

Pengaruh ESG terhadap *Cost of Capital* selama Pandemi dengan Moderasi Kinerja Keuangan

Arma Karisma Arditiyan, Agus Purwanto*

Jurusan Magister Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

armakarismaa@gmail.com

* Corresponding Author

Diajukan : 13 Maret 2025

Disetujui : 15 April 2025

Dipublikasi : 17 April 2025

ABSTRACT

This study explores the moderation of financial performance in the relationship between ESG disclosure and the cost of capital in Indonesia during the COVID-19 pandemic. It uses financial data from 15 public companies consistently listed on the SRI-KEHATI stock index from 2020 to 2023. The regression analysis employed is multiple linear regression using the SPSS v28 program. The results reveal that environmental disclosure has a significant negative impact on the cost of capital, while social and governance disclosures do not have a statistically significant effect. Furthermore, financial performance strengthens the negative relationship between environmental disclosure and the cost of capital, strengthens the positive relationship between social disclosure and the cost of capital, but has no impact on governance disclosure. This suggests that ESG can help companies survive or even thrive during the pandemic. This study makes an important contribution to the literature by providing empirical evidence on the moderation of financial performance in the relationship between ESG disclosure and the cost of capital in Indonesia during the COVID-19 pandemic. These findings can serve as a reference for academics and practitioners to understand the importance of ESG for companies in developing countries.

Keywords: *Cost of Capital; Environmental; Social; Governance; Firm Performance*

PENDAHULUAN

Memaksimalkan keuntungan tidak bisa lagi menjadi satu-satunya tujuan bisnis global pada abad ke-21. Permasalahan besar lainnya yang menimbulkan risiko bagi dunia usaha, selain risiko yang ditimbulkan oleh setiap bisnis, terdapat risiko perubahan iklim, meningkatnya kesenjangan ekonomi, ketidaksetaraan dalam hak asasi manusia, lemahnya pengendalian internal dan manajemen risiko, serta tingginya ketegangan antar negara. Berbagai penelitian telah menunjukkan bahwa dalam beberapa tahun terakhir, pentingnya faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola atau *Environmental, Social, and Governance* (ESG) telah mendapat pengakuan luas sebagai komponen penting dalam kemajuan sosial dan ekonomi (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023; Said & El Bannan, 2023; Yahya, 2023; Yuen et al., 2022). Dunia usaha semakin menyadari pentingnya praktik yang beretika dan berkelanjutan dalam operasi perusahaan dan terus berupaya mencapai tujuan di luar maksimalisasi keuntungan (Nirino et al., 2022). Integrasi tanggung jawab sosial dan inisiatif ramah lingkungan ke dalam strategi perusahaan mengurangi potensi risiko dan meningkatkan nilai jangka panjang perusahaan (Yuen et al., 2022).

Pengungkapan ESG semakin penting dalam menilai dampak isu-isu keberlanjutan terhadap citra, reputasi, daya saing, dan keputusan investasi perusahaan (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023). Investor memanfaatkan pengungkapan ESG sebagai alat untuk mengukur kualitas manajemen, menilai peluang, risiko, transparansi, dan prospek masa depan perusahaan tempat mereka berinvestasi (Liu et al., 2023; Tanjung, 2023). Hal ini menandakan transformasi dalam cara dunia usaha menjalankan bisnis dan tujuan yang ingin dicapai, dengan penekanan yang lebih

besar pada ESG. Pengungkapan informasi dapat meningkatkan pemahaman investor terhadap perusahaan, mengurangi asimetri informasi, meningkatkan pembagian risiko investasi, dan menurunkan biaya modal (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023; Yahya, 2023).

Penurunan signifikan selama pandemi COVID-19 dapat dilihat dengan membandingkan nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada sebelum dan saat pandemi terjadi. Penurunan drastis mulai terjadi pada akhir bulan Februari tahun 2022 di mana pandemi COVID-19 saat itu sudah menyebar dan menciptakan rasa takut di seluruh dunia. IHSG yang saat itu bernilai 5.863 kemudian mencapai titik terendahnya pada 5.288 di minggu yang sama. Penurunan terus berlanjut pasca diumumkannya pasien COVID-19 pertama di Indonesia dimana IHSG terus mengalami penurunan drastis hingga mencapai level terendahnya di 3911 pada 23 maret 2020. Dalam waktu dua bulan sejak minggu keempat bulan Januari 2020, IHSG telah mengalami penurunan yang mencapai 38 persen.

Berdasarkan studi Ernst & Young pada Maret 2020, performa SRI-KEHATI Index mengalami pemulihan lebih baik dibandingkan IHSG. Kinerja positif ini menunjukkan bahwa investor mulai beralih fokus pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam berinvestasi. Perusahaan yang tergabung dalam Indeks SRI-KEHATI terbukti memiliki ketahanan yang lebih baik di masa krisis karena menerapkan praktik bisnis yang berkelanjutan dan bertanggung jawab. SRI-KEHATI adalah indeks saham investasi berkelanjutan dan bertanggung jawab atau *Sustainable Reporting Index* (SRI) yang diterbitkan pada tanggal 8 Juni 2009, hasil kerja sama antara Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (*KEHATI Foundation*) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks saham ini digunakan sebagai tolak ukur perkembangan pasar saham Indonesia. Karena indeks ini memainkan peran penting dalam iklim keuangan Indonesia, investor dan manajer investasi sering menggunakannya sebagai tolak ukur dalam menyusun portofolio investasi mereka. Perusahaan dengan kelestarian ekonomi, sosial dan lingkungan yang kuat juga layak untuk diinvestasikan (Lu & Khan, 2023).

