DIPONEGORO JOURNAL OF ACCOUNTING *Volume 15, Nomor 3, Tahun 2026, Halaman 1-12*
http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting *ISSN (Online): 2337-3806*

PENGARUH ESG *DISCLOSURE* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN, *COST OF DEBT*, DAN NILAI PERUSAHAAN

(Studi Kasus pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2024)

Marcha Kirana Azzahra, Muchamad Syafruddin[1]
Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

ABSTRACT

This study aims to examine the impact of ESG Disclosure on corporate performance, the Cost of Debt, and firm value. The dependent variables are corporate performance (proxied by ROA), the Cost of Debt, and firm value (proxied by Tobin's Q), while the independent variable is ESG Disclosure. Additionally, the study employs control variables, including firm size, leverage, liquidity, and the interest coverage ratio (ICR).

This study use secondary data obtained from Bloomberg regarding non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) between 2018 and 2024. A purposive sampling method was used to select the sample. A total of 21 companies were analyzed, resulting in 147 observations over the seven-year study period. The analysis method used is panel data regression analysis method.

The results of this study indicate that ESG Disclosure has no significant effect on ROA, the Cost of Debt, or Tobin's Q.

Keywords: ESG Disclosure, ROA, Tobin's Q, Cost of Debt

PENDAHULUAN

.

Perkembangan isu keberlanjutan telah mendorong perusahaan untuk tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba, tetapi juga memperhatikan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola (Environmental, Social, and Governance/ESG). Perhatian terhadap ESG di Indonesia semakin meningkat, salah satunya ditunjukkan oleh pertumbuhan perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan, dari 58 perusahaan pada 2018 menjadi 154 perusahaan pada 2020 (Yani et al., 2024). Perkembangan tersebut juga didukung oleh POJK Nomor 51/POJK.03/2017 yang mengatur penerapan keuangan berkelanjutan dan penyampaian laporan keberlanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik.

Meskipun perhatian dan regulasi terkait ESG semakin berkembang, tingkat ESG Disclosure perusahaan di Indonesia masih beragam. Jafar et al. (2024) menemukan bahwa rata-rata pengungkapan ESG perusahaan nonkeuangan di Indonesia hanya mencapai sekitar 36% dari indikator yang digunakan, dengan tingkat pengungkapan yang berbeda antarindustri. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keberadaan regulasi belum menghasilkan tingkat pengungkapan ESG yang seragam.

Pengungkapan ESG secara teoritis dapat memberikan informasi tambahan kepada investor, kreditur, dan pemangku kepentingan mengenai pengelolaan risiko serta keberlanjutan perusahaan. Transparansi tersebut berpotensi mengurangi asimetri informasi dan memberikan manfaat ekonomi bagi perusahaan. Namun, bukti empiris mengenai konsekuensi ESG Disclosure masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Pada aspek kinerja keuangan, Al Amosh et al. (2023) menemukan hubungan positif antara ESG dan kinerja keuangan, sedangkan Hansen dan Xie (2025) tidak menemukan pengaruh signifikan terhadap ROA, ROE, maupun ROI. Nguyen (2026) bahkan

[1] *Corresponding author*

menemukan bahwa ESG Disclosure yang lebih tinggi berhubungan dengan ROA dan Tobin's Q yang lebih rendah.

Selain kinerja keuangan, ESG Disclosure juga berpotensi memengaruhi Cost of Debt. Informasi ESG dapat membantu kreditur menilai risiko perusahaan sehingga transparansi yang lebih baik berpotensi menurunkan asimetri informasi dan biaya pendanaan. Sejumlah penelitian menemukan hubungan negatif antara ESG Disclosure dan Cost of Debt, antara lain Eliwa et al. (2021), Gracia dan Siregar (2021), serta You et al. (2025). Dalam konteks Indonesia, Jafar et al. (2024) juga menemukan bahwa ESG Disclosure berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Cost of Debt. Namun, perbedaan karakteristik negara dan institusi menunjukkan bahwa hubungan tersebut masih perlu dikaji lebih lanjut.

Hubungan ESG Disclosure dengan nilai perusahaan juga belum menunjukkan hasil yang konsisten. ESG Disclosure dapat menjadi sinyal mengenai kualitas manajemen, pengelolaan risiko, dan prospek keberlanjutan perusahaan, tetapi pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dapat bergantung pada kualitas ESG yang dimiliki perusahaan. Zhang et al. (2026) menunjukkan bahwa hubungan ESG Disclosure dengan Tobin's Q dapat berubah dari negatif menjadi positif seiring meningkatnya kinerja ESG perusahaan.

