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 GREENWASHING* TERHADAP *COST OF DEBT*

(Studi Empiris pada Perusahaan Non-Keuangan Penerbit Obligasi Korporat yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2021–2024)

Nabiila Diwasasri Putri Pranaya, R.R. Sri Handayani[1]

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

ABSTRACT

This study aims to obtain empirical evidence on the effect of ESG greenwashing on the cost of debt of non-financial corporate bond issuers listed on the Indonesia Stock Exchange during 2021–2024, using framing theory (Goffman, 1974; Entman, 1993) and adapting the measurement model of Peng and Xie (2024). Cost of debt is measured as the ratio of financial expenses to total interest-bearing liabilities, while ESG greenwashing is measured as the industry-adjusted z-score gap between the ESG disclosure score and the actual ESG performance score. The sample consists of 190 firm-year observations from 49 non-financial companies (2021–2024), tested using panel data regression with a Random Effect Model (REM) corrected with EGLS cross-section weights and White cross-section robust standard errors.

The results show that ESG greenwashing has no significant effect on cost of debt ($\beta_1 = 0.000148$; $p = 0.8812$), so the research hypothesis is rejected. In contrast, all control variables (size, leverage, ROA, and age) significantly affect cost of debt, indicating that conventional financial fundamentals remain the primary determinants of debt costs in the Indonesian bond market, while ESG information has not yet been fully integrated into creditors' risk assessments. This result is interpreted through framing theory as reflecting an underdeveloped capacity among Indonesian bond market creditors to detect deceptive ESG framing, consistent with the still-developing state of ESG reporting standards and verification mechanisms in Indonesia.

This study is subject to several limitations, including a small sample size due to limited Bloomberg ESG data availability, a set of control variables that excludes factors such as credit rating and corporate governance quality, reliance on a single ESG data source, an observation period coinciding with the post-pandemic recovery, and the absence of sector- or ownership-based (state-owned vs. non-state-owned) analysis.

Keywords: *ESG greenwashing, cost of debt, framing theory, corporate bonds, Indonesia Stock Exchange*

PENDAHULUAN

Penentuan besarnya beban yang harus ditanggung perusahaan atas penggunaan dana dari kreditur, yang dikenal sebagai *cost of debt*, merupakan variabel keuangan yang krusial bagi keberlangsungan pendanaan perusahaan. Bagi kreditur, penetapan *cost of debt* merupakan cerminan langsung dari penilaian mereka atas profil risiko debitur: semakin tinggi risiko yang dipersepsikan, semakin besar premi yang diminta sebagai kompensasi. Pentingnya variabel ini semakin ditegaskan melalui PSAK 118 yang baru ditetapkan, yang mewajibkan biaya keuangan dieksplisitkan dan dikeluarkan dari beban operasional dalam

laporan laba rugi, sehingga memberikan informasi yang lebih akurat bagi kreditur dalam menilai kondisi keuangan perusahaan. *Cost of debt* dalam penelitian ini diukur melalui rasio beban keuangan terhadap total liabilitas berbunga (mencakup utang bank, obligasi/sukuk, dan liabilitas sewa pembiayaan), mengacu pada pengukuran yang dikembangkan oleh Peng & Xie (2024).

Seiring berkembangnya praktik bisnis modern, peran informasi tidak lagi terbatas pada data keuangan semata. Informasi nonkeuangan, khususnya *Environmental, Social, and Governance* (ESG), telah menjadi dimensi penting yang digunakan kreditur untuk menilai risiko jangka panjang suatu perusahaan. Kreditur mempertimbangkan kinerja ESG sebagai proksi risiko operasional dan reputasional, di mana perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih baik dipandang memiliki profil risiko lebih rendah sehingga layak memperoleh biaya utang yang lebih rendah (Chen & King, 2014). Eliwa et al. (2021) menemukan pengungkapan ESG yang lebih tinggi berkorelasi negatif dengan *cost of debt* karena mengurangi asimetri informasi, sementara Raimo et al. (2021) menemukan transparansi ESG yang lebih tinggi memungkinkan perusahaan memperoleh pembiayaan dengan kondisi yang lebih menguntungkan.

