

Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola (ESG) Terhadap Biaya Utang

Argianov Ramadhan^{1✉}, Nela Safelia², Fitrini Mansur³, Reka Maiyarni⁴

(1,2,3,4) Program Studi Magister Ilmu Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jambi, Indonesia

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) terhadap biaya utang pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sepuluh industri berbeda. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 288 perusahaan non-keuangan dari sepuluh industri berbeda yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019 hingga 2025, yang semuanya telah menerbitkan laporan keberlanjutan (SR) sehingga menghasilkan 742 observasi. Analisis regresi menggunakan Ordinary Least Squares (OLS) digunakan untuk menguji dampak pengungkapan ESG perusahaan terhadap biaya utang. Kekokohan temuan ini dinilai dan dikonfirmasi melalui empat model analisis yang berbeda, yaitu OLS Standard Error, Model SCC, Model Efek Tetap, dan Model Efek Acak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dikaitkan dengan pengurangan biaya utang. Temuan-temuan ini menunjukkan ketangguhan di berbagai industri dan tetap konsisten ketika menggunakan berbagai metodologi statistik.

Abstract: This study aims to examine the impact of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on the cost of debt among non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange across ten different industries. The study uses a sample of 288 non-financial companies from ten different industries listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2019–2025 period. All sampled companies had published sustainability reports (SR), resulting in a total of 742 firm-year observations. Ordinary Least Squares (OLS) regression analysis was employed to examine the effect of corporate ESG disclosure on the cost of debt. The robustness of the findings was assessed and confirmed using four different analytical models: OLS with standard errors, the Driscoll–Kraay standard error (SCC) model, the Fixed Effects Model, and the Random Effects Model. The results indicate that higher levels of environmental, social, and governance (ESG) disclosure are associated with lower costs of debt. These findings demonstrate robustness across different industries and remain consistent when employing various statistical methodologies.

Article history:

Received: 15 Juni 2026

Revised: 28 Juli 2026

Accepted: 29 Agustus 2026

Published: 03 September 2026

Kata kunci:

Pengungkapan ESG, Biaya Utang, Pelaporan Keberlanjutan, Perusahaan Non-Kuangan, Bursa Efek Indonesia

Keyword:

ESG Disclosure, Cost of Debt, Sustainability Reporting, Non-Financial Companies, Indonesia Stock Exchange

This is an open-access article under the [CC-BY-SA License](#).



How to cite: Ramadhan, A., Safelia, N., Mansur, F., & Maiyarni, R. (2026). Pengaruh Pengungkapan Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola (ESG) Terhadap Biaya Utang. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Bisnis*, 4(3), 1075–1086. <https://doi.org/10.70716/emis.v4i3.615>

PENDAHULUAN

Dalam upaya mencapai pembangunan global, para pemimpin dunia secara resmi mengadopsi agenda Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (SDGs) pada tanggal 25 September 2015. SDGs merupakan agenda komprehensif yang dirancang untuk melanggengkan peningkatan kesejahteraan ekonomi masyarakat, mempertahankan tatanan sosial masyarakat, menjaga lingkungan, mendorong pembangunan inklusif, dan melembagakan mekanisme tata kelola yang mampu menjaga peningkatan kualitas hidup dari satu generasi ke generasi berikutnya. Implementasi SDGs melibatkan partisipasi aktif seluruh pelaku ekonomi, yang mencakup entitas pemerintah dan sektor swasta/organisasi/perusahaan.

Meningkatnya kesadaran akan tanggung jawab sosial perusahaan telah mendapatkan perhatian yang signifikan, sebagaimana dibuktikan oleh pertumbuhan pesat dalam penelitian ilmiah. Akibatnya, perusahaan semakin banyak mengadopsi praktik bisnis yang lebih dari sekadar memaksimalkan

keuntungan, namun juga memasukkan pertimbangan etika dan isu keberlanjutan ke dalam operasi mereka. Dalam lanskap yang terus berkembang ini, terdapat penilaian ulang terhadap model bisnis tradisional, dengan penekanan yang semakin besar pada pendekatan yang secara aktif berkontribusi terhadap pelestarian ekosistem bumi dan keseimbangan alamnya.

ESG mewakili perluasan dan peningkatan konsep-konsep yang mendasari ekonomi hijau, tanggung jawab sosial perusahaan, dan investasi yang bertanggung jawab. Menurut Eccles, pengungkapan ESG sering dipandang oleh banyak investor dan kreditor sebagai proksi untuk mengevaluasi kualitas manajemen perusahaan. Pengungkapan ini berfungsi sebagai bentuk transparansi perusahaan, berpotensi mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan pemangku kepentingannya, khususnya investor dan kreditor dari lembaga pemberi pinjaman.