Ketidakkonsistenan temuan tersebut menunjukkan adanya *research gap*, khususnya dalam konteks negara berkembang seperti Indonesia yang masih menghadapi tantangan dalam kualitas, konsistensi, dan pemahaman terhadap informasi ESG. Oleh karena itu, hasil penelitian dari negara maju belum tentu dapat digeneralisasikan secara langsung pada perusahaan di Indonesia. Penelitian ini mengisi kesenjangan tersebut dengan menguji konsekuensi ESG Disclosure melalui tiga perspektif, yaitu kinerja internal perusahaan yang diproksikan dengan ROA, perspektif kreditur melalui Cost of Debt, dan perspektif pasar melalui Tobin's Q. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ESG Disclosure terhadap kinerja keuangan, Cost of Debt, dan nilai perusahaan pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2024.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Bagian ini menjelaskan mengenai teori yang digunakan, kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel, serta pengembangan hipotesis penelitian.

Teori Keagenan

Teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen yang timbul akibat adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Dalam hubungan tersebut, prinsipal mendelegasikan wewenang pengelolaan kepada agen dengan harapan agen bertindak sesuai kepentingan prinsipal. Namun, perbedaan kepentingan dan asimetri informasi dapat mendorong agen untuk mengutamakan kepentingannya sendiri sehingga menimbulkan konflik keagenan (Oh et al., 2011; De Villiers et al., 2011). Dalam konteks pendanaan, kreditur sebagai pihak yang menyediakan modal memiliki keterbatasan akses terhadap informasi internal perusahaan dan karenanya mengandalkan informasi yang tersedia untuk menilai risiko keuangan perusahaan (Al Barrak et al., 2023).

Pengungkapan informasi yang komprehensif dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi asimetri informasi dan biaya keagenan yang timbul akibat pemisahan kepemilikan dan pengendalian (Carnini Pulino et al., 2022). Dalam konteks ini, *ESG Disclosure* dapat berperan sebagai mekanisme pemantauan yang meningkatkan transparansi perusahaan melalui penyediaan informasi mengenai aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola kepada pemangku kepentingan eksternal (Hamrouni et al., 2019). Informasi tersebut dapat membantu pihak eksternal, termasuk kreditur dan investor, dalam menilai kondisi serta risiko perusahaan secara lebih baik. Dengan demikian, berdasarkan teori keagenan, pengungkapan ESG dapat dipandang sebagai salah satu mekanisme perusahaan untuk mengurangi asimetri informasi dan konflik kepentingan antara manajemen dengan pihak eksternal.

Teori Pemangku Kepentingan

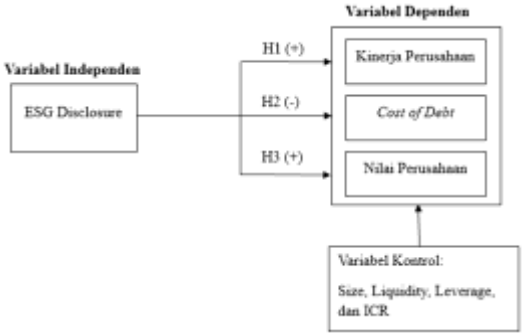
Stakeholder Theory yang dikemukakan oleh Freeman (1984) melalui *Strategic Management: A Stakeholder Approach* menjelaskan bahwa keberhasilan perusahaan bergantung pada kemampuannya menyelaraskan kepentingan berbagai pemangku kepentingan. Teori ini menekankan bahwa *stakeholders* memiliki hak untuk memperoleh informasi, baik keuangan maupun nonkeuangan, yang berkaitan dengan aktivitas perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan perlu membangun dan mempertahankan hubungan yang baik dengan berbagai pihak yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan.

Komitmen terhadap keberlanjutan mendorong perusahaan untuk melibatkan dan memenuhi kepentingan berbagai *stakeholders*, baik internal maupun eksternal (Iyer dan Jarvis, 2019; Xu et al., 2022). Tekanan dari *stakeholders* juga menjadi salah satu faktor yang mendorong perusahaan menerapkan praktik keberlanjutan (Xu et al., 2022). Dalam konteks tersebut, *ESG Disclosure* berperan sebagai sarana komunikasi yang menyediakan informasi bagi *stakeholders* dalam mendukung pengambilan keputusan, sekaligus meningkatkan transparansi dan mengurangi ketidakpastian (Hamrouni et al., 2019). Dengan demikian, pengungkapan ESG dapat menjadi mekanisme perusahaan untuk memenuhi kebutuhan informasi dan menjaga hubungan positif dengan *stakeholders* yang berperan penting terhadap keberlangsungan perusahaan.

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran ini menggambarkan hubungan antar variabel yang digunakan. Penelitian ini menggunakan variabel independent, dependen, dan control.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Perumusan Hipotesis

Pengaruh *ESG Disclosure* terhadap Kinerja Perusahaan

Selama bebarapa tahun terakhir, penelitian mengenai hubungan antara pengungkapan ESG dengan kinerja keuangan perusahaan telah banyak dilakukan. Malik dan Kashiramka (2024) membuktikan bahwa pengungkapan ESG secara keseluruhan maupun pada masing-masing dimensinya memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap profitabilitas (ROA). Hasil positif senada juga diperkuat oleh Bamel et al. (2025) yang mengonfirmasi bahwa pengungkapan ESG berasosiasi positif dengan peningkatan kinerja perusahaan.