Namun, meningkatnya tekanan regulasi dan ekspektasi pasar terhadap kinerja ESG justru menciptakan insentif yang paradoksal bagi manajer perusahaan. Di Indonesia, OJK telah menerbitkan POJK Nomor 51/POJK.03/2017 tentang penerapan keuangan berkelanjutan, yang secara langsung menciptakan tekanan bagi perusahaan yang aktivitas operasionalnya berpotensi merusak lingkungan. Alih-alih memperbaiki kinerja lingkungan secara nyata, sebagian manajer memilih mem-*framing* pelaporan ESG agar terlihat baik di mata kreditur tanpa benar-benar melakukan perubahan operasional yang sesungguhnya — strategi oportunistik yang dikenal sebagai ESG *greenwashing* (Yu et al., 2020; Zhang, 2023). Fenomena ini bukan sekadar kekhawatiran teoretis: kajian Indonesian Center for Environmental Law mengidentifikasi sembilan kasus *greenwashing* di Indonesia sepanjang 2017–2021, salah satunya kampanye *Green Initiatives* PT Adaro Energy Tbk, yang tetap menegaskan batu bara sebagai "DNA" bisnis utama grup dalam laporan tahunannya (Wongkar & Apsari, 2021), serta proyek smelter aluminium PT Adaro Minerals Indonesia Tbk yang masih bergantung pada pembangkit listrik tenaga batu bara meski diklaim sebagai transisi energi hijau (Jong, 2023a) — keduanya merupakan contoh konkret pola ESG *greenwashing* di pasar modal Indonesia.

Kondisi tersebut dijelaskan melalui *framing theory* yang pertama kali diperkenalkan oleh Goffman (1974), yang berargumen bahwa aktor sosial secara sadar mengonstruksi kerangka sosial *(social framework)* untuk memengaruhi cara pihak lain menginterpretasikan realitas. Entman (1993) mengoperasionalkan konsep ini sebagai proses memilih aspek tertentu dari kenyataan dan menjadikannya lebih menonjol dalam teks komunikasi untuk mendorong interpretasi tertentu dari penerima pesan. ESG *greenwashing* merupakan bentuk nyata dari *content framing* yang manipulatif: perusahaan secara strategis menonjolkan informasi ESG positif dan meminimalkan visibilitas kinerja aktual yang buruk untuk mempertahankan akses biaya utang. Pemilihan *framing theory* sebagai *grand theory*, alih-alih *legitimacy theory* (Dowling & Pfeffer, 1975) yang lebih umum digunakan namun tidak dirancang untuk membedah bagaimana narasi ESG dapat

aktif dikonstruksi dan ditonjolkan secara strategis oleh manajemen, menjadi kebaruan penelitian ini dalam menjelaskan mekanisme pengaruh ESG *greenwashing* terhadap *cost of debt*.

Bukti empiris paling kuat mengenai hubungan ini diberikan oleh Peng & Xie (2024) yang, menggunakan sampel perusahaan non-keuangan di Shanghai dan Shenzhen periode 2011–2021, menemukan bahwa ESG *greenwashing* secara signifikan meningkatkan biaya pendanaan utang, dengan dampak lebih besar pada perusahaan non-BUMN dan berskala kecil. Attig et al. (2025) menemukan pola serupa di pasar kredit swasta negara maju. Dalam konteks Indonesia, kajian yang ada masih bersifat kualitatif dan terbatas pada sektor tertentu: Aptasari et al. (2024) mengevaluasi laporan keberlanjutan emiten ritel BEI dan menemukan perusahaan cenderung menonjolkan inisiatif lingkungan berskala kecil sembari mengabaikan dampak negatif operasional yang lebih besar, sementara Ramdhan (2025) menyoroti bahwa implementasi POJK Nomor 51/POJK.03/2017 masih menghadapi tantangan berupa belum adanya standar pelaporan ESG yang seragam dan mekanisme deteksi *greenwashing* yang belum memadai. Penelitian yang secara kuantitatif mengukur dampak ESG *greenwashing* terhadap *cost of debt* pada perusahaan non-keuangan di Indonesia, sekaligus menjelaskannya melalui *framing theory*, belum tersedia dalam literatur.

