

Diterima: 10 Maret 2025 Direvisi: 06 Juli 2025 Disetujui: 28 Agustus 2025 Dipublikasi: 29 Agustus 2025

PENGARUH *ESG DISCLOSURE* TERHADAP *COST OF CAPITAL* DENGAN KEPATUHAN SYARIAH SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Ajeng Dwi Rahayu^{1)*}, Mardhiyah Hayati²⁾, Mia Selvina³⁾

¹²³Universitas Islam Negeri Raden Intan Lampung

Email Correspondance^{1)*}: ajengdwirahayu17@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pengungkapan ESG terhadap biaya modal dengan kepatuhan syariah sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2021-2023. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini memakai teknik purposive sampling, dimana diperoleh total sampel sebanyak 14 perusahaan dengan total data observasi 42 data. Teknik analisis yang digunakan adalah Multiple Regression Analysis (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bukti empirik adanya pengaruh negatif dari pengungkapan ESG terhadap Cost of Capital. Kepatuhan syariah memiliki pengaruh negatif terhadap cost of capital. Kemudian kepatuhan syariah mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap cost of capital. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ESG Disclosure dan kepatuhan syariah berpengaruh negatif terhadap cost of capital pada perusahaan manufaktur pada ISSI 2021-2023 dan kepatuhan syariah dapat memberikan efek nyata sebagai variabel moderasi guna meningkatkan hubungan antara pengungkapan ESG terhadap Cost of Capital.

Kata kunci: ESG Disclosure, Cost of Capital, Kepatuhan Syariah

THE EFFECT OF ESG DISCLOSURE ON THE COST OF CAPITAL WITH SHARIA COMPLIANCE AS A MODERATING VARIABLE

Abstract

This study aims to analyze the effect of ESG disclosure on capital costs with sharia compliance as a moderating variable. The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesian Sharia Stock Index for the period 2021-2023. The sample used in this study employed purposive sampling, yielding a total sample of 14 companies with a total of 42 observations. The analysis technique used was Multiple Regression Analysis (MRA). The results of the study show empirical evidence of a negative effect of ESG disclosure on the cost of capital. Sharia compliance has a negative effect on the cost of capital. Furthermore, Sharia compliance is able to moderate the effect of ESG Disclosure on the cost of capital. Therefore, it can be concluded that ESG Disclosure and Sharia compliance have a negative effect on the cost of capital in manufacturing companies in the ISSI 2021-2023, and Sharia compliance can provide a real effect as a moderating variable to improve the relationship between ESG disclosure and the Cost of Capital.

Keywords: ESG Disclosure, Cost of Capital, Sharia Compliance

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi dan inovasi yang semakin pesat membuat setiap perusahaan harus mampu menghasilkan kinerja terbaik untuk memenuhi harapan para pemangku kepentingan agar tetap memberikan manfaat kepada perusahaan. Biasanya perusahaan memiliki tujuan jangka pendek dan jangka panjang, yaitu mencari keuntungan sebanyak-banyaknya dalam jangka waktu singkat dengan sumber daya yang ada serta memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Struktur modal yang

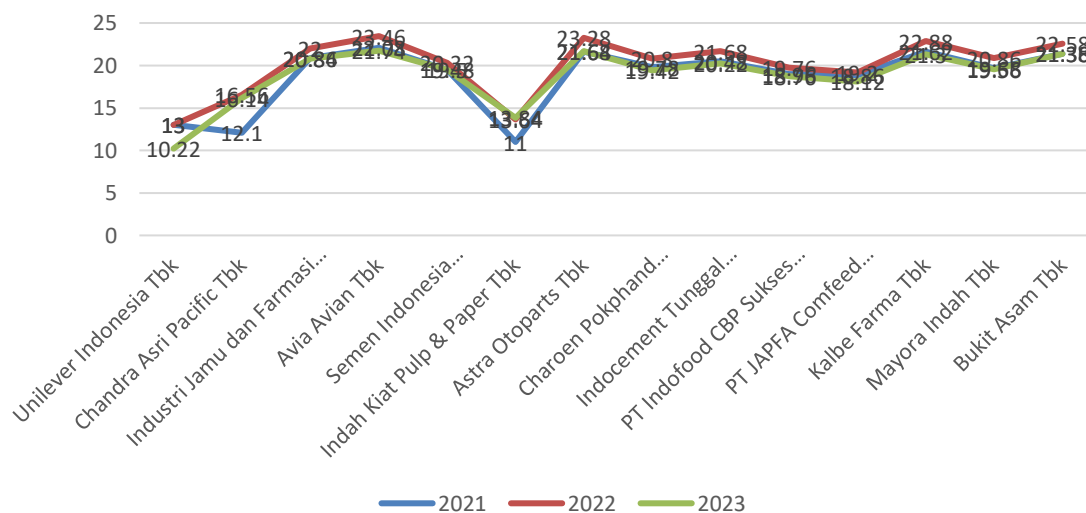
efektif adalah yang meminimalkan *Cost of capital* dengan mengoptimalkan proporsi hutang dan ekuitas.

Perkembangan pasar modal syariah Indonesia menunjukkan tren positif pada beberapa tahun terakhir, tercermin dari meningkatnya jumlah emiten tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Namun, di balik pertumbuhan tersebut, masih terdapat tantangan dalam aspek pembiayaan, khususnya terkait tingginya *cost of capital*. Biaya modal lebih tinggi berdampak pada kemampuan perusahaan untuk melakukan inovasi dan menciptakan nilai jangka panjang. Fenomena ini diperkuat oleh Dewan Syariah Nasional-MUI dan OJK yang menyatakan bahwa perusahaan syariah masih menghadapi keterbatasan dalam akses pembiayaan murah karena minimnya alternatif instrumen pendanaan berbasis syariah yang likuid dan terjangkau. Sebaliknya, laporan ICMD dan OJK (2023) menunjukkan bahwa banyak perusahaan ISSI masih memiliki tingkat *cost of equity* yang tinggi, terutama di sektor manufaktur dan properti.

Adapun fenomena *cost of capital* sehubungan dengan perusahaan manufaktur dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1.

Gambar 1

Cost of Capital Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI



Sumber: www.idx.co.id data di olah, 2025

Gambar 1 menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki *cost of capital* yang sangat tinggi ($> 20\%$) selama tahun 2021 meliputi Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (20.86%), Avia Avian Tbk (22.08%), Astra Otoparts Tbk (21.64%), Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (20.48%), Kalbe Farma Tbk (21.62%) dan Bukit Asam Tbk (21.36%). Perusahaan yang memiliki *cost of capital* tinggi ($15\% - 20\%$) meliputi Semen Indonesia (Persero) Tbk (19.48%), Charoen Pokphand Indonesia Tbk (19.78%), PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (18.96%), PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk (18.86%) dan Mayora Indah Tbk (19.68%). Sedangkan perusahaan manufaktur yang memiliki *cost of capital* dalam kategori sedang ($10\% - 15\%$) meliputi Unilever Indonesia Tbk (13%), Chandra Asri Pacific Tbk (12.1%) dan Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (11%). Selama tahun 2022 perusahaan yang memiliki *cost of capital* yang sangat tinggi meliputi Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (22%), Avia Avian Tbk (23.46%), Semen Indonesia (Persero) Tbk (20.32%), Astra Otoparts Tbk (23.28%), Charoen Pokphand Indonesia Tbk (20.8%), Indocement Tunggul Prakarsa

Tbk (21.68%), Kalbe Farma Tbk (22.88%), Mayora Indah Tbk (20.86%) dan Bukit Asam Tbk (22.58%). Perusahaan yang memiliki cost of capital tinggi meliputi perusahaan Chandra Asri Pacific Tbk (16.56%), PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (19.76%) dan PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk (19.2%). Kemudian perusahaan yang memiliki cost of capital sedang meliputi perusahaan Unilever Indonesia Tbk (13%) dan Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (13.64%). Selama tahun 2023 perusahaan yang memiliki cost of capital yang sangat tinggi meliputi perusahaan Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (20.84%), Avia Avian Tbk (21.74%), Astra Otoparts Tbk (21.68%), Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (20.22%), Kalbe Farma Tbk (21.3%) dan Bukit Asam Tbk (21.38%). Perusahaan yang memiliki cost of capital tinggi meliputi Chandra Asri Pacific Tbk (16.14%), Semen Indonesia (Persero) Tbk (19.5%), Charoen Pokphand Indonesia Tbk (19.42%), PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (18.76%), PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk (18.12%), dan Mayora Indah Tbk (19.56%). Kemudian perusahaan yang termasuk kategori cost of capital sedang meliputi Unilever Indonesia Tbk (10.22%), dan Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (13.84%).