Hal positif tersebut didukung oleh teori stakeholder yang menyatakan bahwa investasi dalam ESG dapat meningkatkan reputasi pasar perusahaan. Hal tersebut nantinya akan meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan sehingga berdampak positif pada kinerja keuangan perusahaan.

Dengan demikian, teori serta dukungan temuan empiris tersebut mendasari anggapan bahwa pengungkapan ESG yang luas dapat membangun hubungan harmonis dengan pemangku kepentingan, yang pada akhirnya menstimulasi profitabilitas perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis pertama yang diajukan sebagai berikut:

H1: Pengungkapan ESG (*ESG Disclosure*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA).

Pengaruh *ESG Disclosure* terhadap *Cost of Debt*

Banyak perusahaan-perusahaan di dunia yang berpartisipasi terhadap pengungkapan ESG demi mendapatkan keuntungan atau perlakuan istimewa di pasar keuangan. (Cheng et al., 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Eliwa et al. (2021) menunjukkan bahwa bisnis di negara-negara UE dapat memperoleh keuntungan dari peningkatan kinerja dan transparansi ESG karena Lembaga pemberi pinjaman akan mengenakan biaya modal yang lebih rendah.

Dalam *Agency Theory*, keterbatasan kreditor terhadap informasi internal menciptakan asimetri informasi. Pengungkapan ESG yang komprehensif berfungsi sebagai instrumen transparansi untuk mengurangi kesenjangan tersebut, sehingga kreditor dapat menilai risiko dan kemampuan pemenuhan kewajiban perusahaan secara akurat. Pengungkapan ESG yang memadai memperkuat kepercayaan kreditor, meningkatkan reputasi serta credit rating, dan menekan persepsi risiko yang pada akhirnya menurunkan biaya utang (Cost of Debt).

Dengan demikian, pengungkapan ESG yang lebih luas diharapkan mampu menekan kesenjangan informasi, meminimalkan biaya keagenan, serta memperkuat kepuasan kreditor demi memperoleh tingkat bunga pembiayaan yang lebih efisien. Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis kedua yang diajukan yaitu:

H2 : Pengungkapan ESG *(ESG Disclosure*) berpengaruh negatif terhadap biaya utang (Cost of Debt).

Pengaruh *ESG Disclosure* terhadap Nilai Perusahaan

Dalam Stakeholder Theory, pemenuhan ekspektasi pemangku kepentingan melalui pengungkapan ESG mampu menciptakan keunggulan kompetitif, memperkuat reputasi, serta meningkatkan kepercayaan pasar modal, yang pada akhirnya memberikan persepsi positif terhadap prospek perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Al Amosh et al. (2023) serta Bamel et al. (2025) menegaskan bahwa pemenuhan kepentingan pemangku kepentingan melalui ESG dapat memperkuat nilai perusahaan. Meski demikian, terdapat temuan yang belum konsisten, seperti studi Nguyen (2026) yang menemukan hubungan negatif pada perusahaan di Vietnam Sustainability Index, serta Zhang et al. (2026) yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut bersifat dinamis tergantung pada kinerja ESG perusahaan. Perbedaan temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh pengungkapan ESG terhadap nilai pasar masih relevan untuk diuji kembali.

Berdasarkan landasan teori dan literatur dari hasil penelitian terdahulu, pengungkapan ESG yang lebih luas diharapkan mampu mengurangi kesenjangan informasi, meningkatkan transparansi, serta memperkuat reputasi perusahaan di mata investor. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang diajukan yaitu:

H3 : Pengungkapan ESG (*ESG Disclosure*) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan mengenai populasi dan sampel, variabel-variabel yang digunakan beserta pengukurannya, serta model Penelitian.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2024, kecuali sektor keuangan. Pengecualian ini dilakukan karena perusahaan keuangan (bank, asuransi, lembaga keuangan) memiliki karakteristik struktur modal, regulasi, dan pelaporan keuangan yang secara fundamental berbeda dari sektor non-keuangan. Perbedaan mendasar ini akan menyebabkan bias apabila perusahaan keuangan dianalisis bersamaan dengan sektor lainnya.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian (Sekaran & Bougie, 2016). Kriteria yang ditetapkan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian 2018–2024 dan tidak mengalami delisting selama periode tersebut.
2. Perusahaan bukan merupakan perusahaan dari sektor keuangan (perbankan, asuransi, sekuritas, multifinance, dan sejenisnya).
3. Perusahaan memiliki data ESG Disclosure Score yang tersedia di Bloomberg Terminal selama periode penelitian.
4. Perusahaan memiliki data laporan keuangan yang lengkap dan dapat diakses melalui Bloomberg Terminal untuk seluruh variabel Penelitian yang diperlukan.

Variabel dan Pengukurannya

Penelitian ini menggunakan variabel independent berupa ESG Disclosure dan variabel dependen berupa *Return on Assets* (ROA), *Cost of Debts*, dan Tobin's Q. Selain itu, Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, likuiditas, *leverage*, dan *Interest Coverage Ratio* (ICR).