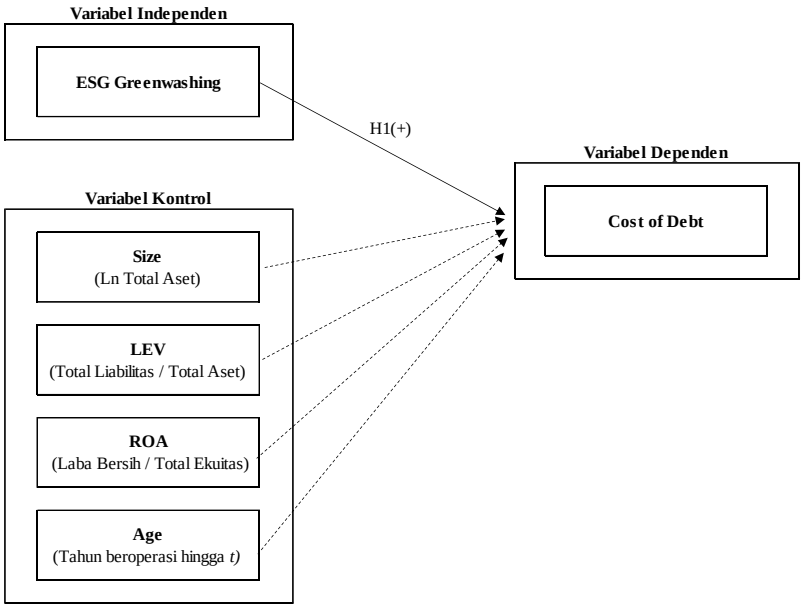
Berdasarkan kesenjangan literatur tersebut, penelitian ini bertujuan mengkaji secara empiris pengaruh ESG *greenwashing* terhadap *cost of debt* perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024, menggunakan kerangka *framing theory* (Goffman, 1974; Entman, 1993) sebagai landasan teoretis utama dan mengadaptasi model pengukuran Peng & Xie (2024) ke dalam konteks pasar obligasi korporasi Indonesia, guna memberikan bukti empiris baru sekaligus implikasi praktis bagi perusahaan, kreditur, dan regulator dalam mendorong praktik pelaporan ESG yang lebih transparan, akuntabel, dan dapat dipercaya.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam kerangka *framing theory*, ketika perusahaan menyampaikan informasi ESG yang akurat dan dapat dipercaya, kreditur dapat menilai profil risiko emiten dengan lebih tepat karena *frame* informasi yang diterima mencerminkan kondisi aktual perusahaan, sehingga premi risiko yang dibebankan menjadi lebih rendah. Namun, asimetri informasi antara manajemen dan kreditur membuka ruang bagi manajemen untuk mengonstruksi *frame* pengungkapan ESG yang menyesatkan, menonjolkan informasi yang menguntungkan dan menyembunyikan kinerja aktual yang buruk demi memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih rendah. Praktik inilah yang disebut ESG *greenwashing*, yaitu kondisi di mana skor pengungkapan ESG perusahaan melampaui skor kinerja ESG aktualnya setelah dinormalisasi terhadap rata-rata industri (Peng & Xie, 2024).

Ketika kreditur akhirnya mendeteksi ketidaksesuaian antara pengungkapan dan kinerja ESG aktual perusahaan, *frame* yang telah dikonstruksi runtuh, dan kreditur tidak lagi dapat membedakan perusahaan yang benar-benar berkinerja ESG baik dari yang hanya

mem-*framing* pengungkapannya (Akerlof, 1970). Sebagai respons rasional, kreditur akan menginternalisasi seluruh ketidakpastian tersebut ke dalam premi risiko yang lebih tinggi, sejalan dengan Gigante & Manglaviti (2022) yang menyatakan distorsi informasi mendorong kreditur menuntut premi lebih tinggi (Hou et al., 2023; Peng & Xie, 2024). Untuk memastikan estimasi yang tidak bias, penelitian ini memasukkan variabel kontrol yang secara teoretis dan empiris terbukti memengaruhi *cost of debt*, yaitu ukuran perusahaan *(size)*, tingkat utang *(leverage)*, profitabilitas (ROA), dan usia perusahaan *(age)*, mengacu pada spesifikasi model Peng & Xie (2024). Kerangka pemikiran penelitian ini digambarkan pada Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Ketika sebuah perusahaan meminjam dana dari kreditur, kreditur tidak memiliki akses langsung untuk melihat kondisi internal perusahaan secara menyeluruh, sehingga hanya dapat mengandalkan *frame* informasi yang dikonstruksi dan disampaikan manajemen yang dalam *framing theory* disebut sebagai *selection* dan *salience* informasi yang sepenuhnya dikendalikan komunikator (Entman, 1993). Ketika manajemen mengungkapkan kinerja ESG yang terlihat jauh lebih baik dari kondisi aktualnya, kreditur yang awalnya terjebak dalam *frame* positif tersebut pada akhirnya menyadari ketidaksesuaian ini, sehingga seluruh ketidakpastian diinternalisasi ke dalam premi risiko yang lebih tinggi dan *cost of debt* perusahaan pun meningkat (Attig et al., 2025; Hou et al., 2023). Argumen ini didukung bukti empiris Peng & Xie (2024) yang menemukan bahwa semakin besar selisih antara pengungkapan ESG dan kinerja aktualnya, semakin tinggi *cost of debt* yang harus ditanggung perusahaan, dengan dampak yang lebih terasa pada perusahaan dengan tata kelola yang lebih lemah. Berdasarkan landasan teoretis dan bukti empiris yang telah diuraikan, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: *ESG greenwashing* berpengaruh positif terhadap *cost of debt* (CoD).