Cost of capital merupakan biaya yang ditanggung perusahaan dalam proses pendanaan yang dilakukan. Dengan kata lain, Biaya modal adalah semua biaya yang secara nyata dikeluarkan oleh perusahaan dalam rangka mendapatkan pendanaan. Sumberdana dapat berasal dari pihak internal dan eksternal, yaitu berasal dari hutang, saham maupun laba ditahan untuk mendanai investasi dan operasional (Anita 2022). Investor dan kreditur mengharapkan pengembalian atas dana yang telah diberikan kepada perusahaan. Biaya modal meliputi *cost of debt* dan *cost of equity* ditimbang dengan struktur modal pilihan atau struktur modal dikenal dengan *weighted average cost of capital (WACC)*. Menurut Menteri Perindustrian terdapat dua kendala utama pada perusahaan sektor manufaktur yaitu cash flow dan kebutuhan akan modal kerja (CNN Indonesia 2020). Masalah tersebut menjadi alasan pentingnya biaya modal dalam perusahaan dikarenakan perusahaan harus dapat mempertahankan keberlanjutan kegiatannya agar tetap stabil. Biaya modal dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut diantaranya, Dewan Komisaris Independen, Leverage, Profitabilitas dan ukuran perusahaan (Meirina 2024) serta terdapat sebuah faktor yang juga dapat mempengaruhi biaya modal perusahaan yaitu *Environment, Social, Governance* atau biasa disingkat sebagai ESG (Atan *et al.* 2018).

Pengungkapan informasi non-keuangan, terutama terkait dengan faktor *Environmental, Social and Governance (ESG)*, kini semakin penting seiring dengan meningkatnya kesadaran global terhadap risiko lingkungan dan isu sosial (Atan *et al.* 2018). Konsep ESG yang pertama kali diperkenalkan pada laporan PBB tahun 2004, menjadi landasan dalam pengambilan keputusan investasi dan pelaporan dampak bisnis. Indonesia turut berkomitmen dalam implementasi bisnis berkelanjutan, salah satunya melalui regulasi POJK 51/POJK.03/2017 yang dikeluarkan oleh OJK, yang bertujuan mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Dengan peraturan ini, OJK menekankan pentingnya penyampaian laporan keberlanjutan, sejalan dengan agenda SDGs yang diadopsi secara global (Frecilia Adenina *et al.* 2024). Hal ini berdampak pula pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), yaitu kumpulan saham emiten yang dinyatakan memenuhi prinsip syariah oleh OJK dan DSN-MUI. Prinsip ESG memiliki keterkaitan erat dengan prinsip-prinsip syariah, seperti keadilan, tanggung jawab sosial, keberlanjutan, dan amanah dalam tata kelola. Oleh karena itu, perusahaan yang tergabung dalam ISSI seharusnya memiliki kecenderungan yang kuat dalam menerapkan ESG.

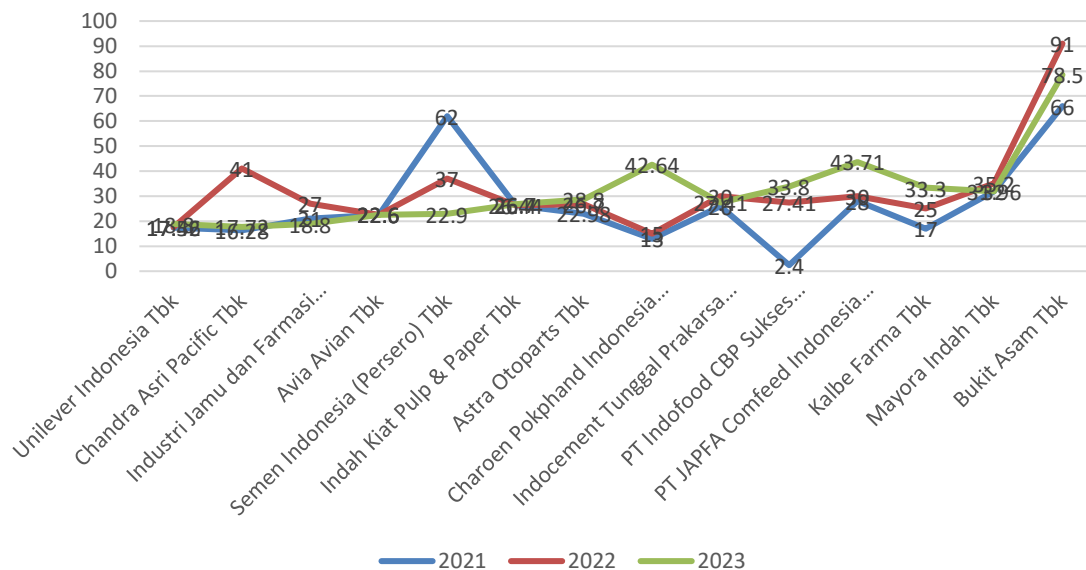
ESG terdiri dari tiga komponen. Komponen pertama adalah *Environmental* (lingkungan) yang berkaitan dengan pemanfaatan sumber daya alam dan dampak lingkungannya. Komponen kedua adalah *Social* yang berkaitan dengan bagaimana perusahaan berurusan dengan karyawan, masyarakat sekitar, pemerintah, konsumen, pemasok dan pihak lain yang terlibat secara langsung maupun tidak langsung. Komponen ketiga adalah *Governance* (pemerintahan) yang berkaitan dengan manajemen internal perusahaan, seperti struktur manajerial dan organisasi serta kegiatan CSR (Wandha Dani Sarnisa, Rafianamaghfurin 2022). Menurut (Adhi and Cahyonowati 2023) dalam konteks ESG, ada sebuah metode pengukuran terkini yang terkait dengan tingkat keterbukaan perusahaan yang disebut *ESG disclosure*.

Keterkaitan antara *ESG Disclosure* dan *Cost of Capital* adalah bahwa perusahaan dengan skor ESG yang tinggi cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan skor ESG yang buruk. Hal ini berlaku baik di pasar maju maupun di pasar berkembang. Biaya modal yang lebih rendah ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu perusahaan dengan skor ESG yang tinggi memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah karena mereka dianggap memiliki risiko sistematis yang lebih rendah sedangkan perusahaan dengan skor ESG yang tinggi juga memiliki biaya utang yang lebih rendah karena mereka dianggap memiliki risiko default yang lebih rendah (Lodh 2025).

Fenomena sehubungan dengan ESG Disclosure pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI ditampilkan pada gambar 1.

