

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pada perkembangan sistem keuangan global saat ini, *cost of debt* (utang) merupakan indikator krusial yang merefleksikan persepsi risiko kreditur terhadap keberlanjutan dan stabilitas kinerja perusahaan (Fiorillo et al., 2025). Sebagai komponen utama dalam struktur modal, *cost of debt* tidak hanya menentukan beban finansial, tetapi juga menjadi sinyal bagi pasar mengenai tingkat risiko gagal bayar (*default risk*) suatu entitas (Alves & Meneses, 2024). Pasca-pandemi COVID-19, bank sentral global, khususnya *Federal Reserve*, menerapkan kebijakan moneter agresif dengan menaikkan suku bunga acuan hingga kisaran 5,25%–5,50% pada tahun 2024. Kondisi ini menandai era biaya pinjaman tinggi secara global (*high interest rate environment*) yang secara langsung meningkatkan beban bunga dan risiko keuangan korporasi di berbagai negara. Konteks tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengomunikasikan profil risikonya menjadi faktor penentu utama dalam penetapan tingkat bunga pinjaman. Sebagaimana dijelaskan oleh Fiorillo et al. (2025), biaya utang perusahaan semakin bergantung pada kualitas manajemen risiko jangka panjang, di mana perusahaan dengan peringkat ESG yang lebih tinggi cenderung memperoleh *yield* obligasi yang lebih kompetitif di pasar internasional.

Dalam kondisi perekonomian global yang semakin berfluktuasi, pendekatan dalam penilaian risiko kredit mengalami perubahan yang signifikan. Kreditur tidak

lagi mengandalkan indikator akuntansi tradisional sebagai satu-satunya dasar evaluasi kelayakan kredit. Alves dan Meneses (2024) mengungkapkan bahwa metrik risiko konvensional seperti *Altman Z-Score* sering kali gagal menangkap risiko laten perusahaan dalam kondisi ketidakpastian ekonomi dan tekanan pasar yang tinggi. Keterbatasan ini mendorong meningkatnya kebutuhan akan informasi non-keuangan yang mampu merepresentasikan kualitas tata kelola, keberlanjutan operasional, serta komitmen jangka panjang perusahaan. Penelitian oleh, Johan et al. (2025) menegaskan bahwa pengungkapan informasi *Environmental, Social, and Governance* (ESG) yang transparan, kredibel, dan berkualitas tinggi berperan penting dalam menurunkan biaya utang melalui mekanisme pengurangan asimetri informasi antara manajemen dan kreditur. Temuan tersebut sejalan dengan (Eliwa et al., 2021) yang menunjukkan bahwa praktik dan kualitas pengungkapan ESG menjadi pertimbangan penting bagi kreditur dalam mengevaluasi risiko kredit perusahaan, sehingga perusahaan dengan kualitas ESG yang lebih baik cenderung memperoleh biaya utang yang lebih rendah.

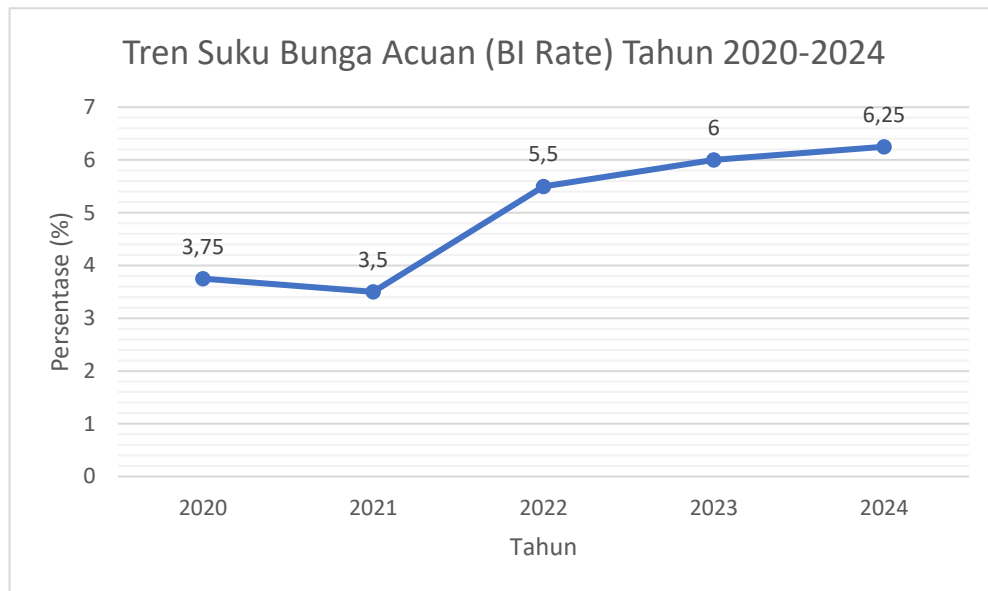
Selain dipengaruhi oleh kebijakan moneter global, dinamika *cost of debt* di negara berkembang memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan negara maju. Alves dan Meneses (2024) menjelaskan bahwa pasar keuangan di negara berkembang umumnya dihadapkan pada tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi, kualitas tata kelola yang belum merata, serta keterbatasan kedalaman pasar obligasi korporasi. Kondisi tersebut menyebabkan kreditur cenderung membebankan *risk premium* yang lebih besar dalam penentuan tingkat bunga pinjaman sebagai kompensasi atas risiko non-keuangan perusahaan. Sejalan dengan