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang menerbitkan obligasi korporasi dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2021 hingga 2024. Sektor keuangan dikecualikan karena memiliki karakteristik regulasi dan struktur risiko yang berbeda secara signifikan. Penentuan sampel dilakukan melalui *convenience sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan ketersediaan dan kelengkapan data, dengan kriteria: (1) memiliki laporan tahunan dan/atau laporan keberlanjutan lengkap selama periode pengamatan untuk memungkinkan perhitungan variabel *greenwashing*; (2) memiliki data keuangan lengkap untuk menghitung *cost of debt* dan variabel kontrol; serta (3) tidak termasuk sektor keuangan. Dari 129 perusahaan non-keuangan penerbit obligasi korporat yang terdaftar setiap tahunnya, diperoleh 49 perusahaan sampel dengan total 190 observasi *firm-year* pada *unbalanced panel* setelah mengeluarkan observasi yang datanya tidak lengkap.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif asosiatif kausal untuk menguji pengaruh ESG *greenwashing* terhadap *cost of debt* melalui regresi data panel. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data arsip yang bersumber dari laporan tahunan *(annual report)* dan laporan keberlanjutan *(sustainability report)* resmi perusahaan, publikasi resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), serta skor pengungkapan dan skor kinerja ESG dari Bloomberg Terminal. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi, selaras dengan pendekatan pengumpulan data arsip yang diterapkan oleh Peng & Xie (2024).

Definisi Operasional Variabel

Cost of Debt (COD). Mengacu pada Peng & Xie (2024), *cost of debt* diukur menggunakan rasio beban bunga dan biaya keuangan lainnya terhadap total liabilitas berbunga (utang bank, obligasi/sukuk, dan liabilitas sewa pembiayaan jangka panjang dan jangka pendek), sebagai berikut:

$$COD_{i,t} = \frac{Beban\ Keuangan_{i,t}}{Total\ Liabilitas_{i,t}}$$

ESG Greenwashing (GW). *ESG greenwashing* didefinisikan sebagai kondisi di mana skor pengungkapan ESG perusahaan tidak sesuai dengan skor kinerja ESG aktualnya dibandingkan rata-rata industri (Peng & Xie, 2024). Data pengungkapan (skala 0–100) dan kinerja ESG (skala 0–10, dinormalisasi ke skala 0–100) diperoleh dari Bloomberg Terminal, kemudian masing-masing dihitung nilai *z-score*-nya relatif terhadap rata-rata dan simpangan baku industri pada tahun yang sama:

$$Greenwash_{i,t} = \left(\frac{ESGDis_{i,t} - \overline{ESGDis}_{ind,t}}{\sigma_{Dis,t}}\right) - \left(\frac{ESGPerf_{i,t} - \overline{ESGPerf}_{ind,t}}{\sigma_{Perf,t}}\right)$$

Nilai positif menunjukkan pengungkapan yang melebihi kinerja sebenarnya, mengindikasikan praktik *greenwashing*.

Variabel Kontrol. Mengacu pada spesifikasi model Peng & Xie (2024), penelitian ini menggunakan empat variabel kontrol: ukuran perusahaan *(SIZE)* diukur dari logaritma natural total aset; *leverage (LEV)* diukur dari rasio total utang terhadap total aset; profitabilitas *(ROA)* diukur dari rasio laba bersih terhadap total aset; dan usia perusahaan *(AGE)* diukur dari lama tahun beroperasi hingga tahun observasi.

Metode Analisis Data

Hipotesis penelitian diuji menggunakan model regresi data panel dengan persamaan sebagai berikut:

$$COD_{i,t} = \alpha + \beta_1 GW_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Estimasi dilakukan menggunakan aplikasi *EViews* dengan terlebih dahulu menentukan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) melalui Uji Chow (CEM vs FEM), Uji Hausman (FEM vs REM), dan Uji *Lagrange Multiplier* (CEM vs REM). Sebelum pengujian hipotesis, dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji normalitas (nilai probabilitas Jarque-Bera), uji multikolinearitas (matriks korelasi antarvariabel independen dengan ambang batas 0,80), dan uji heteroskedastisitas (*Likelihood Ratio*); apabila ditemukan masalah heteroskedastisitas, dilakukan koreksi menggunakan metode *Estimated Generalized Least Squares* (EGLS) dengan pembobotan *cross-section* serta *White cross-section robust standard errors*. Pengujian hipotesis dilakukan melalui Uji F (kelayakan model), Uji t (pengaruh parsial GW terhadap COD pada taraf signifikansi 5%), dan koefisien determinasi (*Adjusted* R^2).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan penerbit obligasi korporat yang terdaftar di BEI periode 2021–2024. Dari 129 perusahaan yang terdaftar setiap tahun, terdapat 80 perusahaan yang tereliminasi karena tidak memiliki data skor ESG Bloomberg secara lengkap, sehingga diperoleh 49 perusahaan sampel akhir. Dengan periode pengamatan empat tahun, total observasi awal adalah 196 *firm-year*; setelah mengeluarkan 6 observasi tahun 2024 yang datanya tidak lengkap *(unbalanced panel)*, observasi aktual yang digunakan dalam estimasi model adalah 190 *firm-year*.

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Dev.
Cost of Debt	190	0,0064	0,1858	0,0842	0,0317
Greenwash	190	-1,4806	1,8973	0,0130	0,7077
Age	190	9	71	40,99	14,92
Leverage	190	0,22%	72,66%	31,92%	15,29%
Size (Ln)	190	27,8438	33,2906	30,9278	1,1380
ROA	190	-11,65%	17,97%	3,87%	4,75%

Sumber: Output EViews, diolah penulis, 2026.

Variabel *Cost of Debt* menunjukkan rata-rata sebesar 0,0842 dengan standar deviasi 0,0317, mengindikasikan variasi biaya utang yang tergolong wajar di antara perusahaan sampel. Nilai terendah dimiliki PT PP (Persero) Tbk. pada 2021 dan nilai tertinggi dimiliki Dian Swastatika Sentosa Tbk. pada 2022. Variabel *Greenwash* memiliki rata-rata sebesar 0,0130 yang mendekati nol, menunjukkan bahwa secara rata-rata sampel penelitian memiliki tingkat kesenjangan pengungkapan dan performa ESG yang relatif seimbang, meskipun terdapat variasi cukup besar antarperusahaan (std. dev. 0,7077). Nilai *Greenwash* tertinggi dimiliki PT Mitra Adiperkasa Tbk. pada 2022 (1,8973), sementara nilai terendah dimiliki PT Agung Podomoro Land Tbk. pada 2024 (-1,4806), yang mengindikasikan pola *under-disclosure* yang konsisten pada perusahaan tersebut sepanjang periode pengamatan.

Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

Tabel 2. Hasil Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Uji Chow (CEM vs FEM)	F = 4,1090	0,0000	FEM
Uji Hausman (FEM vs REM)	Chi-Sq = 10,6926	0,0578	REM
Uji Lagrange Multiplier	BP = 47,1360	0,0000	REM
Normalitas (Jarque-Bera)	6,7683	0,0339	Tidak normal*
Multikolinearitas	Korelasi maks. 0,331	-	Tidak ada masalah
Heteroskedastisitas (LR)	175,3986	0,0000	Ada, dikoreksi EGLS

*Sumber: Output EViews, diolah penulis, 2026. *Ditoleransi berdasarkan Central Limit Theorem (N=190) dan koreksi White cross-section robust standard errors.*

Ketiga tahap pengujian pemilihan model (Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier) secara konsisten menunjukkan bahwa *Random Effect Model* (REM) merupakan model estimasi yang paling sesuai. Uji asumsi klasik menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal, namun hal ini dapat ditoleransi berdasarkan *Central*

Limit Theorem mengingat jumlah observasi yang memadai (N=190) serta penggunaan *White cross-section robust standard errors* yang membuat hasil uji t dan uji F tetap dapat diandalkan (Gujarati & Porter, 2009). Uji multikolinearitas menunjukkan seluruh korelasi antarvariabel independen berada jauh di bawah ambang batas 0,80, dengan korelasi tertinggi antara *Leverage* dan ROA sebesar -0,331, sehingga model bebas dari masalah multikolinearitas yang serius. Sementara itu, ditemukan masalah heteroskedastisitas yang dikoreksi menggunakan metode EGLS dengan pembobotan *cross-section weights* serta *White cross-section robust standard errors* (Greene, 2012).