Integrasi seluruh dimensi ESG memainkan peran penting dalam memfasilitasi evaluasi lembaga pemberi pinjaman terhadap peluang, risiko, transparansi, dan kinerja masa depan masing-masing perusahaan. Akibatnya, lembaga pemberi pinjaman sangat bergantung pada laporan dan metrik ESG untuk menilai dan mengukur indikator kinerja perusahaan. Peningkatan transparansi informasi tidak hanya membantu mengurangi asimetri informasi namun juga berkontribusi pada perusahaan dalam mempertahankan citra positif di mata para pemangku kepentingan. Perusahaan dianggap memiliki tujuan jangka panjang dan mematuhi peraturan, dan kepatuhan terhadap pengungkapan ESG dikaitkan dengan potensi pengurangan biaya utang.

Penelitian mengenai pengaruh pengungkapan ESG terhadap biaya utang sebagian besar masih terkonsentrasi di negara-negara maju, khususnya Amerika Serikat dan Eropa (Apergis et al., 2022; Eliwa et al., 2021). Meskipun temuan di negara maju umumnya menunjukkan hubungan negatif antara ESG dan biaya utang, generalisasi hasil tersebut ke konteks negara berkembang masih terbatas. Beberapa studi di negara emerging markets menunjukkan hasil yang tidak selalu konsisten, yang dapat dipengaruhi oleh perbedaan kualitas institusi, tingkat kesadaran pemangku kepentingan, serta kedalaman pasar modal. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan skor ESG dari agensi rating internasional yang mungkin kurang merepresentasikan praktik pengungkapan aktual perusahaan di negara dengan regulasi keberlanjutan yang masih berkembang. Indonesia menjadi konteks yang relevan dan penting karena memiliki pasar modal yang berkembang pesat, regulasi pengungkapan keberlanjutan yang relatif baru (POJK No. 51/2017), serta heterogenitas industri yang tinggi. Dengan demikian, penelitian ini mengisi kesenjangan literatur dengan menyediakan bukti empiris mengenai hubungan pengungkapan ESG dan biaya utang di negara berkembang, sekaligus memperluas cakupan analisis ke sepuluh industri non-keuangan yang berbeda.

R.Q: Apakah pengungkapan ESG berdampak negatif terhadap biaya utang? Pertanyaan penelitian ini dijawab dengan menggunakan data dari perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019 hingga 2025. Temuan penelitian ini memberikan bukti kuat, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan ESG yang lebih tinggi mengalami biaya utang yang lebih rendah. Hasil ini menunjukkan bahwa praktik ESG memainkan peran penting dalam mempengaruhi kelayakan kredit suatu perusahaan sebagaimana yang dirasakan oleh lembaga pemberi pinjaman. Argumen yang diajukan adalah bahwa lembaga pemberi pinjaman memasukkan informasi ESG perusahaan ke dalam keputusan pemberian pinjaman untuk menilai dua jenis risiko penting yang terkait dengan perusahaan-perusahaan ini: risiko gagal bayar dan risiko reputasi.

Penelitian ini memberikan kontribusi signifikan terhadap literatur lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dengan menyajikan temuan empiris mengenai dampak ESG terhadap biaya utang, khususnya dalam konteks negara berkembang, dengan fokus khusus di Indonesia. Khususnya, penelitian yang mengeksplorasi pengaruh ESG terhadap biaya utang sebagian besar dilakukan di negara-negara maju. Oleh karena itu, penelitian ini mengisi kesenjangan penting tersebut dengan menyoroti bagaimana pertimbangan ESG mempengaruhi biaya utang di negara berkembang seperti Indonesia.

Penelitian ini juga memiliki arti penting sebagai studi yang memberikan bukti empiris pada sepuluh industri non-keuangan. Industri-industri tersebut mencakup Energi, Bahan Dasar, Siklus Konsumen, Konsumen Non-Siklus, Layanan Kesehatan, Industri, Infrastruktur, Properti dan Real Estat, Teknologi, serta Transportasi dan Logistik. Temuan-temuan tersebut mengungkapkan bahwa, kecuali industri Teknologi, semua industri lainnya menunjukkan bukti yang mendukung gagasan bahwa pengungkapan ESG dapat mengurangi biaya utang. Kelangkaan perusahaan teknologi di Indonesia diduga menjadi penyebab tidak adanya hasil konklusif dalam industri ini; ukuran sampel yang terbatas dapat menimbulkan tantangan dalam pengujian, sehingga mencegah temuan memberikan wawasan spesifik bagi industri Teknologi karena keterwakilannya yang relatif kecil.