hal tersebut, Fiorillo et al. (2025) menegaskan bahwa dalam lingkungan ketidakpastian ekonomi global, biaya utang tidak hanya ditentukan oleh kinerja keuangan historis, tetapi juga oleh persepsi risiko jangka panjang yang melekat pada praktik bisnis dan kualitas manajemen perusahaan.

Karakteristik pasar negara berkembang mendorong kreditur untuk bersikap lebih konservatif dalam menyalurkan pembiayaan. Maaloul et al. (2023) menyatakan bahwa ketika risiko institusional dan ketidakpastian meningkat, kreditur cenderung memperketat persyaratan kredit melalui kenaikan suku bunga, pembatasan tenor pinjaman, serta peningkatan kebutuhan jaminan. Oleh karena itu, *cost of debt* di emerging markets menjadi refleksi dari persepsi risiko menyeluruh perusahaan, termasuk risiko yang bersumber dari faktor non-keuangan seperti tata kelola dan keberlanjutan usaha.

Pada tingkat nasional, dinamika biaya utang di Indonesia tidak terlepas dari respons kebijakan moneter Bank Indonesia terhadap ketidakpastian global. Sebagai langkah menjaga stabilitas nilai tukar dan menekan inflasi, Bank Indonesia secara bertahap menaikkan suku bunga acuan (*BI Rate*). Tren peningkatan ini terlihat sangat signifikan dari periode pascapandemi tahun 2021 hingga puncaknya di level 6,25% pada pertengahan tahun 2024, fenomena lonjakan suku bunga yang mencapai puncaknya pada tahun 2024 tersebut menjadi dasar empiris dalam pemilihan periode penelitian, karena mencerminkan kondisi peningkatan biaya pinjaman yang secara langsung berdampak pada kenaikan beban bunga dan *cost of debt* perusahaan. Kondisi ini relevan untuk mengkaji bagaimana perusahaan

merespons tekanan biaya pendanaan melalui pengelolaan risiko dan penyampaian informasi kepada kreditur. Sebagaimana diilustrasikan pada gambar 1.1 berikut:



**Gambar 1. 1 Tren Suku Bunga Acuan (BI Rate) Tahun 2020-2024**

Sumber: Badan Pusat Statistik (2025)

Peningkatan dalam grafik tersebut menunjukkan adanya pergeseran dari era suku bunga rendah menuju era biaya pinjaman tinggi (*high interest rate environment*). Lonjakan suku bunga ini berdampak langsung pada kenaikan beban bunga pinjaman, yang pada akhirnya meningkatkan biaya modal perusahaan, khususnya bagi emiten dengan tingkat *leverage* yang tinggi. Tekanan biaya utang yang meningkat secara sistemik ini menuntut perusahaan untuk memiliki strategi mitigasi risiko yang lebih baik guna mempertahankan kepercayaan kreditur. Kondisi ini menandai perlunya instrumen baru yang mampu memberikan sinyal positif kepada kreditur mengenai mitigasi risiko jangka panjang, salah satunya melalui pengungkapan kinerja ESG.

Kenaikan agresif tersebut berdampak langsung pada peningkatan biaya modal perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), khususnya bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* (proporsi utang terhadap modal) yang tinggi. Hal ini tecermin dari meningkatnya beban bunga pinjaman yang harus ditanggung emiten, yang secara teknis diukur melalui *interest expense ratio*, yakni rasio yang menunjukkan seberapa besar pendapatan perusahaan terserap hanya untuk membayar bunga pinjaman. Peningkatan beban tersebut mencerminkan tekanan likuiditas dan risiko pembiayaan yang semakin besar bagi korporasi nasional seiring berakhirnya era suku bunga rendah. Dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia, Jafar et al. (2024) menegaskan bahwa cara perusahaan mengelola dan mengungkapkan informasi strategis kepada publik menjadi faktor krusial yang memengaruhi persepsi bank maupun investor obligasi dalam menetapkan tingkat bunga pinjaman.