Penelitian ini mengkaji bagaimana kinerja keuangan memengaruhi hubungan antara ESG dan biaya modal. Memasuki era globalisasi saat ini, pemilik, investor, dan pemegang saham perlu memahami biaya modal yang mereka hadapi. Para pembuat kebijakan dan pengambil keputusan perlu menyadari hubungan antara pengetahuan dan bisnis, karena hal ini sangat penting dalam pilihan investasi dan manajemen risiko mereka (Huang et al., 2022; Lu & Khan, 2023; Nirino et al., 2022; Yuen et al., 2022). Penggunaan variabel kontrol yaitu *size*, *growth*, dan *financial leverage* dilakukan karena ketiganya dapat memengaruhi *cost of capital*. *Size* mencerminkan stabilitas dan akses pembiayaan yang lebih mudah, *growth* menunjukkan prospek pertumbuhan yang memengaruhi ekspektasi investor, sementara *financial leverage* mencerminkan risiko keuangan akibat penggunaan utang.

TINJAUAN LITERATUR

Stakeholder Theory

Menurut teori pemangku kepentingan (Freeman, 2015), perusahaan harus menyeimbangkan kepentingan berbagai pemangku kepentingan dengan kepentingan pemegang saham atau pemilik. Pemangku kepentingan tersebut meliputi investor, kreditor, karyawan dan konsumen, serta masyarakat dan lingkungan hidup. Teori pemangku kepentingan menyatakan bahwa pengungkapan ESG dapat digunakan untuk memberi sinyal kepada investor bahwa suatu perusahaan dikelola dengan baik dan memiliki struktur tata kelola yang kuat, sehingga menghasilkan profil risiko dan biaya modal yang lebih rendah. Ketika perusahaan menyediakan sumber daya yang diperlukan dan mengupayakan aktivitas lingkungan, sosial, dan tata kelola untuk memenuhi kepentingan para pemangku kepentingan, mereka akan mampu membangun hubungan yang kuat dengan para pemangku kepentingan. Akibatnya, para pemangku kepentingan tersebut akan menyediakan sumber daya kepada perusahaan untuk mendukung mereka, yang mengarah pada peningkatan nilai pemegang saham (Huang et al., 2022; Tampakoudis et al., 2023).

Agency Theory



Konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemilik muncul ketika proses memaksimalkan nilai perusahaan yang disebut dengan *agency problem*. Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan teori keagenan sebagai hubungan antar anggota suatu perusahaan atau organisasi yang berfokus pada perspektif perilaku dan struktur antara prinsipal dan agen. Ghazali (2020) menyatakan jika tidak terdapat pemisahan kepentingan akan menimbulkan masalah keagenan dan menyebabkan kekurangan informasi untuk menilai perilaku agen secara akurat. Manajemen sebagai pihak yang lebih mengetahui informasi tentang perusahaan akan memanfaatkan posisinya untuk mengambil keuntungan bagi dirinya sendiri. Mereka mungkin memilih untuk meningkatkan ESG perusahaan dengan mengorbankan pemegang saham, sehingga menyebabkan masalah keagenan. Yuen et al. (2022) berpendapat bahwa ESG perusahaan dapat menghambat ketahanan perusahaan selama pandemi. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Tampakoudis et al. (2023) menunjukkan bahwa kegiatan ESG perusahaan akan memakan waktu dan dapat mengganggu perhatian manajer dalam mencapai tujuan utama mereka.

Pengembangan Hipotesis

Hubungan antara ESG terhadap Biaya Modal

Dampak pengungkapan informasi lingkungan terhadap biaya modal telah diteliti secara ekstensif. Amerika Serikat misalnya, dampak positif ditemukan pada perusahaan yang secara sukarela mengungkapkan informasi lingkungan dan menerbitkan laporan lingkungan (Plumlee et al., 2015). Hubungan antara pengungkapan lingkungan dan biaya modal di Tiongkok lebih kompleks dan bergantung pada kualitas pengungkapan (Raimo et al., 2022; Yuen et al., 2022). Selain itu, asosiasi ini lebih cenderung negatif di negara-negara dengan orientasi pemangku kepentingan yang dominan (Dhaliwal et al., 2014).

Perusahaan dengan skor lingkungan yang lebih tinggi akan mencerminkan praktik lingkungan, sosial, dan tata kelola yang lebih kuat, sehingga biaya modalnya akan lebih rendah. Hal ini didasarkan pada kesimpulan bahwa perusahaan dengan praktik lingkungan yang baik cenderung dianggap lebih berkelanjutan, lebih sedikit risikonya, dan lebih siap menghadapi tantangan lingkungan, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor. Akibatnya, perusahaan tersebut dapat menikmati keunggulan biaya dalam menarik modal, sehingga menyebabkan berkurangnya biaya modal. Tanjung (2023) mengungkapkan bahwa hubungan ESG dan biaya modal di Indonesia dipengaruhi oleh kualitas pengungkapan dan peraturan terkait. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis pertama (H1a) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1a : Terdapat Hubungan Negatif antara Skor Pengungkapan Lingkungan terhadap Biaya Modal

Menurut (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023), perusahaan dengan peringkat tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) yang tinggi cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah. Pengungkapan sosial berkorelasi positif dengan biaya modal, namun dampaknya dapat dimitigasi oleh perusahaan dengan kinerja keuangan yang lebih baik (Dhaliwal et al., 2014; El Ghouli et al., 2018). Penelitian lain (Chen et al., 2023; Cheng et al., 2016) menunjukkan hubungan negatif antara pengungkapan CSR dan kinerja dengan biaya modal. Dhaliwal et al. (2014) menemukan bahwa CSR berpengaruh negatif terhadap biaya modal, dengan dampak yang lebih kuat di negara-negara yang mengutamakan kepentingan pemangku kepentingan. Studi ini juga menunjukkan bahwa pengungkapan keuangan dan CSR saling melengkapi dalam menurunkan biaya modal.