Tabel 1
Variabel & Pengukurannya

Variabel	Pengukuran
Variabel Independen	
ESG Disclosure	*ESG Disclosure Score* dari Bloomberg
Variabel Dependen	
Return on Assets (ROA)	*Earnings Before Interest and Tax / Total Assets*
Cost of Debts	*Interest Expense of a firm / Average Debt*
Tobin's Q	*(Market Value of Equity + Total Liabilities) / Total Assets*
Variabel Kontrol	
Size	*Natural Logarithm of Total Assets*
Liquidity	*Current Assets / Current Liabilities*
Leverage	*Total Liabilities / Total Assets*
Interest Coverage Ratio	*Operating Income / Interest Expense*

Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga model regresi data panel dengan *ESG Disclosure* sebagai variabel independen utama. Model pertama menguji pengaruh *ESG Disclosure* terhadap ROA sebagai indikator kinerja keuangan, model kedua menguji pengaruhnya terhadap *Cost of Debt* sebagai indikator biaya pendanaan berbasis utang, sedangkan model ketiga menguji pengaruhnya terhadap Tobin's Q sebagai indikator nilai perusahaan. Ketiga model tersebut juga memasukkan variabel kontrol yang terdiri atas *Size*, *Leverage*, *Liquidity*, dan *Interest Coverage Ratio* (ICR) untuk mempertimbangkan karakteristik perusahaan yang dapat memengaruhi masing-masing variabel dependen. Persamaan regresi pada penelitian ini, yaitu:

$$\mathrm{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{ESG}_{it} + \beta_2 \mathrm{SIZE}_{it} + \beta_3 \mathrm{LEV}_{it} + \beta_4 \mathrm{LIQ}_{it} + \beta_5 \mathrm{ICR}_{it} + \epsilon_{it}$$
$$\mathrm{COD}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{ESG}_{it} + \beta_2 \mathrm{SIZE}_{it} + \beta_3 \mathrm{LEV}_{it} + \beta_4 \mathrm{LIQ}_{it} + \beta_5 \mathrm{ICR}_{it} + \epsilon_{it}$$
$$\mathrm{TOBIN'S\ Q}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{ESG}_{it} + \beta_2 \mathrm{SIZE}_{it} + \beta_3 \mathrm{LEV}_{it} + \beta_4 \mathrm{LIQ}_{it} + \beta_5 \mathrm{ICR}_{it} + \epsilon_{it}$$

Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel yang menggabungkan dimensi *cross-section* dan *time-series*, dengan pemilihan model estimasi melalui pengujian CEM, FEM, dan REM. Apabila hasil pengujian menunjukkan adanya pelanggaran asumsi berupa heteroskedastisitas atau autokorelasi, estimasi dilakukan dengan *Robust White Period Standard Error*. Pendekatan ini

digunakan untuk menyesuaikan standard error agar pengujian statistik tetap valid tanpa mengubah nilai koefisien regresi.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bagian ini menjelaskan mengenai pemilihan sampel dan hasil temuan yang meliputi analisis statistic deskriptif, uji pemilihan model, uji asumsi klasik, dan analisis regresi data panel.

Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 - 2024 serta memiliki data yang lengkap. Data masing-masing perusahaan tersebut didapat dari *Bloombergh*. Total perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 – 2024, yaitu 897 perusahaan. Sebanyak 876 perusahaan yang tereliminasi karena tidak lengkapnya data ESG. Total sampel penelitian saat ini, yaitu 21 perusahaan yang diperoleh dari teknik *Purposive Sampling.*

Tabel 2
Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2024	929
2.	Perusahaan Sektor Keuangan	(32)
	Jumlah Perusahaan Non Keuangan	897
3.	Perusahaan Tidak memiliki Data *ESG Disclosure* dan Laporan Keuangan yang Lengkap	(876)
	Jumlah Sampel	21

Statistik Deskriptif

Tabel 3 menunjukkan ROA memiliki nilai minimum sebesar -19,0977 dan maksimum 16,6022, dengan rata-rata 4,0688 dan standar deviasi 4,9935. Nilai minimum yang negatif menunjukkan adanya perusahaan yang mengalami kerugian, sedangkan standar deviasi yang lebih besar dari mean menunjukkan variasi ROA yang relatif tinggi antarobservasi. Cost of Debt (COD) memiliki nilai minimum 0,0002 dan maksimum 0,1837, dengan rata-rata 0,0696 dan standar deviasi 0,0340. Standar deviasi yang lebih rendah dari rata-rata menunjukkan bahwa variasi COD dalam sampel relatif lebih rendah.

Tobin’s Q memiliki nilai minimum 0,5718 dan maksimum 4,1206, dengan rata-rata 1,2838 dan standar deviasi 0,6510. Nilai rata-rata di atas satu menunjukkan bahwa secara rata-rata nilai pasar perusahaan relatif lebih tinggi dibandingkan nilai penggantian asetnya. ESG Score memiliki nilai minimum 24,7058 dan maksimum 76,2599, dengan rata-rata 47,9165 dan standar deviasi 11,3279. Rentang tersebut menunjukkan adanya perbedaan tingkat pengungkapan ESG antarperusahaan dalam sampel.

