Proses pemilihan model dilakukan melalui beberapa uji, yaitu Uji Chow, Uji Hausman, dan *Lagrange Multiplier* (LM) Test. Dengan demikian, Model Efek Tetap (FEM) dipilih karena kemampuannya dalam menangkap efek spesifik dari setiap perusahaan dalam sampel, sehingga menghasilkan estimasi yang lebih akurat dan tidak bias. Keputusan untuk menggunakan FEM dalam analisis data penelitian ini berdasarkan pada hasil pemilihan model yang telah dilakukan, diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai hubungan antar variabel yang diteliti. Berikut ini adalah hasil dari uji pemilihan model tersebut:

4.3.1 Hasil Uji Chow

Tabel 4. 2 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	13.765065	(29,112)	0.0000
Cross-section Chi-square	227.735458	29	0.0000

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil Redundant *Fixed Effects Test* (Uji Chow) diatas, dapat dilihat bahwa nilai *cross-section F* sebesar 13,765065 dan nilai *cross-section chi-square* sebesar 227,735458 maka diperoleh, dengan probabilitas (*p-value*) sebesar 0,000, berdasarkan hasil uji Chow untuk efek tetap. Hipotesis nol (H_0), menyatakan bahwa efek tetap ditolak karena *p-value* ($0,000 < 0,05$). Oleh karena itu, *Fixed Effect Model* (FEM) dianggap lebih cocok daripada *Common Effect Model* (CEM).

Keputusan ini menunjukkan bahwa CEM tidak dapat menjelaskan secara memadai perbedaan unik yang terdapat pada masing-masing perusahaan (*cross-section*). Dengan menerapkan FEM, variasi unik di setiap perusahaan dapat diakomodasi, sehingga diharapkan estimasi yang dihasilkan lebih akurat dan dapat lebih baik menjelaskan perbedaan antar entitas.

4.3.2 Hasil Uji Hausman

Tabel 4. 3 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	16.631113	8	0.0342

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil dari *Correlated Random Effects – Hausman Test*, diperoleh nilai Chi-Sq. Statistic sebesar 16,631113 dengan *p-value* 0,0342, yang menunjukkan hasil lebih kecil dari 0,05. Dengan *p-value* yang lebih kecil dari 0,05 ini, hipotesis nol (H_0) yang menyatakan bahwa efek acak (*random effects*) tidak berhubungan dengan variabel independen ditolak. Oleh karena itu, *Fixed Effect Model* (FEM) dianggap lebih cocok daripada model *Random Effect Model* (REM).

4.4 Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini menggunakan analisis data panel yang terdiri dari 30 perusahaan selama periode 2019 hingga 2023. Dalam analisis regresi data panel yang menggunakan perangkat lunak E-Views ditemukan bahwa uji asumsi klasik tidak selalu menjadi syarat yang wajib, terutama ketika model estimasi yang diterapkan telah secara otomatis mengatasi kemungkinan pelanggaran asumsi tersebut. Menurut (Gujarati & Porter, 2009), asumsi klasik umumnya berlaku untuk regresi *Ordinary Least Squares* (OLS) standar. Namun, pada regresi data panel yang menerapkan metode *Fixed Effects* atau *Random*

Effects, permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi sudah dipertimbangkan dalam model. Selain itu, (Jeffrey M. Wooldridge, 2010) menjelaskan bahwa penerapan clustered standard errors atau robust standard errors dalam regresi data panel dapat mengatasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi tanpa memerlukan pengujian asumsi klasik secara terpisah. Dengan demikian, dalam penelitian ini yang menggunakan regresi data panel, tidak harus melakukan uji asumsi klasik secara manual, karena metode estimasi yang digunakan sudah mampu mengakomodasi potensi pelanggaran asumsi klasik dengan pendekatan yang lebih sesuai dengan karakteristik data yang dianalisis.

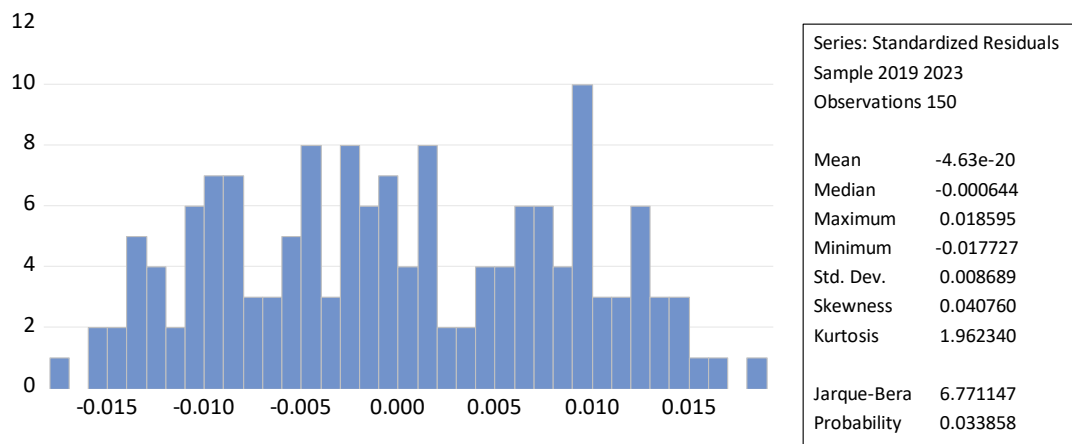
4.4.1 Uji Normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas, diperoleh nilai *p-value* yang mengindikasikan apakah data residual mengikuti distribusi normal. (Ghozali, 2016) menyatakan bahwa uji normalitas sangat penting untuk memastikan bahwa data residual dalam model regresi memiliki distribusi normal. Hal ini menjadi dasar bagi validitas uji signifikansi dan pembuatan interval kepercayaan. Jika *p-value* yang diperoleh lebih besar dari 0,05, maka tidak ada bukti yang cukup untuk menolak asumsi normalitas. Sebaliknya, jika *p-value* < 0,05, itu menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, hasil uji normalitas menunjukkan bahwa beberapa variabel memiliki *p-value* yang mendekati atau lebih besar dari 0,05, sementara variabel lainnya menunjukkan *p-value* di bawah 0,05. Oleh karena itu, jika ditemukan *p-value* < 0,05, diperlukan pertimbangan untuk melakukan transformasi data atau menggunakan metode estimasi yang lebih robust.

Namun, sebagaimana diungkapkan oleh (Gujarati & Porter, 2009), ketika ukuran sampel cukup besar, pelanggaran asumsi normalitas tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap estimasi parameter. Hal ini disebabkan oleh Teorema Limit Tengah, yang menjelaskan bahwa distribusi sampling dari rata-rata akan mendekati bentuk normal.

Oleh karena itu, analisis uji normalitas ini memiliki peran penting dalam menentukan apakah perlu melakukan penyesuaian pada data sebelum kita melanjutkan ke analisis regresi. Untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak, kita dapat menggunakan uji Jarque-Bera. Berikut ini adalah hasil dari uji Jarque-Bera beserta nilai probabilitasnya:

Gambar 4. 1 Uji Normalitas



Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil uji normalitas yang dilakukan dengan metode Jarque-Bera, diperoleh nilai Jarque-Bera sebesar 6.771147 dan p -value sebesar 0.033858. Skewness yang mencapai 0.040760 menunjukkan bahwa distribusi residual cenderung simetris, sementara nilai kurtosis sebesar 1.962340 mendekati angka 3, yang merupakan ciri khas distribusi normal. Meskipun demikian, karena p -value yang diperoleh (0.033858) < 0.05 , hipotesis nol (H_0) yang mengemukakan bahwa residual berdistribusi normal harus ditolak. Oleh karena itu, kita dapat menyimpulkan bahwa residual dalam model regresi ini tidak mengikuti distribusi normal.

3.4.7 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk memastikan bahwa tidak terdapat hubungan linier yang kuat antara variabel independen dalam model regresi. Ketika tingkat multikolinearitas tinggi, koefisien regresi dapat menjadi tidak dapat diandalkan, kesalahan standar meningkat, dan akurasi hasil estimasi dapat menurun. Oleh karena itu, pengujian ini sangat penting untuk menjamin validitas model regresi yang digunakan serta interpretasi yang tepat terhadap hasilnya.