Perusahaan dengan skor sosial yang lebih tinggi, yang menunjukkan praktik tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) yang lebih baik, sehingga biaya modalnya lebih rendah. Praktik CSR yang kuat dapat menandakan pengelolaan hubungan pemangku kepentingan dan perilaku bertanggung jawab yang efektif oleh perusahaan, sehingga menumbuhkan reputasi positif dan kepercayaan investor yang lebih besar. Akibatnya, investor mungkin menganggap perusahaan tersebut sebagai investasi dengan risiko lebih rendah, sehingga menghasilkan biaya modal yang lebih rendah. Namun, penting untuk mempertimbangkan perbedaan iklim bisnis di Indonesia, di mana dampak CSR terhadap biaya modal mungkin dipengaruhi oleh lingkungan peraturan, faktor

budaya, dan preferensi pemangku kepentingan. Tanjung (2023) mengungkapkan bahwa praktik pengungkapan CSR di Indonesia telah menunjukkan bahwa asosiasi pemangku kepentingan dikelola dengan baik, dan dapat menghasilkan biaya modal yang lebih rendah. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis kedua (H1b) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1b : Terdapat Hubungan Negatif antara Skor Pengungkapan Sosial terhadap Biaya Modal

Secara umum, praktik tata kelola perusahaan yang baik, seperti transparansi, akuntabilitas, dan manajemen yang efektif, dapat membantu menurunkan biaya modal perusahaan dengan meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi risiko yang dirasakan dalam berinvestasi di perusahaan (Alduais, 2023; Erragragui, 2018; Gerged et al., 2023) berpendapat bahwa pilar sosial dan tata kelola menghasilkan nilai pemegang saham jangka panjang dan berdampak positif pada kinerja keuangan. Sebuah studi terbaru oleh Liu et al. (2023) menemukan bahwa pilar tata kelola memiliki dampak yang jauh lebih besar terhadap kinerja pasar perusahaan dibandingkan dua pilar lainnya.

Perusahaan dengan skor tata kelola yang lebih tinggi, akan mencerminkan praktik tata kelola perusahaan yang unggul, sehingga menghasilkan biaya modal yang lebih rendah. Praktik tata kelola perusahaan yang baik diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi risiko investasi yang dirasakan. Akibatnya, investor mungkin menuntut tingkat pengembalian investasi yang lebih rendah untuk perusahaan dengan tata kelola yang kuat, sehingga menyebabkan biaya modal menjadi lebih rendah. Namun, Tanjung (2023) mengungkapkan bahwa hubungan antara tata kelola dan biaya modal dapat bervariasi tergantung pada beberapa faktor, seperti karakteristik industri, lingkungan regulasi, dan kualitas tata kelola perusahaan secara keseluruhan di Indonesia. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis ketiga (H1c) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1c : Terdapat Hubungan Negatif antara Skor Pengungkapan Tata Kelola terhadap Biaya Modal

Pengaruh Moderasi Kinerja Keuangan dalam Hubungan antara ESG terhadap Biaya Modal

Hubungan antara pengungkapan non-keuangan dan kinerja keuangan selanjutnya dipengaruhi oleh tingkat keterlibatan pemangku kepentingan. Mereka mengungkapkan bahwa perusahaan dengan tingkat keterlibatan pemangku kepentingan yang tinggi cenderung memiliki hubungan positif yang lebih kuat antara pengungkapan non-keuangan dan kinerja berkelanjutan. Hal ini menyoroti peran yang dapat dimainkan oleh pemangku kepentingan dalam mendorong perusahaan untuk memprioritaskan keberlanjutan. Selain itu, biaya modal yang merupakan faktor kunci dalam kemampuan perusahaan untuk meningkatkan modal, dipengaruhi oleh beberapa faktor, termasuk kinerja keuangan, estimasi tingkat risiko, dan keterlibatan pemangku kepentingan (Alduais, 2023; Chen et al., 2023; Tampakoudis et al., 2023; Tanjung, 2023). Secara historis, perusahaan yang telah menunjukkan rekam jejak keberlanjutan yang kuat akan memiliki faktor beta yang lebih rendah, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menghasilkan premi risiko yang lebih rendah.

Tanjung (2023) memberikan gambaran tentang hubungan kompleks antara ESG, biaya modal dan pengaruh intervensi kebijakan pemerintah di Indonesia. Penelitian tersebut menggarisbawahi pentingnya dampak dari peraturan wajib CSR terhadap biaya modal perusahaan, menyoroti potensi *trade-off* dan implikasi dari persyaratan CSR dalam kegiatan perusahaan. Rekam jejak kinerja keuangan yang kuat dapat memoderasi hubungan antara pengungkapan ESG dan biaya modal, sehingga perusahaan dengan rekam jejak kinerja yang solid mungkin akan mengalami penurunan biaya modal. Penelitian lain juga menunjukkan hubungan antara pengungkapan ESG dan biaya modal dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk industri, negara, dan kualitas pengungkapan (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023; Chen et al., 2023).