Gambar 2

ESG Disclosure Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI



Sumber: www.idx.co.id data di olah, 2025

Gambar 2 menjelaskan bahwa selama tahun 2021 tidak ada perusahaan manufaktur yang termasuk memiliki skor kinerja ESG dalam kategori sangat baik (90 – 100) dan baik (70–89). Perusahaan manufaktur yang memiliki kinerja ESG dalam kategori cukup (50 – 69) dengan skor 66 hanya Bukit Asam Tbk sedangkan Mayora Indah Tbk dalam kategori memiliki kinerja ESG kurang baik (30 – 49) dengan skor 31 sedangkan perusahaan lainnya pada penelitian ini dalam kategori memiliki kinerja ESG sangat buruk (> 29). Selama tahun 2022 hanya perusahaan Bukit Asam Tbk yang memiliki kinerja ESG dalam kategori sangat

baik dengan skor 91 sedangkan perusahaan Chandra Asia Pacifik dengan skor 41 dan Mayora Indah Tbk dengan skor 35 dalam kategori kurang baik dan perusahaan lainnya pada penelitian ini dalam kategori buruk. Kemudian pada tahun 2023 perusahaan Bukit Asam Tbk memiliki kinerja ESG dalam kategori baik dengan skor 78.5 sedangkan perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk memiliki skor 42.64, PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk memiliki skor 43.71, PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk memiliki skor 33.8, Kalbe Farma Tbk memiliki skor 33.3 dan Mayora Indah Tbk memiliki skor 32 memiliki kinerja ESG dalam kategori kurang baik. Kemudian perusahaan lainnya pada penelitian ini dalam kategori memiliki kinerja ESG sangat buruk (> 29).

Dalam praktiknya, masih ada permasalahan yang muncul di Indonesia terkait pelaksanaan operasional perusahaan yang tidak memperhatikan kondisi lingkungan, sosial, dan tata kelola di sekitarnya, terutama bagi perusahaan yang kegiatan usahanya berkaitan dengan pengelolaan sumber daya alam (Jeanice and Kim 2023). Beberapa perusahaan ini terlampir pada Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1

Permasalahan pada perusahaan Manufaktur

Nama Perusahaan	Permasalahan
PT. Unggul Indah Cahaya Tbk	diberikan sanksi administratif terkait melakukan kesalahan dalam mengelola limbah industri sehingga mencemari lingkungan.
PT. Selamat Sempurna Tbk	Perusahaan tidak mengungkapkan kinerja lingkungannya dalam laporan tahunannya
PT Tjiwi Kimia	kasus pembuangan sampah juga membuang limbah cair ke sungai brantas yang dapat mengganggu aktivitas warga sekitar.
PT. Kabelindo Tbk	Tidak melakukan perubahan dalam pengelolaan lingkungan karena pada tahun 2012 tidak mendapatkan predikat kinerja lingkungan

Sumber: jatim.suara.com

Beberapa permasalahan pada perusahaan manufaktur tersebut menjadi bukti bahwa masih ada perusahaan yang hanya fokus pada pencapaian kinerja keuangan dan melupakan tanggung jawabnya terhadap kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola. Penyimpangan dari etika bisnis yang telah ditetapkan oleh perusahaan sebagai penerapan tata kelola yang baik tidak dipatuhi oleh pihak internal perusahaan sendiri. Hal ini dapat berdampak pada iklim bisnis di Indonesia seperti pengaruhnya terhadap harga saham dan reputasi baik perusahaan.

Indonesia menghasilkan 60 juta ton sampah anorganik berbahaya dan beracun, umumnya dikenal sebagai limbah B3. Industri manufaktur adalah kontributor paling signifikan terhadap limbah B3, dengan 2.897 industri manufaktur, dan kepatuhan industri masih rendah. Beberapa perusahaan di Indonesia telah terlibat dalam sengketa tanah dengan masyarakat sekitar. PT Krakatau Steel (KS) dan PT Lotte Chemical Titan Nusantara (LCTN) digugat oleh ahli waris atas tanah seluas 17.400 hektar di wilayah Cilegon (Sidi Rai 2024).

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang telah meneliti terkait pengaruh ESG terhadap *Cost of Capital*, salah satunya penelitian yang dilakukan oleh (Atan *et al.* 2018) hasil penelitiannya menjelaskan bahwa skor gabungan ESG secara positif dan signifikan mempengaruhi *Cost of Capital* atau biaya modal (WACC) perusahaan, tetapi secara individual, tidak ada faktor ESG yang signifikan dalam mempengaruhi WACC. (Ellili 2020) hasil penelitiannya menjelaskan bahwa pengungkapan non-keuangan mengurangi *Cost of Capital* secara keseluruhan serta *Cost of Equity* dan *Cost of Debt*, secara terpisah. (Elika Mahsa Delvina

et al. 2023) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang berfokus pada aspek ESG cenderung mencapai nilai perusahaan dan kinerja perusahaan yang lebih baik. Kinerja ESG memberikan legitimasi publik yang meningkatkan kepercayaan, dukungan, dan penerimaan dari berbagai pemangku kepentingan, termasuk investor, konsumen, pemerintah, masyarakat, dan kelompok lainnya. Penelitian (Zahroh and Hersugondo 2021) dan (Aydoğan, Gülay, and Ergun 2022) mengungkapkan adanya pengungkapan ESG berimplikasi positif terhadap peningkatan kinerja keuangan suatu emiten perseroan. Selain itu, pemegang saham pula memperhatikan dampak yang ditimbulkan dari faktor lingkungan dan sosial. (Gonçalves, Dias, and Barros 2022), mengidentifikasi korelasi positif antara kinerja ESG dan biaya modal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mungkin tidak hanya mengabaikan penerapan strategi pengurangan risiko untuk kegiatan ESG, tetapi juga dapat melihatnya sebagai sumber daya yang mengakibatkan biaya modal yang lebih tinggi.

Temuan-temuan dalam penelitian terdahulu yang diungkapkan menunjukkan ketidakkonsistenan hasil penelitian satu dengan penelitian lainnya. Oleh karena ketidakkonsistenan hasil tersebut, maka penelitian topik ini menarik untuk dikaji kembali. Menurut Baron & Kenny variabel moderasi menjadi penting ketika ada hubungan yang lemah atau tidak konsisten yang tidak terduga di hasil penelitian. Penelitian sebelumnya menginvestigasi potensi dampak variabel moderasi pada hubungan antara pengungkapan ESG dan *cost of capital*. Di Indonesia, keterkaitan antara ESG dan prinsip syariah menjadi sangat relevan, khususnya pada perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Prinsip-prinsip ESG secara konseptual selaras dengan nilai-nilai syariah, seperti keadilan, keinginan, transparansi, serta tanggung jawab sosial. Oleh karena itu, perusahaan yang patuh terhadap prinsip syariah idealnya juga menunjukkan kinerja ESG yang baik. Berdasarkan data dari Otoritas Jasa Keuangan, jumlah saham syariah pada tahun 2018 adalah sebanyak 399 saham dari total 619 saham yang tercatat di bursa efek. Kondisi ini menunjukkan bahwa kepatuhan syariah mulai dijadikan sebagai bagian yang inheren dalam manajemen sebuah perusahaan. Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan per Januari 2020 menyatakan bahwa 64% saham yang ada di pasar modal merupakan saham yang patuh syariah. Peningkatan saham syariah juga diikuti oleh meningkatnya jumlah investor saham syariah (Nurhisam 2016a). Perusahaan yang benar-benar menjalankan prinsip syariah secara holistik akan lebih dipercaya oleh investor, terutama mereka yang berorientasi pada etika dan nilai Islam. Dengan demikian, diungkapkannya ESG yang disertai tingkat kepatuhan syariah yang tinggi dapat semakin menurunkan biaya modal, karena menambah kredibilitas informasi yang disampaikan dan memperkuat persepsi positif pasar.