Dalam penelitian ini, uji multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dan Tolerance sebagai indikator utama. Sebuah model dianggap bebas dari masalah multikolinearitas jika nilai $VIF < 10$ dan $Tolerance > 0,1$ (Gujarati & Porter, 2009). Hasil dari uji multikolinearitas dalam penelitian ini akan dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4. 4 Hasil Uji VIF ESG

Variance Inflation Factors

Date: 03/10/25 Time: 10:24

Sample: 1 150

Included observations: 150

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000210	74.32407	NA
ESG	1.02E-08	10.61118	1.243348
SIZE	2.60E-07	49.83377	1.159909
LAVERAGE	6.77E-05	5.783962	1.031114
ROE	2.72E-05	1.223544	1.099576
FIXED_ASSET_RATIO	3.36E-05	1.709320	1.102193

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Tabel 4. 5 Hasil Uji VIF Komponen ESG

Variance Inflation Factors

Date: 03/10/25 Time: 10:26

Sample: 1 150

Included observations: 150

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000213	81.54893	NA
ENS	1.01E-08	9.449425	2.328999
SOS	1.53E-08	20.91516	2.417081
GS	8.66E-09	9.851498	1.704094
SIZE	2.50E-07	51.68969	1.203106
LEVERAGE	6.40E-05	5.898205	1.051480
ROE	2.54E-05	1.233178	1.108234
FIXED_ASSET_RATIO	3.50E-05	1.920188	1.238163

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Hasil pengujian multikolinearitas dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas yang signifikan dalam model regresi yang digunakan. Pada pengujian awal, *Environmental, Social, and Governance* (ESG) diuji sebagai sebuah kesatuan bersama dengan variabel independen lainnya. Hasil menunjukkan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk ESG terpusat pada angka 1,243. Nilai ini jauh di bawah batas ambang 10, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat korelasi tinggi antara ESG dengan variabel lainnya. Demikian pula, variabel lainnya, seperti *Size*, *Leverage*, *ROE*, dan *Fixed Asset Ratio* (FA), juga menunjukkan nilai VIF di bawah 10, sehingga dapat dipastikan bahwa model ini tidak mengalami permasalahan multikolinearitas.

Selanjutnya, untuk memperoleh pemahaman yang lebih mendalam, ESG dipisahkan menjadi tiga komponennya, yaitu *Environmental Pillar* (ENS), *Socia Pillarl* (SOS), dan

Governance Pillar (GS). Hasil pengujian VIF menunjukkan bahwa nilai VIF terpusat untuk ENS, SOS, dan GS masing-masing yaitu sebesar 2,328; 2,417; dan 1,704, yang tetap berada di bawah batas multikolinearitas yang dianggap mengkhawatirkan. Meskipun terdapat korelasi antara ketiga aspek tersebut, nilainya masih dalam batas yang dapat diterima, sehingga masing-masing komponen ESG tetap dapat dimasukkan dalam model tanpa menimbulkan distorsi dalam estimasi regresi.

Pemilihan untuk memisahkan ESG dan komponennya dalam pengujian multikolinearitas dilakukan berdasarkan pertimbangan akademik dan metodologis (Goss & Roberts, 2011) mengungkapkan bahwa setiap aspek ESG memiliki pengaruh yang berbeda terhadap biaya utang. Mereka menemukan bahwa dimensi Social tidak selalu memberikan keuntungan dalam penentuan biaya utang, sedangkan aspek *Governance* lebih diperhatikan oleh kreditur dalam pengambilan keputusan kredit. Oleh karena itu, pemisahan ESG menjadi tiga komponen dalam analisis ini bertujuan untuk menghindari potensi korelasi tinggi antar dimensi yang dapat mengganggu estimasi model regresi, serta memberikan hasil yang lebih akurat dan mendalam terkait pengaruh masing-masing aspek terhadap biaya utang perusahaan.

Dengan demikian, hasil pengujian multikolinearitas ini menegaskan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas dalam model, baik saat ESG diuji secara agregat maupun ketika dipisahkan menjadi tiga komponennya. Hal ini memastikan bahwa variabel independen dalam penelitian ini dapat dianalisis secara valid dan tidak mengalami distorsi akibat hubungan yang terlalu kuat antar variabel.

4.5 Hasil Regresi Data Panel

Uji regresi merupakan metode yang digunakan untuk menganalisis hubungan antara variabel independen dan dependen. Dalam penelitian ini, regresi diterapkan untuk mengeksplorasi pengaruh Skor ESG serta masing-masing pilar: *Environmental Pillar* (ENS),

Social Pillar (SOS), dan *Governance Pillar* (GS) terhadap biaya utang perusahaan (*cost of debt*). Analisis ini digunakan untuk mengidentifikasi apakah ESG dan setiap pilar tersebut memiliki dampak yang signifikan terhadap biaya utang, sehingga dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam mengenai keputusan pembiayaan yang diambil oleh perusahaan.

Regresi dibagi ke dalam empat model, yaitu Skor ESG, ENS, SOS, dan GS terhadap biaya utang. Pemisahan ini dilakukan karena setiap pilar ESG memiliki dampak yang berbeda terhadap biaya utang perusahaan. Menurut (Goss & Roberts, 2011), kreditur cenderung menilai ESG secara terpisah. Faktor lingkungan (ENS) berhubungan dengan investasi keberlanjutan yang memiliki biaya tinggi (Bauer & Hann, 2010), faktor sosial (SOS) berpengaruh terhadap stabilitas operasional (El Ghoul et al., 2011), sedangkan tata kelola perusahaan (GS) terkait dengan transparansi dan manajemen risiko (Ashbaugh-Skaife et al., 2006b). Dengan melakukan pemisahan ini, penelitian dapat mengidentifikasi dampak spesifik dari setiap aspek ESG terhadap biaya utang.

Berdasarkan model yang telah ditentukan yaitu *Fixed Effect Model* (FEM), maka model persamaan regresi yang pertama digunakan sebagai berikut :

$$Cost\ of\ Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Laverage_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FA_{it} + \epsilon_{it}$$

Tabel 4. 6 Hasil Uji Regresi ESG

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.250151	0.064619	3.871183	0.0002
ESG	0.000221	6.20E-05	3.570298	0.0005
SIZE	-0.009908	0.002869	-3.453469	0.0008
LAVERAGE	5.92E-05	0.008152	0.007267	0.9942
ROE	-0.000329	0.004392	-0.074925	0.9404
FIXED_ASSET_RATIO	0.017084	0.004201	4.066609	0.0001

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan, bentuk persamaan regresi untuk data panel ESG adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Cost of Debt}_{it} = & 0.250150530169 + 0.000221292705457\text{ESG}_{it} \\
 & - 0.00990834433914 \text{Size}_{it} + 5.92396810731\text{e}05 \text{Laverage}_{it} \\
 & - 0.000329064577004 \text{ROE}_{it} + 0.0170844441948 \text{FA}_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Model persamaan regresi yang kedua digunakan dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Cost of Debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{ENS}_{it} + \beta_2\text{Size}_{it} + \beta_3\text{Laverage}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{FA}_{it} + \epsilon_{it}$$

Tabel 4. 7 Hasil Uji Regresi Environmental Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258107	0.068285	3.779870	0.0003
ENS	0.000118	4.13E-05	2.852780	0.0051
SIZE	-0.010027	0.003029	-3.309876	0.0012
LAVERAGE	0.002105	0.008213	0.256293	0.7982
ROE	0.001817	0.004615	0.393789	0.6945
FIXED_ASSET_RATIO	0.016303	0.004526	3.602532	0.0005

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan, bentuk persamaan regresi untuk data panel *Environmental Pillar* (ENS) adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Cost of Debt}_{it} = & 0.258107038557 + 0.000117823314695\text{ENS}_{it} \\
 & - 0.0100271657647\text{Size}_{it} + 0.00210503532507\text{Laverage}_{it} \\
 & + 0.00181732468816\text{ROE}_{it} + 0.016303293824\text{FA}_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Model persamaan regresi ketiga digunakan dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Cost of Debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{SOS}_{it} + \beta_2\text{Size}_{it} + \beta_3\text{Laverage}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{FA}_{it} + \epsilon_{it}$$

Tabel 4. 8 Hasil Regresi Social Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.190844	0.056994	3.348507	0.0011
SOS	0.000175	6.15E-05	2.848274	0.0052
SIZE	-0.007393	0.002509	-2.947278	0.0039
LAVERAGE	0.008982	0.008285	1.084059	0.2806
ROE	-0.001163	0.004372	-0.265919	0.7908
FIXED_ASSET_RATIO	0.012660	0.004035	3.137528	0.0022

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan, bentuk persamaan regresi untuk data panel *Social Pillar* (SOS) adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Cost of Debt}_{it} = & 0.19084369394 + 0.000175063379089\text{SOS}_{it} \\ & - 0.00739332419988\text{Size}_{it} + 0.00898162655631\text{Leverage}_{it} \\ & - 0.0011627070668\text{ROE}_{it} + 0.0126597261976\text{FA}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Model persamaan regresi yang terakhir digunakan yaitu dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Cost of Debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{GS}_{it} + \beta_2\text{Size}_{it} + \beta_3\text{Leverage}_{it} + \beta_4\text{ROE}_{it} + \beta_5\text{FA}_{it} + \epsilon_{it}$$

Tabel 4. 9 Hasil Regresi Governance Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.204216	0.069112	2.954854	0.0038
GS	0.000123	4.17E-05	2.955332	0.0038
SIZE	-0.007595	0.003018	-2.516515	0.0132
LAVERAGE	-0.004273	0.009159	-0.466545	0.6417
ROE	-0.003478	0.004595	-0.756949	0.4506
FIXED_ASSET_RATIO	0.017822	0.004378	4.070556	0.0001

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan, bentuk persamaan regresi untuk data panel *Governance Pillar* (GS) adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Cost of Debt}_{it} = & 0.204216270543 + 0.00012326043182\text{GS}_{it} \\ & - 0.00759505914701\text{Size}_{it} - 0.00427324433513\text{Leverage}_{it} \\ & - 0.00347794120556\text{ROE}_{it} + 0.0126597261976\text{FA}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