Variabel kontrol Size memiliki nilai minimum 28,9098 dan maksimum 32,9379, dengan rata-rata 31,0965 dan standar deviasi 1,1017, yang menunjukkan variasi ukuran perusahaan relatif rendah. Liquidity memiliki nilai minimum 0,1822 dan maksimum 4,9081, dengan rata-rata 1,5342 dan standar deviasi 0,9422, yang menunjukkan adanya perbedaan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Leverage memiliki nilai minimum 1,9082 dan maksimum 71,3743, dengan rata-rata 28,3732 dan standar deviasi 16,3433, menunjukkan variasi penggunaan utang yang cukup tinggi antarperusahaan.

Sementara itu, ICR memiliki nilai minimum -5,5285 dan maksimum 1.328,505, dengan rata-rata 28,6566 dan standar deviasi 119,5881. Rentang nilai yang sangat lebar serta standar deviasi yang jauh lebih besar daripada rata-ratanya menunjukkan bahwa ICR merupakan variabel dengan variasi paling tinggi dalam sampel. Nilai minimum yang negatif menunjukkan adanya perusahaan yang pada periode tertentu memiliki kemampuan yang rendah dalam menutup beban bunga.

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	N	*Minimum*	*Maximal*	*Mean*	*St. Deviation*
ESG	147	24.7058	76.2599	47.9165	11.3279
ROA	147	-19.0977	16.6022	4.068801	4.993475
COD	147	0.0002	0.1837	0.0696	0.0340
Tobin's Q	147	0.5718	4.1206	1.2838	0.6510
Size	147	28.9098	32.9379	31.0965	1.1017
Liquidity	147	0.1822	4.9081	1.5342	0.9422
Leverage	147	1.9082	71.3743	28.3732	16.3433
ICR	147	-5.528454	1328.505	28.6566	119.5881

Uji Pemilihan Model

Pemilihan model regresi data panel dilakukan untuk menentukan pendekatan estimasi yang paling sesuai, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM). Pengujian dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM).

Berdasarkan Tabel 4, hasil Uji Chow menunjukkan bahwa ketiga model memiliki probabilitas 0,0000 < 0,05, sehingga CEM ditolak dan FEM menjadi model yang lebih sesuai dibandingkan CEM. Pada Uji Hausman, model ROA dan Cost of Debt menghasilkan probabilitas > 0,05, sehingga REM dipilih dibandingkan FEM. Sementara itu, pada model Tobin's Q, Uji Hausman menghasilkan probabilitas 0,0001 < 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa FEM lebih sesuai dibandingkan CEM maupun REM.

Uji LM disini dilakukan untuk memilih antara *One-Way* atau *Two-Way Effect*. Hasil probabilitas efek waktu pada model ROA dan Cost of Debt menunjukkan nilai probabilitas > 0,05 yang menunjukkan tidak terdapat *random effect* dari dimensi waktu sehingga model yang digunakan adalah REM *One-Way*. Sedangkan pada model Tobin's Q, pemilihan *One-Way*/*Two-Way Effect* dilakukan dengan melihat hasil *Redundant Fixed Effects Test* yang merupakan bagian dari Uji Chow. Hasilnya menunjukkan probabilitas efek waktu sebesar 0,8719, sehingga efek waktu tidak signifikan dan model yang digunakan merupakan FEM *One-Way*.

Tabel 4
Hasil Uji Pemilihan Model

Model	Uji Chow	Uji Hausman	One-Way / Two-Way
ROA	0,0000	0,5123	0,8941
Cost of Debt	0,0000	0,0956	0,2602
Tobin's Q	0,0000	0,0001	0,8719

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan telah memenuhi asumsi-asumsi yang diperlukan dalam proses estimasi. Pengujian yang dilakukan meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil pengujian asumsi klasik pada masing-masing model ROA, Cost of Debt, dan Tobin's Q disajikan pada Tabel 5.

Berdasarkan hasil uji normalitas, model ROA dan Cost of Debt memiliki nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, sehingga residual pada kedua model dapat dinyatakan berdistribusi normal. Sementara itu, model Tobin's Q memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0000, yang menunjukkan bahwa residual model tersebut tidak berdistribusi normal. Meskipun demikian, ketidaknormalan residual tidak secara otomatis menyebabkan model regresi tidak dapat digunakan. Dengan jumlah observasi sebanyak 147, sifat asimtotik estimator dan Central Limit Theorem memungkinkan inferensi regresi tetap dilakukan pada ukuran sampel yang relatif besar (Lumley et al., 2002). Selain itu, penelitian ini menggunakan robust standard error untuk memperoleh estimasi standard error yang lebih konsisten terhadap heteroskedastisitas dan korelasi serial pada data panel

(Arellano, 1987). Dengan demikian, ketidaknormalan residual pada model Tobin's Q diperlakukan sebagai temuan diagnostik dan tidak secara otomatis menggugurkan penggunaan model.