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa praktik keberlanjutan suatu perusahaan dapat berdampak langsung pada biaya modalnya. Perusahaan dengan praktik keberlanjutan yang baik cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah, yang disebabkan oleh berkurangnya risiko terkait dengan praktik tersebut. Tanjung, (2023) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan tingkat ESG yang lebih tinggi memiliki biaya modal yang jauh lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan kinerja ESG yang lebih rendah. Dampak praktik ESG terhadap biaya modal akan lebih kuat bagi perusahaan yang berkinerja baik. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik kemungkinan besar akan memperoleh manfaat lebih besar dari peningkatan persepsi investor terkait dengan praktik ESG yang kuat. Karena perusahaan-perusahaan ini memiliki rekam jejak keberhasilan yang terbukti, mereka mungkin dianggap sebagai peluang investasi yang lebih stabil dan menarik, sehingga menghasilkan dampak yang lebih menguntungkan bagi biaya ekuitas dari pengungkapan lingkungan mereka. Namun, penting untuk mempertimbangkan potensi kekhawatiran endogen dan faktor lain yang mungkin memengaruhi efek moderasi ini. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis keempat (H2a) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2a : Kinerja Keuangan Memperkuat Hubungan Skor Pengungkapan Lingkungan terhadap Biaya Modal

Praktik ESG dan biaya modal akan lebih terlihat pada perusahaan dengan kinerja buruk. Perusahaan tersebut akan berupaya memanfaatkan perilaku bertanggung jawab dan praktik CSR untuk meningkatkan profil risiko mereka dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga menurunkan biaya ekuitasnya. Potensi adanya hubungan yang lebih kuat antara praktik sosial dan biaya modal pada perusahaan dengan kinerja buruk memerlukan penyelidikan lebih lanjut untuk memahami bagaimana praktik ESG dapat bertindak sebagai faktor mitigasi dalam memengaruhi biaya modal. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis kelima (H2b) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

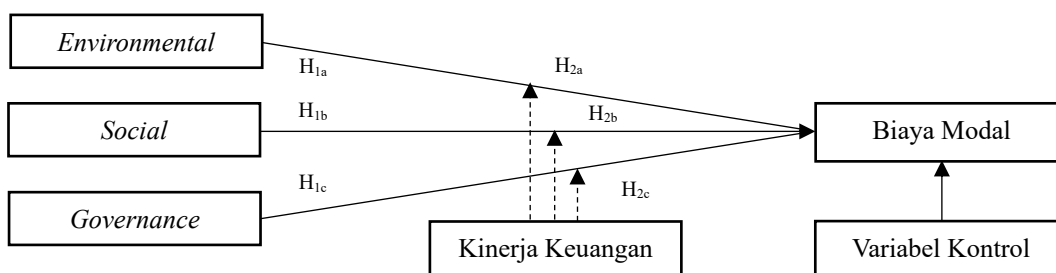
H2b : Kinerja Keuangan Memperkuat Hubungan Skor Pengungkapan Sosial terhadap Biaya Modal

Praktik tata kelola terhadap biaya modal akan lebih signifikan pada perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik. Perusahaan dengan kinerja baik cenderung menarik investor yang bertanggung jawab secara sosial dan menghargai tata kelola perusahaan yang kuat dan transparan. Akibatnya, perusahaan mungkin merasakan dampak yang lebih besar pada biaya modal dari praktik tata kelola mereka. Menyelidiki peran moderasi kinerja keuangan dalam hubungan tata kelola dan biaya modal dapat memberikan wawasan berharga tentang dinamika biaya modal bagi perusahaan di Indonesia. Berdasarkan argumentasi tersebut, hipotesis keenam (H2c) pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2c : Kinerja Keuangan Memperkuat Hubungan Skor Pengungkapan Tata Kelola terhadap Biaya Modal

Kerangka Pemikiran

Berikut adalah kerangka pemikiran dalam penelitian ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODE

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Index Saham SRI-KEHATI. Metode *sampling* yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*, di mana 15 perusahaan yang secara konsisten terdaftar di Index Saham SRI-KEHATI periode 2020-2023 akan menjadi sampel dalam penelitian ini.

Variabel Dependen

Biaya modal (*Cost of Capital*) merupakan biaya yang dibayarkan oleh perusahaan untuk memperoleh modal yang nantinya akan digunakan oleh perusahaan. Biaya modal dapat diukur dengan metode *Wight Average Cost of Capital* (WACC) yang merupakan biaya rata-rata dari keseluruhan modal yang digunakan perusahaan. Perusahaan dapat menghitung biaya rata-rata atas pertimbangan komposisi dan besarnya dana dari masing-masing sumber, yaitu biaya utang (*cost of debt*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*). *Cost of Debt* (COD) dihitung dengan rumus berikut:

$$kd = \frac{\text{Annual interest expense}}{\text{Total debt}} \times (1 - \text{tax rate})$$

Selanjutnya, *Cost of Equity* (COE) diukur menggunakan pendekatan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$ke = Rf + [\beta i \times (Rm - Rf)]$$

Keterangan:

- kei* : tingkat pengembalian yang diharapkan atas aset keuangan perusahaan
Rf : tingkat pengembalian bebas risiko. Acuan untuk investasi tingkat bebas risiko di Indonesia adalah tingkat pengembalian Obligasi Pemerintah Indonesia
βi : nilai beta dari aset keuangan perusahaan
βi : kovarians/varians
 kovarians adalah varians pengembalian saham untuk perusahaan relatif terhadap pengembalian pasar.
 varians adalah varians pengembalian pasar. Pengembalian pasar adalah pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Jakarta
Rm : pengembalian rata-rata di pasar modal, yang dalam penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia (BEI), yang juga dikenal sebagai Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Jakarta.

Setelah *cost of debt* dan *cost of equity* diketahui, Perhitungan WACC dihitung menggunakan persamaan menurut (Brigham & Daves, 2007) sebagai berikut:

$$WACC = \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \times kd \right) + \left(\frac{\text{Equity}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \times ke \right)$$

Keterangan:

- WACC : biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan
Debt : total nilai buku utang perusahaan
Equity : total nilai pasar modal pemegang saham perusahaan
ke : biaya ekuitas yang dihasilkan dari CAPM
kd : biaya utang perusahaan

Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang bertujuan untuk memperoleh nilai biaya modal yang sesungguhnya, sehingga dapat menggambarkan kondisi penggunaan dana oleh

perusahaan. Perusahaan dengan penggunaan sumber modal yang sesuai akan menghasilkan bauran struktur modal yang optimal.