4.6 Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil uji hipotesis didapatkan nilai R-squared, dan F Statistik sebagai berikut :

Tabel 4. 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi dan Uji F

Variabel	Coefficient	Std. Error	Adjusted R- Squared	Prob (F-statistik)
ESG	0.000221	6.20E-05	0.940398	0.000000
ENS	0.000118	4.13E-05	0.935967	0.000000
SOS	0.000175	6.15E-05	0.947407	0.000000
GS	0.000123	4.17E-05	0.928137	0.000000

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

4.6.1 Uji Koefisien Determinasi (R-Squared)

Adjusted R-Squared sebagai ukuran determinasi untuk menilai seberapa baik model regresi dapat menjelaskan variasi dalam variabel dependen. *Adjusted R-Squared* merupakan penyempurnaan dari *R-Squared* yang telah dikoreksi berdasarkan jumlah variabel independen dalam model, sehingga lebih akurat dalam menilai kekuatan prediktif regresi. Nilai *Adjusted R-Squared* beroperasi dalam rentang antara 0 hingga 1, di mana nilai yang semakin mendekati 1 menunjukkan bahwa proporsi variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model semakin besar. Dengan demikian, dengan nilai *Adjusted R-Squared* yang tinggi menandakan bahwa model memiliki kemampuan prediktif yang baik dan terdapat hubungan yang cukup kuat antara variabel independen dan dependen. Sebaliknya, jika nilai *R-Squared* rendah, hal ini menunjukkan bahwa model tersebut kurang efektif dalam menjelaskan variasi pada variabel dependen, sehingga mungkin ada faktor lain di luar variabel yang

dimasukkan yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap variabel dependen (Ghozali, 2016). Berikut tabel hasil Uji Koefisien Determinasi (*R-Squared*) :

Tabel 4. 11 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Variabel	Coefficient	R- Squared	Adjusted R-Squared	Std. Error
ESG	0.000221	0.953998	0.940398	6.29E-05
ENS	0.000118	0.950579	0.935967	4.11E-05
SOS	0.000175	0.959408	0.947407	6.20E-05
GS	0.000123	0.944535	0.928137	4.44E-05

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi, semua model regresi menunjukkan nilai yang sangat tinggi. *ESG Score* mencatat *Adjusted R-Squared* sebesar 0.940398, *Environment Pillar Score* (ENS) sebesar 0.935967, *Social Pillar Score* (SOS) sebesar 0.947407, dan *Governance Pillar Score* (GS) mencapai 0.928137. Nilai-nilai ini menunjukkan bahwa lebih dari 92% variasi *cost of debt* dapat dijelaskan oleh faktor-faktor ESG dan pilar-pilarnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua model menunjukkan *Adjusted R-Squared* yang tinggi, yang mengindikasikan bahwa masing-masing variabel independen memberikan kontribusi signifikan dalam menjelaskan variasi *cost of debt*. Model dengan *Social Pillar Score* (SOS) menjadi yang unggul dengan nilai *Adjusted R-Squared* tertinggi, yakni 0,947407, menunjukkan bahwa faktor sosial dalam ESG memiliki dampak paling besar dalam menjelaskan Biaya Utang (*cost of debt*) dibandingkan dengan variabel lainnya.

Akan tetapi, meskipun nilai *Adjusted R-Squared* yang diperoleh tergolong tinggi, masih terdapat bagian kecil dari variabilitas *cost of debt* yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model ini. Hal ini menunjukkan adanya kemungkinan kontribusi dari faktor lain yang memengaruhi *cost of debt*, seperti variabel kontrol dalam penelitian ini, yaitu *Size*, *Leverage*, *ROE*, dan *Fixed Asset Ratio*. Variabel-variabel ini berpotensi memberikan penjelasan tambahan terkait variasi *cost of debt*. Oleh karena itu, penting untuk melakukan analisis lebih lanjut terhadap variabel kontrol agar dapat memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai determinasi variabel dependen dalam penelitian ini.

4.6.2 Uji F

Uji F berfungsi untuk menilai signifikansi simultan variabel independen terhadap variabel dependen dalam suatu model regresi. Tujuan dari uji ini adalah untuk mengetahui apakah variabel independen secara kolektif memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Menurut (Ghozali, 2016), apabila nilai probabilitas (*Prob F-statistic*) lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan ($\alpha = 0,05$), maka model regresi secara keseluruhan dapat dianggap signifikan dalam menjelaskan variasi pada variabel dependen.

Tabel 4. 12 Hasil Uji F

<i>Variabel</i>	<i>Coefficient</i>	<i>F - statistic</i>	<i>Prob (F-statistic)</i>	<i>Std. Error</i>
ESG	0.000221	70.14464	0.000000	6.29E-05
ENS	0.000118	65.05662	0.000000	4.11E-05
SOS	0.000175	79.94378	0.000000	6.20E-05

GS	0.000123	57.59986	0.000000	4.44E-05
----	----------	----------	----------	----------

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Dalam penelitian ini, hasil Uji F menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* untuk model ESG mencapai 70,14464 dengan Prob (*F-statistic*) sebesar 0,000000, variabel *Environmental Pillar Score* (ENS), nilai *F-statistic* tercatat sebesar 65,05662 dengan Prob (*F-statistic*) 0,000000. Sementara untuk model yang melibatkan variabel *Social Pillar Score* (SOS), nilai *F-statistic* tertinggi terlihat yaitu 79,94378, yang disertai dengan Prob (*F-statistic*) sebesar 0,000000. Adapun model *Governance Pillar Score* (GS) memiliki nilai *F-statistic* sebesar 57,59986 dengan Prob (*F-statistic*) 0,000000.

Nilai Prob (*F-statistic*) pada keempat model yang tercatat $< 0,05$. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel ESG, ENS, SOS, GS memiliki pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap *cost of debt*. Hal ini menandakan bahwa model regresi yang digunakan cukup efektif dalam menjelaskan hubungan antara ESG beserta pilar-pilarnya dengan *cost of debt*.

4.6.3 Uji T

Uji t merupakan metode statistik yang digunakan untuk menentukan apakah suatu variabel independen memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen dalam analisis regresi. Proses ini dilakukan secara parsial, yaitu dengan menguji setiap variabel independen secara terpisah untuk mengetahui kontribusinya dalam menjelaskan variabel dependen (Ghozali, 2016).

Dalam uji t, signifikansi pengaruh suatu variabel ditentukan oleh nilai probabilitas (*p-value*). Jika $p\text{-value} > 0.05$, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang menandakan bahwa variabel independen tersebut tidak memiliki pengaruh signifikan secara parsial terhadap variabel dependen, begitupun sebaliknya jika $p\text{-value} < 0.05$, maka H_0 ditolak dan H_1

diterima, yang berarti variabel tersebut memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial terhadap variabel dependen (Gujarati & Porter, 2009). Dengan demikian, uji t memberikan wawasan tentang sejauh mana masing-masing variabel independen mempengaruhi variabel dependen dalam penelitian ini. Berikut adalah hasil dari uji statistik t yang dilakukan dalam penelitian ini:

Tabel 4. 13 Hasil Uji T ESG

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.250151	0.064619	3.871183	0.0002
ESG	0.000221	6.20E-05	3.570298	0.0005
SIZE	-0.009908	0.002869	-3.453469	0.0008
LAVERAGE	5.92E-05	0.008152	0.007267	0.9942
ROE	-0.000329	0.004392	-0.074925	0.9404
FIXED_ASSET_RATIO	0.017084	0.004201	4.066609	0.0001

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Tabel 4. 14 Hasil Uji Environmental Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258107	0.068285	3.779870	0.0003
ENS	0.000118	4.13E-05	2.852780	0.0051
SIZE	-0.010027	0.003029	-3.309876	0.0012
LAVERAGE	0.002105	0.008213	0.256293	0.7982
ROE	0.001817	0.004615	0.393789	0.6945
FIXED_ASSET_RATIO	0.016303	0.004526	3.602532	0.0005

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Tabel 4. 15 Hasil Uji Social Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.190844	0.056994	3.348507	0.0011
SOS	0.000175	6.15E-05	2.848274	0.0052
SIZE	-0.007393	0.002509	-2.947278	0.0039
LAVERAGE	0.008982	0.008285	1.084059	0.2806
ROE	-0.001163	0.004372	-0.265919	0.7908
FIXED_ASSET_RATIO	0.012660	0.004035	3.137528	0.0022

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Tabel 4. 16 Hasil Uji Governance Pillar

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.204216	0.069112	2.954854	0.0038
GS	0.000123	4.17E-05	2.955332	0.0038
SIZE	-0.007595	0.003018	-2.516515	0.0132
LAVERAGE	-0.004273	0.009159	-0.466545	0.6417
ROE	-0.003478	0.004595	-0.756949	0.4506
FIXED_ASSET_RATIO	0.017822	0.004378	4.070556	0.0001

Sumber: Hasil Olah Data Software Eviews 13

Berdasarkan hasil uji statistik t yang telah diperoleh, kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. Kinerja ESG (ESG Score-ESG)

Berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai koefisien regresi untuk *ESG Score* terhadap *cost of debt* sebesar 0.000221, yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Sedangkan Nilai *t-statistic* yang diperoleh yaitu 3.570298 dengan *p-value* sebesar 0.0005. Karena *p-value* < 0.05, maka hasilnya dapat disimpulkan bahwa **kinerja *environmental, social, governance* (ESG) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang (*cost of debt*).**

2. Kinerja Lingkungan (*Environmental Pillar Score* - ENS)

Berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai koefisien regresi untuk *Environmental Pillar Score* (ENS) terhadap *cost of debt* sebesar 0.000118, yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Sedangkan Nilai *t-statistic* yang diperoleh yaitu sebesar 2.852780 dengan *p-value* sebesar 0.0051. Karena nilai *p-value* < 0.05, maka hasilnya dapat disimpulkan bahwa **kinerja lingkungan (*environmental pillar score*-ENS) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang (*cost of debt*).**

3. Kinerja Sosial (*Social Pillar Score* - SOS)

Berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai koefisien regresi untuk *Social Pillar Score* (SOS) terhadap *cost of debt* sebesar 0.000175, yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Sedangkan Nilai *t-statistic* yang diperoleh yaitu sebesar 2.848274 dengan nilai *p-value* sebesar 0.0052. Karena nilai *p-value* < 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa **kinerja sosial (*social pillar score*-SOS) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang (*cost of debt*).**

4. Kinerja Tata Kelola (*Governance Pillar Score* - GS)

Berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai koefisien regresi untuk *Governance Pillar Score* (GS) terhadap *cost of debt* sebesar 0.000123, yang menunjukkan adanya pengaruh positif. Sedangkan Nilai *t-statistic* yang diperoleh yaitu sebesar 2.955332 dengan nilai *p-value* sebesar 0.0038. Karena nilai *p-value* < 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa **kinerja tata kelola (*governance pillar score*-GS) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang (*cost of debt*).**

4.7 Pembahasan

4.7.1 Hubungan Kinerja ESG Terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, terungkap bahwa Skor ESG memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap biaya utang (*cost of debt*). Artinya, semakin tinggi skor ESG suatu perusahaan, semakin besarlah biaya utang yang harus ditanggung. Dengan demikian, hipotesis awal yang berpendapat bahwa Skor ESG berhubungan negatif dengan biaya utang harus ditolak.

Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun tujuan penerapan ESG adalah untuk meningkatkan keberlanjutan dan tata kelola, perusahaan yang memiliki skor ESG tinggi justru menghadapi peningkatan biaya utang. Hal ini sejalan dengan Teori *Trade-Off* (Kraus & Litzenberger, 1973), yang mengungkapkan bahwa suatu perusahaan perlu menyeimbangkan manfaat dan biaya dalam keputusan pendanaan. Penerapan ESG menuntut investasi yang signifikan dalam infrastruktur ramah lingkungan, inovasi yang berkelanjutan, dan tata kelola yang ketat, sehingga menambah beban keuangan dan risiko jangka pendek. Akibatnya, kreditur cenderung menggunakan suku bunga lebih tinggi untuk mengimbangi peningkatan biaya operasional dan risiko yang mungkin muncul.

Temuan ini juga didukung oleh Teori *Resource-Based View* (Barney, 1991), yang menyatakan bahwa keunggulan kompetitif bergantung pada sumber daya unik, termasuk strategi keberlanjutan. Namun, sebelum keunggulan tersebut dapat memberikan manfaat finansial, perusahaan harus melakukan investasi besar dalam teknologi hijau, kebijakan etis, dan kepatuhan terhadap regulasi. Biaya yang tinggi ini dapat meningkatkan ketergantungan pada utang, yang pada gilirannya dapat menyebabkan suku bunga pinjaman lebih tinggi akibat meningkatnya persepsi risiko.

Penelitian ini juga sejalan dengan studi (Gigante & Manglaviti, 2022) yang menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG tinggi justru mengalami biaya utang yang lebih besar. Kreditur melihat investasi dalam ESG sebagai faktor yang berpotensi meningkatkan risiko keuangan, terutama terkait dampak jangka pendek terhadap profitabilitas dan arus kas. Sehingga, bank dan pemberi pinjaman cenderung menetapkan suku bunga yang lebih tinggi sebagai bentuk mitigasi risiko. Penelitian (Gigante & Manglaviti, 2022) menjadi sangat relevan mengingat penerapan ESG di Indonesia masih menghadapi berbagai kendala. Regulasi terkait ESG, seperti POJK No. 51/POJK. 03/2017 mengenai keuangan berkelanjutan, telah diterapkan namun masih dalam proses pengembangan dan belum sepenuhnya diterapkan di seluruh sektor industri. Selain itu, insentif bagi perusahaan yang menerapkan ESG masih terbatas, sehingga investasi besar dalam praktik keberlanjutan justru menambah beban finansial tanpa memberikan manfaat langsung berupa biaya utang yang lebih rendah.

Kesadaran investor dan kreditur mengenai ESG di Indonesia juga belum sekuat di negara-negara maju. Kreditur masih cenderung lebih memfokuskan pada kinerja keuangan jangka pendek dibandingkan dengan faktor keberlanjutan dalam menilai risiko kredit. Oleh karena itu, perusahaan dengan skor ESG tinggi tidak secara otomatis mendapatkan suku bunga pinjaman yang lebih rendah, melainkan tetap dianggap memiliki risiko tambahan karena tingginya biaya yang diperlukan untuk implementasi ESG. Hal ini sesuai dengan temuan (Gigante & Manglaviti, 2022) yang menunjukkan bahwa di negara-negara dengan regulasi ESG yang belum sepenuhnya matang, investasi dalam ESG justru dapat meningkatkan biaya utang akibat persepsi risiko yang lebih tinggi.

Selain itu, penerapan prinsip ESG di Indonesia masih dihadapkan pada tantangan besar terkait biaya operasional. Perusahaan diharuskan untuk berinvestasi dalam teknologi hijau, mendapatkan sertifikasi keberlanjutan, serta memenuhi standar global, yang semuanya memerlukan investasi yang tidak sedikit. Selain itu, minimnya dukungan pembiayaan hijau dan insentif dari pemerintah memaksa perusahaan untuk mencari dana secara mandiri, yang pada akhirnya meningkatkan ketergantungan mereka pada utang dan menyebabkan suku bunga pinjaman semakin tinggi. Kondisi ini semakin memperkuat temuan penelitian bahwa di Indonesia, perusahaan dengan skor ESG yang tinggi tetap saja menghadapi biaya utang yang lebih besar akibat ketidakpastian regulasi, tingginya biaya implementasi, serta penilaian risiko yang lebih konservatif dari para kreditur.

Maka dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini penerapan ESG tidak selalu berujung pada penurunan biaya utang, melainkan dapat justru meningkatkannya. Hal ini sejalan dengan *Trade-Off Theory*, yang menekankan bahwa kebijakan keberlanjutan harus seimbang dengan pengelolaan risiko finansial yang efektif. Temuan ini juga didukung oleh teori RBV yang menunjukkan bahwa investasi dalam ESG dapat menghasilkan keunggulan jangka panjang, walaupun dalam jangka pendek bisa meningkatkan biaya utang. Oleh karena itu, perusahaan yang berkomitmen pada keberlanjutan perlu menyusun strategi keuangan yang matang agar penerapan ESG tetap memberi keuntungan tanpa memberikan dampak negatif yang signifikan terhadap kesehatan keuangan mereka.

4.7.2 Hubungan *Environmental* Terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Berdasarkan hasil analisis regresi, terungkap bahwa Skor Lingkungan memiliki hubungan positif dengan biaya utang. Ini berarti bahwa semakin tinggi skor lingkungan

suatu perusahaan, semakin tinggi pula beban biaya utangnya. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan adanya hubungan negatif antara skor lingkungan dan biaya utang harus ditolak.

Penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun investasi dalam keberlanjutan bertujuan untuk meningkatkan stabilitas dan daya saing perusahaan dalam jangka panjang, dalam jangka pendek, langkah tersebut justru dapat menambah beban finansial. Teori Legitimasi (Suchman, 1995) menjelaskan bahwa perusahaan menerapkan kebijakan lingkungan untuk mendapatkan pengakuan dari pemangku kepentingan, seperti pemerintah, investor, dan masyarakat. Namun, untuk mencapai pengakuan ini, perusahaan perlu berinvestasi besar dalam teknologi hijau, efisiensi energi, dan sertifikasi keberlanjutan, yang pada nantinya dapat mengurangi fleksibilitas keuangan dan meningkatkan ketergantungan pada utang. Kreditur cenderung melihat pengeluaran ini sebagai risiko tambahan, sehingga mereka menetapkan suku bunga yang lebih tinggi untuk pinjaman guna mengimbangi ketidakpastian finansial yang mungkin muncul.