Pada penelitian-penelitian sebelumnya lebih cenderung membahas pengungkapan ESG secara umum belum banyak dibahas terkait dengan ESG dan kepatuhan syariah. Pemilihan kepatuhan syariah sebagai variabel moderasi didasari pada penelitian (Lee and Isa 2023) yang menyatakan bahwa terdapat peningkatan minat studi mengenai ESG dan kepatuhan syariah. Pengungkapan kepatuhan syariah merupakan suatu tindakan untuk mengungkapkan kebenaran yang ditujukan untuk pemangku kepentingan. Pengungkapan kepatuhan syariah pada laporan tahunan merupakan salah satu cara dalam menunjukkan kepatuhan terhadap prinsip syariah (Aribi and Arun 2012). Kepatuhan syariah adalah bagian penting bagi industri keuangan syariah dalam segi pengelolaan (manajemen) maupun operasionalnya. Hal itu didukung dengan mengharuskan keberadaan Dewan Pengawas Syariah (DPS) bagi setiap institusi keuangan berbasis syariah. Dewan Pengawas Syariah (DPS) bertugas mengawasi penerapan kontrak atau akad apakah penerapannya sudah sesuai dengan prinsip-prinsip yang ada di dalam syariah (Nurhisam 2016b). Secara konseptual,

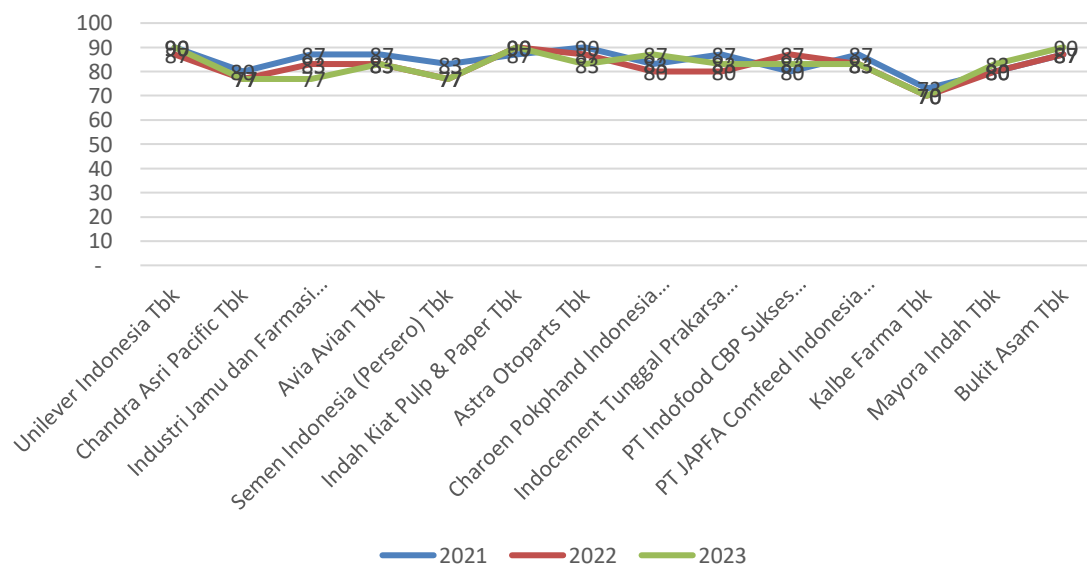
keikutsertaan dalam ISSI seharusnya mencerminkan komitmen perusahaan dalam menerapkan prinsip kepatuhan syariah (sharia compliance), tidak hanya dari sisi struktur keuangan, tetapi juga dalam aspek operasional, tata kelola, dan etika bisnis. Nilai-nilai seperti keadilan, transparansi, tanggung jawab sosial, dan keberlanjutan merupakan bagian dari prinsip maqashid syariah yang seharusnya tercermin dalam kegiatan usaha perusahaan.

Pengungkapan kepatuhan syariah dalam penelitian ini menggunakan dimensi pengungkapan yang dikembangkan oleh (El-Halaby and Hussainey 2016) yang bersumber dari standar tata kelola dan standar keuangan AAOIFI. Kedua standar tersebut terdiri dari informasi berkaitan dengan Corporate Social Responsibility, informasi berkaitan penyajian dan pengungkapan pada laporan keuangan. Pengungkapan kepatuhan syariah pada laporan tahunan merupakan salah satu cara dalam menunjukkan kepatuhan terhadap prinsip syariah (Atan *et al.* 2018). Selain itu, pengungkapan kepatuhan syariah merupakan suatu tindakan untuk mengungkapkan kebenaran yang ditujukan untuk pemangku kepentingan. Kepatuhan Syariah dapat mempengaruhi biaya modal suatu perusahaan. Perusahaan yang patuh terhadap prinsip Syariah cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah karena mereka dianggap memiliki risiko yang lebih rendah. Selain itu, penerapan *Islamic Corporate Governance* juga dapat mempengaruhi biaya modal. Perusahaan yang memiliki tata kelola yang baik berdasarkan prinsip Syariah dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi biaya modal. Dalam keuangan Islam, biaya modal dan biaya hutang merupakan konsep penting dalam mengelola keuangan perusahaan. Perusahaan yang ingin tetap produktif harus dapat mengelola biaya modal dan biaya hutangnya dengan baik (Janah and Purwanto 2024).

Fenomena kepatuhan syariah pada perusahaan manufaktur dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 3.

Gambar 3

Kepatuhan Syariah Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI



Sumber: www.idx.co.id data di olah, 2025

Gambar 3 menjelaskan bahwa selama tahun 2021 perusahaan manufaktur dalam penelitian ini yang termasuk dalam kategori sangat patuh (90 – 100) adalah perusahaan Unilever Indonesia Tbk (90) dan Astra Otoparts Tbk (90) sedangkan sisanya termasuk ke dalam kategori patuh (70 – 89). Selama tahun 2022 perusahaan manufaktur dalam penelitian

ini yang termasuk dalam kategori sangat patuh hanya perusahaan Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (90) sedangkan sisanya termasuk ke dalam perusahaan kategori patuh. Kemudian selama tahun 2023 perusahaan manufaktur dalam penelitian ini yang termasuk dalam kategori sangat patuh Unilever Indonesia Tbk (90), Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (90) dan Bukit Asam Tbk (90).

Penelitian tentang penggabungan ESG dan kepatuhan syariah sangat langka (Peng and Isa 2020). Masih minimnya penelitian mengenai penggabungan ESG dan kepatuhan syariah maka peneliti menetapkan variabel moderasi yaitu kepatuhan syariah yang akan di eksplorasi bentuk keterlibatannya. Sesuai dengan fenomena yang terjadi dan penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai rujukan maka rumusan masalah yaitu apakah *ESG Disclosure* berpengaruh terhadap *cost of capital* pada perusahaan manufaktur di ISSI dan apakah tingkat kepatuhan syariah dapat memoderasi pengaruh *ESG Disclosure* terhadap *cost of capital*. Berdasarkan masalah tersebut tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh ESG terhadap *cost of capital* dengan melihat apakah kepatuhan syariah dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kedua variabel tersebut.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu berupa angka pada laporan keuangan tahunan perusahaan yang terdaftar di ISSI periode 2021-2023. Penelitian menggunakan metode kuantitatif untuk menguji hipotesis yang sudah ditetapkan dengan format angka-angka atau statistik (Sugiyono 2020). Sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara. Data yang digunakan berupa laporan keuangan perusahaan yang diperoleh dari (www.idx.com) periode tahun 2021-2023. Software yang digunakan adalah SPSS 21.