Variabel Independen

Pengungkapan ESG mengacu pada praktik keterbukaan informasi secara publik terkait praktik lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Informasi tersebut dapat mencakup rincian mengenai dampak perusahaan terhadap lingkungan, kebijakan ketenagakerjaan, keterlibatan masyarakat, dan praktik tata kelola. ESG diukur dengan berbagai metrik, termasuk skor ESG secara keseluruhan atau masing-masing komponennya. Literatur memberikan berbagai pendekatan untuk menilai kinerja ESG suatu perusahaan. Mayoritas penelitian yang ada memanfaatkan rating atau skor dari pihak ketiga, seperti *Thomson Reuters*, *Bloomberg*, *Wind*, *Hexun* dan *Sino-Securities Index ESG Evaluation* (Adeneye et al., 2023; Alduais, 2023; Liu et al., 2023; Tanjung, 2023).

Variabel Moderasi

Return on Equity (ROE) digunakan untuk memahami peran perubahan laba terhadap ekuitasnya di masa depan dalam membentuk hubungan antara ESG dan biaya modal. ROE adalah ukuran profitabilitas dan efisiensi perusahaan yang umum digunakan, dan perubahan ROE dari waktu ke waktu dapat memberikan wawasan mengenai kinerja keuangan. Dengan menggunakan perubahan ROE sebagai variabel moderator, dapat memberikan gambaran apakah hubungan antara ESG dan biaya modal lebih kuat atau lebih lemah tergantung pada perubahan ROE. Informasi ini dapat berguna untuk memahami bagaimana ESG dapat memengaruhi biaya modal perusahaan.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol terkait dengan biaya modal yang digunakan dalam penelitian ini adalah *firm size* (log aset), *growth* (log pendapatan operasional), *financial leverage* (sebagai proksi risiko keuangan). Penelitian ini memperkirakan terdapat hubungan negatif antara *growth* terhadap biaya modal, serta terdapat hubungan positif antara *financial leverage* terhadap biaya modal.

Tabel 1. Variabel dan Pengukuran

Variabel	Jenis	Pengukuran
Biaya Modal	Dependen	Menggunakan metode WACC
<i>Environmental</i>	Independen	Skor yang diberikan untuk kelestarian lingkungan berkisar antara 10 sampai 100
<i>Social</i>	Independen	Skor yang diberikan untuk keberlanjutan sosial berkisar antara 10 sampai 100
<i>Governance</i>	Independen	Skor yang diberikan untuk keberlanjutan tata kelola berkisar antara 10 sampai 100
Kinerja Keuangan	Moderasi	Menggunakan metode ROE
<i>Size</i>	<i>Control</i>	Logaritma natural total aset perusahaan dalam juta rupiah
<i>Growth</i>	<i>Control</i>	Berdasarkan EBITDA. Pendapatan yang diakui perusahaan sebelum biaya bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi
<i>Financial Leverage</i>	<i>Control</i>	Rasio total utang dibagi dengan total aset

Metode Analisis

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kualitatif dengan teknik analisis regresi linear berganda (*multiple linear regression*) dengan alat analisis program SPSS versi 28. Analisis regresi ini digunakan untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen. Teknik analisis ini berisikan penjelasan tentang analisis statistik deskriptif untuk menggambarkan objek penelitian, uji asumsi klasik, dan pengujian hipotesis dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 \Sigma ESG + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROW + \beta_4 LEV + e \quad (1)$$

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 \Sigma ESG + \beta_2 ROE + \beta_3 \Sigma ESG * ROE + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROW + \beta_6 LEV + e \quad (2)$$

HASIL

Uji Normalitas

Tabel 2. Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	Unstandardized Residual
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,200

Hasil uji normalitas di atas menunjukkan nilai Unstandardized Residual $\geq 0,050$. Artinya data penelitian terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinieritas

Tabel 3. Uji Multikolinieritas

Coefficients ^a	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Environmental	0.636	1.572
Social	0.833	1.201
Governance	0.640	1.561
Kinerja Keuangan	0.755	1.324
Size	0.475	2.106
Growth	0.803	1.246
Leverage	0.794	1.260

Hasil uji multikolinieritas di atas menunjukkan nilai Tolerance $\geq 0,050$ dan nilai VIF ≤ 10 . Artinya, masing-masing variabel independen yang diteliti terbebas dari multikolinieritas dan tidak ada hubungan antara variabel independen pada model regresi yang diterapkan.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas

Coefficients ^a	Standardized Coefficients		
	Beta	t	Sig.
Environmental	-0.074	-0.443	0.660
Social	0.043	0.297	0.767
Governance	0.127	0.763	0.449
Kinerja Keuangan	-0.069	-0.450	0.655
Size	0.110	0.567	0.573
Growth	-0.092	-0.620	0.538
Leverage	-0.105	-0.700	0.487

Hasil uji heteroskedastisitas di atas menunjukkan nilai Sig. $\geq 0,050$ yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas pada masing-masing variabel independen yang diteliti.

Uji Autokorelasi

Tabel 5. Uji Autokorelasi

Model Summary ^b	
Model	Durbin-Watson
1	1,672

Ghozali (2016) menyatakan bahwa model regresi yang baik adalah model yang tidak terdapat permasalahan autokorelasi. Hasil autokorelasi pada uji di atas menunjukkan nilai Durbin-Watson masih berada pada rentang antara -2 dan +2. Artinya, tidak terdapat permasalahan autokorelasi pada data yang diteliti.