Selain itu, kepatuhan terhadap regulasi lingkungan yang semakin ketat juga berperan dalam peningkatan biaya utang. Perusahaan yang berkomitmen kuat terhadap keberlanjutan harus menyesuaikan operasional mereka dengan standar yang lebih rigid, termasuk pembatasan emisi karbon dan pengelolaan limbah yang lebih efisien. Meskipun langkah-langkah ini dapat mendatangkan manfaat dalam jangka panjang, dalam jangka pendek, mereka justru menambah beban operasional dan mengurangi arus kas, yang pada akhirnya berisiko meningkatkan kemungkinan gagal bayar. Kreditur yang melihat hal ini sebagai pertanda ketidakstabilan keuangan akan cenderung mengenakan biaya utang yang lebih tinggi.

Bukti penelitian ini didukung penelitian oleh (Goss & Roberts, 2011), yang menemukan bahwa perusahaan dengan komitmen lingkungan yang tinggi justru mengalami biaya utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Kreditur menilai bahwa investasi awal yang tinggi dalam inisiatif hijau dapat menurunkan profitabilitas dan memperbesar ketidakpastian finansial, sehingga mereka menaikkan suku bunga pinjaman sebagai langkah mitigasi risiko. Selain itu, penelitian oleh (Bauer & Hann, 2010) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kebijakan lingkungan yang lebih ketat cenderung menghadapi biaya utang yang lebih tinggi sebagai akibat dari risiko regulasi. Perusahaan yang aktif dalam upaya keberlanjutan lebih rentan terhadap perubahan dalam kebijakan lingkungan yang dapat meningkatkan biaya operasional, sehingga membuat kreditur lebih berhati-hati saat memberikan pinjaman.

Di Indonesia, tantangan dalam menerapkan kebijakan lingkungan semakin memperkuat temuan penelitian ini. Regulasi seperti Undang-Undang No. 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup mewajibkan perusahaan untuk lebih bertanggung jawab atas dampak lingkungan yang ditimbulkan. Namun, implementasinya masih menghadapi berbagai hambatan. Banyak perusahaan diharuskan untuk berinvestasi besar dalam teknologi ramah lingkungan, pengelolaan limbah yang lebih baik, serta kepatuhan terhadap regulasi emisi karbon. Ketidacukupan insentif dan terbatasnya skema pembiayaan hijau membuat perusahaan terpaksa mencari pendanaan dari sumber lain, yang akhirnya meningkatkan ketergantungan pada utang. Sebagai konsekuensinya, kreditur tetap mengenakan suku bunga tinggi karena investasi dalam keberlanjutan masih dipandang sebagai pengeluaran tambahan yang menambah risiko finansial dalam jangka pendek.

Selain regulasi, persepsi risiko dari kreditur dan investor di Indonesia juga menjadi faktor kunci yang memperkuat adanya hubungan positif antara skor lingkungan dan biaya utang. Banyak lembaga keuangan masih lebih fokus pada stabilitas keuangan jangka pendek, ketimbang pada manfaat jangka panjang yang dapat dihasilkan dari kebijakan lingkungan. Dalam praktiknya, investasi dalam keberlanjutan seringkali dipandang sebagai beban yang dapat mengurangi profitabilitas, terutama di sektor-sektor yang menghadapi persaingan yang ketat. Akibatnya, meskipun perusahaan berusaha untuk meningkatkan skor lingkungan mereka, mereka tetap terjebak dalam biaya utang yang lebih tinggi, disebabkan oleh sikap konservatif dalam penilaian risiko oleh para pemberi pinjaman.

Secara keseluruhan, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan skor lingkungan yang tinggi tidak selalu mendapatkan keuntungan dalam bentuk biaya utang yang lebih rendah, namun sebaliknya, mereka sering menghadapi tantangan finansial yang lebih besar. Teori Legitimasi menjelaskan bahwa perusahaan yang berkomitmen pada keberlanjutan harus menginvestasikan sumber daya yang besar untuk mendapatkan pengakuan dari pemangku kepentingan, yang pada akhirnya dapat meningkatkan beban keuangan dalam jangka pendek. Penelitian oleh (Goss & Roberts, 2011) serta (Bauer & Hann, 2012) mendukung temuan ini yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kebijakan lingkungan yang lebih ketat cenderung menghadapi biaya utang yang lebih tinggi akibat tingginya biaya investasi dan persepsi risiko dari kreditur. Di Indonesia, ketidakpastian regulasi, biaya implementasi yang tinggi, dan kurangnya insentif dari pemerintah semakin memperkuat hasil penelitian ini. Oleh karena itu, perusahaan yang ingin meningkatkan skor lingkungan mereka perlu merancang strategi

keuangan yang matang, agar kebijakan keberlanjutan dapat memberikan manfaat jangka panjang tanpa membebani struktur keuangan mereka secara signifikan.

4.7.3 Hubungan *Social* Terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa Skor Pilar Sosial memiliki hubungan positif terhadap biaya utang (*cost of debt*). Hal ini berarti bahwa semakin tinggi keterlibatan perusahaan dalam aspek sosial, semakin besar pula biaya utang yang harus ditanggung. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan hubungan *Social pillar* (pilar sosial) dapat mengurangi biaya utang harus dinyatakan tidak terbukti.

Hasil penelitian ini dapat dijelaskan melalui Teori Legitimasi (Suchman, 1995), yang menegaskan bahwa perusahaan menerapkan kebijakan sosial dengan tujuan untuk mendapatkan pengakuan dari pemangku kepentingan, seperti investor, pemerintah, dan masyarakat. Namun, upaya ini seringkali memerlukan alokasi dana yang signifikan untuk program kesejahteraan karyawan, *Corporate Social Responsibility* (CSR), serta inisiatif sosial lainnya. Meskipun kebijakan tersebut dapat meningkatkan reputasi dan kepercayaan publik dalam jangka panjang, pada jangka pendek, pengeluaran yang tinggi justru dapat mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan dan meningkatkan ketergantungan pada utang. Kreditor yang memandang pengeluaran sosial yang besar sebagai beban tambahan mungkin menilai perusahaan tersebut memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi, sehingga mereka mengenakan suku bunga pinjaman yang lebih tinggi sebagai upaya mitigasi risiko.

Temuan ini diperkuat oleh penelitian yang dilakukan oleh (Goss & Roberts, 2011) serta (Bauer & Hann, 2010), yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat keterlibatan sosial yang tinggi seringkali mengalami biaya utang yang lebih besar, karena pengeluaran sosial dapat mengurangi profitabilitas dalam jangka pendek dan

meningkatkan ketidakpastian arus kas. Selain itu, studi oleh (Perdiansyah, F. & Ulpah, 2024) menunjukkan bahwa Pilar Sosial memiliki hubungan positif dengan biaya utang di negara-negara ASEAN, termasuk Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa kreditor masih menilai investasi sosial sebagai pengeluaran yang tidak memberikan manfaat finansial langsung. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki skor sosial tinggi tetap dikenakan suku bunga pinjaman yang lebih tinggi karena dianggap memiliki risiko keuangan yang lebih besar akibat tingginya biaya implementasi program sosial.

Di Indonesia, kondisi ini semakin diperburuk oleh ketidakpastian regulasi serta minimnya insentif bagi perusahaan yang berinvestasi dalam program sosial. Kreditor cenderung lebih menilai risiko kredit berdasarkan faktor keuangan seperti profitabilitas dan likuiditas, dibandingkan dengan dampak sosial yang dihasilkan oleh perusahaan. Selain itu, apresiasi terhadap keberlanjutan sosial dalam pasar keuangan Indonesia masih tergolong rendah, berbeda dengan negara-negara maju yang memberikan insentif berupa suku bunga pinjaman yang lebih rendah bagi perusahaan yang berinvestasi dalam aspek sosial. Kurangnya dukungan kebijakan yang mendorong investasi sosial menyebabkan perusahaan harus membiayai program sosial mereka sendiri tanpa adanya jaminan manfaat finansial dalam bentuk biaya utang yang lebih rendah. Akibatnya, perusahaan yang aktif dalam kebijakan sosial tetap menghadapi beban biaya utang yang lebih tinggi karena manfaat sosial belum dianggap sebagai faktor utama dalam penilaian risiko oleh kreditor.

Dengan demikian, perusahaan yang ingin meningkatkan skor sosial mereka perlu menyeimbangkan kebijakan sosial dengan strategi keuangan yang matang agar tidak mengalami tekanan finansial yang berlebihan. Meskipun investasi sosial dapat memberikan manfaat jangka panjang dalam bentuk legitimasi dan reputasi yang lebih

baik, dalam jangka pendek, tingginya biaya implementasi serta kurangnya pengakuan dari kreditor terhadap manfaat sosial dapat mengakibatkan peningkatan biaya utang. Oleh karena itu, diperlukan pendekatan yang lebih strategis dalam penerapan kebijakan sosial agar investasi sosial tidak menjadi beban bagi perusahaan, melainkan dapat memberikan manfaat finansial yang lebih optimal.

4.7.4 Hubungan *Governance* Terhadap Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Berdasarkan hasil analisis regresi, ditemukan bahwa Governance Score memiliki hubungan positif dengan biaya utang (*cost of debt*). Dengan kata lain, semakin baik tata kelola perusahaan, semakin besar biaya utang yang harus ditanggung. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa tata kelola yang baik dapat menurunkan biaya utang tidak terbukti dalam penelitian ini.