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 3. Hasil Estimasi Regresi Data Panel (Random Effect Model – EGLS)

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Prob.
Konstanta (C)	0,177226	11,2172	0,0000
GREENWASH (GW)	0,000148	0,1497	0,8812
SIZE	-0,003130	-5,5865	0,0000
LEVERAGE	-0,026765	-5,5011	0,0000
ROA	-0,113818	-5,7367	0,0000
AGE	0,000210	3,7590	0,0002

Sumber: Output EViews, diolah penulis, 2026. F-statistic = 37,78788 (Prob. 0,0000); Adjusted R^2 = 0,4932.

Berdasarkan Tabel 3, diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$COD_{i,t} = 0{,}177226 + 0{,}000148\ GW_{i,t} - 0{,}003130\ SIZE_{i,t} - 0{,}026765\ LEV_{i,t} - 0{,}113818\ ROA_{i,t} + 0{,}000210\ AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Nilai F-statistic sebesar 37,78788 dengan probabilitas 0,000000 (< 0,05) menunjukkan model regresi dinyatakan layak (fit) untuk menjelaskan pengaruh variabel independen dan kontrol terhadap *cost of debt*. Nilai *Adjusted* R^2 sebesar 0,4932 menunjukkan bahwa 49,32% variasi *cost of debt* dapat dijelaskan secara bersama-sama oleh ESG *greenwashing*, *size*, *leverage*, ROA, dan *age*, yang tergolong cukup baik untuk penelitian keuangan berbasis data panel.

Variabel GW memperoleh koefisien β_1 sebesar 0,000148 dengan probabilitas 0,8812 (> 0,05), sehingga **H1 ditolak**: ESG *greenwashing* tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *cost of debt* perusahaan non-keuangan penerbit obligasi di Indonesia pada taraf signifikansi 5%. Meskipun demikian, arah koefisien yang positif tetap konsisten dengan arah yang diprediksi H1. Sebaliknya, seluruh variabel kontrol terbukti berpengaruh signifikan: *SIZE* (β_2 = -0,003130; p = 0,0000) dan *LEVERAGE* (β_3 = -0,026765; p = 0,0000) berpengaruh negatif signifikan, konsisten dengan argumen bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki reputasi lebih baik dan risiko *default* lebih rendah sehingga memperoleh premi risiko yang lebih kecil (Peng & Xie, 2024). ROA (β_4 = -0,113818; p = 0,0000) juga berpengaruh negatif signifikan dan merupakan determinan terkuat secara absolut dalam model ini, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih

profitable dianggap lebih aman oleh kreditur. Adapun *AGE* (β_5 = 0,000210; p = 0,0002) berpengaruh positif signifikan, berbeda dari prediksi awal yang mengacu pada Peng & Xie (2024), yang dapat diinterpretasikan bahwa perusahaan yang lebih tua dalam sampel ini menanggung akumulasi kewajiban jangka panjang yang lebih besar.

Pembahasan

Temuan bahwa ESG *greenwashing* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt* bertolak belakang dengan bukti empiris Peng & Xie (2024) di pasar Tiongkok dan Attig et al. (2025) di pasar kredit swasta negara maju, yang keduanya menemukan pengaruh signifikan. Namun, hasil ini dapat dijelaskan secara koheren melalui *framing theory* yang menjadi landasan teoretis penelitian ini. Dalam kerangka Goffman (1974) dan Entman (1993), dampak *deceptive framing* terhadap persepsi penerima pesan bergantung pada kapasitas penerima pesan, dalam hal ini kreditur untuk mendeteksi dan merespons ketidaksesuaian antara *frame* yang dikonstruksi dan realitas yang sesungguhnya. Ketika kapasitas deteksi tersebut belum berkembang, *frame* yang dikonstruksi perusahaan masih berhasil membentuk persepsi kreditur, sehingga *greenwashing* tidak menghasilkan disinsentif berupa *cost of debt* yang lebih tinggi.

Temuan ketidaksignifikanan pengaruh GW terhadap *cost of debt* ini justru selaras dengan bukti dari pasar berkembang lainnya. Wang et al. (2024), menggunakan sampel perusahaan A-share Tiongkok, menemukan bahwa pasar eksternal gagal mendeteksi strategi ESG *greenwashing* dalam jangka pendek, sehingga *greenwashing* justru menghasilkan efek menyesatkan berupa penurunan sementara *cost of debt* dan kenaikan *stock return* — meskipun efek ini tidak bertahan dalam jangka panjang. Sejalan dengan itu, Gregory (2024), dalam studi internasional terhadap perusahaan di negara maju dan berkembang, menemukan bahwa di *emerging markets* ESG *greenwashing* justru berasosiasi dengan *cost of debt* yang lebih rendah, meskipun disertai peningkatan risiko idiosinkratik dan kontroversi ESG di kemudian hari. Pola ini konsisten dengan temuan penelitian ini di pasar obligasi Indonesia, dan memperkuat interpretasi *framing theory* bahwa di pasar dengan kapasitas deteksi kreditur yang belum matang, *greenwashing* cenderung tidak dihukum melalui kenaikan biaya utang bahkan berpotensi menguntungkan perusahaan dalam jangka pendek.