Teori pemangku kepentingan pada dasarnya berpendapat bahwa perusahaan tidak semata-mata didorong oleh kepentingannya sendiri; sebaliknya, perusahaan berkewajiban untuk memberikan manfaat kepada para pemangku kepentingannya. Istilah 'pemangku kepentingan' memiliki cakupan yang luas. Stakeholder menurut Freeman dan McVea adalah kelompok atau individu yang memiliki kapasitas untuk mempengaruhi atau dipengaruhi oleh proses-proses yang terlibat dalam mencapai tujuan organisasi. Teori pemangku kepentingan menegaskan bahwa perusahaan memikul tanggung jawab lebih dari sekadar memaksimalkan keuntungan pemegang saham; mereka juga bertanggung jawab untuk memberikan manfaat kepada masyarakat, lingkungan sosial, dan pemerintah. Salah satu pendekatan untuk menjaga hubungan ini adalah melalui praktik pengungkapan ESG. Pengungkapan ESG berfungsi sebagai mekanisme penyampaian informasi secara transparan mengenai sikap dan tindakan perusahaan terkait aspek ekonomi, lingkungan, dan sosial. Melalui praktik tersebut, pemangku kepentingan dapat menilai kinerja perusahaan sehingga memengaruhi keputusan dukungan dan penyediaan akses pendanaan.

Teori legitimasi yang dikembangkan oleh Guthrie dan Parker (1989) mengemukakan adanya kontrak sosial yang menjelaskan hubungan antara masyarakat dan perusahaan. Menurut Suchman, legitimasi adalah persepsi atau asumsi umum bahwa tindakan suatu entitas diinginkan, pantas, atau sesuai dengan sistem norma, nilai, keyakinan, dan definisi yang dibangun secara sosial. Teori legitimasi menegaskan bahwa organisasi terus berupaya untuk memastikan bahwa aktivitas mereka selaras dengan batas-batas dan norma-norma masyarakat yang berlaku. Perusahaan dapat memperoleh dan mempertahankan legitimasi dari masyarakat dengan menerapkan pengungkapan ESG. Pengungkapan tersebut berfungsi sebagai sarana komunikasi perusahaan kepada pemangku kepentingan, yang menunjukkan kepatuhan perusahaan terhadap norma-norma sosial yang berlaku. Perusahaan yang berhasil membangun legitimasi di masyarakat sering kali mengalami operasional yang lebih lancar dan memperoleh akses yang lebih mudah terhadap sumber daya, termasuk akses terhadap pendanaan yang hemat biaya dan biaya utang yang lebih rendah.

Konsep kinerja keberlanjutan memerlukan orientasi perusahaan yang lebih luas yang melampaui maksimalisasi keuntungan jangka pendek. Motivasi di balik pengungkapan ESG perusahaan dapat dikaitkan dengan teori legitimasi. Pengungkapan ESG perusahaan berfungsi sebagai sinyal yang mengkomunikasikan komitmen bisnis untuk memenuhi harapan pemangku kepentingan. Dalam konteks teori legitimasi, peningkatan pengungkapan ESG perusahaan diharapkan menghasilkan biaya utang yang lebih rendah karena memperkuat komitmen dan hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan, menumbuhkan rasa saling percaya, mengurangi risiko gangguan operasional, serta menurunkan risiko gagal bayar. Perusahaan yang secara aktif terlibat dalam pengungkapan ESG dianggap oleh kreditor memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah, sehingga memperoleh penilaian kelayakan kredit yang lebih baik dan biaya utang yang lebih rendah.

Mengingat temuan dari penelitian sebelumnya, seperti Apergis dkk. pada perusahaan S&P 500 yang mengindikasikan dampak negatif skor ESG terhadap biaya utang, dan Eliwa dkk. yang mengungkapkan adanya pengaruh negatif pengungkapan ESG terhadap biaya utang, hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Pengungkapan ESG berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

METODE PENELITIAN

Sumber data dan sampel

Penelitian ini menggunakan data dari 288 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019 hingga 2025. Sampel terdiri dari perusahaan-perusahaan yang telah menerbitkan laporan keberlanjutan (sustainability report/SR) sehingga menghasilkan dataset sebanyak 742 observasi. Pengukuran untuk variabel ESG bersumber dari laporan keberlanjutan ini. Selain itu, database OSIRIS digunakan untuk variabel-variabel yang berasal dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan. Pengecualian perusahaan keuangan dari sampel adalah pilihan yang disengaja untuk mencegah bias dalam hasil, mengingat sifat industri keuangan yang sangat diatur, mencakup peraturan terkait SR, dan potensi ketidakterbandingan dalam hal biaya pembiayaan utang.

Pemilihan sampel yang terbatas pada perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan didasarkan pada pertimbangan metodologis. Pertama, laporan keberlanjutan merupakan sumber data primer yang paling komprehensif dan terstandarisasi untuk mengukur tingkat pengungkapan ESG berdasarkan pedoman GRI. Kedua, ketersediaan laporan keberlanjutan memungkinkan pengukuran pengungkapan yang konsisten antar perusahaan dan antar tahun. Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keberlanjutan tidak dimasukkan karena tidak tersedia data pengungkapan ESG yang dapat diverifikasi secara sistematis melalui checklist GRI. Namun demikian, pemilihan ini berpotensi menimbulkan selection bias, di mana perusahaan yang lebih transparan dan memiliki kinerja keberlanjutan lebih baik cenderung lebih aktif menerbitkan laporan keberlanjutan. Akibatnya, temuan penelitian mungkin lebih merepresentasikan perusahaan dengan praktik pengungkapan yang relatif baik, dan generalisasi ke seluruh populasi perusahaan non-keuangan di BEI perlu dilakukan dengan kehati-hatian.