Analisis Regresi

Tabel 6. Uji Signifikansi Simultan F

Model	F	Sig.
1 Regression	7,207	,000 ^b

Berdasarkan tabel uji signifikansi simultan F di atas, diketahui uji F menunjukkan nilai F sebesar 7,207 dengan nilai Sig. $0,000 \leq 0,050$ yang artinya seluruh variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian secara simultan berpengaruh signifikan terhadap biaya modal yang diproyeksikan dengan model WACC (*Weight Average Cost of Capital*).

Persamaan Regresi Model 1

Tabel 7. Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	Adjusted R Square
1 Regression	0,670 ^a	0,387

Berdasarkan tabel uji koefisien determinasi R² di atas, diketahui nilai Adjusted R² adalah 0,387. Artinya, variabel independent dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan sebesar 38,70% terhadap variabel dependennya. Meskipun belum tergolong tinggi, model sudah mampu menjelaskan sebagian besar variasi.

Tabel 8. Uji t

Uji t	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	25.461	15.308		1.663	0.102
Environmental	-0.148	0.048	-0.385	-3.116	0.003
Social	0.066	0.065	0.114	1.024	0.311
Governance	0.180	0.095	0.237	1.886	0.065
Size	-0.723	0.519	-0.192	-1.393	0.169
Growth	0.108	0.032	0.360	3.348	0.002
Leverage	-0.015	0.009	-0.191	-1.678	0.099

Berdasarkan tabel pengujian koefisien regresi di atas, diperoleh bentuk persamaan regresi pada model 1 adalah sebagai berikut:

$$Y = 25,461 + 0,098 - 0,723 + 0,108 - 0,015 + e \quad (1)$$

Variabel *Environmental* memiliki nilai t hitung negatif 3,116 \geq t tabel 1,671 dengan Sig. $0,003 \leq 0,050$. Artinya terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara pengungkapan lingkungan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H1a diterima**.

Variabel *Social* memiliki nilai t hitung 1,024 \leq t tabel 1,671 dengan Sig. $0,311 \geq 0,050$. Artinya tidak terdapat pengaruh antara pengungkapan sosial terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H1b ditolak**.

Variabel *Governance* memiliki nilai t hitung 1,886 \geq t tabel 1,671 dengan Sig. $0,065 \geq 0,050$. Artinya tidak terdapat pengaruh antara pengungkapan tata kelola terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H1c ditolak**.

Size sebagai variabel kontrol memiliki nilai t hitung 1,393 \leq t tabel 1,671 dengan Sig. $0,169 \geq 0,050$. Artinya tidak terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. *Growth* sebagai variabel kontrol memiliki nilai t hitung 3,348 \geq t tabel 1,671 dengan Sig. $0,002 \leq 0,050$. Artinya terdapat pengaruh positif dan signifikan antara pertumbuhan laba operasi perusahaan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Terakhir, *leverage*

sebagai proksi dari risiko keuangan memiliki nilai t hitung negatif $1,678 \geq t$ tabel $1,671$ dengan Sig. $0,099 \geq 0,050$. Artinya tidak terdapat pengaruh antara *leverage* perusahaan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung.

Persamaan Regresi Model 2

Tabel 9. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	Adjusted R Square	
1	Regression	0,762 ^a	0,496

Berdasarkan tabel uji koefisien determinasi R^2 di atas, diketahui nilai Adjusted R^2 pada model kedua sebesar 0,496. Artinya, variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan sebesar 49,60% terhadap variabel dependennya. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai Adjusted R^2 mengalami peningkatan setelah menambahkan kinerja keuangan sebagai variabel moderasi ke dalam model.

Tabel 10. Uji t

Uji t	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-34.494	293.268		-.118	0.907
Environmental	-1.175	0.383	-3.055	-3.072	0.003
Social	2.099	0.763	3.611	2.750	0.008
Governance	-1.295	3.609	-1.705	-0.359	0.721
Kinerja Keuangan	-0.205	0.138	-0.165	-1.480	0.145
Size	-0.916	0.554	-0.244	-1.654	0.105
Growth	0.135	0.031	0.450	4.303	0.000
Leverage	-0.018	0.009	-0.228	-2.094	0.051
E_Moderasi	-3.022	1.082	2.759	-2.793	0.007
S_Moderasi	6.583	2.403	-3.669	2.739	0.009
G_Moderasi	-6.626	16.328	1.932	-0.406	0.687

Berdasarkan tabel pengujian koefisien regresi di atas, diperoleh bentuk persamaan regresi pada model 2 dengan kinerja keuangan sebagai variabel moderasi adalah sebagai berikut:

$$Y = -34,496 - 0,371 - 0,205 - 3,065 - 0,916 + 0,135 - 0,018 + e \quad (2)$$

Variabel *Environmental* yang dimoderasi oleh kinerja keuangan memiliki nilai t hitung negatif $2,793 \geq t$ tabel $1,671$ dengan Sig. $0,007 \leq 0,050$. Artinya variabel kinerja keuangan mampu memperkuat hubungan negatif antara skor *environmental* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H2a diterima**.

Variabel *Social* yang dimoderasi oleh kinerja keuangan memiliki nilai t hitung $2,739 \geq t$ tabel $1,671$ dengan Sig. $0,009 \leq 0,050$. Artinya variabel kinerja keuangan mampu memperkuat hubungan positif antara skor *social* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H2b ditolak**.

Variabel *Governance* yang dimoderasi oleh kinerja keuangan memiliki nilai t hitung negatif $0,406 \leq t$ tabel $1,671$ dengan Sig. $0,687 \geq 0,050$. Artinya variabel kinerja keuangan tidak mampu memperkuat hubungan antara skor *governance* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19. Berdasarkan hasil tersebut maka **H2c ditolak**.