Kondisi tersebut diperkuat oleh struktur sistem keuangan Indonesia yang didominasi oleh sektor perbankan (*bank-based system*). Jafar et al. (2024) mengungkapkan bahwa tingginya ketergantungan perusahaan terhadap pembiayaan bank menyebabkan keputusan penetapan suku bunga pinjaman sangat dipengaruhi oleh penilaian subjektif lembaga keuangan terhadap kualitas manajemen dan transparansi perusahaan. Situasi ini menjadikan *cost of debt* tidak semata-mata ditentukan oleh rasio keuangan kuantitatif, tetapi juga oleh keyakinan kreditur terhadap keberlanjutan dan stabilitas operasional perusahaan di tengah ketidakpastian ekonomi.

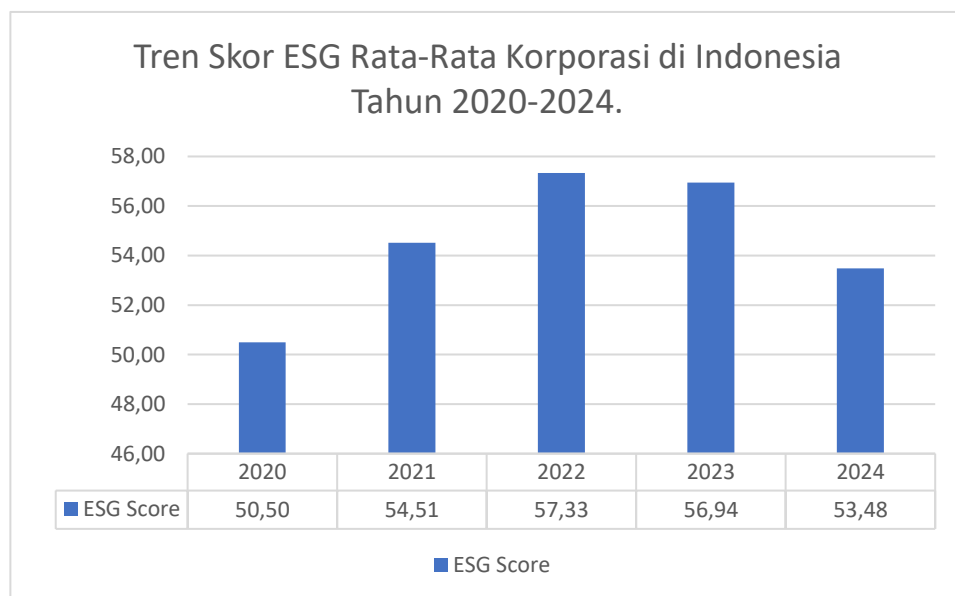
Setelah meningkatnya kasus gagal bayar obligasi korporasi pada periode 2021–2023, lembaga keuangan di Indonesia semakin mengedepankan prinsip kehati-hatian. Yani dan Inriani (2023) bahwa meningkatnya risiko gagal bayar mendorong kreditur untuk memperketat standar pemberian kredit dengan mempertimbangkan kualitas tata kelola dan kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan. Dalam situasi tersebut, perusahaan yang tidak mampu memberikan sinyal risiko yang meyakinkan cenderung menghadapi biaya utang yang lebih tinggi, meskipun secara akuntansi menunjukkan kinerja yang relatif stabil.

Kekhawatiran kreditur di Indonesia semakin diperparah oleh maraknya kasus gagal bayar obligasi korporasi selama periode 2021–2023. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) mencatat setidaknya 12 emiten mengalami *default* obligasi dengan total nilai mencapai Rp8,7 triliun, terutama pada sektor properti dan manufaktur yang menghadapi tekanan arus kas signifikan. Fenomena ini menciptakan penurunan tingkat kepercayaan di pasar utang nasional, sehingga lembaga keuangan cenderung menerapkan standar pemberian kredit yang lebih ketat dan konservatif. Yani dan Inriani (2023) menekankan bahwa dalam situasi risiko gagal bayar yang meningkat, keberadaan mekanisme tata kelola perusahaan yang kuat menjadi instrumen penting untuk meyakinkan kreditur mengenai keamanan dan keberlanjutan modal yang mereka tanamkan. Kondisi asimetri informasi yang tinggi tersebut menuntut adanya sinyal tambahan yang kredibel di luar laporan keuangan konvensional guna memitigasi persepsi risiko kreditur.