Variabel terikat

Biaya utang (COD) didefinisikan sebagai tingkat keuntungan minimum yang diminta oleh pemberi pinjaman atas investasi perusahaan yang dibiayai dengan utang. Selaras dengan metodologi penelitian sebelumnya, perhitungan COD dalam penelitian ini melibatkan pembagian beban bunga dengan total utang jangka panjang. Pendekatan pengukuran ini konsisten dengan metodologi yang digunakan dalam berbagai penelitian, seperti yang dilakukan oleh Francis et al., Gray dkk., Persakis dan Iatridis, serta Pittman dan Fortin.

Variabel bebas

Untuk mengukur tingkat pengungkapan ESG, penelitian ini menggunakan kalimat sebagai unit analisis, mengikuti pendekatan yang direkomendasikan oleh Li. Penilaiannya menggunakan checklist berdasarkan pedoman yang dikeluarkan oleh Global Reporting Initiative (GRI). Studi ini mencakup 94 item GRI terkait keterbukaan informasi ESG, yang terdiri dari 32 item dalam Lingkungan (GRI 300), 40 item dalam Sosial (GRI 400), dan 22 item dalam Tata Kelola (GRI 102). Pengukuran ESG melibatkan penggunaan Skor ESG (ESGD), yang dihitung dengan membandingkan jumlah informasi ESG yang diungkapkan oleh suatu perusahaan dengan jumlah total item pengungkapan. Masing-masing indikator diberi nilai 1 bagi perusahaan yang melakukan pengungkapan sesuai indikator, dan nilai 0 jika tidak. Ringkasan pengukuran disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Ringkasan Variabel, Operasionalisasi, dan Tanda yang Diharapkan

Abbreviations	Variable	Operationalization	Expected Sign
COD	Cost of Debt	Interest expense divided by total long-term debt	
ESGD	ESG Disclosure	Comparison of the amount of ESG disclosed by the company with the total number of disclosure items	Negative
SIZE	Firm Size	Natural logarithm of total assets	Negative

Abbreviations	Variable	Operationalization	Expected Sign
AGE	Firm Age	Natural logarithm of company age	Negative
LEV	Leverage	The ratio of total debt to total assets	Negative
ROA	Return on Asset	Net profit divided by total assets	Negative

Variabel kontrol

Ukuran perusahaan (SIZE) diukur dengan logaritma natural total aset. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kemampuan manajemen risiko yang lebih baik dan risiko yang lebih rendah, sehingga biaya utangnya lebih kecil. Umur perusahaan (AGE) mengacu pada lamanya suatu perusahaan berdiri. Leverage (LEV) diukur dengan membagi utang jangka panjang dengan total aset; leverage yang lebih tinggi menandakan ketergantungan yang lebih besar pada pembiayaan utang. Return on Asset (ROA) diukur dengan membagi laba bersih dengan total aset; perusahaan dengan profitabilitas lebih tinggi umumnya dianggap memiliki kemampuan lebih baik untuk memenuhi kewajiban utangnya.

Model ekonometrik

Berikut model regresi yang digunakan dalam penelitian ini:

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGD_{i,t} \quad (1)$$

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGD_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Teknik regresi Ordinary Least Square (OLS) digunakan untuk menguji hipotesis dengan software STATA 17. Data telah menjalani uji asumsi klasik. Untuk memastikan kekokohan hasil, penelitian ini menggunakan empat estimasi regresi alternatif: OLS dengan kesalahan standar robust, regresi kesalahan standar Driscoll-Kraay (SCC), model efek tetap (Fixed Effect), dan model efek acak (Random Effect).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif

Sebelum pengujian lebih lanjut, dilakukan uji normalitas pendahuluan dan pengecualian outlier untuk mengurangi kesalahan inferensi. Uji multikolinearitas menggunakan Variance Inflation Factor (VIF) dan koefisien korelasi Pearson menunjukkan bahwa model tidak mengalami masalah multikolinearitas; nilai VIF tertinggi untuk seluruh sampel non-keuangan adalah 1,31 (SIZE) dan terendah 1,06 (LEV), semuanya jauh di bawah ambang 10.

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif. Rata-rata biaya utang (COD) untuk perusahaan non-keuangan di Indonesia sebesar 10,66 persen. Rata-rata pengungkapan ESG relatif rendah, yaitu sekitar 36,34 persen. Industri Energi memiliki rata-rata pengungkapan ESG tertinggi (sekitar 41 persen), sedangkan Transportasi dan Logistik terendah (sekitar 28 persen).