PEMBAHASAN

Hipotesis pertama pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel pengungkapan *environmental* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Sejalan dengan penelitian Chen et al. (2023), hal ini menunjukkan bahwa semakin baik perusahaan dalam mengungkapkan informasi terkait lingkungan, semakin

rendah biaya modal yang harus mereka bayar. Hasil ini sejalan dengan teori *stakeholder*, yang menyatakan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab kepada para pemangku kepentingan, termasuk lingkungan. Selama pandemi COVID-19, investor mungkin lebih menghargai transparansi dan tanggung jawab lingkungan perusahaan, sehingga mereka merasa lebih yakin untuk berinvestasi. Teori agensi juga mendukung temuan ini karena pengungkapan lingkungan dapat mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor, yang pada akhirnya menurunkan risiko agensi dan biaya modal.

Hipotesis kedua pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel pengungkapan *social* tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Sejalan dengan penelitian Alduais (2023), ditinjau dari sudut pandang teori agensi, informasi yang diungkapkan oleh perusahaan terkait tanggung jawab sosial tidak dianggap oleh investor sebagai faktor yang signifikan dalam penentuan risiko dan imbal hasil yang mereka harapkan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Chen et al., 2023; Tanjung, 2023). Selama pandemi COVID-19 berlangsung, pengungkapan sosial mungkin tidak cukup kuat untuk memengaruhi biaya modal, karena perhatian investor berfokus pada isu-isu yang lebih kritis dan langsung berhubungan dengan risiko finansial.

Hipotesis ketiga pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengungkapan *governance* tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Menurut teori agensi, tata kelola perusahaan penting dalam mengurangi konflik kepentingan dan meningkatkan kepercayaan investor. Namun, hasil ini menunjukkan bahwa selama pandemi, investor mungkin mengabaikan aspek *governance* dan lebih fokus pada faktor-faktor yang langsung berhubungan dengan risiko dan likuiditas. Hal yang sama juga diungkapkan dalam penelitian Alduais, (2023) yang menyatakan bahwa tata kelola perusahaan mungkin dianggap kurang relevan selama pandemi COVID-19 berlangsung karena perhatian investor lebih terfokus pada faktor-faktor yang langsung berhubungan dengan risiko dan kelangsungan bisnis.

Hipotesis keempat pada penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan memperkuat hubungan negatif antara pengungkapan skor *environmental* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Sejalan dengan penelitian Alduais (2023), pengungkapan yang transparan mengenai praktik lingkungan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkomitmen untuk mematuhi standar lingkungan dan mengelola risiko yang terkait dengan dampak lingkungan. Sebagai hasilnya, investor akan bersedia menerima imbal hasil yang lebih rendah sebagai kompensasi atas risiko yang lebih kecil. Hasil ini konsisten dengan teori *stakeholder*, di mana perusahaan yang secara finansial kuat dan transparan terhadap isu lingkungan dianggap mampu memenuhi ekspektasi para pemangku kepentingan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor.

Hipotesis kelima pada penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan memperkuat hubungan positif antara pengungkapan skor *social* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Namun, hasil penelitian Alduais, (2023) mengungkapkan sebaliknya. Selama masa ketidakpastian, investor menjadi lebih sensitif terhadap risiko. Menurut teori agensi, investor selama masa krisis lebih skeptis terhadap upaya sosial perusahaan, dan menganggapnya sebagai pengeluaran yang tidak memberikan manfaat langsung, sehingga meningkatkan ekspektasi imbal hasil. Risiko persepsi ini memperkuat pengaruh negatif dari kondisi pasar yang tidak stabil, meskipun perusahaan menunjukkan tanggung jawab sosial.

Hipotesis keenam pada penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan memperlemah hubungan antara pengungkapan skor *governance* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Selama masa ketidakpastian, perusahaan didesak untuk melakukan langkah-langkah penyelamatan finansial dan lebih memprioritaskan hasil keuangan jangka pendek. Hal tersebut menunjukkan bahwa fokus utama investor lebih kepada kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam menghadapi krisis daripada memperhatikan struktur modal perusahaan. Namun, hasil berbeda diungkapkan oleh Alduais, (2023). Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa pengungkapan *governance* mungkin dianggap kurang relevan selama pandemi karena perhatian *stakeholder* beralih pada ketahanan bisnis dan manajemen risiko langsung. Dengan demikian,

meskipun governance tetap penting, dampaknya terhadap biaya modal menjadi lebih lemah saat perusahaan dalam tekanan finansial.

Selain hipotesis yang diuji, penelitian ini juga menguji kemampuan variabel kontrol dalam memengaruhi variabel dependen yang diteliti. Pertama, *size* perusahaan sebagai variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal tersebut menunjukkan bahwa perhatian utama investor mungkin lebih kepada kelangsungan bisnis dan kinerja keuangan. Artinya, investor mungkin merasa bahwa semua perusahaan, terlepas dari ukurannya, memiliki tantangan yang sama dalam menjaga hubungan dengan investor di tengah ketidakpastian. Dengan demikian, pengaruh ukuran perusahaan terhadap biaya modal menjadi tidak signifikan.