Penjelasan untuk hasil ini dapat ditemukan dalam *Costly Monitoring Theory* (Fama & Jensen, 1998), yang mengemukakan bahwa semakin ketat tata kelola perusahaan, semakin besar pula kebutuhan untuk pengawasan, baik dari internal maupun eksternal. Standar tata kelola yang lebih tinggi sering membutuhkan alokasi lebih banyak sumber daya untuk kepatuhan, audit, serta pelaporan yang lebih transparan. Akibatnya, beban operasional meningkat, dan para kreditor melihat hal ini sebagai risiko tambahan, yang berimplikasi pada suku bunga pinjaman yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik sering kali menghadapi persyaratan pinjaman yang lebih ketat. Kreditor cenderung menetapkan standar risiko yang lebih tinggi dengan meminta laporan keuangan yang lebih mendetail, menetapkan pembatasan keuangan (*covenants*), serta meminta jaminan tambahan. Meskipun langkah-langkah ini bertujuan melindungi kepentingan kreditor, di sisi perusahaan, hal ini justru meningkatkan biaya kepatuhan dan administrasi.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Goss & Roberts, 2011), yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lebih ketat tidak selalu mendapatkan keuntungan berupa biaya utang yang lebih rendah. Sebaliknya, mereka cenderung menghadapi beban kepatuhan yang lebih besar dan fleksibilitas keuangan yang lebih terbatas. Selain itu, (Bauer & Hann, 2010) juga menemukan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang ketat harus menghadapi biaya operasional yang lebih tinggi akibat meningkatnya pengawasan dan kepatuhan terhadap regulasi.

Di Indonesia, regulasi terkait tata kelola semakin diperkuat melalui POJK No. 21/POJK. 04/2015, yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan independensi. Namun, implementasi kebijakan ini juga berdampak pada peningkatan biaya administrasi, biaya audit, dan penguatan sistem pengendalian internal, yang menjadi beban tambahan bagi perusahaan. Selain itu, pasar keuangan Indonesia masih lebih fokus pada stabilitas arus kas dan profitabilitas jangka pendek, sehingga kreditur lebih mempertimbangkan aspek likuiditas, *leverage*, dan aset jaminan dalam menilai risiko kredit, dibandingkan dengan tata kelola perusahaan itu sendiri. Akibatnya, perusahaan yang telah menerapkan tata kelola yang baik tidak otomatis mendapatkan insentif berupa biaya utang yang lebih rendah.

Apresiasi terhadap tata kelola yang baik di pasar keuangan Indonesia juga masih tergolong rendah. Berbeda dengan negara maju, di mana perusahaan dengan tata kelola yang baik sering kali mendapatkan akses pembiayaan dengan suku bunga lebih rendah, di Indonesia insentif semacam ini masih terbatas. Akibatnya, perusahaan yang telah berinvestasi dalam tata kelola yang baik tetap harus menanggung biaya kepatuhan yang tinggi tanpa adanya pengurangan biaya pembiayaan, sehingga mengalami peningkatan biaya utang.

Secara keseluruhan maka dapat disimpulkan bahwa *Costly Monitoring Theory* menjelaskan bahwa semakin ketat tata kelola suatu perusahaan, semakin besar pula kebutuhan akan pengawasan dan kepatuhan, yang pada akhirnya berujung pada meningkatnya biaya operasional dan berkurangnya fleksibilitas keuangan. Studi oleh (Goss & Roberts, 2011) serta (Bauer & Hann, 2010) mendukung temuan ini dengan menunjukkan bahwa biaya kepatuhan yang tinggi, aturan pinjaman yang lebih ketat, dan keterbatasan fleksibilitas keuangan dapat menyebabkan peningkatan biaya utang. Hal ini mencerminkan kondisi yang ada di Indonesia, di mana ketidakpastian regulasi, tingginya biaya kepatuhan, serta minimnya insentif bagi perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik, semakin menguatkan temuan penelitian ini. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengupayakan keseimbangan antara penerapan tata kelola yang ketat dengan strategi keuangan yang lebih fleksibel, sehingga kepatuhan dapat memberikan manfaat tanpa membebani struktur pendanaan perusahaan secara signifikan.

BAB 5

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilaksanakan mengenai pengaruh kinerja *Environmental, Social, Governance* (ESG) terhadap biaya utang (*cost of debt*) di Indonesia pada periode tahun 2019 hingga 2023, dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1) Pengaruh ESG Terhadap Biaya Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja *Environmental, Social, and Governance* (ESG) secara keseluruhan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Dengan kata lain, semakin tinggi skor ESG dari suatu perusahaan, semakin tinggi pula biaya utang yang harus ditanggung oleh perusahaan tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa penerapan prinsip-prinsip ESG tidak selalu mengurangi persepsi risiko di mata kreditur, melainkan dapat berpotensi meningkatkan biaya utang. Kreditur mungkin menilai bahwa investasi perusahaan dalam aspek-aspek ESG memerlukan biaya tambahan yang berpotensi meningkatkan risiko finansial, sehingga mereka menerapkan tingkat bunga pinjaman yang lebih tinggi.

2) Pengaruh *Environmental Pillar* (Lingkungan) Terhadap Biaya Utang

Aspek lingkungan (*environmental pillar*) memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih proaktif dalam pengelolaan aspek lingkungan, seperti pengurangan emisi karbon dan pemanfaatan energi terbarukan, cenderung mengalami biaya utang yang lebih tinggi. Fenomena ini dapat dijelaskan oleh fakta bahwa perusahaan diwajibkan

untuk mengalokasikan sumber daya keuangan yang substansial untuk program-program lingkungan, sehingga meningkatkan beban finansial mereka yang pada gilirannya dipersepsikan sebagai risiko tambahan oleh kreditur.

3) **Pengaruh *Social Pillar* (Sosial) Terhadap Biaya Utang**

Pilar sosial (*social pillar*) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang. Perusahaan yang memiliki program sosial yang solid, seperti kesejahteraan karyawan, keragaman tenaga kerja, dan tanggung jawab sosial terhadap masyarakat, cenderung mengalami peningkatan biaya utang. Hal ini disebabkan oleh penilaian kreditur yang menganggap bahwa investasi dalam aspek sosial tersebut tidak selalu memberikan keuntungan finansial secara langsung, sehingga meningkatkan persepsi risiko terhadap perusahaan dan menyebabkan biaya utang yang lebih tinggi.

4) **Pengaruh *Governance Pillar* (Tata Kelola Perusahaan) Terhadap Biaya Utang**

Pilar tata kelola Perusahaan (*governance pillar*) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap biaya utang. Meskipun penerapan tata kelola yang baik meningkatkan transparansi dan akuntabilitas, hasil penelitian mengindikasikan bahwa perusahaan dengan praktik tata kelola yang lebih baik tetap menghadapi biaya utang yang lebih tinggi. Fenomena ini mungkin disebabkan oleh adanya biaya tambahan yang timbul dari implementasi kebijakan tata kelola yang lebih ketat, serta meningkatnya ekspektasi dari kreditur terhadap perusahaan yang memiliki struktur manajemen yang kompleks.

5.2 Implikasi Penelitian

- 1) Hasil penelitian ini memberikan wawasan baru dalam teori keuangan yang berkaitan dengan *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Berbeda dengan anggapan

umum bahwa penerapan ESG dapat mengurangi risiko dan menurunkan biaya utang, penelitian ini menunjukkan bahwa implementasi ESG justru dapat mengakibatkan peningkatan biaya utang. Temuan ini memberikan perspektif baru terhadap teori signaling dan teori *stakeholder*, yang mengindikasikan bahwa kreditur mungkin melihat investasi dalam praktik ESG sebagai beban keuangan tambahan bagi perusahaan.

- 2) Perusahaan perlu menyadari bahwa penerapan prinsip-prinsip *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dapat berpengaruh terhadap peningkatan biaya utang (*cost of debt*). Oleh karena itu, strategi ESG harus dirancang dengan mempertimbangkan efisiensi yang optimal, agar tidak menimbulkan persepsi risiko tambahan di mata para kreditur. Selain itu, perusahaan juga disarankan untuk melakukan komunikasi yang lebih efektif dengan kreditur terkait manfaat jangka panjang dari investasi pada aspek ESG, demi mengurangi kemungkinan peningkatan biaya utang yang tidak perlu.
- 3) Berdasarkan penelitian ini, para kreditur perlu melakukan evaluasi kembali terhadap asumsi-asumsi mereka mengenai *Environmental, Social, and Governance* (ESG), mengingat hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ESG tidak selalu berfungsi sebagai indikator pengurangan risiko. Sebaliknya, investasi yang berfokus pada aspek ESG dapat dianggap sebagai beban tambahan yang berdampak pada stabilitas keuangan perusahaan. Selain itu, para investor juga hendaknya mempertimbangkan dampak ESG terhadap profitabilitas dan struktur modal perusahaan agar dapat mengambil keputusan investasi yang lebih tepat dan informasional.
- 4) Regulasi *Environment, Social, and Governance* (ESG) di Indonesia perlu ditinjau kembali agar perusahaan tidak terbebani oleh implementasi ESG yang pada akhirnya

dapat meningkatkan biaya utang. Pemerintah dapat memberikan insentif kepada perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip ESG secara efisien, misalnya melalui kebijakan perpajakan atau skema pendanaan berbunga rendah. Selain itu, diperlukan kebijakan yang dapat meningkatkan kesadaran di kalangan kreditur mengenai manfaat jangka panjang dari penerapan ESG, sehingga perusahaan yang mengadopsi prinsip-prinsip tersebut tidak selalu dipersepsikan sebagai entitas yang memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu dicermati. Pertama, penelitian ini hanya menggunakan sampel sebanyak 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2019-2023, sehingga hasil penelitian mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan seluruh perusahaan yang ada di Indonesia dan waktu yang digunakan lebih singkat. Kedua, penerapan praktik *Environmental, Social, and Governance* (ESG) di Indonesia masih berada pada tahap perkembangan, dimana partisipasi perusahaan dalam pemeringkatan ESG masih tergolong terbatas. Keterbatasan jumlah perusahaan yang aktif dalam praktik ESG dapat memengaruhi hasil penelitian, karena data yang tersedia mungkin belum sepenuhnya mencerminkan kondisi optimal dalam implementasi ESG. Ketiga, penelitian ini belum mempertimbangkan faktor-faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, dan perubahan regulasi yang dapat memengaruhi hubungan antara ESG dan biaya utang. Faktor-faktor ini dapat memberikan perspektif yang lebih komprehensif mengenai bagaimana dinamika ekonomi berpengaruh terhadap hasil penelitian.