Selanjutnya, pengujian multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada masing-masing variabel independen dan variabel kontrol. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai VIF tertinggi pada model ROA sebesar 1,653364, pada model Cost of Debt sebesar 1,628014, dan pada model Tobin's Q sebesar 1,676467. Seluruh nilai tersebut berada di bawah batas 10, sehingga tidak terdapat indikasi multikolinearitas dalam ketiga model penelitian. Dengan demikian, variabel ESG *Disclosure*, *Size*, *Leverage*, *Liquidity*, dan *Interest Coverage Ratio* (ICR) tidak menunjukkan hubungan linear yang tinggi yang dapat mengganggu estimasi koefisien regresi.

Hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan adanya perbedaan kondisi antar model. Pada model ROA, nilai probabilitas F sebesar 0,1934, yang lebih besar dari 0,05, sehingga tidak terdapat indikasi heteroskedastisitas. Sebaliknya, model Cost of Debt memiliki probabilitas F sebesar 0,0000 dan model Tobin's Q sebesar 0,0088. Kedua nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, sehingga terdapat indikasi heteroskedastisitas pada kedua model tersebut. Kondisi ini menunjukkan bahwa varians residual pada model Cost of Debt dan Tobin's Q tidak konstan pada seluruh pengamatan.

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan statistik Durbin-Watson (DW). Hasil pengujian menunjukkan nilai DW sebesar 1,575006 pada model ROA, 1,310089 pada model Cost of Debt, dan 1,080972 pada model Tobin's Q. Dengan nilai batas bawah (dL) sebesar 1,6608 dan batas atas (dU) sebesar 1,8012, ketiga nilai DW berada di bawah dL. Dengan demikian, hasil pengujian menunjukkan adanya indikasi autokorelasi positif pada ketiga model penelitian.

Berdasarkan keseluruhan hasil pengujian, model ROA tidak menunjukkan masalah heteroskedastisitas dan multikolinearitas, tetapi terdapat indikasi autokorelasi. Sementara itu, model Cost of Debt mengalami heteroskedastisitas dan autokorelasi, sedangkan model Tobin's Q mengalami ketidaknormalan residual, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Untuk mengantisipasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi tersebut, estimasi regresi dilakukan dengan menggunakan robust standard error metode *White Period*. Penggunaan robust standard error ditujukan untuk menghasilkan standard error yang lebih robust terhadap pelanggaran tersebut sehingga pengujian signifikansi koefisien dapat dilakukan dengan lebih tepat.

Tabel 5
Uji Asumsi Klasik

Uji	ROA	*Cost of Debt*	Tobin's Q
Normalitas	0,996753	0,754355	0,000000
Multikolinearitas	1,653364	1,628014	1,676467
Heteroskedastisitas	011934	0,0000	0,0088
Autokorelasi	1,575006	1,310089	1,080972

Analisis Regresi Data Panel

Berdasarkan Tabel 6, hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Disclosure memiliki koefisien positif sebesar 0,005035, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA dengan nilai probabilitas sebesar 0,9224. Hal ini menandakan, peningkatan ESG Disclosure memiliki arah hubungan positif dengan ROA, tetapi belum terdapat bukti empiris yang cukup bahwa peningkatan pengungkapan ESG mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan secara signifikan. Dengan demikian, **H1 ditolak**. Hasil ini menunjukkan bahwa pengungkapan informasi ESG belum secara langsung diterjemahkan menjadi peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Hasil penelitian ini sejalan dengan Hansen dan Xie (2025) yang menemukan bahwa ESG tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Temuan tersebut menunjukkan bahwa manfaat ESG tidak selalu dapat terlihat secara langsung dalam kinerja keuangan perusahaan. Pengungkapan ESG dapat memberikan manfaat berupa peningkatan transparansi dan hubungan dengan stakeholder, tetapi manfaat tersebut belum tentu segera menghasilkan peningkatan laba, terutama dalam periode pengamatan yang relatif terbatas. Dengan demikian, meskipun arah koefisien ESG Disclosure positif sesuai dengan ekspektasi teoritis, hasil

pengujian statistik belum memberikan dukungan terhadap pengaruh ESG Disclosure terhadap ROA.

Hasil penelitian terkait Cost of Debt menunjukkan bahwa ESG Disclosure memiliki koefisien negatif sebesar -0,000108 dengan nilai probabilitas sebesar 0,6911. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan ESG Disclosure cenderung diikuti oleh penurunan Cost of Debt. Namun, karena nilai probabilitas lebih besar dari 0,05, hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, H2 ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa meskipun arah hubungan ESG Disclosure dan Cost of Debt sesuai dengan hipotesis, pengungkapan ESG belum terbukti secara empiris mampu menurunkan biaya utang perusahaan secara signifikan. Hasil ini sejalan dengan Firas dan Kuncoro (2026) yang menemukan bahwa ESG Disclosure tidak memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap Cost of Debt pada perusahaan nonkeuangan di Indonesia periode 2018–2021. Temuan serupa juga dilaporkan oleh Yolanda et al. (2026) yang menemukan hubungan negatif tetapi tidak signifikan antara ESG Disclosure dan Cost of Debt pada perusahaan di Indonesia. Kondisi tersebut dapat menunjukkan bahwa kreditor belum menjadikan informasi ESG sebagai faktor utama dalam menentukan biaya utang dan masih mempertimbangkan kondisi keuangan serta risiko kredit perusahaan. Selain itu, rata-rata ESG Disclosure yang relatif moderat sebesar 47,9165 dapat menyebabkan informasi ESG belum cukup konsisten untuk memengaruhi penilaian kreditor secara signifikan.