Ketidaksignifikanan ini konsisten dengan kesenjangan implementasi regulasi ESG yang telah diidentifikasi di pasar modal Indonesia: meskipun POJK Nomor 51/POJK.03/2017 telah menjadi landasan pelaporan keberlanjutan, penerapannya di lapangan masih menghadapi tantangan berupa belum adanya standar pelaporan ESG yang seragam, kapasitas verifikasi yang terbatas, dan mekanisme deteksi *greenwashing* yang belum memadai (Ramdhan, 2025). Kondisi kelembagaan ini memperlebar ruang bagi konstruksi *frame* ESG yang menyesatkan untuk berlangsung tanpa terdeteksi secara efektif, sehingga kreditur di pasar obligasi Indonesia belum mampu membedakan secara sistematis antara perusahaan yang benar-benar berkinerja ESG baik dengan yang sekadar mem-*framing* pengungkapannya (Akerlof, 1970). Temuan ini juga sejalan dengan Aptasari et al. (2024) yang menemukan perusahaan ritel Indonesia cenderung menonjolkan inisiatif

lingkungan berskala kecil sambil mengabaikan dampak negatif operasional yang lebih besar, tanpa direspons secara sistematis oleh pasar.

Penting dicatat bahwa arah koefisien GW yang positif tetap selaras dengan prediksi H1: ketidaksignifikanan secara statistik tidak berarti *greenwashing* tidak relevan secara ekonomi, melainkan mencerminkan bahwa mekanisme transmisi dari distorsi *framing* informasi ESG ke dalam *cost of debt* belum terbentuk secara efektif di pasar obligasi Indonesia pada periode pengamatan. Seiring berkembangnya regulasi ESG dan meningkatnya kapasitas kreditur dalam mengevaluasi informasi keberlanjutan, hubungan yang lebih kuat antara *greenwashing* dan *cost of debt* berpotensi muncul di pasar Indonesia pada masa mendatang (Peng & Xie, 2024; Attig et al., 2025). Sementara itu, signifikannya seluruh variabel kontrol mengonfirmasi bahwa faktor-faktor fundamental keuangan konvensional masih menjadi determinan utama *cost of debt* di pasar obligasi korporasi Indonesia, sedangkan informasi ESG belum sepenuhnya terintegrasi ke dalam proses penilaian risiko kreditur — sebuah temuan yang memberikan implikasi penting bagi regulator, khususnya OJK dan BEI, untuk memprioritaskan penguatan kerangka pengungkapan ESG yang terverifikasi dan mandatori.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh ESG *greenwashing* terhadap *cost of debt* perusahaan non-keuangan penerbit obligasi korporat yang terdaftar di BEI periode 2021–2024, menggunakan kerangka *framing theory* (Goffman, 1974; Entman, 1993) dan mengadaptasi model pengukuran Peng & Xie (2024). Berdasarkan hasil pengujian terhadap 190 observasi *firm-year* dari 49 perusahaan sampel menggunakan Random Effect Model terkoreksi EGLS dan *White cross-section robust standard errors*, ditemukan bahwa ESG *greenwashing* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt* pada taraf signifikansi 5% ($\beta_1 = 0{,}000148$; $p = 0{,}8812$), sehingga H1 ditolak. Ketidaksignifikanan ini diinterpretasikan sebagai cerminan belum efektifnya mekanisme deteksi *deceptive framing* oleh kreditur di pasar obligasi korporasi Indonesia, sejalan dengan kondisi kelembagaan ESG domestik yang masih dalam tahap berkembang. Sebaliknya, seluruh variabel kontrol (*size*, *leverage*, ROA, dan *age*) terbukti berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*, mengonfirmasi bahwa faktor fundamental keuangan konvensional masih menjadi determinan utama biaya utang di pasar obligasi korporasi Indonesia.