Kebutuhan akan instrumen mitigasi risiko yang lebih komprehensif ini mendorong pergeseran fokus kreditur dari sekadar analisis keuangan tradisional menuju pemantauan aspek non-keuangan yang lebih mendalam. Sebagai respons terhadap meningkatnya risiko non-keuangan, praktik ESG berkembang menjadi standar baru dalam penilaian kinerja perusahaan yang didorong oleh regulasi dan tuntutan pemangku kepentingan. Di Indonesia, komitmen terhadap keuangan berkelanjutan diwujudkan melalui penerbitan POJK No. 51/POJK.03/2017 yang mewajibkan emiten untuk menyusun Laporan Keberlanjutan sebagai bentuk transparansi atas dampak lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Regulasi ini diperkuat dengan peluncuran Taksonomi untuk Keuangan Berkelanjutan Indonesia (TKBI) oleh OJK, yang mengklasifikasikan aktivitas ekonomi ke dalam kategori “Hijau”, “Kuning”, dan “Merah”. Klasifikasi tersebut kini digunakan oleh sektor perbankan sebagai dasar dalam penentuan alokasi kredit serta pemberian suku bunga preferensial bagi aktivitas yang berkelanjutan. Namun demikian, data OJK menunjukkan bahwa hingga tahun 2024, hanya sekitar 43% emiten BEI yang secara konsisten melaporkan skor ESG secara komprehensif, yang mengindikasikan masih terbatasnya kesiapan dan kesadaran pelaporan keberlanjutan di Indonesia. Kondisi tersebut menjadi penting mengingat Chen et al. (2023) menjelaskan bahwa implementasi ESG yang konsisten mampu meningkatkan reputasi perusahaan, memperkuat hubungan dengan para pemangku kepentingan, serta mendukung keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang.

Untuk memahami sejauh mana implementasi regulasi keberlanjutan tersebut tercermin dalam praktik perusahaan, diperlukan pengamatan terhadap

perkembangan kinerja ESG secara empiris dari waktu ke waktu. Maaloul et al. (2023) menekankan bahwa evaluasi ESG tidak cukup dilakukan secara statis, melainkan perlu dianalisis secara dinamis guna menangkap konsistensi komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan. Dalam konteks Indonesia, analisis tren skor ESG menjadi penting untuk menilai apakah peningkatan regulasi dan tekanan pemangku kepentingan benar-benar diinternalisasikan dalam strategi perusahaan, atau hanya bersifat respons sementara terhadap tuntutan eksternal.



**Gambar 1. 2 Tren Skor ESG Rata-Rata Korporasi di Indonesia  
Tahun 2020-2024**

Sumber: Data ESG Refinitiv (2024)

Meskipun kerangka regulasi telah diterapkan, perkembangan skor ESG perusahaan di Indonesia menunjukkan dinamika yang perlu dicermati secara kritis. Berdasarkan Gambar 1.2, skor ESG rata-rata perusahaan BEI meningkat dari 50,50 pada tahun 2020 menjadi 57,33 pada tahun 2022, yang mencerminkan respons awal perusahaan terhadap tuntutan regulasi dan peningkatan kesadaran keberlanjutan.

Namun, tren tersebut mengalami pembalikan pada tahun 2023 menjadi 56,94 dan kembali menurun secara signifikan pada tahun 2024 hingga mencapai 53,48. Penurunan ini mengindikasikan adanya tantangan dalam implementasi ESG di tengah tekanan ekonomi, di mana perusahaan menghadapi *trade-off* antara investasi keberlanjutan jangka panjang dan kebutuhan likuiditas jangka pendek. Pola fluktuatif ini memperkuat argumen bahwa di Indonesia, ESG belum sepenuhnya dipersepsikan sebagai strategi mitigasi risiko, melainkan masih sering dianggap sebagai beban operasional yang dapat dikurangi ketika kondisi ekonomi memburuk.

Kondisi fluktuatif tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan skor ESG tidak selalu mencerminkan konsistensi kualitas manajemen risiko jangka panjang perusahaan. Maaloul et al. (2023) menjelaskan bahwa ESG hanya berfungsi sebagai sinyal risiko yang efektif apabila diimplementasikan secara konsisten dan didukung oleh tata kelola yang kuat. Dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia, ketidakstabilan implementasi ESG berpotensi menimbulkan keraguan kreditur terhadap kredibilitas sinyal keberlanjutan yang disampaikan perusahaan. Sejalan dengan hal tersebut, Saputra dan Anas (2025) menemukan bahwa pada perusahaan dengan keterbatasan likuiditas, aktivitas ESG cenderung dipandang sebagai beban operasional jangka pendek, sehingga tidak selalu direspons positif oleh kreditur dalam penentuan biaya utang. Berbeda dengan, Apergis et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan dengan skor ESG yang lebih tinggi justru cenderung memperoleh biaya utang yang lebih rendah karena dipersepsikan memiliki risiko gagal bayar yang lebih kecil.