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev	VIF
All Non-Financial Firm						
COD	743	0.0001	0.7529	0.1066	0.1065	
ESGD	743	0.0532	0.8936	0.3634	0.1387	1.06
SIZE	743	24.8485	33.6552	29.662	1.7642	1.31
AGE	743	1.0986	4.7536	3.4830	0.6316	1.15
LEV	743	0.0004	1.8911	0.2171	0.1956	1.16
ROA	743	-0.6312	0.9209	0.0433	0.1175	1.21
Basic Material						
COD	137	0.0001	0.5677	0.1162	0.1132	
ESGD	137	0.1064	0.8936	0.3801	0.1617	1.23
SIZE	137	25.3401	32.6006	29.4079	1.7584	1.49
AGE	137	1.0986	4.6634	3.5620	0.5805	1.13

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev	VIF
LEV	137	0.0004	0.6563	0.1759	0.1589	1.31
ROA	137	-0.4991	0.2491	0.0307	0.0776	1.12
Consumer Cyclical						
COD	85	0.0022	0.6579	0.1019	0.0919	
ESGD	85	0.0532	0.6383	0.3486	0.1146	1.15
SIZE	85	24.8493	31.0953	28.2766	1.6596	1.51
AGE	85	1.9459	4.2626	3.3550	0.6398	1.51
LEV	85	0.0053	30.1008	0.2293	0.2364	1.76
ROA	85	-1.5302	4.7763	0.0163	0.0979	1.85
Consumer Non-Cyclical						
COD	143	0.0002	0.7529	0.1160	0.1210	
ESGD	143	0.1596	0.7766	0.3787	0.1221	1.11
SIZE	143	24.9392	32.8263	29.4224	1.5680	1.25
AGE	143	1.7917	4.7535	3.6152	0.5913	1.27
LEV	143	0.0028	0.7742	0.1865	0.1605	1.38
ROA	143	-0.2510	0.5265	0.0660	0.1167	1.38
Energy						
COD	104	0.0164	0.5881	0.0744	0.0491	
ESGD	104	0.1383	0.8511	0.4150	0.1646	1.44
SIZE	104	25.0811	32.7540	29.9517	1.5673	1.84
AGE	104	1.7917	4.6347	3.4660	0.5941	1.46
LEV	104	0.0072	0.9406	0.2752	0.2120	1.78
ROA	104	-0.3156	0.5925	0.0715	0.1609	1.65
Healthcare						
COD	41	0.0013	0.7208	0.1086	0.1159	
ESGD	41	0.1809	0.7021	0.3889	0.0992	1.31
SIZE	41	27.4156	30.9357	29.0295	1.0593	1.26
AGE	41	3.0910	4.6443	3.8960	0.4168	1.17
LEV	41	0.0085	0.5135	0.1138	0.1234	1.47
ROA	41	-0.2793	0.9209	0.1014	0.1636	1.24
Industrials						
COD	44	0.0175	0.4544	0.1242	0.0923	
ESGD	44	0.1809	0.7128	0.3042	0.1271	1.12
SIZE	44	26.5838	33.6551	29.8228	2.1310	1.32
AGE	44	2.4849	4.3567	3.6383	0.4342	1.82
LEV	44	0.0128	0.5046	0.1593	0.1267	1.52
ROA	44	-0.1677	0.1808	0.0447	0.0633	1.35
Infrastructure						
COD	88	0.0040	0.6624	0.1025	0.0848	
ESGD	88	0.1383	0.6277	0.3269	0.1109	1.15
SIZE	88	25.6022	33.2557	30.4132	1.7427	1.82
AGE	88	1.9459	4.2341	3.3683	0.6287	1.57
LEV	88	0.0098	1.2103	0.3105	0.2255	1.59
ROA	88	-0.6312	0.1558	0.0131	0.0928	1.24
Property and Real Estate						
COD	64	0.0006	0.6210	0.0912	0.1090	
ESGD	64	0.1277	0.7553	0.3290	0.1355	1.47
SIZE	64	24.8485	31.7495	29.3098	1.6244	1.71
AGE	64	1.0986	4.2341	3.0912	0.7617	1.01
LEV	64	0.0010	0.5236	0.2287	0.1404	1.23
ROA	64	-0.0651	0.2756	0.0064	0.0573	1.24
Technology						
COD	13	0.0067	0.4195	0.1109	0.1087	
ESGD	13	0.1809	0.5213	0.3486	0.1170	2.27
SIZE	13	28.6319	31.4258	29.7580	1.1112	1.81
AGE	13	2.3025	3.8501	3.2837	0.6336	2.80
LEV	13	0.0036	0.4382	0.0915	0.1424	4.35
ROA	13	-0.1047	0.2054	0.0686	0.0862	2.01

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev	VIF
		Transportation and Logistics				
COD	23	0.0039	0.6384	0.1487	0.1393	
ESGD	23	0.1809	0.4468	0.2840	0.0639	1.59
SIZE	23	25.7492	32.6515	28.8893	2.2439	4.71
AGE	23	1.9459	32.2063	3.1933	0.7752	3.54
LEV	23	0.0195	1.0470	0.3787	0.3009	1.38
ROA	23	-0.5782	0.5995	0.0077	0.2194	1.03

Tabel 3 menyajikan koefisien korelasi Pearson. Seluruh koefisien berada di bawah 0,90, mengindikasikan tidak adanya masalah multikolinearitas yang serius. Korelasi antara ESGD dan COD bersifat negatif dan signifikan pada tingkat 5 persen untuk sampel keseluruhan (-0,243), yang secara awal mendukung hipotesis penelitian.