Temuan terakhir, yaitu menunjukkan bahwa ESG Disclosure memiliki koefisien negatif sebesar -0,126139 dengan nilai probabilitas sebesar 0,6272. Koefisien negatif menunjukkan bahwa ESG Disclosure memiliki arah hubungan berlawanan dengan Tobin's Q. Namun, nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, **H3 ditolak**. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan ESG belum terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Hasil penelitian ini sejalan dengan Nguyen (2026) yang menemukan hubungan negatif antara ESG Disclosure dan Tobin's Q. Namun, dalam penelitian ini hubungan negatif tersebut tidak signifikan, sehingga hasil penelitian tidak dapat diartikan bahwa peningkatan ESG Disclosure secara nyata menurunkan nilai perusahaan. Sebaliknya, hasil tersebut menunjukkan bahwa belum terdapat bukti statistik yang cukup mengenai pengaruh ESG Disclosure terhadap Tobin's Q pada sampel penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa respons pasar terhadap informasi ESG dapat berbeda antar perusahaan dan bahwa pengungkapan ESG belum tentu secara langsung tercermin dalam nilai pasar perusahaan

Tabel 6
Regresi Data Panel

Variabel	ROA	Cost of Debt	Tobin’s Q
ESG Disclosure	0,005035	-0,000108	-0,126139
Prob.	0,9224	0,6911	0,6272
Size	0,913662	-0,007913	-0,448588
Prob.	0,1508	0,0619	0,0170
Leverage	-0,082368	-0,000519	0,403201
Prob.	0,1802	0,1962	0,0347
Liquidity	0,894085	-0,003245	-0,037826
Prob.	0,2912	0,5023	0,7184
ICR	0,014388	-0,0000255	0,001783
Prob.	0,4118	0,0502	0,2666
R-squared	0,106866	0,091606	0,828227
Prob. F	0,006556	0,017709	0,000000

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Bagian ini memuat mengenai kesimpulan penelitian, saran, serta keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian ini.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ESG Disclosure terhadap kinerja perusahaan yang diukur melalui *Return on Assets* (ROA), Cost of Debt, dan Tobin's Q pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Berdasarkan hasil pengujian regresi data panel, diperoleh beberapa kesimpulan.

Pertama, ESG Disclosure memiliki arah hubungan positif tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan ESG belum terbukti mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan secara signifikan. Meskipun pengungkapan ESG secara teoritis dapat memberikan manfaat melalui peningkatan transparansi dan hubungan dengan stakeholder, manfaat tersebut belum secara langsung tercermin dalam kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki.

Kedua, ESG Disclosure memiliki arah hubungan negatif tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap Cost of Debt. Arah negatif menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan ESG cenderung diikuti oleh penurunan biaya utang, tetapi hubungan tersebut belum didukung oleh bukti statistik yang signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa informasi ESG belum menjadi faktor yang cukup kuat dalam memengaruhi penilaian kreditor terhadap biaya pendanaan perusahaan.

Ketiga, ESG Disclosure memiliki arah hubungan negatif tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan pengungkapan ESG belum terbukti memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Informasi ESG yang diungkapkan perusahaan belum secara langsung diterjemahkan oleh pasar sebagai peningkatan maupun penurunan nilai perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Disclosure belum memberikan pengaruh yang signifikan terhadap ketiga indikator yang diteliti, yaitu ROA, Cost of Debt, dan Tobin's Q, meskipun arah hubungan yang dihasilkan berbeda pada masing-masing variabel. Temuan ini menunjukkan bahwa pengungkapan ESG saja belum cukup untuk menjelaskan perubahan kinerja keuangan, biaya utang, dan nilai perusahaan pada sampel penelitian. Rata-rata ESG Disclosure sebesar 47,9165 juga menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG perusahaan sampel masih relatif moderat, sehingga manfaat ekonomi dari pengungkapan tersebut belum sepenuhnya terlihat dalam ketiga indikator perusahaan yang diteliti.

Keterbatasan

Pada penelitian ini ditemukan beberapa keterbatasan, diantaranya yaitu:

1. Penelitian ini terfokus pada penggunaan skor agregat ESG tanpa mempertimbangkan pengujian tiap aspek ESG.
2. Penelitian belum mempertimbangkan pandemi COVID-19 sebagai faktor eksternal yang berpotensi memengaruhi hubungan antara ESG Disclosure dengan variabel dependen. Periode penelitian 2018–2024 mencakup masa pandemi COVID-19, yaitu terutama tahun 2020–2022, yang ditandai dengan kondisi ekonomi dan pasar yang berbeda dibandingkan periode sebelum dan setelah pandemi. Kondisi tersebut berpotensi memengaruhi kinerja keuangan perusahaan, biaya pendanaan, serta persepsi pasar terhadap perusahaan.
3.