Dalam memahami kompleksitas respons kreditur tersebut, penting untuk dicermati bahwa ESG merupakan konstruk yang bersifat multidimensi dan tidak dapat diperlakukan sebagai indikator yang homogen. Maaloul et al. (2023) menyatakan bahwa setiap dimensi ESG mencerminkan jenis risiko yang berbeda dan memiliki implikasi yang beragam terhadap persepsi kreditur. Dimensi lingkungan berkaitan dengan risiko regulasi dan biaya kepatuhan jangka panjang, dimensi sosial berhubungan dengan stabilitas hubungan pemangku kepentingan, sedangkan dimensi tata kelola mencerminkan kualitas pengawasan dan pengambilan keputusan manajerial.

Kebutuhan akan instrumen mitigasi risiko yang lebih komprehensif ini mendorong pergeseran fokus kreditur dari sekadar analisis keuangan tradisional menuju pemantauan aspek non-keuangan yang lebih mendalam. Dalam praktiknya, respons kreditur terhadap masing-masing dimensi ESG tidak selalu seragam. Shi et al. (2024) menemukan bahwa peningkatan skor ESG secara agregat tidak selalu diikuti oleh penurunan biaya utang apabila perbaikan tersebut tidak disertai dengan penguatan tata kelola perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas ESG sebagai sinyal risiko sangat bergantung pada kredibilitas implementasi dan sejauh mana praktik keberlanjutan tersebut mampu mengurangi potensi konflik kepentingan antara manajemen dan penyedia dana.

Secara teoritis, melalui *Signaling Theory*, kinerja ESG yang unggul seharusnya mengirimkan sinyal positif mengenai kualitas manajemen dan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko jangka panjang. Maaloul et al. (2023) menyatakan bahwa ESG berpotensi menurunkan biaya utang melalui

peningkatan reputasi perusahaan dan penguatan kepercayaan kreditur. Temuan ini didukung oleh berbagai studi internasional, seperti Shi et al. (2024) di China yang menemukan hubungan negatif konsisten antara skor ESG dan biaya utang, serta Fiorillo et al. (2025) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan peringkat ESG tinggi di pasar obligasi global memperoleh insentif finansial berupa biaya pinjaman yang lebih rendah. Temuan tersebut juga didukung oleh yang menemukan bahwa ESG Performance berkontribusi terhadap penurunan *Cost of Debt* pada perusahaan-perusahaan di India, meskipun besarnya pengaruh masih dipengaruhi oleh karakteristik pasar berkembang.

Namun demikian, hubungan antara ESG dan biaya utang di Indonesia menunjukkan ketidakkonsistenan empiris yang signifikan. Saputra dan Anas (2025) menemukan bahwa kinerja ESG justru berpengaruh positif terhadap biaya utang, yang berarti peningkatan skor ESG diikuti oleh kenaikan biaya pinjaman. Temuan ini diperkuat oleh Puspita dan Hasnawati (2025) yang mengungkapkan bahwa pengeluaran untuk aktivitas ESG di pasar modal Indonesia sering dipersepsikan oleh kreditur sebagai beban finansial yang berpotensi mengganggu likuiditas jangka pendek. Ketidaksesuaian antara teori dan bukti empiris ini menimbulkan urgensi untuk meneliti kembali faktor-faktor internal perusahaan yang dapat memengaruhi bagaimana sinyal ESG ditangkap oleh kreditur. Perbedaan hasil yang tajam antara pasar maju dan Indonesia menunjukkan adanya *research gap* yang substansial, khususnya pada periode 2020–2024 yang merupakan fase penting transformasi regulasi keberlanjutan. Inkonsistensi tersebut juga diperkuat oleh Gigante dan Manglaviti (2022) yang menunjukkan bahwa hubungan antara ESG dan Cost of

Debt tidak selalu signifikan, sehingga mengindikasikan bahwa efektivitas ESG masih dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan maupun lingkungan institusional tempat perusahaan beroperasi.

Selain kinerja keberlanjutan, mekanisme pengawasan internal melalui *Board Independence* (independensi dewan) juga menjadi faktor penting dalam membentuk persepsi kreditur terhadap risiko perusahaan. Berdasarkan *Agency Theory*, keberadaan komisaris independen berfungsi sebagai pengawas objektif yang membatasi perilaku oportunistik manajemen dan melindungi kepentingan penyedia dana. Liu et al. (2025) menegaskan bahwa karakteristik dewan, termasuk tingkat independensinya, berperan signifikan dalam menentukan kualitas transparansi dan kredibilitas informasi yang diterima pihak eksternal. Di Indonesia, regulasi BEI mewajibkan komposisi minimal 30% komisaris independen sebagai upaya memastikan pengambilan keputusan pendanaan yang lebih pruden dan akuntabel.