Tabel 3. Korelasi Pearson

COD	ESGD	SIZE	AGE	LEV	ROA	COD	ESGD	SIZE	AGE	LEV	ROA		
All Non-Financial Firm						Industrials							
COD	1					COD	1						
ESGD	-0.243	1				ESGD	-0.385	1					
SIZE	-0.253	0.284	1			SIZE	-0.155	0.187	1				
AGE	-0.101	0.158	0.318	1		AGE	0.245	-0.163	0.254	1			
LEV	-0.216	0.032	0.239	-0.067	1	LEV	-0.303	0.159	0.000	-0.513	1		
ROA	-0.122	0.158	0.110	0.167	-0.361	1	ROA	-0.457	0.253	0.263	-0.246	-0.040	1
Basic Material						Infrastructure							
COD	1					COD	1						
ESGD	-0.264	1				ESGD	-0.297	1					
SIZE	-0.237	0.222	1			SIZE	-0.440	0.334	1				
AGE	-0.167	0.322	0.537	1		AGE	0.015	0.219	0.473	1			
LEV	-0.211	0.111	0.073	0.139	1	LEV	-0.339	0.180	0.336	-0.125	1		
ROA	0.016	0.129	0.249	0.131	-0.595	1	ROA	-0.140	0.037	0.061	-0.048	-0.327	1
Consumer Cyclical						Property and Real Estate							
COD	1					COD	1						
ESGD	-0.264	1				ESGD	-0.278	1					
SIZE	-0.237	0.222	1			SIZE	-0.197	-0.547	1				
AGE	-0.167	0.322	0.537	1		AGE	0.062	0.035	0.097	1			
LEV	-0.211	0.111	0.073	0.139	1	LEV	-0.190	0.274	0.247	-0.053	1		
ROA	0.016	0.129	0.029	0.131	-0.595	1	ROA	-0.343	0.097	0.323	0.043	-0.197	1
Consumer Non-Cyclical						Technology							
COD	1					COD	1						
ESGD	-0.216	1				ESGD	-0.309	1					
SIZE	-0.365	-0.221	1			SIZE	-0.330	0.016	1				
AGE	-0.146	-0.068	0.252	1		AGE	-0.041	-0.044	-0.024	1			
LEV	-0.168	0.264	0.266	-0.164	1	LEV	-0.249	-0.378	-0.378	-0.563	1		
ROA	-0.084	-0.061	0.123	0.398	-0.377	1	ROA	-0.670	0.587	0.118	0.258	0.245	1
Energy						Transportation and Logistics							
COD	1					COD	1						
ESGD	-0.340	1				ESGD	-0.530	1					
SIZE	-0.379	0.422	1			SIZE	-0.202	-0.367	1				
AGE	-0.403	0.440	0.478	1		AGE	-0.313	-0.049	0.801	1			
LEV	-0.219	-0.113	0.269	-0.066	1	LEV	-0.537	0.059	0.445	0.372	1		
ROA	-0.182	0.302	0.189	0.187	-0.518	1	ROA	-0.074	0.094	-0.059	-0.059	-0.093	1
Healthcare													
COD	1												
ESGD	-0.322	1											
SIZE	-0.093	0.050	1										

	COD	ESGD	SIZE	AGE	LEV	ROA		COD	ESGD	SIZE	AGE	LEV	ROA
AGE	0.023	-0.203	-0.337	1									
LEV	0.053	-0.409	-0.328	0.222	1								
ROA	-0.226	0.348	-0.031	-0.047	-0.356	1							

Catatan: * Korelasi signifikan pada tingkat 0,05 (2-tailed).

Pengaruh pengungkapan ESG terhadap biaya utang

Hasil regresi yang disajikan pada Tabel 4 untuk Model 1 dan Model 2 mendukung Hipotesis 1 (H1). Temuan menunjukkan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara pengungkapan ESG terhadap biaya utang perusahaan. Pola ini konsisten di hampir semua industri (Tabel 5), kecuali industri teknologi yang hasilnya tidak signifikan, kemungkinan karena ukuran sampel yang sangat kecil (N=13).