Populasi dan Sampel

Populasi adalah seluruh karakteristik maupun hasil pengukuran yang menjadi objek penelitian, sedangkan sampel merupakan bagian yang ada di dalam populasi dengan beberapa ciri dan keadaan tertentu untuk diteliti (Jannah et al. 2017)

Populasi dalam penelitian ini berjumlah 176 yang merupakan perusahaan Manufaktur yang tercatat pada pengumuman Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2021-2023. Dari populasi tersebut, sampel yang akan digunakan adalah sampel yang telah dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* bertujuan agar penulis mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria dalam penelitian. Adapun kriteria-kriteria sample yang telah di tetapkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2

Kriteria Pengambilan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI pada periode 2021-2023	176
2	Perusahaan Manufaktur di ISSI yang tidak konsisten dengan pelaporan ESG Score	(162)
	Tahun Pengamatan (2021-2023)	3
	Total Sampel Penelitian	42

Sumber : www.idx.co.id (Data Diolah, 2025)

Berdasarkan tabel diatas dapat diartikan bahwa sampel yang sesuai dengan kriteria serta kebutuhan peneliti berjumlah 14 sampel.

Tabel 3

Sampel Perusahaan Terpilih

Kode	Nama Perusahaan
AUTO	PT Astra Otoparts Tbk
AVIA	PT Avia Avian Tbk
CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
INKP	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
INTP	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
SIDO	PT Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk
JPFA	PT JAPFA Comfeed Indonesia Tbk
KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
MYOR	PT Mayora Indah Tbk
TPIA	PT Chandra Asri Pacific Tbk
SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
PTBA	PT Bukit Asam Tbk
UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

Sumber : www.idx.co.id (Data Diolah, 2024)

Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen atau terikat merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *Cost of Capital*. Biaya modal didefinisikan sebagai biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan untuk mendapatkan pendanaan eksternal (Apriliani and Harto 2016). Biaya modal sangat penting dalam pembelaan perusahaan yang dimaksudkan untuk menentukan besarnya biaya secara riil yang ditanggung perusahaan dalam memperoleh sumber dana (Setiawan 2020). Penelitian ini menggunakan rata rata biaya atau *Weight Average Cost of Capital* (WACC) (Agnestriana 2022).

Variabel Independen (X)

Variabel independen dalam penelitian ini yaitu *ESG Disclosure*. Menurut (Peng and Isa 2020) ESG didefinisikan sebagai konsep aktivitas perusahaan dalam memenuhi kebutuhan tanggungjawab sosial dan lingkungan serta penerapan etika dalam tata kelola perusahaan yang efektif. ESG merujuk pada tiga faktor sentral pengukuran dampak keberlanjutan dan etika dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi. Ketiga faktor tersebut adalah Lingkungan (*Environmental*), Sosial (*Social*) dan Tata Kelola (*Governance*).

Variabel Moderasi

Variabel moderasi pada penelitian ini yaitu kepatuhan syariah yang didefinisikan sebagai pelaksanaan secara keseluruhan terhadap nilai-nilai syariah yang didasarkan pada Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) dan Peraturan Bank Indonesia (PBI) sebagai alat ukur pemenuhan prinsip syariah, baik dalam produk, transaksi, dan kegiatan operasional usaha (El-Halaby and Hussainey 2016).

Operasional Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini dapat didefinisikan sebagaimana yang terlihat pada tabel 4 berikut

Tabel 4

Definisi Operasional Variabel

Variabel	Pengukuran	Skala Ukur
Dependen <i>Cost of capital</i>	<i>Weight Average Cost of Capital (WACC)</i> $r + rWACC = \frac{E}{D+E} + \frac{D}{D+E} rD(1 - T)$	Rasio
Independen ESG	<i>ESG Score</i> by website BEI (www.idx.co.id)	Rasio
Moderasi Kepatuhan Syariah (El-Halaby and Hussainey 2016)	Dimensi pengungkapan yang bersumber dari standar keuangan berupa informasi berkaitan penyajian dan pengungkapan pada laporan keuangan (5 indikator dan Nilai maksimum 15) Dimensi pengungkapan informasi berkaitan dengan Corporate Social Responsibility (5 indikator dan Nilai maksimum 15)	Rasio

Tekhnik Analisis Data

Penelitian ini menetapkan, analisis statistik deskriptif digunakan untuk menilai analisis variabel dependen dan independent (Ahmed Elbadry, 2018). Statistik deskriptif menggambarkan data yang diamati menggunakan nilai mean, standar deviasi, nilai tertinggi (maks), nilai terendah (min). Kemudian dilanjutkan dengan pengujian Multiple Regression Analysis (MRA) adalah bentuk khusus dari regresi linear berganda dengan menggunakan aplikasi STATA yang digunakan ketika terdapat interaksi antara variabel bebas dengan variabel moderasi dalam model. Pengujian MRA dilakukan dengan mengalikan satu atau lebih variabel independent dengan variabel moderasi untuk membentuk variabel interaksi (Damayanti & Andayani, 2022).

Pengujian data panel statis dalam penelitian ini secara umum dilakukan dengan tiga model, yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, *Random Effect Model* untuk menentukan model yang paling tepat dengan beberapa pengujian yang dapat dilakukan untuk menentukan model regresi data panel yang akan digunakan melalui pengujian: uji chow, uji hausman dan uji lagrange multiplier. Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis menggunakan uji t dan uji F.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Analisis statistik deskriptif digunakan mendeskripsikan data dari variabel dependen dan variabel independen sebagaimana disajikan pada tabel 5 berikut.

Tabel 5

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	Cost of Capital	ESG	Kepatuhan Syariah
Mean	19.13429	30.30071	83.04762
Maximum	23.46000	91.00000	90.00000
Minimum	10.22000	2.400000	70.00000
Observations	42	42	42

Sumber : Eviews 10 (data diolah,2025)

Berdasarkan hasil dari Tabel 5, didapatkan informasi sebagai berikut:

1. *Cost of capital* (COC) memiliki nilai rata-rata 19.13429 dengan nilai maksimum sebesar 23.46, dan nilai minimum 10.22. Nilai rata-rata ini menunjukkan bahwa secara umum biaya modal yang ditanggung oleh perusahaan tergolong tinggi. Biaya modal yang tinggi dapat menjadi beban dalam pembiayaan perusahaan karena meningkatkan beban keuangan jangka panjang.
2. ESG mempunyai nilai rata rata 30.30071 dengan nilai maksimum 91 dan nilai minimum sebesar 2.40. Nilai rata-rata ini menunjukkan bahwa tingkat kinerja ESG oleh perusahaan secara umum tergolong dalam kategori buruk. .
3. Kepatuhan Syariah memiliki nilai rata-rata 83.04762 dengan nilai maksimum sebesar 90, dan nilai minimum 70. Nilai rata-rata ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kategori patuh.

Sebelum dilakukan analisis regresi data panel maka perlu dilakukan penentuan model yang tepat. Penentuan analisis regresi data panel statistik dalam penelitian ini secara umum dilakukan dengan tiga model yaitu CEM, FEM, REM. Penentuan model terbaik dilakukan dengan memanfaatkan uji chow, uji hausman dan uji Lagrange Multiplier (Uji LM) yang diuraikan sebagai berikut:

Tabel 6

Hasil Uji Chow

Fixed-effects (within) regression				Number of obs	=	42
Group variable: id				Number of groups	=	14
R-squared:				Obs per group:		
Within	= 0.7190			min	=	3
Between	= 0.9913			avg	=	3.0
Overall	= 0.8112			max	=	3
				F (3,25)	=	6.50
corr(u_im xb) = 0.2361				Prob > F	=	5.9320
y	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf.	interval]
x1	.1720808	.3794222	5.40	0.004	.6093537	.9535154
z	.0363211	.1526317	4.21	0.018	.3506721	.2780298
x1z	.0185940	.0462930	5.03	0.006	.0113936	.0076749
_cons	21.64697	12.39086	1.75	0.093	3.872486	47.16642
sigma_u	3.2735739					
sigma_e	1.1213552					
rho	.89498359	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i = 0: F (13, 25) = 21.54 Prob > F = 0.0000

Sumber: Penelitian lapangan data di olah, 2025

Berdasarkan Tabel 6, diketahui nilai probability F sebesar $0.0000 < 0.05$ yang berarti bahwa H_0 ditolak sehingga berdasarkan uji chow model yang dipilih adalah Fixed Effect Model (FEM).