Namun, efektivitas dewan independen di negara berkembang sering kali dipertanyakan. Studi Kopyrina dan Stepanova (2023) di negara-negara BRIC menunjukkan bahwa independensi dewan tidak selalu berdampak signifikan terhadap penurunan biaya utang akibat kuatnya dominasi pemegang saham pengendali. Kondisi ini sangat relevan dengan struktur pasar modal Indonesia yang memiliki karakteristik kepemilikan terkonsentrasi. Hal tersebut tecermin dari regulasi Bursa Efek Indonesia (2021) dalam Peraturan Nomor I-A yang hanya mewajibkan porsi saham publik (*free float*) minimal sebesar 7,5%. Rendahnya ambang batas kepemilikan publik tersebut menunjukkan bahwa porsi kepemilikan

saham pada mayoritas emiten masih sangat didominasi oleh pihak pengendali. Dominasi ini berpotensi melemahkan peran komisaris independen sehingga keberadaannya cenderung bersifat simbolis secara struktural dibandingkan sebagai mekanisme pengawasan yang efektif. Oleh karena itu, diperlukan pengujian empiris untuk menilai apakah independensi dewan benar-benar mampu memberikan perlindungan risiko bagi kreditur pada perusahaan di BEI selama periode 2020–2024.

Beberapa kasus kegagalan tata kelola perusahaan publik di Indonesia juga menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen tidak selalu menjamin keamanan modal kreditur. Ketika perusahaan mengalami konflik kepentingan internal atau penurunan kinerja yang signifikan, fungsi pengawasan dewan sering dinilai lemah oleh pasar keuangan. Mustikawati et al. (2025) mencatat bahwa di kawasan ASEAN-5, independensi dewan baru memberikan dampak signifikan terhadap penurunan biaya pinjaman apabila mampu secara efektif memitigasi risiko yang timbul dari kontroversi ESG. Temuan ini mengindikasikan bahwa peran pengawasan internal sangat bergantung pada tingkat risiko agensi yang dihadapi perusahaan.

Hubungan antara kinerja ESG, independensi dewan, dan biaya utang tidak bersifat linear, melainkan dipengaruhi oleh tingkat *Agency Cost* (biaya agensi) yang melekat dalam perusahaan. Biaya agensi mencerminkan inefisiensi yang timbul akibat konflik kepentingan antara manajemen dan penyedia dana. Alves dan Meneses (2024) berpendapat bahwa perusahaan dengan biaya agensi tinggi memiliki profil risiko yang lebih kompleks, sehingga membutuhkan sinyal

tambahan untuk memperoleh kepercayaan kreditur. Saputra dan Anas (2025) menemukan bahwa biaya agensi mampu memoderasi hubungan antara kinerja ESG dan biaya utang di Indonesia, di mana sinyal positif ESG menjadi kurang efektif pada perusahaan dengan masalah agensi yang berat. Dalam kondisi tersebut, kreditur cenderung tetap menuntut tingkat bunga yang tinggi karena meragukan motivasi manajemen di balik aktivitas ESG yang dilakukan, yang sering kali dicurigai sebagai bentuk *greenwashing*. Sebaliknya, pada perusahaan dengan efisiensi manajemen yang baik, sinyal dari ESG dan independensi dewan diperkirakan lebih efektif dalam menurunkan biaya utang. Hal ini menjadikan biaya agensi sebagai variabel moderasi yang krusial dalam menjelaskan variasi respons kreditur terhadap sinyal non-keuangan perusahaan. Selain faktor internal perusahaan, Rong dan Kim (2024) menemukan bahwa efektivitas informasi ESG dalam memengaruhi *Cost of Debt* juga dipengaruhi oleh lingkungan informasi eksternal, khususnya tingkat *media coverage*, yang dapat meningkatkan kredibilitas informasi ESG di mata kreditur.

Periode pengamatan 2020–2024 mencerminkan fase transisi penting dalam sistem pembiayaan dan praktik keberlanjutan perusahaan di Indonesia. Saputra dan Anas (2025) menjelaskan bahwa pada periode ini, perusahaan menghadapi tekanan biaya modal yang meningkat seiring dengan perubahan kebijakan moneter dan meningkatnya kehati-hatian kreditur. Kondisi tersebut menjadikan periode ini relevan untuk menguji apakah sinyal non-keuangan, seperti kinerja ESG dan mekanisme tata kelola internal, benar-benar mampu memengaruhi persepsi risiko kreditur.

Selain itu, Mustikawati et al. (2025) menegaskan bahwa penguatan regulasi keberlanjutan dan meningkatnya perhatian terhadap risiko ESG pada periode ini turut memengaruhi perilaku lembaga keuangan dalam menetapkan biaya pinjaman. Dengan demikian, periode 2020–2024 menjadi konteks empiris yang tepat untuk menganalisis efektivitas *ESG Performance* dan *Board Independence* dalam menekan *cost of debt*, khususnya ketika perusahaan berada dalam lingkungan ekonomi yang penuh tekanan dan ketidakpastian.