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diakui: (1) ukuran sampel yang terbatas akibat keterbatasan cakupan data skor ESG Bloomberg Terminal, khususnya pada tahun-tahun awal pengamatan; (2) variabel kontrol yang mengacu pada spesifikasi Peng & Xie (2024) belum mencakup faktor lain seperti *credit rating* dan kualitas tata kelola perusahaan; (3) ketergantungan pada satu sumber data ESG (Bloomberg Terminal); (4) periode pengamatan yang bertepatan dengan masa pemulihan pasca-pandemi COVID-19; serta (5) tidak dibedakannya analisis berdasarkan sektor industri maupun status kepemilikan perusahaan (BUMN vs non-BUMN).

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan tersebut, penelitian ini menyarankan: bagi regulator (OJK dan BEI), penguatan standar pelaporan ESG yang seragam serta mekanisme verifikasi independen atas kinerja ESG aktual perlu diprioritaskan untuk mempersempit ruang bagi *deceptive framing*; bagi perusahaan, penyampaian informasi ESG yang berkualitas dan konsisten dengan kondisi operasional tetap penting untuk menjaga kredibilitas jangka panjang meskipun pengaruhnya terhadap *cost of debt* belum terbukti signifikan pada periode ini; dan bagi peneliti selanjutnya, disarankan memperluas jumlah sampel dan periode pengamatan, menggunakan sumber data ESG yang lebih beragam, menambahkan variabel seperti *credit rating*, serta melakukan pengelompokan berdasarkan status kepemilikan perusahaan guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai hubungan ESG *greenwashing* dan *cost of debt* di pasar obligasi Indonesia.

REFERENSI

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics, 84(3), 488–500. https://doi.org/10.2307/1879431

Aptasari, F. W., Aryawati, N. P. A., & Falah, H. (2024). Identifikasi Greenwashing atau Greenwishing pada Perusahaan Retail di Indonesia: Evaluasi Laporan Keberlanjutan. Jurnal Riset Akuntansi, 19, 301–322.

Attig, N., Rahaman, M., & Trabelsi, S. (2025). Creditors at the Gate: Effects of Selective Environmental Disclosure on the Cost of Debt. Corporate Governance: An International Review, 33, 202–230. https://doi.org/10.1111/corg.12599

Chen, J., & King, T. H. D. (2014). Corporate hedging and the cost of debt. Journal of Corporate Finance, 29, 221–245. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.006

Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. Sociological Perspectives, 18(1), 122–136. https://doi.org/10.2307/1388226

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

Entman, R. M. (1993). Framing: Toward Clarification of a Fractured Paradigm. Journal of Communication, 43(4), 51–58. https://doi.org/10.1111/j.1460-2466.1993.tb01304.x

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

Goffman, E. (1974). Frame Analysis: An Essay on the Organization of Experience. Harper & Row / Northeastern University Press.

Greene, W. H. (2012). Econometric Analysis (7th ed.). Prentice Hall.

Gregory, R. P. (2024). How greenwashing affects firm risk: An international perspective. Journal of Risk and Financial Management, 17(11), 526. https://doi.org/10.3390/jrfm17110526

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics (5th ed.). McGraw-Hill.

Hou, F., Shen, H., Wang, P., & Xiong, H. (2023). Signing auditors' cultural background and debt financing costs. International Review of Financial Analysis, 87, 102617. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102617

Jong, N. H. (2023). Indonesian coal giant Adaro's 'sustainable' smelter slammed as 'greenwashing.' Mongabay. https://news.mongabay.com/2023/06/indonesian-coal-giant-adaros-sustainable-smelter-slammed-as-greenwashing/

Peng, Q., & Xie, Y. (2024). ESG greenwashing and corporate debt financing costs. Finance Research Letters, 69. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106012

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

Ramdhan, D. (2025). The Role of ESG Disclosure in Attracting Sustainable Investment in Indonesia's Capital Market. RIGGS: Journal of Artificial Intelligence and Digital Business, 4(3), 3384–3393. https://doi.org/10.31004/riggs.v4i3.2484

Wang, W., Sun, Z., Dong, Y., & Zhang, L. (2024). Cost of debt financing, stock returns, and corporate strategic ESG disclosure: Evidence from China. Business Ethics, the Environment & Responsibility, 00, 1–26. https://doi.org/10.1111/beer.12741

Wongkar, E. E. L. T., & Apsari, P. K. (2021). Telaah Kebijakan Sustainable Consumption and Production (SCP) dalam Merespons Fenomena Greenwashing di Indonesia pada Era E-Commerce. Jakarta: Indonesian Center for Environmental Law.

Yu, E. P., Luu, B. Van, & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. Research in International Business and Finance, 52, 101192. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192

Zhang, D. (2023). Does green finance really inhibit extreme hypocritical ESG risk? A greenwashing perspective exploration. Energy Economics, 121, 106688. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106688