Pengujian dilanjutkan dengan Uji Hausman yang bertujuan untuk memilih apakah Random Effect Model (REM) atau Fixed Effect Model (FEM) yang paling tepat digunakan. dengan hasil terlihat pada tabel 7.

Tabel 7
Uji Hausman

	----- Coefficients -----			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt (diag(V_b-V_B)) Std, err.
x1	.1720808	.014757	.1573238	.1380796
z	.0363211	.1190105	.0826894	.0596666
x1z	.0018594	.000146	.0020053	.0017566

b = Consisten under Ho and Ha; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg.

Test of Ho: Difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(3) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) = 2.13$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.5455$$

Sumber: Penelitian lapangan data di olah, 2025

Berdasarkan hasil uji Hausman pada Tabel 7, diperoleh nilai probabilitas (p-value) sebesar $0.5455 > 0.05$. Dengan demikian, H_0 diterima, yang berarti model Random Effect lebih tepat digunakan dibandingkan model Fixed Effect. Oleh karena itu, model terbaik yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model Random Effect.

Pengujian dilanjutkan dengan uji lagrange multiplier sebagaimana yang disajikan pada tabel 8.

Tabel 8

Uji Lagrange Multiplier Test

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$y[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt (Var)
y	11.91963	3.452482
e	1.257437	1.121355
u	10.70068	3.271189

$$\text{Test: Var}(u) = 0$$

$$\chi^2(01) = 29.36$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$$

Sumber: Penelitian lapangan data di olah, 2025

Berdasarkan hasil uji lagrange multiplier test, diperoleh nilai Probability > Chibar2 sebesar $0.0000 < 0.05$ yang berarti H_0 ditolak sehingga model yang terbaik menurut uji Lagrange Multiplier adalah model Random Effect.

Berdasarkan hasil uji ketepatan model meliputi uji chow, uji hausman dan uji lagrange multiplier maka model yang terbaik yang digunakan dalam penelitian ini adalah model random effect. Pada model Random Effect (RE), tidak diperlukan uji asumsi klasik seperti pada model Ordinary Least Squares (OLS) dikarenakan error term diasumsikan memiliki distribusi normal dengan mean nol dan varians yang konstan, namun tidak diperlukan asumsi tentang homoskedastisitas dan tidak adanya autokorelasi seperti pada model OLS, model Random Effect (RE) menggunakan metode estimasi seperti Generalized Least Squares (GLS) atau Maximum Likelihood (ML), yang dapat menangani heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam data dan model Random Effect (RE) relatif lebih robust terhadap pelanggaran asumsi klasik dibandingkan dengan model OLS.

Tahap selanjutnya adalah melakukan Multiple Regression Analysis (MRA) dengan menggunakan model Random Effect (RE) dengan hasil sebagaimana disajikan pada tabel 9.

Tabel 9

Analisis Regresi Berganda Model Random Effects

Fixed-effects (within) regression				Number of obs		=	42
Group variable: id				Number of groups		=	14
R-squared:				Obs per group:			
Within	= 0.6510			min	=		3
Between	= 0.9212			avg	=		3.0
Overall	= 0.8106			max	=		3
				Wald chi2(2)		=	7.58
corr(u_i, X) = 0 (assumed)				Prob > chi2		=	0.0110
y	Coefficient	Std. err.	z	P>	z	[95% conf.	interval]
x1	-.614757	.0484416	-7.50	0.002		-.6681759	.6976899
z	-.1190105	.0384652	-9.63	0.000		-.3903972	.1523762
x1z	.614273	.0462221	5.19	0.006		-.0081292	.0084211
_cons	28.20093	11.33659	2.49	0.013		5.981632	50.42023
sigma_u	3.2711892						
sigma_e	1.1213552						
rho	.89484653	(fraction of variance due to u_i					

Sumber: Penelitian lapangan data di olah, 2025

Berlandaskan temuan estimasi REM, maka didapat persamaan berikut :

$$Y = 28.20093 - 0.614757 X_1 - 0.1190105 Z + 0.614273 X_1Z$$

1. Nilai konstanta sebesar 28.20093 menunjukkan bahwa ketika variabel *ESG Disclosure* (X_1), Kepatuhan Syariah (Z), dan interaksinya (X_1Z) bernilai nol, maka nilai *Cost of Capital* (Y) sebesar 56,9319 yang artinya secara umum cost of capital perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI dalam kategori sangat tinggi.
2. Koefisien *ESG Disclosure* (X_1) sebesar 0.614757 menunjukkan bahwa setiap peningkatan *ESG Disclosure* sebesar 1% akan menurunkan *Cost of Capital* sebesar 0.614757% dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan.
3. Koefisien Kepatuhan Syariah (Z) sebesar -0.1190105 mengindikasikan bahwa setiap peningkatan pada Kepatuhan Syariah sebesar 1% akan menurunkan *Cost of Capital* sebesar 0.1190105 dengan asumsi variabel lainnya dianggap konstan.
4. Koefisien interaksi *ESG Disclosure* dan Kepatuhan Syariah (X_1Z) sebesar 0.614273 menunjukkan adanya dampak moderasi dari Kepatuhan Syariah terhadap hubungan antara *ESG Disclosure* dan *Cost of Capital*. Koefisien yang positif berarti bahwa semakin tinggi tingkat kepatuhan syariah, maka pengaruh negatif ESG terhadap biaya modal menjadi lebih kecil (melemah). Dengan kata lain, kepatuhan syariah memoderasi secara positif, sehingga hubungan *ESG Disclosure* dan biaya modal menjadi kurang kuat saat nilai kepatuhan syariah meningkat.

Berdasarkan Tabel 10 dapat dilakukan pengujian hipotesis dengan hasil sebagai berikut:

Pengaruh *ESG Disclosure* Terhadap *Cost of Capital*

Nilai probability variabel *ESG Disclosure* sebesar $0.002 < 0.05$ yang berarti H_0 ditolak, sehingga dapat dijelaskan bahwa variabel *ESG Disclosure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of capital*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *ESG Disclosure* akan menurunkan *cost of capital* perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI.

Pengaruh Kepatuhan Syariah Terhadap Cost of Capital

Nilai probability variabel Kepatuhan Syariah sebesar $0.000 < 0.05$ yang berarti H_0 ditolak, sehingga dapat dijelaskan bahwa variabel Kepatuhan Syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of capital*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi Kepatuhan Syariah akan menurunkan *cost of capital* perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI.

Pengaruh Kepatuhan Syariah dalam Memoderasi ESG Disclosure terhadap Cost of Capital

Nilai probability variabel moderasi Kepatuhan Syariah atas pengaruh *ESG Disclosure* terhadap *cost of capital* sebesar $0.006 < 0.05$ yang berarti H_0 ditolak, sehingga dapat dijelaskan bahwa variabel Kepatuhan Syariah mampu memoderasi pengaruh *ESG Disclosure* terhadap *cost of capital*. Moderasi ini termasuk ke dalam jenis moderasi semu (moderator semu) dimana hal ini dikarenakan variabel moderasi (kepatuhan syariah) selain berhubungan dengan variabel dependen (*cost of capital*) sekaligus berinteraksi dengan variabel independen (*ESG Disclosure*).

Pembahasan

Pengaruh ESG Disclosure terhadap Cost of Capital

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai probability variabel ESG Disclosure sebesar $0.002 < 0.05$ yang berarti variabel ESG Disclosure berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of capital*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai ESG Disclosure akan menurunkan *cost of capital* perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI.