Saran

Berdasarkan kesimpulan serta keterbatasan dalam penelitian ini, saran yang dapat diajukan diantaranya yaitu:

1. Peneliti selanjutnya dapat menambah penggunaan skor ESG tiap aspek sebagai variabel independen.
2. Menambahkan Covid-19 sebagai variabel moderasi untuk mengetahui apakah Covid-19 dapat memperkuat atau memperlemah hubungan ESG Disclosure terhadap kinerja keuangan, Cost of Debt, dan Nilai Perusahaan.

REFERENSI

Al Amosh, H., Khatib, S. F. A., & Ananzeh, H. (2023). Environmental, social and governance impact on financial performance: Evidence from the Levant countries. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 23(3), 493–513. https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0105

Al Barrak, T., Chebbi, K., Aljughaiman, A. A., & Albarrak, M. (2023). Exploring the interplay between sustainability and debt costs in an emerging market: Does financial distress matter? *Sustainability, 15*(12), Article 9273. https://doi.org/10.3390/su15129273

Bamel, N., Khatri, K., Bamel, U., & Kumar, S. (2025). *ESG Disclosure* and firm performance in global south economy: Does industry profile and board independence moderate the relationship. International Review of Economics & Finance, 100, 104093. https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104093

Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG disclosure influence firm performance? *Sustainability, 14*(13), Article 7595. https://doi.org/10.3390/su14137595

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

de Villiers, C., Naiker, V., & van Staden, C. J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management, 37*(6), 1636–1663. https://doi.org/10.1177/0149206311411506

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

Firas, R., & Kuncoro, A. R. (2026). Effects of real earnings management and *ESG Disclosure* on the *Cost of Debt* with political connections as a moderating variable: Evidence from listed firms in Indonesia. KEUNIS, 14(1), 93–104. https://doi.org/10.32497/keunis.v14i1.6562

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Gracia, O., & Siregar, S. V. (2021). Sustainability practices and the *Cost of Debt*: Evidence from ASEAN countries. Journal of Cleaner Production, 300, 126942. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126942

Hamrouni, A., Boussaada, R., & Ben Farhat Toumi, N. (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

Hansen, J. D., & Xie, Z. (2025). Transitioning to sustainability: The impact of ESG on financial performance in the Post-Soviet EU States. International Journal of Economics and Financial Issues, 15(2), 113–131. https://doi.org/10.32479/ijefi.17888

Iyer, G. R., & Jarvis, L. (2019). CSR adoption in the multinational hospitality context: A review of representative research and avenues for future research. *International Journal of Contemporary Hospitality Management, 31*(6), 2376–2393. https://doi.org/10.1108/IJCHM-06-2018-0451

Jafar, R., Basuki, Windijarto, Setiawan, R., & Prabaswara, A. (2024). Does environmental, social, and governance (ESG) disclosure matter for creditor? Empirical evidence from Indonesia. International Journal of Sustainable Development and Planning, 19(11), 4377–4387. https://doi.org/10.18280/ijsdp.191125

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Nguyen, H. T. T. (2026). *ESG Disclosure* and firm performance: Evidence from the Vietnam Sustainability Index. International Journal of Knowledge and Systems Science, 17(1), 1–17. https://doi.org/10.4018/IJKSS.402013

Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, *104*(2), 283–297. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0912-z

Otoritas Jasa Keuangan. (2017). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan bagi lembaga jasa keuangan, emiten, dan perusahaan publik.

Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: A skill-building approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.

Xu, E. G., Graves, C., Shan, Y. G., & Yang, J. W. (2022). The mediating role of corporate social responsibility in corporate governance and firm performance. *Journal of Cleaner Production*, *375*, Article 134165. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134165

Yani, D. F., Aryani, Y. A., & Sumarta, N. H. (2024). Laporan keberlanjutan di Indonesia dan pengungkapannya di lingkungan perusahaan: A systematic literature review. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, *8*(3), 2103–2115. https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2280

Yolanda, A. M. W., Darmawati, Hamzah, B., & Herdiyana, A. R. A. (2026). *ESG Disclosure* and firm performance: Evidence on profitability, market value, and *Cost of Debt* from Indonesia. Fundamental and Applied Management Journal, 4(1), 158–172. https://doi.org/10.66314/famj.v4i1.635

You, X., Chen, C., Peng, K., & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review*, *64*, 101219. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219

Zhang, Z., Zhang, B., You, J., Wang, N., & Xu, X. (2026). Is more *ESG Disclosure* always better? New evidence from *ESG Disclosure* quantity and firm value. International Review of Economics & Finance, 108, 105318. https://doi.org/10.1016/j.iref.2026.105318