Berdasarkan kajian literatur, *research gap* utama dalam penelitian ini terletak pada ketidakkonsistenan temuan empiris mengenai pengaruh kinerja ESG terhadap biaya utang antara negara maju dan negara berkembang. Studi internasional seperti Fiorillo et al. (2025) dan Shi et al. (2024) secara konsisten menemukan hubungan negatif, sementara penelitian di Indonesia oleh Saputra dan Anas (2025) serta 5) justru menunjukkan hubungan positif yang kontradiktif. Inkonsistensi ini mengindikasikan bahwa mekanisme penilaian risiko kredit di pasar berkembang memiliki karakteristik unik yang belum sepenuhnya dijelaskan oleh teori keuangan konvensional. Hasil penelitian Ariefianto et al. (2024) pada perusahaan-perusahaan ASEAN juga menunjukkan bahwa *ESG Performance* cenderung menurunkan *Cost of Debt*, meskipun besarnya pengaruh berbeda antarnegara akibat variasi kualitas institusi dan perkembangan pasar keuangan. Penelitian tersebut belum mempertimbangkan *Agency Cost* sebagai variabel moderasi maupun *Board Independence* sebagai mekanisme tata kelola, sehingga masih terdapat ruang untuk pengembangan penelitian.

Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu masih memiliki keterbatasan berupa fokus pada sektor industri tertentu atau periode pengamatan yang belum mencakup dinamika ekonomi dan regulasi terbaru. Penelitian Yani dan Inriani (2023), misalnya, hanya berfokus pada sektor manufaktur sehingga kurang merepresentasikan sektor lain yang memiliki sensitivitas ESG lebih tinggi. Lebih lanjut, masih terbatas penelitian yang mengintegrasikan faktor keberlanjutan (ESG) dan mekanisme tata kelola internal (independensi dewan) dalam satu model yang dimoderasi oleh biaya agensi. Studi-studi sebelumnya, seperti Liu et al. (2025) dan Maaloul et al. (2023), cenderung menguji variabel-variabel tersebut secara parsial atau menggunakan variabel moderasi yang berbeda.

Penelitian ini dilakukan sebagai upaya untuk menjawab kesenjangan hasil penelitian sebelumnya yang belum dijelaskan secara menyeluruh. Kebaruan utama penelitian ini terletak pada penggabungan tiga variabel, yaitu *ESG Performance*, *Board Independence*, dan *Agency Cost* sebagai variabel moderasi, dalam satu model yang diuji secara bersamaan pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Penelitian sebelumnya, seperti Saputra dan Anas (2025) serta Mustikawati et al. (2025), memang telah membahas sebagian variabel tersebut, tetapi masih terbatas pada kombinasi variabel, cakupan sampel, dan periode penelitian yang berbeda. Sementara itu, Liu et al. (2025) meneliti topik serupa di China yang memiliki kondisi pasar dan sistem kelembagaan yang berbeda dengan Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan bukti empiris, khususnya terkait hubungan ESG dan *cost of debt* dalam kondisi suku bunga tinggi pasca-pandemi yang masih jarang diteliti di Indonesia.

Selain itu, penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol sebagaimana dilakukan dalam penelitian sebelumnya untuk meningkatkan keakuratan model. Namun, penelitian ini hanya menggunakan dua variabel kontrol, yaitu *firm size* dan *leverage*. Pemilihan kedua variabel ini didasarkan pada pertimbangan bahwa keduanya merupakan faktor yang paling konsisten memengaruhi *cost of debt*. *Firm size* mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang berkaitan dengan reputasi, stabilitas, dan tingkat informasi yang dimiliki, sehingga dapat memengaruhi penilaian risiko oleh kreditur. Sementara itu, *leverage* menunjukkan tingkat penggunaan utang perusahaan yang berhubungan langsung dengan risiko gagal bayar dan beban bunga. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menggunakan banyak variabel kontrol, penelitian ini sengaja menyederhanakan model agar lebih fokus dan mudah dianalisis, serta untuk menghindari masalah multikolinearitas. Dengan demikian, penggunaan dua variabel kontrol ini dianggap sudah cukup untuk mewakili faktor utama yang memengaruhi *cost of debt* tanpa mengurangi ketepatan hasil penelitian.