Tabel 4. Hasil Regresi OLS (Hipotesis Utama)

Variabel	Model (1)	Model (2)
Constant	0.172*** (15.84)	0.406*** (6.68)
ESGD	-0.182*** (-6.83)	-0.128*** (-4.78)
SIZE		-0.007*** (-3.09)
AGE		-0.004 (-0.66)
LEV		-0.127*** (-6.29)
ROA		-0.145*** (-4.36)
Observasi	742	742
R ²	0.059	0.147
Adj. R ²	0.058	0.132

Catatan: *, **, *** signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1%. Angka dalam kurung adalah nilai t-statistik.

Tabel 5. Ringkasan Hasil Regresi per Industri (Koefisien ESGD)

Industri	N	Model (1) ESGD	Model (2) ESGD	Kesimpulan
Basic Material	137	-0.112*	-0.110*	Didukung
Consumer Cyclical	85	-0.212**	-0.166**	Didukung
Consumer Non-Cyclical	143	-0.214***	-0.136*	Didukung
Energy	104	-0.102***	-0.050*	Didukung
Healthcare	41	-0.376**	-0.400*	Didukung
Industrials	44	-0.279***	-0.174*	Didukung
Infrastructure	88	-0.227***	-0.126*	Didukung
Property and Real Estate	64	-0.224**	-0.195*	Didukung
Technology	13	-0.287	0.366	Tidak signifikan
Transportation and Logistics	23	-1.154***	-1.277***	Didukung

Catatan: *, **, *** signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

Meskipun hasil di industri teknologi tidak meyakinkan, keseluruhan temuan sejalan dengan penelitian sebelumnya di negara maju, khususnya Apergis dkk. pada perusahaan S&P 500 dan Eliwa dkk. di 15 negara UE. Konsistensi temuan di konteks yang berbeda memperkuat kekokohan hubungan negatif antara pengungkapan ESG dan biaya utang.

Mengapa pengungkapan ESG mampu menurunkan biaya utang? Pertama, dari perspektif asimetri informasi, pengungkapan ESG menyediakan informasi non-keuangan yang relevan bagi

kreditor untuk menilai risiko gagal bayar dan risiko reputasi. Transparansi yang lebih tinggi mengurangi ketidakpastian, sehingga kreditor menuntut premi risiko yang lebih rendah. Kedua, dari perspektif legitimasi, perusahaan yang aktif mengungkapkan kinerja ESG dipersepsikan lebih selaras dengan norma sosial dan regulasi, sehingga memperoleh legitimasi yang memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan, termasuk bank dan lembaga keuangan. Ketiga, pengungkapan ESG yang lebih baik sering dikaitkan dengan praktik manajemen risiko yang lebih matang, yang secara langsung menurunkan probabilitas gangguan operasional dan default.

Implikasi terhadap keputusan kredit bank sangat relevan dalam konteks Indonesia. Bank dan lembaga pembiayaan semakin mempertimbangkan faktor ESG dalam proses credit scoring dan penilaian risiko, seiring dengan dorongan Otoritas Jasa Keuangan dan tren global sustainable finance. Perusahaan yang menunjukkan komitmen ESG yang lebih kuat berpotensi memperoleh akses pendanaan dengan suku bunga lebih kompetitif. Dalam kondisi perusahaan Indonesia yang masih memiliki rata-rata pengungkapan ESG relatif rendah (sekitar 36 persen), temuan ini memberikan insentif praktis bagi manajemen untuk meningkatkan kualitas dan kelengkapan laporan keberlanjutan, bukan semata-mata sebagai kepatuhan formal terhadap POJK No. 51/2017, tetapi sebagai strategi untuk menurunkan cost of capital.

Sejalan dengan teori legitimasi, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan kinerja ESG berkontribusi terhadap pengurangan biaya modal utang dengan memengaruhi persepsi penyedia sumber daya keuangan. Perusahaan, baik di negara maju maupun berkembang, menerima perlakuan yang lebih baik dari pemberi pinjaman ketika menunjukkan transparansi yang lebih tinggi dalam melaporkan informasi ESG. Perlakuan tersebut terwujud dalam bentuk biaya modal yang lebih rendah.

Uji ketahanan

Tabel 6 dan Tabel 7 menyajikan hasil regresi menggunakan empat model alternatif. Hasil tetap konsisten: koefisien ESGD negatif dan signifikan di seluruh spesifikasi (OLS robust SE, SCC/Driscoll-Kraay, Fixed Effect, dan Random Effect). Konsistensi ini meningkatkan keyakinan bahwa hubungan negatif antara pengungkapan ESG dan biaya utang tidak bergantung pada satu spesifikasi model tertentu.