Selanjutnya, *growth* perusahaan sebagai variabel kontrol berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal tersebut menunjukkan bahwa selama pandemi COVID-19 berlangsung, ketika perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi, biaya modal perusahaan juga akan meningkat. Artinya, investor menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari perusahaan yang sedang tumbuh selama masa ketidakpastian. Terakhir, *leverage* perusahaan sebagai variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal tersebut menunjukkan bahwa fokus utama investor lebih kepada kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam menghadapi krisis daripada memperhatikan struktur modal perusahaan. Artinya, investor mungkin merasa bahwa terdapat faktor lain, seperti ketidakpastian pasar atau kebijakan pemerintah, yang lebih diperhatikan di tengah ketidakpastian, dibandingkan struktur pendanaan perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini hanya mengkaji pengaruh ESG terhadap biaya modal. Faktor-faktor lain yang mungkin memengaruhi biaya modal, seperti kondisi makroekonomi, kinerja sektoral, kebijakan pemerintah, dan karakteristik perusahaan spesifik, tidak dipertimbangkan secara mendalam. Selain itu, penelitian ini dibatasi pada periode selama pandemi COVID-19 berlangsung, sehingga tidak dapat memberikan gambaran komprehensif mengenai dampak jangka panjang implementasi ESG pasca-pencabutan status darurat pandemi COVID-19 di Indonesia.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan, penelitian ini menyimpulkan bahwa pengungkapan *environmental* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal ini menunjukkan bahwa investor menilai pengungkapan lingkungan sebagai langkah positif yang mengurangi risiko, sehingga mereka meminta imbal hasil yang lebih rendah untuk berinvestasi di perusahaan tersebut selama pandemi. Kedua, pengungkapan *social* tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal ini menunjukkan bahwa investor mungkin menganggap informasi sosial tersebut tidak relevan atau kurang signifikan dalam menentukan risiko perusahaan selama pandemi. Ketiga, pengungkapan *governance* tidak berpengaruh terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung.

Selanjutnya, hasil hipotesis keempat dalam penelitian ini yaitu kinerja keuangan memperkuat hubungan negatif antara skor pengungkapan *environmental* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih menghargai pengungkapan lingkungan dari perusahaan yang sehat secara finansial, karena dianggap lebih mampu mengelola risiko lingkungan. Kelima, kinerja keuangan memperkuat hubungan positif antara skor pengungkapan *social* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun perusahaan memiliki reputasi baik dalam hal tanggung jawab sosial, investor mungkin tetap khawatir tentang potensi dampak finansial dari kondisi pasar yang tidak stabil. Keenam, kinerja keuangan memperlemah hubungan antara skor pengungkapan *governance* terhadap biaya modal selama pandemi COVID-19 berlangsung.

REFERENSI

- Adeneye, Y. B., Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945–977. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0060>
- Alduais, F. (2023). Unravelling the intertwined nexus of firm performance, ESG practices, and capital cost in the Chinese business landscape. *Cogent Economics and Finance*, 11(2), 1–37. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2254589>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2023). Environmental, social and governance performance: influence on market value in the COVID-19 crisis. *Management Decision*, 61(8), 2442–2466. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2022-1084>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345(September), 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Cheng, S., Lin, K. Z., & Wong, W. (2016). Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 503–523. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9309-1>
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328–355. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2018). Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 335–361. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3005-6>
- Erragragui, E. (2018). Do creditors price firms' environmental, social and governance risks? *Research in International Business and Finance*, 45, 197–207. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.151>
- Freeman, R. E. (2015). Stakeholder Theory. In *Wiley Encyclopedia of Management* (pp. 1–6). Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom020179>
- Gerged, A. M., Albitar, K., & Al-Haddad, L. (2023). Corporate environmental disclosure and earnings management—The moderating role of corporate governance structures. *International Journal of Finance & Economics*, 28(3), 2789–2810. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2564>
- Ghozali, I. (2020). *Grand Theory: 25 Teori Besar Ilmu Manajemen, Akuntansi dan Bisnis (Untuk Landasan Teori Skripsi, Tesis dan Disertasi)*. Yoga Pratama.
- Huang, S.-Z., Chien, F., & Sadiq, M. (2022). A gateway towards a sustainable environment in emerging countries: the nexus between green energy and human Capital. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 4159–4176. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.2012218>
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., Benston, G., Canes, M., Henderson, D., Leffler, K., Long, J., Smith, C., Thompson, R., Watts, R., & Zimmerman, J. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics* (Issue 4). Harvard University Press. <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>
- Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). The Effect of ESG performance on the stock market during the COVID-19 Pandemic — Evidence from Japan. *Economic Analysis and Policy*, 79, 702–712. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.06.038>
- Lu, J., & Khan, S. (2023). Are sustainable firms more profitable during COVID-19? Recent global evidence of firms in developed and emerging economies. *Asian Review of Accounting*, 31(1), 57–85. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2022-0102>
- Nirino, N., Petruzzella, F., Alam, G. M., & Campobasso, F. (2022). Can sustainable practices protect investors during financial market instability? A multi-sector analysis during the

- COVID-19 pandemic. *Management Decision*, 60(10), 2875–2894. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2021-1654>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336–361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Raimo, N., de Nuccio, E., & Vitolla, F. (2022). Corporate governance and environmental disclosure through integrated reporting. *Measuring Business Excellence*, 26(4), 451–470. <https://doi.org/10.1108/MBE-05-2021-0066>
- Said, M. T., & ElBannan, M. A. (2023). Do ESG ratings and COVID-19 severity score predict stock behavior and market perception? Evidence from emerging markets. *Review of Accounting and Finance*. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2023-0083>
- Tampakoudis, I., Kiosses, N., & Petridis, K. (2023). The impact of mutual funds' ESG scores on their financial performance during the COVID-19 pandemic. A data envelopment analysis. *Corporate Governance (Bingley)*, 23(7), 1457–1483. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2022-0491>
- Tanjung, M. (2023). Cost of capital and firm performance of ESG companies: what can we infer from COVID-19 pandemic? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(6), 1242–1267. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2022-0396>
- Yahya, H. (2023). The role of ESG performance in firms' resilience during the COVID-19 pandemic: Evidence from Nordic firms. *Global Finance Journal*, 58(September), 100905. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100905>
- Yuen, M. K., Ngo, T., Le, T. D. Q., & Ho, T. H. (2022). The environment, social and governance (ESG) activities and profitability under COVID-19: evidence from the global banking sector. *Journal of Economics and Development*, 24(4), 345–364. <https://doi.org/10.1108/jed-08-2022-0136>