Penelitian ini memilih seluruh sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai objek penelitian. Pemilihan sektor non-keuangan didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor ini memiliki ketergantungan yang tinggi terhadap pendanaan eksternal, khususnya utang, untuk membiayai operasional dan ekspansi bisnisnya. Selain itu, pengecualian sektor keuangan dilakukan untuk menghindari adanya bias dalam pengukuran variabel, mengingat sektor keuangan memiliki struktur laporan keuangan, karakteristik akun biaya utang, serta regulasi modal minimum yang sangat spesifik dan berbeda secara

signifikan dengan sektor lainnya. Dengan mencakup seluruh sektor non-keuangan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih luas dan general mengenai pengaruh kinerja keberlanjutan terhadap biaya utang pada berbagai jenis industri di Indonesia.

Penetapan rentang tahun 2020 hingga 2024 sebagai periode pengamatan dilakukan berdasarkan pertimbangan fenomena ekonomi dan regulasi yang sangat dinamis. Pertama, periode ini menangkap transisi kebijakan moneter agresif dari Bank Indonesia, di mana terdapat fenomena lonjakan suku bunga acuan (BI Rate) yang mencapai puncaknya di level 6,25% pada tahun 2024, yang berdampak langsung pada kenaikan *cost of debt* riil di pasar. Kedua, periode ini mencakup masa krusial setelah diberlakukannya POJK No. 51/2017 secara penuh, sehingga memungkinkan peneliti untuk mengamati tren fluktuasi skor ESG perusahaan di tengah kondisi pemulihan ekonomi dan ketidakpastian pasar. Ketiga, rentang waktu lima tahun dianggap cukup memadai untuk mencerminkan pola hubungan jangka panjang antara mekanisme tata kelola dan keputusan pendanaan perusahaan secara stabil dan konsisten. Dengan demikian, peneliti tertarik untuk menguji fenomena tersebut melalui penelitian berjudul: **"Pengaruh *ESG Performance* dan *Board Independence* terhadap *Cost of Debt* dengan *Agency Cost* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020–2024"**.

## 1.2 Perumusan Masalah

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

1. Apakah *ESG Performance* berpengaruh terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024?
2. Apakah *Board Independence* berpengaruh terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024?
3. Apakah *Agency Cost* memoderasi pengaruh *ESG Performance* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024?
4. Apakah *Agency Cost* memoderasi pengaruh *Board Independence* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024?

### 1.3 Tujuan

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disusun, tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji pengaruh *ESG Performance* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.
2. Untuk menguji pengaruh *Board Independence* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.
3. Untuk menguji peran *Agency Cost* dalam memoderasi pengaruh *ESG Performance* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.
4. Untuk menguji peran *Agency Cost* dalam memoderasi pengaruh *Board Independence* terhadap *Cost of Debt* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak yang berhubungan dengan penelitian ini adalah sebagai berikut:

##### 1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi dan menambah wawasan pengetahuan dalam bidang akuntansi keuangan dan keuangan berkelanjutan, khususnya yang berkaitan dengan pengaruh *Environmental, Social, and Governance* (ESG) Performance dan *Board Independence* terhadap *Cost of Debt* dengan *Agency Cost* sebagai variabel moderasi. Selain itu, penelitian ini diharapkan mampu memperkaya literatur akademis terkait penerapan *Signaling Theory* dan *Agency Theory* dalam menjelaskan keputusan pembiayaan perusahaan pada pasar berkembang, khususnya di Indonesia.

##### 2. Manfaat Praktis

###### a. Bagi Peneliti

Melalui penelitian ini, peneliti diharapkan dapat menerapkan ilmu dan pengetahuan yang diperoleh selama perkuliahan, serta memperoleh pemahaman yang lebih mendalam mengenai hubungan antara kinerja ESG, mekanisme tata kelola perusahaan, konflik keagenan, dan biaya utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

b. Bagi Universitas

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan referensi dan rujukan ilmiah bagi mahasiswa, dosen, maupun peneliti selanjutnya yang tertarik untuk mengkaji topik keberlanjutan, tata kelola perusahaan, dan keputusan pendanaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat mendukung pengembangan kajian akademik di bidang akuntansi dan keuangan berkelanjutan.

c. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan sebagai bahan evaluasi dalam penerapan praktik ESG dan penguatan independensi dewan komisaris guna meningkatkan kepercayaan kreditur serta menekan biaya utang. Selain itu, hasil penelitian ini juga dapat menjadi pertimbangan bagi kreditur dan regulator dalam menilai risiko perusahaan serta merumuskan kebijakan terkait pembiayaan dan pelaporan keberlanjutan.

d. Bagi Pembaca dan pihak lainnya

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai kajian atau acuan bukti empiris yang dapat dijadikan pembanding maupun tambahan referensi dalam penelitian selanjutnya. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pembaca serta pihak lainnya yang memiliki kepentingan terkait dengan praktik keberlanjutan, tata kelola perusahaan, dan keputusan pembiayaan perusahaan.