5.4 Saran

Untuk penelitian yang akan datang, terdapat beberapa rekomendasi yang dapat dipertimbangkan untuk penelitian selanjutnya. Pertama, disarankan untuk memperluas cakupan sampel dengan melibatkan lebih banyak perusahaan dari berbagai industri, sehingga hasil yang diperoleh menjadi lebih representatif terhadap kondisi bisnis di Indonesia. Selain itu, variabel eksternal, seperti kebijakan moneter, inflasi, dan kondisi makroekonomi, sebaiknya juga diikutsertakan agar dapat dianalisis pengaruhnya terhadap hubungan antara *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan biaya utang.

Kedua yaitu mengingat bahwa praktik ESG di Indonesia masih berada dalam tahap perkembangan, dengan jumlah perusahaan yang berpartisipasi masih terbatas, penelitian mendatang perlu fokus pada identifikasi faktor-faktor yang dapat mendorong atau menghambat implementasi ESG dalam perusahaan. Pemahaman yang lebih mendalam mengenai hambatan serta peluang yang ada terkait ESG dapat memberikan manfaat bagi regulator dan perusahaan dalam merancang kebijakan yang lebih efektif dan tepat sasaran.

Selain itu, penelitian yang akan datang dapat melakukan studi perbandingan antara Indonesia dan negara lain untuk memahami dampak perbedaan regulasi dan kondisi pasar terhadap hubungan ESG dengan biaya utang. Dengan membandingkan praktik ESG di berbagai negara, penelitian diharapkan dapat memberikan wawasan yang lebih luas mengenai upaya optimalisasi ESG guna meningkatkan keberlanjutan bisnis tanpa menambah beban finansial perusahaan.

Dengan melakukan perbaikan pada aspek-aspek tersebut, diharapkan penelitian mendatang dapat memberikan wawasan yang lebih komprehensif mengenai hubungan antara ESG dan biaya utang, serta memberikan kontribusi yang lebih signifikan dalam pengembangan ilmu pengetahuan dan praktik bisnis yang berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- Apergis, N., Poufinas, T., & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112, 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006a). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006b). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Baltagi, B. (2005). Econometric analysis of panel data. In *Vasa* (6th ed.). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (Vol. 4). Springer.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bauer, R., & Hann, D. (2010). Corporate Environmental Management and Credit Risk. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1660470>
- Bauer, R., & Hann, D. (2012). Corporate Environmental Management and Credit Risk. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1660470>

- Becchetti, L., Cucinelli, D., Ielasi, F., & Rossolini, M. (2023). Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102833. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102833>
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76(3), 455–475. <https://doi.org/10.1086/344114>
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689–721. <https://doi.org/10.1086/261775>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1998). Separation of Ownership and Control. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94034>
- Freeman, R., & Mcvea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 23*. <https://perpus.petra.ac.id/catalog/site/detail?id=149488>.
- Gigante, G., & Manglaviti, D. (2022). The ESG effect on the cost of debt financing: A sharp RD analysis. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102382. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102382>
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Irwin.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Jeffrey M. Wooldridge. (2010). *Econometric Analysis of Cross section and Panel Data* (2nd ed.). The MIT Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976a). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976b). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Menz, K. M. (2010). Corporate Social Responsibility: Is it Rewarded by the Corporate Bond Market? A Critical Note. *Journal of Business Ethics*, 96(1), 117–134.
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0452-y>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. M. (1963). American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- OECD. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. In *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD. <https://doi.org/10.1787/b4f71091-en>
- Perdiansyah, F., S., & Ulpah, M. (2024). The Effect Of Environmental, Social, and Governance (ESG) Pillars and State Ownership on Firm Costs of Debt. *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 12(3).
- RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Scholtens, B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological Economics*, 68(1–2), 46–55.
<https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2008.01.024>

- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Shi, Y., Zheng, S., Xiao, P., Zhen, H., & Wu, T. (2024). ESG performance and cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 17(4), 100390. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100390>
- Spence, M. (1973a). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Spence, M. (1973b). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Velte, P. (2019). The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management – empirical evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 10(4), 322–338. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2019-0001>
- Wahyuningtyas, E. T., Majidi, L. M. S., Murtadho, M., Musriha, Susesti, D. A., & Primasari, N. S. (2024). Environment Social Governance Performance and Capital Structure: Evidence in Indonesia and Malaysia. *Revista de Gestao Social e Ambiental*, 18(5), e05635. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n5-089>

LAMPIRAN

Lampiran 1. 1 Daftar Perusahaan Sampel

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1.	LPKR	Lippo Karawaci Tbk
2.	KLBF	Kalbe Farma Tbk
3.	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
4.	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
5.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk
6.	UNTR	United Tractors Tbk
7.	ASII	Astra International Tbk
8.	BUMI	Bumi Resources Tbk
9	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
10	GGRM	Gudang Garam Tbk
11	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
12	INCO	Vale Indonesia Tbk
13	LPPF	Matahari Department Store Tbk
14	PWON	Pakuwon Jati Tbk
15	TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk
16	BMTR	Global Mediacom Tbk
17	AKRA	AKR Corporindo Tbk
18	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
19	ISAT	Indosat Tbk
20	ANTM	Aneka Tambang Tbk
21	AALI	Astra Agro Lestari Tbk
22	SCMA	Surya Citra Media Tbk
23	PTBA	Bukit Asam Tbk
24	PGN	Perusahaan Gas Negara Tbk
25	EXCL	XL Axiata Tbk
26	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk
27	ADRO	Alamtri Resources Indonesia Tbk
28	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
29	TBIG	Tower Bersama Infrastuctur Tbk
30	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk

Lampiran 1. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Date: 03/06/25 Time: 12:31
Sample: 2019 2023

	COST OF DEBT	ESG	ENS	SOS	GS	SIZE	LEVERAGE	ROE	FIXED ASSET RA...
Mean	0.037390	50.89741	42.96025	56.28040	49.62014	22.99768	0.445057	0.113409	0.225693
Median	0.035680	51.39683	41.04747	56.49867	49.16143	24.15774	0.415231	0.097200	0.259693
Maximum	0.104481	87.71513	89.16667	95.88481	94.01335	26.82286	0.961314	1.402000	0.913348
Minimum	0.001672	13.58339	0.000000	8.745296	2.977333	14.61423	0.081018	-1.225400	-0.829721
Std. Dev.	0.023462	18.60480	24.65193	20.41231	22.76919	3.562054	0.207991	0.338891	0.305113
Skewness	0.606096	0.011357	-0.025764	-0.141438	0.073865	-1.547034	0.628498	-0.252745	-0.598578
Kurtosis	2.841882	2.065667	1.868730	2.558419	1.932886	3.823055	2.747383	11.46054	3.937970
Jarque-Bera	9.340079	5.459344	8.015172	1.718825	7.253475	64.06671	10.27408	448.9770	14.45607
Probability	0.009372	0.065241	0.018177	0.423411	0.026603	0.000000	0.005875	0.000000	0.000726
Sum	5.608458	7634.612	6444.038	8442.061	7443.020	3449.652	66.75854	17.01141	33.85399
Sum Sq. Dev.	0.082019	51574.64	90549.94	62082.67	77246.98	1890.546	6.445776	17.11218	13.87096
Observations	150	150	150	150	150	150	150	150	150