Berdasarkan hasil tersebut berarti semakin tinggi tingkat pengungkapan ESG oleh perusahaan, maka semakin rendah biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan. Ini menunjukkan bahwa hipotesis yang mengusulkan efek negatif yang signifikan dari ESG terhadap biaya modal diterima, menunjukkan bahwa ketika kinerja ESG perusahaan meningkat, biaya modalnya akan mengalami penurunan. Hasil ini sejalan dengan prinsip-prinsip dasar *Signalling theory*. Teori berpendapat bahwa perusahaan melaporkan informasi keberlanjutan untuk menghasilkan reaksi pemangku kepentingan yang positif, karena pemangku kepentingan menganggap pengungkapan keberlanjutan sebagai sinyal yang menguntungkan. Oleh karena itu, secara umum diharapkan bahwa perusahaan dengan kinerja ESG yang kuat akan menyampaikan sinyal positif kepada pemangku kepentingan, sehingga menghasilkan penurunan biaya modal mereka. Temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa praktik ESG yang lebih baik dikaitkan dengan penurunan biaya modal, sejalan dengan ekspektasi *Signalling theory*. Hal ini menunjukkan bahwa investor dan kreditur menilai bahwa penerapan ESG yang lebih tinggi menurunkan risiko tertentu sehingga perusahaan membayar biaya modal yang lebih kecil.

Perusahaan dengan pengungkapan ESG biasanya dianggap lebih bertanggung jawab dan berkelanjutan. Menurut penelitian, perusahaan dengan kinerja intuitif yang baik memiliki risiko *default* yang lebih rendah, yang pada akhirnya dapat mengurangi biaya modal. Penemuan ini sejalan dengan penelitian (Ismi Roudotul Janah 2024) yang menemukan bahwa ketika perusahaan memiliki kinerja yang baik, maka perusahaan memiliki lebih sedikit risiko sehingga berakibat pada rendahnya biaya modal. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa pengungkapan ESG (*Environmental, Social, and Governance*) memiliki pengaruh terhadap biaya modal perusahaan, diantaranya (Firmansyah et al. 2023), (Lutfiani and Hidayah 2022), dan (Agnestriana 2022) menunjukkan bahwa pengungkapan ESG berpengaruh negatif

terhadap *cost of capital*, artinya semakin baik pengungkapan ESG, maka semakin rendah biaya modal yang ditanggung perusahaan. Temuan ini diperkuat oleh penelitian dari (Atan *et al.* 2018) yang meneliti perusahaan non-keuangan di Malaysia. Studi tersebut menunjukkan bahwa skor ESG secara signifikan memengaruhi WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) perusahaan.

Pengaruh Kepatuhan Syariah Terhadap Cost of Capital

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai probabilitas variabel Kepatuhan Syariah sebesar $0.000 < 0.05$ yang berarti bahwa variabel Kepatuhan Syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of capital*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi Kepatuhan Syariah akan menurunkan *cost of capital* perusahaan manufaktur yang terdaftar di ISSI.

Teori biaya modal menjelaskan bahwa biaya modal suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, termasuk kepatuhan syariah. Perusahaan yang patuh terhadap prinsip syariah cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah karena dianggap memiliki risiko yang lebih rendah. Kemudian Teori Signaling menjelaskan kepatuhan syariah dapat menjadi sinyal positif bagi investor dan stakeholder bahwa perusahaan memiliki komitmen terhadap etika dan moralitas dalam operasionalnya. Sinyal positif ini dapat meningkatkan kepercayaan investor dan stakeholder, sehingga biaya modal perusahaan dapat menurun. Lebih lanjut Teori Stakeholder mengemukakan bahwa kepatuhan syariah dapat meningkatkan kepercayaan stakeholder, termasuk investor, karyawan, dan masyarakat luas. Kepercayaan stakeholder ini dapat meningkatkan reputasi perusahaan dan mengurangi biaya modal (Dwi and Kurniawati 2022).

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Janah and Purwanto 2024) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepatuhan syariah dapat memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya modal suatu perusahaan atau lembaga keuangan dengan meningkatkan kepercayaan investor dan stakeholder.

Pengaruh Kepatuhan Syariah dalam Memoderasi ESG Disclosure terhadap Cost of Capital

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai probabilitas variabel moderasi Kepatuhan Syariah atas pengaruh ESG Disclosure terhadap *cost of capital* sebesar $0.006 < 0.05$ yang berarti bahwa variabel Kepatuhan Syariah mampu memoderasi pengaruh ESG Disclosure terhadap *cost of capital*. Moderasi ini termasuk ke dalam jenis moderasi semu (moderator semu) dimana hal ini dikarenakan variabel moderasi (kepatuhan syariah) selain berhubungan dengan variabel dependen (*cost of capital*) sekaligus berinteraksi dengan variabel independen (ESG Disclosure).

Temuan ini mendukung *stakeholder Theory* dan *Signaling theory* dimana penerapan kepatuhan syariah diharapkan dapat berperan penting dalam membantu perusahaan memperoleh kepercayaan dari pemangku kepentingan, mempengaruhi keputusan investasi dan kredit, serta memperluas akses ke pasar keuangan syariah yang terus berkembang. Namun temuan ini konsisten oleh hasil penelitian (Rahmansyah and Mutmainah 2024) bahwa kepatuhan syariah tidak memiliki efek moderasi terhadap hubungan antara kinerja pengungkapan lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) dengan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini memberikan wawasan bahwa meskipun keberadaan syariah merupakan faktor penting dalam tata kelola perusahaan berbasis Islam, keberadaannya tidak secara langsung mempengaruhi bagaimana Pengungkapan ESG berdampak pada biaya modal. ESG berfokus pada aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola yang diakui secara global, sementara

kepatuhan syariah pada prinsip-prinsip ekonomi Islam seperti larangan riba, gharar (ketidakpastian), dan investasi dalam sektor halal. Perbedaan pendekatan ini diduga dapat menyebabkan kepatuhan syariah tidak secara langsung memperkuat hubungan antara Pengungkapan ESG dan *cost of capital*.

KESIMPULAN

Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah adanya pengaruh negatif dari pengungkapan *ESG Disclosure* dan kepatuhan syariah terhadap *Cost of Capital*. Kepatuhan syariah mampu moderasi pengaruh antara *ESG Disclosure* terhadap *Cost of Capital*. Penelitian ini memiliki keterbatasan dimana *cost of capital* hanya diukur melalui ESG disclosure dan kepatuhan syariah. Peneliti selanjutnya disarankan untuk mempertimbangkan aspek lain yang dapat memoderasi hubungan antara Pengungkapan ESG dan Biaya Modal. Selain itu, penggunaan metode penelitian yang lebih luas dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai bagaimana investor menilai *ESG Disclosure* dalam konteks perusahaan syariah.