Tabel 6. Uji Robustness: OLS Robust SE dan SCC Model

Variabel	OLS SE (1)	OLS SE (2)	SCC (1)	SCC (2)
Constant	0.172***	0.407***	0.144***	0.376***
ESGD	-0.182***	-0.128***	-0.199***	-0.139***
SIZE		-0.007***		-0.006***
AGE		-0.004		-0.003
LEV		-0.127***		-0.128***
ROA		-0.145***		-0.147***
Obs / R ²	742 / 0.059	742 / 0.147	742 / 0.069	742 / 0.149

Tabel 7. Uji Robustness: Fixed Effect dan Random Effect

Variabel	FEM (1)	FEM (2)	REM (1)	REM (2)
Constant	0.126***	0.074	0.146***	0.476***
ESGD	-0.055**	-0.070***	-0.087***	-0.061***
SIZE		-0.007		-0.009**
AGE		0.091**		-0.012
LEV		-0.208***		-0.168***
ROA		-0.072***		-0.093***
Obs / R ²	742 / 0.014	742 / 0.141	742 / 0.097	742 / 0.148

Catatan: *, **, *** signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

KESIMPULAN

Tujuan utama dari makalah ini adalah untuk meningkatkan pemahaman mengenai implikasi pengungkapan ESG dalam konteks negara berkembang, khususnya apakah perusahaan-perusahaan Indonesia menerima perlakuan yang menguntungkan dari lembaga pemberi pinjaman dalam bentuk pengurangan biaya modal utang sebagai hasil dari praktik pengungkapan ESG. Berdasarkan sampel 742 observasi perusahaan non-keuangan yang disegmentasi ke dalam sepuluh industri, temuan menunjukkan bahwa perusahaan memperoleh manfaat dari tingginya tingkat pengungkapan ESG, yang terwujud dalam bentuk akses pendanaan yang lebih mudah dan biaya modal utang yang lebih rendah.

Temuan baru dari penelitian ini terletak pada tiga aspek. Pertama, penelitian ini menyediakan bukti empiris mengenai hubungan negatif antara pengungkapan ESG (diukur secara langsung dari laporan keberlanjutan berbasis GRI, bukan skor rating pihak ketiga) dan biaya utang di Indonesia sebagai negara berkembang. Kedua, analisis disagregasi ke sepuluh industri non-keuangan menunjukkan bahwa efek penurunan biaya utang bersifat robust di hampir seluruh sektor, kecuali Teknologi yang terkendala ukuran sampel. Ketiga, penggunaan empat spesifikasi model alternatif (OLS robust, SCC, Fixed Effect, Random Effect) memperkuat validitas internal temuan. Berbeda dengan studi di negara maju yang umumnya menggunakan skor ESG dari agensi internasional, penelitian ini menangkap praktik pengungkapan aktual perusahaan Indonesia dan dengan demikian memperkaya literatur ESG di pasar emerging, khususnya Asia Tenggara.

Temuan penelitian ini memiliki implikasi akademis dan praktis. Bagi regulator dan pembuat kebijakan, hasil ini dapat menjadi pertimbangan untuk memperkuat kerangka insentif dan penalti terkait pengungkapan ESG. Meskipun POJK No. 51 Tahun 2017 telah mengatur pengungkapan keberlanjutan, kejelasan mengenai imbalan dan sanksi masih terbatas sehingga banyak perusahaan publik belum mengungkapkan informasi ESG secara optimal. Bagi perusahaan, peningkatan kualitas pengungkapan ESG dapat menjadi strategi untuk menurunkan biaya utang dan memperkuat posisi dalam akses pembiayaan berkelanjutan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, fokus hanya pada laporan keberlanjutan dapat membatasi cakupan data; penelitian mendatang dapat memanfaatkan sumber tambahan seperti situs web perusahaan, laporan tahunan, dan materi RUPS. Kedua, pengukuran tunggal biaya utang (interest expense / long-term debt) dapat dilengkapi dengan proksi alternatif seperti yield obligasi. Ketiga, penelitian mendatang dapat memasukkan biaya ekuitas untuk menguji dampak pengungkapan ESG dari perspektif investor.

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>

- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- 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>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. In M. A. Hitt, R. E. Freeman, & J. S. Harrison (Eds.), *The Blackwell handbook of strategic management* (pp. 189–207). Blackwell.
- Gholami, A., Sands, J., & Shams, S. (2022). Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk. *Meditari Accountancy Research*.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate social reporting: A rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19(76), 343–352. <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728863>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson.
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Toumi, N. B. F. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 394–415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>
- Houqe, M. N., Ahmed, K., & Richardson, G. (2020). The effect of environmental, social, and governance performance factors on firms' cost of debt: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 55(3), 2050014. <https://doi.org/10.1142/S1094406020500146>
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519–529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>
- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2022). Heterogeneous firms and benefits of ESG disclosure: Cost of debt financing in an emerging market. *Sustainability*, 14(23), 15760. <https://doi.org/10.3390/su142315760>
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), 49–75. <https://doi.org/10.1111/fire.12025>
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412–1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>

Xu, H., Xu, X., & Yu, J. (2021). The impact of mandatory CSR disclosure on the cost of debt financing: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(8), 2191–2205.
<https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1657401>