Lampiran 1. 3 Hasil Uji Model Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	13.765065	(29,112)	0.0000
Cross-section Chi-square	227.735458	29	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: COST_OF_DEBT
Method: Panel Least Squares
Date: 03/06/25 Time: 12:19
Sample: 2019 2023
Periods included: 5
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050391	0.014497	3.475921	0.0007
ESG	0.001376	0.000707	1.946504	0.0536
ENS	-0.000785	0.000207	-3.788955	0.0002
SOS	-0.000474	0.000301	-1.576384	0.1172
GS	-0.000453	0.000250	-1.813485	0.0719
SIZE	-0.000629	0.000508	-1.238582	0.2176
LAVERAGE	0.026265	0.007970	3.295320	0.0012
ROE	-0.013099	0.005010	-2.614618	0.0099
FIXED_ASSET_RATIO	0.018398	0.005927	3.104159	0.0023
R-squared	0.338085	Mean dependent var		0.037390
Adjusted R-squared	0.300529	S.D. dependent var		0.023462
S.E. of regression	0.019622	Akaike info criterion		-4.966178
Sum squared resid	0.054290	Schwarz criterion		-4.785540
Log likelihood	381.4634	Hannan-Quinn criter.		-4.892791
F-statistic	9.002272	Durbin-Watson stat		0.649832
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 1. 4 Hasil Uji Model Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	16.631113	8	0.0342

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ESG	-0.001949	-0.000359	0.000000	0.0115
ENS	0.000583	-0.000022	0.000000	0.0041
SOS	0.000964	0.000178	0.000000	0.0118
GS	0.000633	0.000146	0.000000	0.0097
SIZE	-0.005786	0.000253	0.000044	0.3619
LAVERAGE	0.013798	0.013167	0.000071	0.9402
ROE	0.000463	-0.006183	0.000012	0.0571
FIXED_ASSET_RATIO	0.016896	0.010415	0.000104	0.5253

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: COST_OF_DEBT

Method: Panel Least Squares

Date: 03/06/25 Time: 12:23

Sample: 2019 2023

Periods included: 5

Cross-sections included: 30

Total panel (balanced) observations: 150

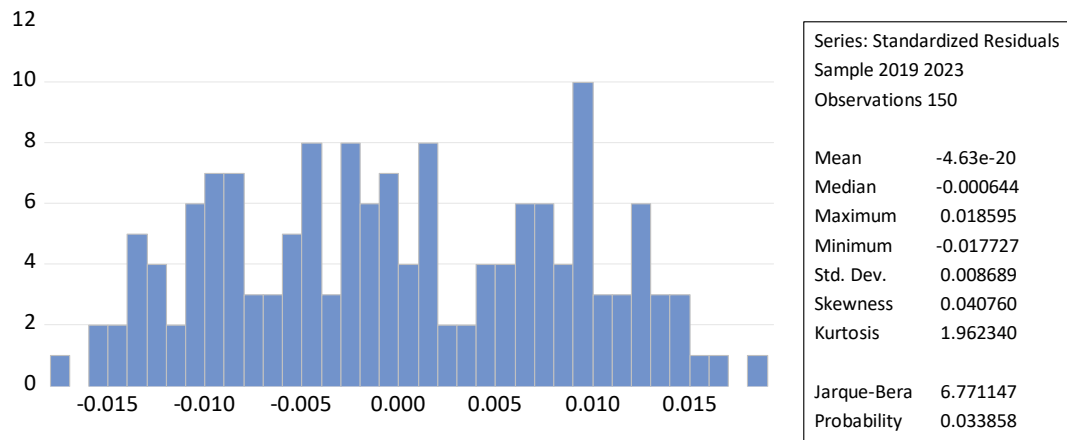
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.148925	0.149158	0.998439	0.3202
ESG	-0.001949	0.001033	-1.885862	0.0619
ENS	0.000583	0.000326	1.786706	0.0767
SOS	0.000964	0.000485	1.986006	0.0495
GS	0.000633	0.000323	1.958478	0.0527
SIZE	-0.005786	0.006697	-0.863953	0.3895
LAVERAGE	0.013798	0.013438	1.026789	0.3067
ROE	0.000463	0.006429	0.071945	0.9428
FIXED ASSET RATIO	0.016896	0.013356	1.265074	0.2085

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.854976	Mean dependent var	0.037390
Adjusted R-squared	0.807066	S.D. dependent var	0.023462
S.E. of regression	0.010305	Akaike info criterion	-6.097748
Sum squared resid	0.011895	Schwarz criterion	-5.335054
Log likelihood	495.3311	Hannan-Quinn criter.	-5.787890
F-statistic	17.84552	Durbin-Watson stat	2.403923
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 1. 5 Hasil Uji Normalitas



Lampiran 1. 6 Hasil Uji VIF ESG

Variance Inflation Factors

Date: 03/10/25 Time: 10:24

Sample: 1 150

Included observations: 150

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000210	74.32407	NA
ESG	1.02E-08	10.61118	1.243348
SIZE	2.60E-07	49.83377	1.159909
LEVERAGE	6.77E-05	5.783962	1.031114
ROE	2.72E-05	1.223544	1.099576
FIXED_ASSET_RATIO	3.36E-05	1.709320	1.102193

Lampiran 1. 7 Hasil Uji VIF Komponen ESG

Variance Inflation Factors

Date: 03/10/25 Time: 10:26

Sample: 1 150

Included observations: 150

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.000213	81.54893	NA
ENS	1.01E-08	9.449425	2.328999
SOS	1.53E-08	20.91516	2.417081
GS	8.66E-09	9.851498	1.704094
SIZE	2.50E-07	51.68969	1.203106
LEVERAGE	6.40E-05	5.898205	1.051480
ROE	2.54E-05	1.233178	1.108234
FIXED_ASSET_RATIO	3.50E-05	1.920188	1.238163

Lampiran 1. 8 Hasil Regresi ESG

Dependent Variable: COST OF DEBT

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 03/06/25 Time: 12:22

Sample: 2019 2023

Periods included: 5

Cross-sections included: 30

Total panel (balanced) observations: 150

Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.250151	0.064619	3.871183	0.0002
ESG	0.000221	6.20E-05	3.570298	0.0005
SIZE	-0.009908	0.002869	-3.453469	0.0008
LEVERAGE	5.92E-05	0.008152	0.007267	0.9942
ROE	-0.000329	0.004392	-0.074925	0.9404
FIXED ASSET RATIO	0.017084	0.004201	4.066609	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.953998	Mean dependent var	0.060964
Adjusted R-squared	0.940398	S.D. dependent var	0.048713
S.E. of regression	0.009971	Sum squared resid	0.011434
F-statistic	70.14464	Durbin-Watson stat	2.079819
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.846990	Mean dependent var	0.037390
Sum squared resid	0.012550	Durbin-Watson stat	2.300355

Lampiran 1. 9 Hasil Regresi Environmental Pillar

Dependent Variable: COST_OF_DEBT

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 03/06/25 Time: 12:23

Sample: 2019 2023

Periods included: 5

Cross-sections included: 30

Total panel (balanced) observations: 150

Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258107	0.068285	3.779870	0.0003
ENS	0.000118	4.13E-05	2.852780	0.0051
SIZE	-0.010027	0.003029	-3.309876	0.0012
LEVERAGE	0.002105	0.008213	0.256293	0.7982
ROE	0.001817	0.004615	0.393789	0.6945
FIXED_ASSET_RATIO	0.016303	0.004526	3.602532	0.0005

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.950579	Mean dependent var	0.058972
Adjusted R-squared	0.935967	S.D. dependent var	0.044066
S.E. of regression	0.010008	Sum squared resid	0.011518
F-statistic	65.05662	Durbin-Watson stat	2.048712
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.847136	Mean dependent var	0.037390
Sum squared resid	0.012538	Durbin-Watson stat	2.309339

Lampiran 1. 10 Hasil Regresi Social Pillar

Dependent Variable: COST_OF_DEBT
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 03/06/25 Time: 12:23
Sample: 2019 2023
Periods included: 5
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 150
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.190844	0.056994	3.348507	0.0011
SOS	0.000175	6.15E-05	2.848274	0.0052
SIZE	-0.007393	0.002509	-2.947278	0.0039
LEVERAGE	0.008982	0.008285	1.084059	0.2806
ROE	-0.001163	0.004372	-0.265919	0.7908
FIXED_ASSET_RATIO	0.012660	0.004035	3.137528	0.0022

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.959408	Mean dependent var	0.060207
Adjusted R-squared	0.947407	S.D. dependent var	0.047539
S.E. of regression	0.010083	Sum squared resid	0.011692
F-statistic	79.94378	Durbin-Watson stat	2.036435
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.848889	Mean dependent var	0.037390
Sum squared resid	0.012394	Durbin-Watson stat	2.342823

Lampiran 1. 11 Hasil Regresi Governance Pillar

Dependent Variable: COST_OF_DEBT
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 03/06/25 Time: 12:25
Sample: 2019 2023
Periods included: 5
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 150
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.204216	0.069112	2.954854	0.0038
GS	0.000123	4.17E-05	2.955332	0.0038
SIZE	-0.007595	0.003018	-2.516515	0.0132
LEVERAGE	-0.004273	0.009159	-0.466545	0.6417
ROE	-0.003478	0.004595	-0.756949	0.4506
FIXED_ASSET_RATIO	0.017822	0.004378	4.070556	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.944535	Mean dependent var	0.061244
Adjusted R-squared	0.928137	S.D. dependent var	0.051207
S.E. of regression	0.010120	Sum squared resid	0.011777
F-statistic	57.59986	Durbin-Watson stat	2.017247
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.847678	Mean dependent var	0.037390
Sum squared resid	0.012493	Durbin-Watson stat	2.293381