REFERENCES

- Adhi, Ryan Edriansyah, and Nur Cahyonowati. 2023. "Pengaruh Environmental, Social, And Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi(Studi Empiris Perusahaan Non-Kuangan Di Bursa Efek Indonesia 2019-2021)." *Diponegoro Journal of Accounting* 12 (3): 1–12.
- Agnestriana, T. 2022. "Pengaruh Environment, Social, and Governance (Esg) Disclosure Terhadap Cost of Capital Pada Perusahaan Di Asean Periode 2018"
- Anita, Siska Yuli. 2022. "Pengaruh Biaya Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Saham Bank BTPN Syariah Periode 2018-2020." *Owner* 6 (1): 298–307. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.570>.
- Apriliani, Fenny, and Puji Harto. 2016. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Cost of Capital Dengan Voluntary Disclosure Sebagai Variabel Intervening." *Diponegoro Journal of Accounting* 5 (4): 1–12.
- Aribi, Zakaria Ali, and Thankom Gopinath Arun. 2012. "Corporate Social Responsibility in Islamic Financial Institutions (IFI): A Management Insight." *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2052635>.
- Atan, Ruhaya, Md Mahmudul Alam, Jamaliah Said, and Mohamed Zamri. 2018. "The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study of Malaysian Companies." *Management of Environmental Quality: An International Journal* 29 (2): 182–94. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>.
- Aydoğmuş, Mahmut, Güzhan Gülay, and Korkmaz Ergun. 2022. "Impact of ESG Performance on Firm Value and Profitability." *Borsa Istanbul Review* 22:S119–27. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>.
- CNN Indonesia. 2020. "Menperin Ungkap Dua Kendala Sektor Manufaktur Saat Corona." Menperin Ungkap Dua Kendala Sektor Manufaktur Saat Corona. 2020.
- Dwi, Novia, and Sri Lestari Kurniawati. 2022. "Pengaruh Islamic Corporate Governance (ICG), Intellectual Capital (IC) Dan Sharia Compliance Terhadap Profitabilitas (Return on Asset) Pada Bank Umum Syariah Di Indonesia." *Jurnal Syarikah : Jurnal Ekonomi Islam* 8 (1): 24–33. <https://doi.org/DOI:https://doi.org/10.30997/jsci.v8i1.5374>.
- El-Halaby, Sherif, and Khaled Hussainey. 2016. "Determinants of Compliance with AAOIFI Standards by Islamic Banks." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and*

- Management* 9 (1): 143–68. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2015-0074>.
- Elika Mahsa Delvina, Raudhatul Hidayah, Sosial Dan, Tata Kelola,) Terhadap, Nilai Perusahaan, Dan Kinerja, Perusahaan Elika, Mahsa Delvina, and Raudhatul Hidayah. 2023. “The Effect Of ESG (Environmental, Social And Governance) Performance On Company Value And Company Performance.” *Management Studies and Entrepreneurship Journal* 4 (5): 5436–44.
- Ellili, Nejla Ould Daoud. 2020. “Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE.” *Sustainability (Switzerland)* 12 (18). <https://doi.org/10.3390/su12187706>.
- Firmansyah, Amrie, Irfan Fauzi, Muchamad Rizal Pua Geno, and Dani Kharismawan Prakosa. 2023. “The Moderating Role of Sustainability Disclosure in the Association between Tax Avoidance and Cost of Debt.” *Educoretax* 3 (4): 359–70. <https://doi.org/DOI:10.54957/educoretax.v3i4.629>.
- Frecilia Adenina, Annisa, Fakultas Ekonomi, Dan Bisnis, and Universitas Lampung. 2024. “Analysis Of The Influence Of Environmental, Social, Governance (ESG) Disclosure and Research & Development Intensity On Financial Performance In Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange.” *Management Studies and Entrepreneurship Journal* 5 (2): 9251–69.
- Gonçalves, Tiago Cruz, João Dias, and Victor Barros. 2022. “Sustainability Performance and the Cost of Capital.” *International Journal of Financial Studies* 10 (3). <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>.
- Ismi Roudotul Janah, Agus Purwanto. 2024. “Pengaruh Environmental , Social , Governance Dan Profitabilitas Terhadap Cost Of Debt Serta Cost Of Capital Pada Perusahaan Yang Terdaftar” 13:1–15.
- Janah, Ismi Roudotul, and Agus Purwanto. 2024. “Pengaruh Environmental, Social, Governance Dan Profitabilitas Terhadap Cost Of Debt Serta Cost Of Capital Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2022).” *Diponegoro Journal of Accounting* 13 (4): 1–15.
- Jannah, Karimuddin Abdullah Misbahul, Ummul Aiman, Suryadin Hasda, Zahara Fadilla, Taqwin Masita Ketut Ngurah Ardiawan, and Meilida Eka Sari. 2017. *Metodologi Penelitian Kuantitatif Metodologi Penelitian Kuantitatif. Metodologi Penelitian Kuantitatif*.
- Jeanice, Jeanice, and Sung Suk Kim. 2023. “Pengaruh Penerapan ESG Terhadap Nilai Perusahaan Di Indonesia.” *Owner* 7 (2): 1646–53. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1338>.
- Lee, Siew Peng, and Mansor Isa. 2023. “Environmental, Social and Governance (ESG) Practices and Financial Performance of Shariah-Compliant Companies in Malaysia.” *Journal of Islamic Accounting and Business Research* 14 (2): 295–314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>.
- Lodh, Ashish. 2025. “ESG and The Cost of Capital.” MSCI. 2025. <https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/esg-and-the-cost-of-capital>.
- Lutfiani, Asri Pangestika, and Rini Hidayah. 2022. “ESG Performance and Ownership Structure on Cost of Capital and Research & Development Investment.” *Fokus Bisnis* 21 (1): 25–42. <https://doi.org/DOI:10.32639/fokbis.v21i1.26>.
- Meirina, Elsa. 2024. “Jurnal Ekonomi Bisnis , Manajemen Dan Akuntansi (Jebma) Jurnal Ekonomi Bisnis , Manajemen Dan Akuntansi (Jebma) Volume : 4 | Nomor 3 | Nopember 2024 | E-ISSN : 2797-7161 | DOI : Doi . Org / Jebma . V4n3 . 2024,”

- 1816–24.
- Nurhisam, Luqman. 2016a. “Kepatuhan Syari’Ah (Sharia Compliance) Dalam Industri Keuangan Syari’Ah.” *Ar-Raniry, International Journal of Islamic Studies* 3 (1): 23. <https://doi.org/10.20859/jar.v3i1.75>.
- . 2016b. “Kepatuhan Syariah (Sharia Compliance) Dalam Industri Keuangan Syariah.” *Jurnal Hukum IUS QULA IUSTUM* 23 (1): 77–96. <https://doi.org/10.20885/iustum.vol23.iss1.art5>.
- Peng, Lee Siew, and Mansor Isa. 2020. “Environmental, Social and Governance (Esg) Practices and Performance in Shariah Firms: Agency or Stakeholder Theory?” *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 16 (1): 1–34. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2020.16.1.1>.
- Rahmansyah, Muhammad Faiz, and Siti Mutmainah. 2024. “Pengaruh Kinerja Pengungkapan Esg Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Kepatuhan Syariah Sebagai Variabel Moderasi.” *Diponegoro Journal of Accounting* 13 (3): 1–15.
- Setiawan, Abdurrahman. 2020. “Dampak Corporate Governance Terhadap Cost of Capital Di Industri Manufaktur Di Indonesia.” *Jurnal Ekonomi: Journal of Economic* 11 (2). <https://doi.org/10.47007/jeko.v11i2.3291>.
- Sidi Rai, N. M. G. D., & Ismawati, A. F. 2024. “The Influence of ESG Disclosure Score on the Cost of Capital in the Manufacturing Company.” *Journal of Accounting, Entrepreneurship and Financial Technology (Jaef)* 5 (2): 81–102.
- Sugiyono. 2020. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif Dan Re&D*. Edited by Sutopo. 2nd ed. Bandung: Alfabeta.
- Wandha Dani Sarnisa, Rafianamaghfurin, Mohamad Djasuli. 2022. “Praktik Pengungkapan Informasi Environmental, Social And Governance (ESG) Dalam Penerapan GCG.” *Jurnal Ekonomika Dan Bisnis (JEBS)* 2 (3): 754.
- Zahroh, Barraq Mellina, and Hersugondo Hersugondo. 2021. “The Effect of ESG Performance on The Financial Performance of Manufacturing Companies Listed in The Indonesian.” *AFEBI Management and Business Review* 6 (2): 129. <https://doi.org/10.47312/ambr.v6i2.475>.